

TVO (TVO TB)

บมจ. น้ำมันพืชไทย

T-BUY

Previous	T-BUY
2022 Target Price (Bt)	34.00
Price (08/04/2022)	31.25
up/downside (%)	+8.8
SET Index	1,686.00
Sector	Food & Beverage
Foreign limit/actual (%)	49.00/4.72
Free float (%)	66.59
Market cap (Bt m)	25,269.09
Avg daily T/O (Bt m) (2022 YTD)	71.79
hi, lo, avg (Bt) (2022 YTD)	33.50, 30.50, 31.88
IOD 2021	5
THAI CAC	Certified

ราคาถั่วยังดี และคาค่าไร 1Q22 พ้นตัวแรง

แนวโน้มราคาถั่วเหลืองยังทรงสูง US\$15-16 ต่อบุชเซล +16% Y-Y จากสต็อกถั่วเหลืองโลกตึงตัว หลัง USDA ออกรายงานล่าสุด 8 เม.ย. ปรับลดผลผลิตโลกลง 3.08 ล้านตันจากเดือนก่อน ทำให้ผลผลิตโลกลด -4.6% Y-Y และคาค่าไรถั่วเหลืองโลกลดแรง -13% Y-Y จากภาวะ La Nina กระทบผลผลิตโซนอเมริกาใต้ ขณะที่ปัญหา ASF ของไทยเริ่มคลี่คลาย และ Demand สูงขึ้น ส่งผลให้ราคาเนื้อสัตว์ปรับตัวสูงขึ้น และหนุนให้ความต้องการกากถั่วเหลือง 1Q22 เพิ่มขึ้นดี กอปรกับบริษัทมีสต็อกถั่วเหลืองที่ซื้อไว้ล่วงหน้าในราคาต่ำ ทำให้ต้นทุนถั่ว 1Q22 ปรับลดลง จึงคาค่าไร 1Q22 จะฟื้นแรง Q-Q แต่ยังคงลบ Y-Y เพราะฐานสูงผิดปกติใน 1Q21 แต่คาค่าไรที่ต่ำกว่า 1Q19 / 1Q20 ถือเป็นระดับกำไร 1Q ที่ทำได้ดี และคาค่าไรจะกลับมาโต Y-Y อีกครั้งใน 3Q22 แต่เชื่อว่าผ่านกำไรต่ำสุดใน 4Q21 ไปแล้ว เราคาดว่ากำไรปี 2022 จะลดลง -4.3% Y-Y เพราะฐานสูงปีก่อน ทำให้แนวโน้มกำไรปีนี้ไม่ตื่นเต้น แต่แนวโน้มราคาถั่วเหลืองยังเป็นบวกต่อการดำเนินธุรกิจ เราปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 34 บาท จาก 32 บาท โดยปรับ PE ขึ้นเล็กน้อยเป็น 14 เท่า จาก 13 เท่า ยังใกล้เคียงค่าเฉลี่ยของบริษัท และคาค่า Dividend Yield ที่ปี 6.7% แนะนำ กังกำไร

USDA ปรับลดผลผลิตถั่วเหลืองโลกต่อเนื่อง และทำให้สต็อกยังตึงตัวต่อไป

USDA ออกรายงานเดือน เม.ย. 22 โดยปรับลดปริมาณผลผลิตถั่วเหลืองโลกลง 3.08 ล้านตัน เป็น 350.72 ล้านตัน (-4.6% Y-Y) จากเดิมก่อนที่คาดไว้ 353.8 ล้านตัน มาจากการปรับลดผลผลิตของบราซิลลงเป็น 125 ล้านตัน จากเดือนก่อนที่ 127 ล้านตัน จากภาวะ La Nina ทำให้อเมริกาใต้เผชิญปัญหาภัยแล้ง และกระทบต่อผลผลิตบราซิลลดลง -10% Y-Y และอาร์เจนตินา -5.8% Y-Y รวม 2 ประเทศผลผลิตลดลง 17.2 ล้านตัน แม้คาค่าไรของสหรัฐจะเพิ่มขึ้น 5% หรือ 6 ล้านตัน ซึ่งไม่สามารถชดเชยได้หมด จึงคาค่าไรถั่วเหลืองโลกปี 2021/22 จะลดลง 13.5 ล้านตัน เป็น 89.6 ล้านตัน หรือลดลงราว -13% Y-Y และผลผลิตอเมริกาใต้ที่ลดลง ยิ่งทำให้ความต้องการถั่วเหลืองจากสหรัฐสูงขึ้น (กำลังเข้าสู่ช่วงเพาะปลูกของสหรัฐเดือน พ.ค.-มิ.ย. และผลผลิตจะทยอยออกช่วงปลายปี) และเริ่มมีการส่งซื้อล่วงหน้าแล้ว USDA จึงคาค่าไรถั่วเหลืองของสหรัฐจะยังตึงตัวต่อไปอยู่ที่ 7 ล้านตัน

