

**U.R.**

**บมจ. เอ็นอาร์ อินสแตนท์ โพรดิวิซ**

Previous	T-BUY
<b>2022 Target Price (Bt)</b>	<b>U.R.</b>
Price (11/04/2022)	6.9
up/downside (%)	na
SET Index	1,678.46
Sector	Food & Beverage
Foreign limit/actual (%)	49.00/20.78
Free float (%)	27.82
Market cap (Bt m)	9,781.81
Avg daily T/O (Bt m) (2022 YTD)	61.95
hi, lo, avg (Bt) (2022 YTD)	9.25, 6.50, 8.02
IOD 2021	4
THAI CAC	Declared

**ธุรกิจหลักฟื้นช้า เห็น Downside กำไรปีนี้มากขึ้น**

ปรับลดคำแนะนำเป็น ถือ จากเดิม เก็งกำไร แม้ระยะสั้นยังรับรูกำไรขายเงินลงทุนต่อเนื่องใน 1Q22 และอาจปรับรูก่อนใหญ่ใน 2Q22-3Q22 แต่ในแง่ผลการดำเนินงานหลักถือว่ายังไม่สดใส และฟื้นตัวช้ากว่าที่เคยคาดจากปัญหา **Container Shortage** และเริ่มเผชิญต้นทุนวัตถุดิบและราคาสินค้าปรับตัวสูงขึ้น โดยเฉพาะ **Plant Based Food** ที่ปัจจุบันยังเป็นการนำเข้าสินค้ามาขาย ซึ่งถูกปรับขึ้นราคาสินค้าราว 50% เพราะวัตถุดิบของ **Plant Based** คือธัญพืช ขณะที่ถือเป็นอาหารทางเลือกของผู้บริโภค จึงคาดปริมาณขายอาจถูกกระทบพอควร ทำให้แนวโน้มกำไร 1Q22 ไม่สดใส ขณะที่โครงการใหม่อยู่ระหว่างพัฒนาจะยังไม่สามารถส่งผลบวกต่อผลประกอบการได้ทันที ส่งผลให้เราเห็น **Downside** ต่อประมาณการในปีที่มากขึ้น จึงอยู่ระหว่างปรับลดกำไรปี 2022 จากปัจจุบันคาดไว้ **+96.9% Y-Y** และจะปรับลดเป้าจากเดิม 8 บาท (อิง PE 35 เท่า) และอยู่ระหว่างทบทวนคำแนะนำ จากเดิม เก็งกำไร

**คาดการณ์กำไร 1Q22 ไม่สดใส**

คาดการณ์กำไรสุทธิ 1Q22 อยู่ที่ 24 ลบ. (-82.3% Q-Q, +57.4% Y-Y) หากไม่รวมกำไรขายเงินลงทุนธุรกิจอังกฤษใน 4Q21 (เป็นการ Swap หุ้นกับ Australis Capital, AUSAF US) และคาดการณ์ขาดทุนทางบัญชีจาก Mark to market มูลค่าของ AUSAF หลังราคาหุ้นปรับลง 38% เป็น US\$0.0835 ต่อหุ้น จาก US\$0.1357 ณ สิ้น 4Q21 แต่คาดถูกหักล้างด้วยกำไรขายเงินลงทุนเพิ่มเติม คาดกำไรปกติ 1Q22 -36.7% Q-Q และ -48.2% Y-Y ถือว่าไม่สดใส เพราะธุรกิจเดิม Ethnic Food ยังถูกกระทบจาก Container Shortage ส่วนธุรกิจ Plant Based เผชิญต้นทุนวัตถุดิบ (ส่วนใหญ่เข้ามาจากธัญพืช) ปรับตัวสูงขึ้นมาก ปัจจุบันยังเป็นการนำเข้าสินค้า Plant Based จากต่างประเทศ (ไม่ได้ผลิตเอง) ทำให้เผชิญการถูกปรับราคาขึ้นถึง 50% ขณะที่เน้นเพียงอาหารทางเลือกสำหรับผู้บริโภค จึงคาดปริมาณขายอาจถูกกระทบค่อนข้างมาก ส่วนธุรกิจ E-Commerce ที่เริ่มรับรู้เต็มไตรมาสใน 4Q21 ยังไม่มีพัฒนาการเด่นชัดสำหรับ 1Q22 และคาดส่วนแบ่งจากบริษัทร่วม Plant and Bean, UK ยังรับรู้ขาดทุนต่อเนื่อง

