

TU (TU TB)

BUY

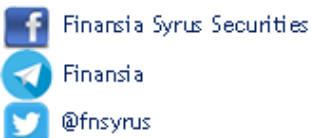
บมจ. ไทยยูเนียน กรุ๊ป

| | |
|---------------------------------|---------------------|
| Previous | BUY |
| 2022 Target Price (Bt) | 25.0 |
| Price (10/05/2022) | 17.0 |
| up/downside (%) | +47.1 |
| SET Index | 1,622.78 |
| Sector | Food & Beverage |
| Foreign limit/actual (%) | 45.00/28.19 |
| Free float (%) | 67.76 |
| Market cap (Bt m) | 81,120.86 |
| Avg daily T/O (Bt m) (2022 YTD) | 542.55 |
| hi, lo, avg (Bt) (2022 YTD) | 21.50, 16.00, 19.20 |
| IOD 2021 | 5 |
| THAI CAC | Certified |

| Consolidated earnings | | | | |
|----------------------------|---------|---------|---------|---------|
| BT (mn) | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| Revenue | 141,048 | 147,633 | 155,256 | 161,883 |
| Normalized profit | 7,431 | 6,241 | 7,463 | 8,223 |
| Net profit | 8,013 | 6,241 | 7,463 | 8,223 |
| EPS (Bt) - report | 1.50 | 1.25 | 1.56 | 1.72 |
| EPS (Bt) - norm | 1.66 | 1.25 | 1.56 | 1.72 |
| % growth y-y | 28.3 | -22.1 | 19.6 | 10.2 |
| Dividend/share (Bt) | 0.95 | 0.72 | 0.89 | 0.95 |
| BV/share (Bt) | 12.34 | 12.19 | 12.86 | 13.63 |
| EV/EBITDA (x) | 13.3 | 12.8 | 11.7 | 11.2 |
| PER (x) - norm | 11.4 | 13.6 | 10.9 | 9.9 |
| PER (x) | 10.2 | 13.6 | 10.9 | 9.9 |
| PBV (x) | 1.4 | 1.4 | 1.3 | 1.2 |
| Dividend yield (%) | 5.6 | 4.3 | 5.2 | 5.6 |
| ROE (%) | 12.5 | 10.6 | 12.1 | 12.5 |
| YE No. of shares (million) | 4,772 | 4,772 | 4,772 | 4,772 |
| Par (Bt) | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 |

Source: Company data, Finansia estimates

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



เริ่มถูกกระทบจาก Inflation คาดหวังฟื้นใน 2H22

บริษัทปรับเพิ่มเป้าการเติบโตของรายได้ปี 2022 ด้วยผลของการปรับขึ้นราคาขาย และภาพรวมคำสั่งซื้อยังแข็งแกร่ง แต่ปรับลดเป้าอัตรากำไรขั้นต้นลงเล็กน้อย เพื่อสะท้อนผลกระทบจาก Inflation ทั้งฝั่งต้นทุนวัตถุดิบ และบรรจุภัณฑ์ ถือเป็นปีที่ท้าทายผู้ประกอบการอย่างมาก โดยกำไร 1Q22 เริ่มถูกกระทบจากต้นทุนที่สูงขึ้น และคาดการณ์กำไร 2Q22 น่าจะทรงตัวถึงอ่อนตัวลง แต่ยังคงคาดหวังการกลับมาฟื้นตัวใน 3Q22-4Q22 ภายหลังเริ่มเห็นการปรับลดลงของค่าระวางเรือตู้ และบรรจุภัณฑ์ โดยเฉพาะออลูมิเนียมที่ล่าสุดปรับลดลงระดับต่ำสุดในรอบ 5 เดือน และยังมีปัจจัยบวกจากค่าเงินบาทอ่อนค่า รวมถึงคาดส่วนแบ่งขาดทุนจาก Red Lobster จะทยอยลดลงในช่วงที่เหลือของปี หลังเผชิญโอมิครอนทำให้ 1Q22 ขาดทุน พลิกจากที่ปกติมักมีกำไรใน 1Q เรายังคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2022-23 ไว้ตามเดิม -22.1% Y-Y และ +19.6% Y-Y ตามลำดับ คงราคาเป้าหมายที่ 25 บาท (SOTP) ยังแนะนำ ซื้อลงทุน