แนวโน้มราคาถั่วเหลืองใน 6 เดือนข้างหน้า ยังทรงตัวสูง

คาค่าไรถั่วเหลืองในช่วง 6 เดือนข้างหน้าอยู่ในกรอบ US\$15-16 ต่อบุชเซล โดยราคาถั่วเหลืองเฉลี่ย 1Q22 อยู่ที่ US\$15.6 ต่อบุชเซล (+24.7% Q-Q, +12.2% Y-Y) แม้ส่วนหนึ่งจะมีสงครามกดดันให้ราคาถั่วเหลืองปรับตัวสูงขึ้น โดยราคาถั่วเหลืองไปทำจุดสูงสุดในรอบ 10 ปีที่ US\$17.18 ต่อบุชเซลในเดือน มี.ค. ปัจจุบันแรงกดดันจากสงครามเริ่มผ่อนคลาย แต่ราคาถั่วเหลืองเดือนเม.ย. MTD เฉลี่ยยังอยู่ที่ US\$16.22 ต่อบุชเซล (-3% M-M, +11% Y-Y) ถือเป็นระดับที่สูง เรามองว่าผลกระทบจากปัจจัยพื้นฐานของถั่วเหลืองมีน้ำหนักต่อราคามากกว่าสงคราม จึงคงมุมมองเชิงบวกต่อราคาถั่วเหลืองในอีก 6 เดือนข้างหน้า

คาค่าไร 1Q22 จะฟื้นแรง Q-Q แต่ลดลง Y-Y เพราะฐานสูงผิดปกติ

คาค่าไร 1Q22 จะฟื้นตัวแรง 545 ลบ. (+449% Q-Q, -38.2% Y-Y) โดสูง Q-Q เพราะฐานต่ำในไตรมาสก่อนที่ต้นทุนถั่วสูงขึ้น, ถูกกระทบจาก ASF ทำให้ปริมาณขายกากถั่วเหลืองลดลง และหยุดซ่อมบำรุงเครื่องจักร ขณะที่ไตรมาสสถานการณ์ ASF เริ่มดีขึ้น หลังราคาเนื้อสัตว์ปรับขึ้นแรง หนุนให้ความต้องการอาหารสัตว์สูงขึ้น กอปรกับคาค่าไรขายกากถั่วเหลืองปรับขึ้นเล็กน้อย ส่วนธุรกิจน้ำมันถั่วเหลืองยังดีต่อเนื่อง มีสต็อกจาก 4Q21 ถูกนำมาขายใน 1Q22 แม้คาค่าไร 1Q22 จะลดลง Y-Y เพราะเหตุการณ์ที่ผิดปกติใน 1Q21 ที่ราคาถั่วเหลืองปรับขึ้นแรง ขณะที่บริษัทมีสต็อกถั่วเหลืองต่ำค่อนข้างมาก และยังไม่ ASF ทำให้คาค่าไรขึ้นต้นพุ่งขึ้นเป็น 16.3% จากปกติทำได้ 10%-12% อย่างไรก็ตาม เรามองว่ากำไร 1Q22 ยังเป็นระดับที่ดีคาค่าสูงกว่า 1Q19 / 1Q20 ที่มีกำไร 358 ลบ. และ 494 ลบ. ตามลำดับ

ทั้งนี้เราคาดกำไรจะกลับมาโต Y-Y อีกครั้งใน 3Q22 เพราะฐานกำไร 1H21 ค่อนข้างสูง เรายังคาดว่ากำไรสุทธิปี 2021 ไว้ที่ 1,978 ลบ. (-4.3% Y-Y) และคาค่าไรจะกลับมาโตในปี 2023 แม้แนวโน้มกำไรปีนี้จะไม่ตื่นเต้นเพราะฐานสูง แต่แนวโน้มราคาถั่วเหลืองยังเป็นบวกต่อการดำเนินธุรกิจ และด้วยธุรกิจที่ค่อนข้างไปในทางตัน การปรับขึ้นเป็นสินค้าจำเป็น ทำให้ถูกกระทบจาก Inflation จำกัด เราปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 34 บาท จาก 32 บาท โดยขยับ PE ขึ้นเล็กน้อยจาก 13 เท่า เป็น 14 เท่า สะท้อนแนวโน้มราคาถั่วเหลืองที่ยังค่อนข้างดี และยังคงใกล้เคียง PE เฉลี่ย 5 ปีของบริษัท