**หลายโครงการใหม่ยังไม่เห็นผลบวกได้ทันทีในระยะสั้น**

ระยะสั้น แนวโน้มกำไรสุทธิ 2Q22-3Q22 อาจเร่งขึ้น จากกำไรขายเงินลงทุนก่อนใหญ่ ที่บริษัทมีแผนขายออก แต่ผลการดำเนินงานหลักน่าจะฟื้นตัวช้า แม้มีหลาย Project on hand อยู่หลายโครงการ เช่น สินค้าใหม่ Pet Food อยู่ระหว่างติดตั้งเครื่องจักร คาดจะเริ่มผลิตได้ใน 2H22, แผนการผลิตคาร์บอนไดออกไซด์ (Negative Carbon) และเตรียมเข้าสู่ธุรกิจขุดบิทคอยน์ โดยช่วงแรกมีแผนสั่งซื้อเครื่องขุดราว 40 เครื่อง จะเห็นว่าโครงการส่วนใหญ่ยังไม่ส่งผลบวกต่อผลประกอบการได้ในระยะสั้น ขณะที่ยังคงติดตามการฟื้นตัวของธุรกิจเดิม หรือแผนสร้างการเติบโตของธุรกิจใหม่ที่เพิ่งซื้อเข้ามาในปีก่อนว่ามีกลยุทธ์เติบโตอย่างไรบ้าง

**เริ่มเห็น Downside ต่อประมาณการกำไรปีนี้มากขึ้น**

ผู้บริหารตั้งเป้ารายได้ปี 2022 Aggressive โตสูงถึง 50%-70% Y-Y ด้วยสถานการณ์ปัจจุบันการจะเติบโตสูงภายใต้ธุรกิจเดิมน่าจะเป็นไปได้ยาก อาจต้องใช้กลยุทธ์ M&A เป็นหลัก ทำให้เรามองเห็น Downside ต่อประมาณการมากขึ้น จากปัจจุบันที่คาดการณ์กำไรปกติปี 2022 ไว้ที่ 326 ลบ. (+96.9% Y-Y) จึงอยู่ระหว่างปรับลดประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายจากปัจจุบันที่ให้ไว้ 8 บาท (อิง PE เดิม 35 เท่า)

**1Q22E Earnings Preview**

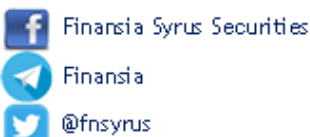
(Bt=mn)	1Q22E	4Q21	%Q-Q	1Q21	%Y-Y
Sales revenue	565	664	-15.0	472	19.7
Cost	328	385	-14.9	318	3.0
Gross profit	237	279	-15.1	154	54.2
SG&A costs	220	238	-7.7	114	93.5
Profit Sharing	-7.0	-4.1	nm	-9.5	nm
Norm profit	24	38	-36.7	46	-48.2
Net profit	24	135	-82.3	15	57.4
Gross margin %	42.0	42.1	0.1	32.6	9.4
SG&A as % of Sales	39.0	35.9	4.9	24.1	14.9
Norm margin %	4.2	5.7	-1.5	9.8	-5.6

Source : FSS Estimates

Consolidated earnings				
BT (mn)	2021	2022E	2023E	2024E
Revenue	2,100	2,442	2,795	3,050
Normalized profit	166	326	375	403
Net profit	221	269	318	346
EPS (Bt) - norm	0.12	0.23	0.26	0.28
EPS (Bt)- reported	0.16	0.19	0.22	0.24
% growth y-y	41.6	22.0	17.9	8.8
Dividend/share (Bt)	0.04	0.08	0.09	0.10
BV/share (Bt)	1.90	2.00	2.13	2.27
EV/EBITDA (x)	26.6	19.9	16.9	14.9
PER (x) - norm	59.0	30.0	26.1	24.3
PER (x)	44.3	36.3	30.8	28.3
PBV (x)	3.6	3.4	3.2	3.0
Dividend yield (%)	0.6	1.1	1.3	1.4
ROE (%)	5.9	11.0	11.8	11.9
YE No. of shares (million)	1,418	1,418	1,418	1,418
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