Consolidated earnings				
BT (mn)	2021	2022E	2023E	2024E
Revenue	31,307	31,934	33,530	35,140
Normalized profit	1,869	1,978	2,130	2,293
Net profit	2,068	1,978	2,130	2,293
EPS (Bt) - norm	2.31	2.45	2.63	2.84
EPS (Bt)- reported	2.56	2.45	2.63	2.84
% growth y-y	24.9	-4.3	7.7	7.7
Dividend/share (Bt)	2.20	2.10	2.27	2.44
BV/share (Bt)	11.76	12.11	12.60	13.00
EV/EBITDA (x)	10.2	9.7	9.1	8.5
PER (x) - norm	13.5	12.8	11.9	11.0
PER (x)	12.2	12.8	11.9	11.0
PBV (x)	2.7	2.6	2.5	2.4
Dividend yield (%)	7.0	6.7	7.2	7.8
ROE (%)	19.7	20.2	20.9	21.8
YE No. of shares (million)	809	809	809	809
Par (Bt)	1.0	1.0	1.0	1.0

Source: Company data, FSS estimates

Analyst: Sureeporn Teewasuwet
 Register No.: 040694
 Tel.: +662 646 9972
 email: sureeporn.t@fnsyrus.com
 www.fnsyrus.com

 Finasia Syrus Securities

 Finasia

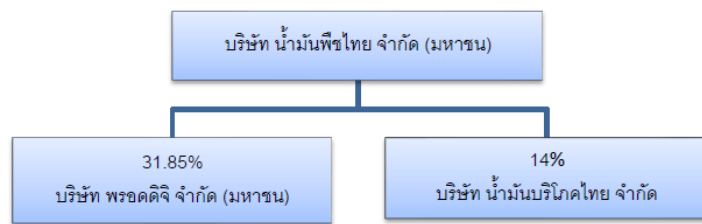
 @fnsyrus

Company Overview

TVO ดำเนินธุรกิจผลิตและจำหน่ายน้ำมันพืชบริโภค และวัตถุดิบอาหารสัตว์ โดยมีแบรนด์น้ำมันถั่วเหลืองได้แก่ อองุ่น, Monini, Healthy Chef, Queen และมีแบรนด์อาหารสัตว์ได้แก่ ทีวีโอ ไฮโพรมิล, ดีอัล ซอยมิล, ทีวีโอ ฟลูแพตซอย เป็นต้น ถือเป็นผู้นำตลาดโดยมีส่วนแบ่งการตลาดอันดับ 1 ทั้งตลาดน้ำมันถั่วเหลือง และกากถั่วเหลือง ปัจจุบันมีโรงงานตั้งอยู่ที่ จ.นครปฐม โดยมีกำลังการผลิตรวม 6,000 ตันต่อวัน

บริษัทมีสัดส่วนรายได้ขายน้ำมันถั่วเหลือง และกากถั่วเหลืองอยู่ที่ 29% : 64% ส่วนที่เหลืออีก 7% มาจากรายได้ขายวัสดุหีบห่อ ซึ่งส่วนใหญ่เป็นการขายในประเทศสัดส่วนราว 97% ของรายได้ทั้งหมด ที่เหลืออีก 3% เป็นการส่งออกไปยังประเทศเพื่อนบ้านเป็นหลัก

นอกจากนี้บริษัทยังถือหุ้นใน PDG สัดส่วน 31.85% ซึ่งประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายขวดพลาสติก PET เพื่อใช้บรรจุอาหารและเครื่องดื่ม รวมถึงน้ำมันพืชของบริษัท และถือหุ้นในบจ.น้ำมันบริโภคไทย สัดส่วน 14% ซึ่งเป็นผู้ผลิตและจำหน่ายน้ำมันรำข้าวตรา คิง



Valuation Methodology

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ TVO โดยอิง PE 14 เท่า ใกล้เคียงค่าเฉลี่ย 5 ปี

ESG

Environment

- TVO ดำเนินงานด้วยความรับผิดชอบต่อและคำนึงถึงสิ่งแวดล้อมเป็นสิ่งสำคัญ โดยเฉพาะกระบวนการผลิตที่ใช้เทคโนโลยีที่มีของเสียเกิดขึ้นระหว่างผลิตน้อยที่สุด และจัดระบบบำบัดของเสียเป็นระบบปิดคือจะไม่มีของเสียออกนอกกระบวนการทำงานไปสู่สาธารณะ อีกทั้งมีนโยบายนำของเสียที่เกิดจากการผลิตมาบำบัดเพื่อนำกลับมาใช้ในกระบวนการผลิตให้เกิดประโยชน์สูงสุด และมีการตรวจสอบระบบการผลิตโดยหน่วยงานภาครัฐที่มีหน้าที่ควบคุมดูแลสิ่งแวดล้อมเป็นประจำทุกปี
- บริษัทได้รับการรับรองอุตสาหกรรมสีเขียวจากกระทรวงอุตสาหกรรม และได้รับมาตรฐาน ISO 14001 ISO 50001

Social

- ในปี 2019 บริษัทมีการปรับเปลี่ยนโครงสร้างหน่วยงานการพัฒนาอย่างยั่งยืน โดยจัดตั้ง คณะทำงานด้านสิ่งแวดล้อมและสังคม รวมถึงจัดตั้ง คณะกรรมการชุมชนสัมพันธ์ เพื่อเป็นเวทีสำคัญในการแสดงออกถึงการมีส่วนร่วมของผู้มีส่วนได้เสีย เกิดจากการประสานความร่วมมือระหว่างหน่วยงานภาครัฐ ตัวแทนภาคประชาชน และทีมงานแผนกชุมชนสัมพันธ์ของบริษัท
- บริษัทสานต่อโครงการ “Caring & Sharing แบ่งปันด้วยใจเพื่อสังคมไทยยั่งยืน” สนับสนุนด้านการศึกษาสู่เยาวชนที่ขาดแคลน ส่งเสริมด้านสุขภาพของคนในชุมชนและสังคม เพื่อสร้างสังคมและชุมชนโดยรอบโรงงานให้มีความเป็นอยู่ที่ดี ทั้งนี้บริษัทมีนโยบายรับคนในพื้นที่ที่บริษัทตั้งโรงงานเข้าเป็นพนักงาน รวมถึงสนับสนุนเครื่องและอุปกรณ์ทางการแพทย์ให้กับโรงพยาบาลนครปฐม

Governance

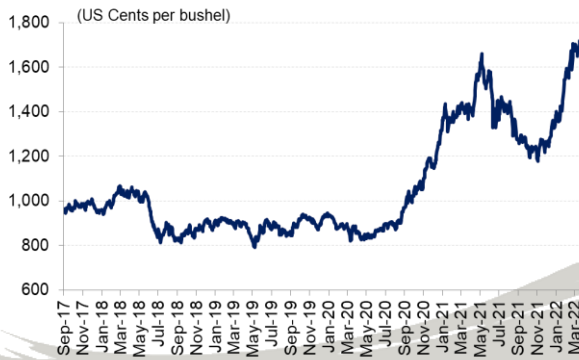
- ปัจจุบันบริษัทมีคณะกรรมการ 12 คน เป็นกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร 9 คน และเป็นกรรมการที่เป็นผู้บริหาร 3 คน ทั้งนี้ประกอบด้วยกรรมการอิสระ 4 คน ถือว่าไม่น้อยกว่า 1 ใน 3 ของจำนวนกรรมการทั้งหมด สอดคล้องตามเกณฑ์ เพื่อเป็นการถ่วงดุลอำนาจของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในการออกเสียง และสอบทานการบริหารของฝ่ายบริหารอย่างโปร่งใส
- คณะกรรมการบริษัทกำหนดแนวปฏิบัติในเรื่องการรับ-ให้ของขวัญ การเลี้ยงรับรอง หรือประโยชน์อื่นใด เพื่อให้สอดคล้องกับนโยบายต่อต้านคอร์รัปชัน และประกาศใช้ทั่วองค์กรอย่างเคร่งครัด
- บริษัทดำเนินธุรกิจโดยยึดหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี และยึดมั่นในจรรยาบรรณธุรกิจ เพื่อให้การดำเนินงานของบริษัทเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ โปร่งใส เป็นธรรม สร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย นำไปสู่การสร้างคุณค่าให้กับกิจการอย่างยั่งยืน

1Q22E Earnings Preview

(Bt=mn)	1Q22E	4Q21	%Q-Q	1Q21	%Y-Y	Details
Sales revenue	8,115	8,145	-0.4	7,729	5.0	คาดปริมาณขายเพิ่มทั้งกากและน้ำมัน ราคาขายปรับขึ้นเล็กน้อย
Costs	7,304	7,966	-8.3	6,466	13.0	ต้นทุนถั่วลด Q-Q แต่สูงขึ้น Y-Y ตามราคาถั่วเหลืองโลกที่สูงขึ้น
Gross profit	812	179	352.8	1,263	-35.8	GP พื้นแรง Q-Q แต่ลดลง Y-Y เพราะฐานสูงมากปีก่อน
SG&A costs	170	207	-17.6	181	-5.8	คาดควบคุมค่าใช้จ่ายได้ดี จะลดลง Q-Q และ Y-Y
Interest Expense	1.0	0.9	6.3	1.0	0.0	
Norm profit	545	50	998.0	864	-36.9	คาดกำไรจะฟื้นตัวดี Q-Q แม้อัตราลดลง Y-Y เพราะฐานสูงผิดปกติใน 1Q21 และคาดดีกว่า 1Q19-1Q20 ที่ทำได้ 358 และ 494 ลบ.
Net profit	545	99	449.2	882	-38.2	
Gross margin %	10.0	2.2	7.8	16.3	-6.3	
SG&A as % of Sales	2.1	2.5	-0.4	2.3	-0.2	
Net margin %	6.7	1.2	5.5	11.4	-4.7	