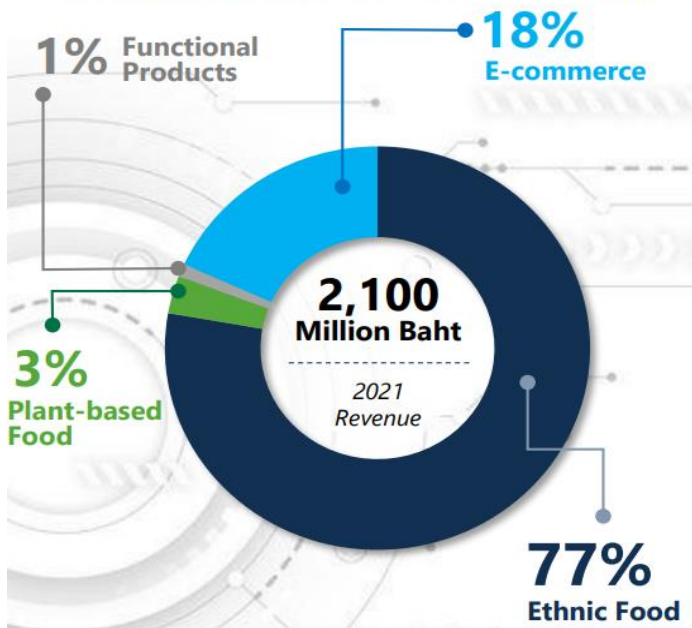
**Company Overview**

NRF ดำเนินธุรกิจเป็นผู้ผลิต จัดหา และจำหน่ายผลิตภัณฑ์ปรุงรสอาหาร อาหารสำเร็จรูป เครื่องปรุงสำหรับประกอบอาหาร และอาหารโปรตีนจากพืช สามารถแบ่งออกเป็น 3 กลุ่มธุรกิจ

1. ธุรกิจ Ethnic Food ปัจจุบันมีผลิตภัณฑ์กว่า 2,000 SKUs และมากกว่า 500 สูตรอาหาร ของทั้งสินค้าภายใต้ตราสินค้าของบริษัท และสินค้ารับจ้างผลิต
2. ธุรกิจ Plant-Based Food เช่น เนื่องจากขนุน เส้นบุก นมถั่วเหลือง และมีการขยายช่องทางการขายทั้งในและต่างประเทศ
3. ธุรกิจ E-Commerce ปัจจุบันมีแบรนด์ที่ซื้อเข้ามาแล้วได้แก่ Prime Labs, SOL Trading, Well Path และมีการเข้าซื้อ Online Platform ชื่อ Indeem Group

บริษัทจำหน่ายสินค้าไปกว่า 25 ประเทศทั่วโลก และกระจายไปหลายทวีปได้แก่ สหรัฐ ยุโรป เอเชีย โอเชียเนีย และไทย โดยได้รับการรับรองมาตรฐานการผลิตในระดับสากล ได้แก่ IFS Food, BRC Global Standard for food Safety, GMP, HACCP, HALAL และ SEDEX

**2021 OPERATING REVENUE STRUCTURE**



นอกจากนี้บริษัทยังมุ่งเน้นลงทุนในนวัตกรรมอาหาร ด้วยการเข้าลงทุนผ่าน Startup Company มีเป้าหมายเจาะตลาดอาหารในกลุ่ม Specialty Food และ Plant-based Food นอกจากนี้ได้เข้าร่วมทุนกับ Boosted เพื่อลงทุนในธุรกิจ Branded e-commerce บน Amazon.com ที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจ Ethnic Food, Plant-based Food และ Functional Product

**Valuation Methodology**

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ NRF โดยอิง PE ที่ 35 เท่า ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยของบริษัทที่ทำซอส และเครื่องปรุงอาหารทั่วโลก

**ESG**

**Environment**

- NRF ให้ความสำคัญกับสิ่งแวดล้อมอย่างมาก เข้าร่วมเป็นอนุกรรมการด้านสิ่งแวดล้อมของ Global Compact Network Thailand และเป็นสมาชิกของ UN Global Impact เข้าร่วมในการเคลื่อนไหวเรื่องภาวะโลกร้อนในโครงการ 1.5 Degree Pledge เพื่อดำเนินธุรกิจในรูปแบบ Low Carbon และ Clean Energy โดยเริ่มโครงการ Carbon Footprint ในปี 2019 มุ่งหวังเป็นองค์กร Zero Carbon
- ทำกิจกรรมร่วมกับชุมชน โดยมีการรณรงค์ให้มีการคัดแยกขยะเพื่อนำไป Recycle รวมถึงมีการนำกล่องนมและกล่องเครื่องดื่ม นำไป Recycle กลับมาใช้สร้างเป็นหลังคาแผ่นใหม่ และยังช่วยลดการปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ได้ด้วย