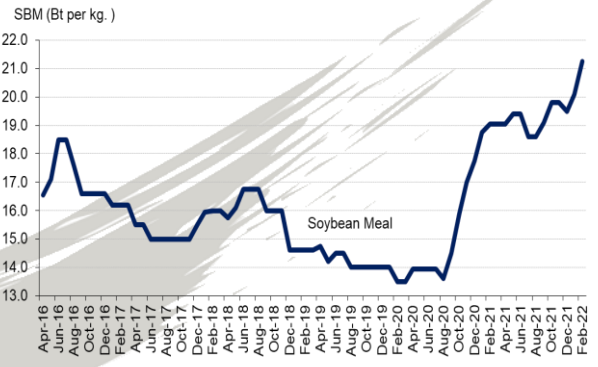
Source: FSS Estimates

ราคาเมล็ดถั่วเหลืองตลาดล่วงหน้าชิคาโก



Source: Bloomberg

ราคาขายกากถั่วเหลืองเมล็ดนำเข้า สกัดใหม่ประเทศ



Source: CPF, DIT

คาดการณ์ Production และ Consumption เมล็ดถั่วเหลืองโลก เดือน เม.ย. 22 (Source : USDA)

2020/21 Est.		Beginning Stocks	Production	Imports	Domestic Crush	Domestic Total	Exports	Ending Stocks
World 2/		96.84	367.76	165.38	315.00	362.38	164.48	103.11
World Less China		70.05	348.15	65.61	222.00	250.78	164.41	68.63
United States		14.28	114.75	0.54	58.26	61.05	61.52	6.99
Total Foreign		82.56	253.01	164.84	256.75	301.33	102.96	96.12
Major Exporters 3/		47.41	197.31	5.85	90.21	100.84	94.81	54.92
Argentina		26.65	46.20	4.82	40.16	47.41	5.20	25.06
Brazil		20.42	139.50	1.02	46.68	49.88	81.65	29.40
Paraguay		0.33	9.90	0.01	3.30	3.47	6.33	0.44
Major Importers 4/		29.94	23.27	133.36	122.09	148.69	0.27	37.60
China		26.79	19.60	99.76	93.00	111.60	0.07	34.48
European Union		1.66	2.60	14.79	15.80	17.37	0.19	1.49
Southeast Asia		0.83	0.58	9.62	4.74	10.04	0.01	0.99
Mexico		0.37	0.25	6.10	6.20	6.25	0.00	0.46
2021/22 Proj.								
World 2/	Mar	101.74	353.80	156.73	315.26	363.68	158.63	89.96
	Apr	103.11	350.72	152.92	312.91	361.88	155.29	89.58
World Less China	Mar	67.26	337.40	62.73	223.26	251.98	158.53	56.87
	Apr	68.63	334.32	61.92	223.91	253.18	155.19	56.50
United States	Mar	6.99	120.71	0.41	60.28	63.46	56.88	7.77
	Apr	6.99	120.71	0.41	60.28	63.47	57.56	7.07
Total Foreign	Mar	94.75	233.09	156.32	254.98	300.22	101.75	82.19
	Apr	96.12	230.01	152.51	252.63	298.40	97.73	82.51
Major Exporters 3/	Mar	53.47	177.82	3.37	88.18	98.21	93.80	42.65
	Apr	54.92	174.72	2.67	88.88	99.45	90.35	42.50
Argentina	Mar	25.06	43.50	2.90	40.00	47.21	2.75	21.50
	Apr	25.06	43.50	2.20	40.00	47.21	2.75	20.80
Brazil	Mar	27.95	127.00	0.45	46.25	48.90	85.50	21.00
	Apr	29.40	125.00	0.45	47.25	50.50	82.75	21.61
Paraguay	Mar	0.44	5.30	0.01	1.85	2.02	3.60	0.14
	Apr	0.44	4.20	0.01	1.55	1.67	2.90	0.09
Major Importers 4/	Mar	37.64	20.19	127.66	121.45	149.30	0.34	35.86
	Apr	37.60	20.20	124.56	118.60	146.34	0.34	35.68
China	Mar	34.48	16.40	94.00	92.00	111.70	0.10	33.08
	Apr	34.48	16.40	91.00	89.00	108.70	0.10	33.08
European Union	Mar	1.57	2.74	14.50	15.70	17.37	0.23	1.21
	Apr	1.49	2.74	14.55	15.80	17.42	0.23	1.13
Southeast Asia	Mar	0.96	0.53	9.69	4.90	10.25	0.01	0.91
	Apr	0.99	0.53	9.54	4.95	10.24	0.01	0.81
Mexico	Mar	0.46	0.29	6.20	6.40	6.45	0.00	0.50
	Apr	0.46	0.29	6.20	6.40	6.45	0.00	0.50