**Social**

- ปี 2018 บริษัทได้เริ่มจัดทำรายงานความยั่งยืนให้กับ United Nations Global Compact และปัจจุบันได้ดำเนินการตามเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืนของสหประชาชาติ 9 เป้าหมายได้แก่ No Poverty, Zero Hunger, Good Health and Well-being, Decent Work and Economic Growth, Sustainable Cities and Communities, Responsible consumption and Production, Climate Action, Life on Land และ Partnerships
- บริษัทให้ความสำคัญกับชุมชนและสังคมโดยรอบ โดยมีนโยบายการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคม CSR อย่างชัดเจน ให้ความสำคัญร่วมมือในกิจกรรมต่างๆกับชุมชนโดยรอบในพื้นที่ที่บริษัทเข้าไปดำเนินธุรกิจอยู่ และมีโครงการสำคัญเช่น การทำฟาร์มเพื่อให้เกษตรกรมีชีวิตที่ยั่งยืน (Green Farmer Green Army), พัฒนาระบบการผลิต (ติดตั้ง Solar Rooftop, ใช้หลอดไฟ LED, ลดการใช้พลาสติก), โครงการ Carbon Footprint เป็นต้น

**Governance**

- บริษัทกำหนดแนวทางการดำเนินธุรกิจตามที่จัดทำโดยตลท. กลด. รวมถึงหลักเกณฑ์ ASEAN CG Scorecard โดยมีหลักปฏิบัติ 8 ข้อ ได้แก่ ตระหนักถึงบทบาทและความรับผิดชอบต่อคณะกรรมการ, กำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมายของกิจการตามหลักความยั่งยืน, เสริมสร้างคณะกรรมการที่มีประสิทธิภาพ, สรรหาและพัฒนาผู้บริหารระดับสูง, ส่งเสริมนวัตกรรมและประกอบธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบต่อ, ดูแลให้มีระบบบริหารความเสี่ยงภายในที่เหมาะสม, รักษาความน่าเชื่อถือทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูล และสนับสนุนการมีส่วนร่วมและการสื่อสารกับผู้ถือหุ้น
- บริษัทมีนโยบายไม่ให้พนักงาน ผู้บริหาร และผู้รับทราบข้อมูลระดับบริหารในสายงานบัญชีการเงิน ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทเป็นเวลอย่างน้อย 30 วัน ก่อนการเปิดเผยข้อมูลสู่สาธารณชนและ 24 ชั่วโมง ภายหลังจากเปิดเผยข้อมูลแล้ว

**สมมติฐานที่ใช้ในการคาดการณ์ผลการดำเนินงาน NRF**

Assumptions	Actual	Forecast			% Growth		
	2021	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
Ethnic Food	1,623	1,866	2,099	2,278	15.0	12.5	8.5
% to Sales	77.3	76.4	75.1	74.7	-0.9	-1.3	-0.4
Plant Based Food	64	77	96	113	20.0	25.0	18.0
% to Sales	3.0	3.1	3.4	3.7	0.1	0.3	0.3
E-Commerce	384	499	599	659	30.0	20.0	10.0
% to Sales	18.3	20.4	21.4	21.6	2.1	1.0	0.2
<b>Total Sale (mb)</b>	<b>2,100</b>	<b>2,443</b>	<b>2,795</b>	<b>3,050</b>	<b>16.3</b>	<b>14.4</b>	<b>9.1</b>
% Gross Margin	38.9	41.5	41.8	42.0	2.6	0.3	0.2
SG&A Expense (mb)	632	745	852	930	17.9	14.4	9.2
% SG&A to Sale	30.1	30.5	30.5	30.5	0.4	0.0	0.0
Profit Sharing	-53	37	42	46	nm	13.5	9.5
<b>Net Profit (mb)</b>	<b>221</b>	<b>269</b>	<b>318</b>	<b>346</b>	<b>22.0</b>	<b>17.9</b>	<b>8.8</b>
% Margin	10.5	11.0	11.4	11.3	0.5	0.4	-0.1
<b>Norm Profit (mb)</b>	<b>166</b>	<b>326</b>	<b>375</b>	<b>402</b>	<b>96.9</b>	<b>14.8</b>	<b>7.4</b>
% Margin	7.9	13.4	13.4	13.2	5.5	0.0	-0.2