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของราคาวัตถุดิบ

เมล็ดถั่วเหลืองถือเป็นวัตถุดิบหลักของบริษัท และนำเข้าจากต่างประเทศเกือบทั้งหมด ได้แก่ บราซิล และสหรัฐอเมริกา มากกว่า 90% ของปริมาณวัตถุดิบรวม โดยราคาจะอ้างอิงกับราคาตลาดโลก ซึ่งมีความผันผวนขึ้นลงตามอุปสงค์และอุปทานของตลาดโลก รวมถึงสงครามการค้าที่ส่งผลกระทบต่อราคาถั่วเหลืองด้วย หากราคาถั่วเหลืองโลกมีความผันผวนค่อนข้างมาก จะส่งผลให้บริษัทบริหารจัดการวัตถุดิบได้ยากขึ้น และอาจกระทบต่อผลการดำเนินงานท้ายที่สุด

ความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน

เนื่องจากบริษัทต้องนำเข้าวัตถุดิบจากต่างประเทศเกือบทั้งหมด ในขณะที่รายได้ส่วนใหญ่เป็นการขายในประเทศราว 97% จึงแทบไม่มีการ Natural Hedge ดังนั้นหากค่าเงินบาทอ่อนค่าลง จะเป็นลบกับบริษัท เพราะทำให้ต้นทุนการนำเข้าเมล็ดถั่วเหลืองปรับตัวสูงขึ้น

ความเสี่ยงด้านสินค้าทดแทน

น้ำมันถั่วเหลืองมีสินค้าทดแทนคือ น้ำมันปาล์ม น้ำมันข้าวโพด และน้ำมันเมล็ดทานตะวัน ส่วนน้ำมันพืชที่ใช้ในอุตสาหกรรม เช่น อุตสาหกรรมอาหาร โดยทั่วไปจะทดแทนกันไม่ได้ เพราะน้ำมันพืชแต่ละชนิดมีคุณสมบัติเหมาะสมกับแต่ละอุตสาหกรรมต่างกัน

ความเสี่ยงจากภาวะเศรษฐกิจชะลอตัว

หากภาวะเศรษฐกิจชะลอตัว อาจกระทบต่อไปยังกำลังซื้อของผู้บริโภค ซึ่งจะเป็นลบทางตรงกับความต้องการใช้น้ำมันพืชเพื่อประกอบอาหาร หรือความต้องการบริโภคเนื้อสัตว์ลดลง อาจกระทบทางอ้อมต่อมายังความต้องการใช้อาหารสัตว์ เช่น กากถั่วเหลืองลดลง ถือเป็นความเสี่ยงที่อาจกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทได้

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Revenue	24,963	31,307	31,934	33,530	35,140
Cost of sales	22,107	28,349	28,676	30,010	31,345
Gross profit	2,855	2,959	3,257	3,521	3,795
SG&A	798	796	830	872	914
Operating profit	2,057	2,163	2,427	2,649	2,881
Other income	81	268	129	101	70
EBIT	2,138	2,430	2,556	2,749	2,952
EBITDA	2,517	2,774	2,909	3,128	3,355
Interest charge	3	4	4	4	1
Tax on income	413	520	510	549	591
Earnings after tax	1,722	1,906	2,041	2,196	2,360
Minority interest	-67	-38	-64	-67	-70
Normalized earnings	1,683	1,869	1,978	2,130	2,293
Extraordinary items	-27	198	0	0	0
Net profit	1,656	2,068	1,978	2,130	2,293

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Net profit	1,656	2,068	1,978	2,130	2,293
Deprec. & amortization	379	344	354	379	404
Change in working capital	1,314	-1,606	-443	-281	-110
Other adjustments	29	-217	27	2	-35
Cash flow from operations	3,378	588	1,915	2,230	2,552
Capital expenditure	-340	-322	-196	-400	-500
Others	-181	-50	-13	-2	-2
Cash flow from investing	-521	-372	-210	-402	-502
Free cash flow	2,857	216	1,706	1,828	2,051
Net borrowings	38	219	0	0	0
Equity capital raised	0	0	0	0	0
Dividends paid	-1,352	-1,703	-1,701	-1,832	-1,972
Others	5	14	19	10	-29
Cash flow from financing	-1,308	-1,470	-1,682	-1,822	-2,002
Net change in cash	1,548	-1,254	24	6	49

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Cash & ST Investment	2,294	1,048	1,070	1,077	1,126
Accounts receivable	1,238	1,683	1,715	1,801	1,887
Inventory	6,873	7,096	7,857	8,222	8,416
Other current assets	32	25	32	34	35
Total current assets	10,438	9,852	10,674	11,133	11,464
Investments	269	295	295	295	295
Plant, property & equipment	3,141	3,145	2,992	3,113	3,209
Other assets	60	50	65	67	69
Total assets	13,908	13,343	14,026	14,608	15,037
Short-term loans	0	0	0	0	0
Accounts payable	2,828	2,020	2,357	2,467	2,576
Current maturities	4	5	4	4	0
Other current liabilities	1,363	1,227	1,245	1,308	1,370
Total current liabilities	4,196	3,251	3,606	3,778	3,947
Long-term debt	20	15	15	15	15
Other non-current liab.	158	171	192	201	176
Total non-current liab.	178	186	207	216	191
Total liabilities	4,373	3,438	3,813	3,994	4,137
Registered capital	809	809	809	809	809
Paid up capital	809	809	809	809	809
Share premium	2,475	2,475	2,475	2,475	2,475
Legal reserve	94	94	94	94	94
Retained earnings	5,745	6,134	6,415	6,813	7,134
Minority Interests	412	393	420	422	387
Shareholders' equity	9,535	9,905	10,213	10,613	10,899

Key Ratios

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Growth (%)					
Revenue	5.8	25.4	2.0	5.0	4.8
EBITDA	18.7	10.2	4.9	7.5	7.3
Net profit	17.4	24.9	-4.3	7.7	7.7
Normalized earnings	21.9	11.1	5.8	7.7	7.7
Profitability (%)					
Gross profit margin	11.4	9.5	10.2	10.5	10.8
EBITDA margin	10.1	8.9	9.1	9.3	9.5
EBIT margin	8.6	7.8	8.0	8.2	8.4
Normalized profit margin	6.7	6.0	6.2	6.4	6.5
Net profit margin	6.6	6.6	6.2	6.4	6.5
Normalized ROA	12.1	14.0	14.1	14.6	15.3
Normalized ROE	18.4	19.7	20.2	20.9	21.8
Normalized ROCE	22.0	24.1	24.5	25.4	26.6
Risk (x)					
D/E	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
Net D/E	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
Net debt/EBITDA	1.6	1.1	1.1	1.0	1.0
Per share data (Bt)					
Reported EPS	2.05	2.56	2.45	2.63	2.84
Normalized EPS	2.08	2.31	2.45	2.63	2.84
EBITDA	3.11	3.43	3.60	3.87	4.15
Book value	11.28	11.76	12.11	12.60	13.00
Dividend	1.70	2.20	2.10	2.27	2.44
Par	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Valuations (x)					
P/E	15.3	12.2	12.8	11.9	11.0
Norm P/E	15.0	13.5	12.8	11.9	11.0
P/BV	2.8	2.7	2.6	2.5	2.4
EV/EBITDA	11.6	10.2	9.7	9.1	8.5
Dividend yield (%)	5.4	7.0	6.7	7.2	7.8

Source: Company data, FSS research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