Source: FSS Research

## ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

### ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของเทรนด์การบริโภค Plant-Based Food

หากกระแสความนิยมการบริโภค Plant-Based Food มีการเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางตรงข้ามกับที่บริษัทคาดการณ์ไว้ หรือเป็นเพียงกระแสชั่วคราว อาจทำให้บริษัทเผชิญความเสี่ยงจากการสูญเสียเงินลงทุนในธุรกิจ Startup ต่างๆ รวมถึงกลยุทธ์การลงทุนในธุรกิจ Startup และกองทุนที่เข้าไปลงทุนในธุรกิจ Startup แม้มุมมองหนึ่งจะเป็นการสร้างโอกาสในการเติบโตในอนาคตของบริษัท แต่ด้วยสถิติที่ผ่านมา ต้องยอมรับว่าอัตราการประสบความสำเร็จของธุรกิจ Startup ไม่สูงนัก อีกทั้งยังมีความเสี่ยงหากการเติบโตช้ากว่าคาด นั้นหมายถึง อาจทำให้บริษัทประสบผลขาดทุนจากธุรกิจที่เข้าไปร่วมลงทุน หรือสูญเสียเงินลงทุน

### ความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน

เนื่องจากรายได้ส่วนใหญ่ของบริษัทมาจากการส่งออกไปยังต่างประเทศสัดส่วนราว 74% ของรายได้ปี 2019 ซึ่งเป็นการขายในรูปแบบ USD เป็นหลัก ในขณะที่ต้นทุนวัตถุดิบส่วนใหญ่เป็นการซื้อในประเทศ ทำให้บริษัทมีความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน โดยเฉพาะในกรณีที่ค่าเงินบาทแข็งค่าเมื่อเทียบกับ USD ในกรณีที่ค่าเงินบาทแข็งค่าทุก 1 บาท หากบริษัทไม่ได้ใช้เครื่องมือป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน เราพบว่าจะกระทบอัตรากำไรขั้นต้นของบริษัทราว 1.8% และกระทบต่อกำไรปกติราว 11% อย่างไรก็ตาม ด้วยนโยบายของบริษัทที่มีการป้องกันความเสี่ยงด้วยการทำ Forward ราว 50% ของรายได้ USD จึงคาดการณ์ว่าผลกระทบต่อกำไรปกติจะจำกัด นอกจากนี้บริษัทยังมีแผนที่จะเพิ่มสัดส่วนรายได้สกุลเงินบาทให้มากขึ้น จากทั้งการรวมซัพพลายเชนที่มีรายได้เป็นสกุลเงินบาทราว 86% ของรายได้ซัพพลายเชน และยังมีแผนการขาย NRF Brand และ น้ำมันถั่วเหลืองอินทรีย์ ในประเทศที่ด้วย น่าจะช่วยให้บริษัทลดการพึ่งพิงรายได้สกุลเงิน USD ได้ระดับหนึ่ง

### ความเสี่ยงจากการแข่งขันในตลาดรับจ้างผลิต

ปัจจัยที่กระทบต่อความสามารถในการแข่งขันของบริษัทคือ ราคาขาย และราคาต้นทุนวัตถุดิบที่ผันผวนตามราคาตลาด โดยลูกค้าสามารถเปลี่ยนผู้รับจ้างผลิตรายอื่นแทนบริษัทได้ หากลูกค้าได้รับการเสนอราคาที่พอใจกว่า

### ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาวัตถุดิบ

วัตถุดิบหลักของบริษัทส่วนใหญ่เป็นผลผลิตทางการเกษตร เช่น พืช ปลูกสัตว์ และประมง ซึ่งมีราคาเปลี่ยนแปลงขึ้นอยู่กับ Demand Supply ของผลผลิตชนิดนั้นๆ ซึ่งเป็นปัจจัยภายนอกที่บริษัทไม่สามารถควบคุมได้ ทั้งนี้หากราคาวัตถุดิบเปลี่ยนแปลง และบริษัทไม่สามารถปรับขึ้นราคาขายเพื่อสะท้อนต้นทุนสินค้าได้ทันที่ อาจกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทได้

**Income Statement (Consolidated)**

(Bt mn)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Revenue	1,408	2,100	2,442	2,795	3,050
Cost of sales	974	1,284	1,429	1,627	1,769
Gross profit	434	817	1,014	1,168	1,281
SG&A	257	632	745	852	930
Operating profit	177	184	269	316	351
Other income	36	83	85	98	107
EBIT	213	267	354	414	458
EBITDA	303	424	561	670	764
Interest charge	46	64	62	68	71
Tax on income	27	72	59	70	86
Earnings after tax	140	132	233	276	300
Minority interest	0	-1	0	0	0
Normalized earnings	212	166	326	375	403
Extraordinary items	-88	55	-57	-57	-57
Net profit	124	221	269	318	346

**Cash Flow Statement (Consolidated)**

(Bt mn)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Net profit	124	221	269	318	346
Deprec. & amortization	90	157	207	257	307
Change in working capital	-188	-278	-37	-53	-38
Other adjustments	93	56	-36	-41	-43
Cash flow from operations	119	154	403	480	571
Capital expenditure	-365	-189	-500	-500	-500
Others	-227	-736	276	30	53
Cash flow from investing	-469	-975	-224	-470	-447
Free cash flow	-350	-821	179	10	124
Net borrowings	-748	237	-22	-36	-27
Equity capital raised	1,299	121	0	0	0
Dividends paid	0	-6	-108	-127	-138
Others	-128	516	240	81	59
Cash flow from financing	423	868	110	-82	-106
Net change in cash	82	85	289	-72	17

**Balance Sheet (Consolidated)**

(Bt mn)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Cash	224	309	598	527	544
Accounts receivable	284	498	428	490	535
Inventory	188	197	235	267	291
Other current assets	25	277	294	300	303
Total current assets	722	1,282	1,556	1,584	1,673
Investments	304	601	440	503	549
Plant, property & equipment	637	599	892	1,136	1,329
Other assets	1,695	2,181	2,103	2,051	1,998
Total assets	3,358	4,662	4,991	5,274	5,550
Short-term loans	143	140	158	162	175
Accounts payable	202	315	274	312	339
Current maturities	67	40	40	40	40
Other current liabilities	37	72	61	70	76
Total current liabilities	449	567	533	584	631
Long-term debt	5	920	880	840	800
Other non-current liab.	329	322	562	643	702
Total non-current liab.	335	1,242	1,442	1,483	1,502
Total liabilities	784	1,809	1,975	2,067	2,132
Registered capital	1,421	1,485	1,485	1,485	1,485
Paid up capital	1,356	1,418	1,418	1,418	1,418
Share premium	1,165	1,225	1,225	1,225	1,225
Legal reserve	30	41	41	41	41
Retained earnings	23	131	293	484	691
Minority Interests	0	38	39	39	42
Shareholders' equity	2,574	2,853	3,015	3,207	3,417

**Key Ratios**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>Growth (%)</b>					
Revenue	26.8	49.1	16.3	14.4	9.1
EBITDA	53.3	40.0	32.2	19.5	14.0
Net profit	205.2	77.5	22.0	17.9	8.8
Normalized earnings	59.7	-21.8	96.9	14.8	7.4
<b>Profitability (%)</b>					
Gross profit margin	30.8	38.9	41.5	41.8	42.0
EBITDA margin	21.5	20.2	23.0	24.0	25.0
EBIT margin	15.1	12.7	14.5	14.8	15.0
Normalized profit margin	15.1	7.9	13.4	13.4	13.2
Net profit margin	8.8	10.5	11.0	11.4	11.3
Normalized ROA	6.3	3.6	6.5	7.1	7.3
Normalized ROE	8.2	5.9	11.0	11.8	11.9
Normalized ROCE	7.3	6.5	7.9	8.8	9.3
<b>Risk (x)</b>					
D/E	0.3	0.6	0.7	0.7	0.6
Net D/E	0.2	0.5	0.5	0.5	0.5
Net debt/EBITDA	1.8	3.5	2.5	2.3	2.1
<b>Per share data (Bt)</b>					
Reported EPS	0.11	0.16	0.19	0.22	0.24
Normalized EPS	0.16	0.12	0.23	0.26	0.28
EBITDA	0.22	0.30	0.40	0.47	0.54
Book value	1.90	1.90	2.00	2.13	2.27
Dividend	0.04	0.04	0.08	0.09	0.10
Par	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
<b>Valuations (x)</b>					
P/E	62.7	44.3	36.3	30.8	28.3
Norm P/E	44.1	59.0	30.0	26.1	24.3
P/BV	3.6	3.6	3.4	3.2	3.0
EV/EBITDA	32.7	26.6	19.9	16.9	14.9
Dividend yield (%)	0.6	0.6	1.1	1.3	1.4

Source: Company data, FSS research

## บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

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

## คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน

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

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

**DISCLAIMER:** รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เราเชื่อหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชักชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏแต่อย่างใด 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, LH, 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, TASC, 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