<p>สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-658-9000, 02-658-9500</p>	<p>สำนักงานอัลมาลิ่งค์ 25 อาคารอัลมาลิ่งค์ ชั้น 9,14,15 ช.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-646-9600, 02-646-9999</p>	<p>สาขา เซ็นทรัลพลาซ่า 1 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล พลาซ่า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อนุสาวรีย์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร 02-878-5999</p>	<p>สาขา บางกระบือ 3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกระบือ จ.กรุงเทพมหานคร 02-378-4545</p>	<p>สาขา ประชาชื่น 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร 02-580-9130</p>
<p>สาขา บางนา 589 หมู่ 12 อาคารชุดทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 589/105 (เดิม 1093/105) ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา เขตบางนา จ.กรุงเทพมหานคร 02-740-7100</p>	<p>สาขา มินท์ ทาวเวอร์ ชั้น 6 (ห้องเลขที่ 601), 7, 8 และ 9 อาคาร มินท์ ทาวเวอร์ เลขที่ 719 ถนนบรมหัตถทอง แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-680-0700</p>	<p>สาขา สีลม 1 130-132 อาคารสีลม ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิญญู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100</p>	<p>สาขา เคียนหวน (สีลม 2) 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิญญู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-254-1717</p>	<p>สาขา สาทร เลขที่ 48/32 ชั้น 16 อาคารทีเอสโกทาวเวอร์ ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก จ.กรุงเทพมหานคร 02-036-4859</p>
<p>สาขา รังสิต 1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17 ชอยพหลโยธิน 60 ถนนพหลโยธิน ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี 02-993-8180</p>	<p>สาขา รัตนาธิเบศร์ 576 ถ.รัตนาธิเบศร์ ต.บางกระสอบ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี 02-831-8300</p>	<p>สาขา แจ้งวัฒนะ 99, 99/9 เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ ยูนิตเลขที่ 1904 ชั้น 19 หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี 02-005-4193</p>		
<p>สาขา ขอนแก่น 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่งแก่นนคร) ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น 043-058-925</p>	<p>สาขา อุดรธานี 197/29, 213/3 ถ.อุดรธานี ต.หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี 042-245-589</p>	<p>สาขา เชียงใหม่ 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่ 053-235-889, 053-204-711</p>	<p>สาขา เชียงราย 758 ถ.พหลโยธิน ต.เวียง อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย 053-750-120</p>	<p>สาขา สมุทรสาคร เลขที่ 813/30 ถนนนเรศวร ตำบลมหาชัย อำเภอเมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร 034-428-045</p>
<p>สาขา แม่สาย 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย 053-640-599</p>	<p>สาขา นครราชสีมา 198/1 ต.ระกอบ อ.เมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา 044-288-700, 044-014-322, 044-014-323</p>	<p>สาขา ออนไลน์ภูเก็ต 22/18 ถ.หลวงพ่อดำ ต.หาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต 076-210-499</p>	<p>สาขา หาดใหญ่ 106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา 074-243-777</p>	<p>สาขา สุราษฎร์ธานี 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี 077-222-595</p>
<p>สาขา ดรง 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง 075-211-219</p>	<p>สาขา ปัตตานี 300/69-70 หมู่ 4 ต.สุตะมิแล อ.เมือง จ.ปัตตานี 073-350-140-4</p>			

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน

BUY	"ซื้อ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 10%
HOLD	"ถือ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 0% - 10%
SELL	"ขาย" เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
TRADING BUY	"ซื้อเก็งกำไรระยะสั้น" เนื่องจากมีประเด็นที่มีผลบวกต่อราคาหุ้นในระยะสั้น แม้ว่าราคาปัจจุบันจะสูงกว่ามูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
OVERWEIGHT	"ลงทุนมากกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ สูงกว่า ตลาด
NEUTRAL	"ลงทุนเท่ากับตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ เท่ากับ ตลาด
UNDERWEIGHT	"ลงทุนน้อยกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ ต่ำกว่า ตลาด

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

DISCLAIMER: รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เราเชื่อหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชักชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ตัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ AAV, ADVANC, AEONTS, AMATA, ANAN, AOT, AP, BANPU, BBL, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEAUTY, BEC, BEM, BGRIM, BH, BJC, BLAND, BPP, BTS, CBG, CENTEL, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DTAC, EA, EGCO, EPG, ERW, ESSO, GFPT, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMT, KBANK, KCE, KKP, KTB, KTC, LI, MAJOR, MBK, MEGA, MINT, MTC, ORI, OSP, PLANB, PRM, PSH, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, RATCH, ROBINS, RS, SAWAD, SCB, SCC, SGP, SIRI, SPALI, SPRC, STA, STEC, SUPER, TASCOS, TCAP, THAI, THANI, TISCO, TKN, TMB, TOA, TOP, TPIPP, TRUE, TTW, TU, TVO, WHA และ SET50 Future โดยบริษัทฯ อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

Thai Institute of Directors Association (IOD) – Corporate Governance Report Rating 2021

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
100-90		ดีเลิศ
80-89		ดีมาก
70-79		ดี
60-69		ดีพอใช้
50-59		ผ่าน
<50	no logo given	n/a

สัญลักษณ์ **N/R** หมายถึง "ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR"

IOD (IOD Disclaimer)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)

- ข้อมูล CG Score ประจำปี 2564 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 6 มกราคม 2565) มี 2 กลุ่ม คือ
 - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
 - ได้รับการรับรอง CAC