กำไร 1Q22 ตีกว่าคาดจาก Tax Credit

กำไรสุทธิ 1Q22 เท่ากับ 1,746 ลบ. (-9.5% Q-Q, -3.2% Y-Y) หากไม่รวม FX Loss -47 ลบ. และเงินชดเชยเรียกร้องทางแพ่งจาก UK MMO (Marine Management Organization) 77 ลบ. จะมีกำไรปกติที่ 1,716 ลบ. (-8% Q-Q, -3.9% Y-Y) แม้ดีกว่าที่คาดถึง 20% แต่มาจากรายการ Tax Credit (ผิดไปจากคาดว่าจะเป็ Tax Expense) ทั้งนี้หากพิจารณากำไรจากการดำเนินงานก่อนภาษี (EBT) พบว่าใกล้เคียงคาด -14% Q-Q, -10.6% Y-Y ถือเป็นกำไรที่ไม่สดใสัก ทั้งนี้รายได้รวมยังโต +16.5% Y-Y จากฐานต่ำและมีการปรับขึ้นราคาขาย แต่เป็นรายได้ลดลง Q-Q ที่กลุ่ม Ambient และ Frozen มีเพียง Pet Food ที่รายได้ยังโตทั้ง Q-Q, Y-Y ขณะที่อัตรากำไรขั้นต้นอ่อนลงมาอยู่ที่ 17.5% จาก 18.2% ใน 4Q21 และ 17.7% ใน 1Q21 ต่ำกว่าคาด 50 bps มาจากต้นทุนที่ปรับสูงขึ้น สำหรับ Red Lobster มีส่วนแบ่งขาดทุนจาก Operation (ไม่รวมผลของ Lease Accounting) สูงขึ้นเป็น -243 ลบ. จาก +81 ลบ. ใน 1Q21 ถือเป็นขาดทุนในช่วง High Season ของธุรกิจ สืบเนื่องจากโอมิครอน, ต้นทุนวัตถุดิบสูงขึ้น และปัญหาขาดแคลนแรงงาน แต่สุทธิแล้วบริษัทยังรับรู้กำไร RL ราว 75 ลบ. จาก Tax Credit 206 ลบ. และเงินปันผล 318 ลบ.

ผู้บริหารปรับเพิ่มเป้ารายได้ แต่ปรับลดอัตรากำไรหลังเผชิญ Inflation

ผู้บริหารปรับเพิ่มเป้าการเติบโตรายได้ปี 2022 เป็น +7%-8% Y-Y (เดิม +4%-5%) ผลจากการปรับขึ้นราคาสินค้า และปรับลดอัตรากำไรขั้นต้นเป็น 17.5%-18% (เดิม 18%-18.5%) จาก Inflation โดยเฉพาะราคาวัตถุดิบที่ปรับขึ้นทั้งปลาทูน่า (ล่าสุดราคาปลาเดือน เม.ย. ชัยบัลงเป็น US\$1,800 ต่อตัน -5.3% Q-Q แต่ +34% Y-Y บริษัทปรับเพิ่มกรอบราคาปลาเป็น US\$1,500-US\$1,900 จากเดิม US\$1,300-US\$1,500) แชลมอน และกุ้ง รวมถึง Packaging และปรับลด SG&A to Sale เป็น 12%-12.5% (เดิม 12%-13%) ส่วนหนึ่งจากรายได้ที่สูงขึ้น และเราเริ่มเห็นค่าระวางเรือตู้ที่เริ่มผ่อนคลาย เส้นทางยุโรป 2QTD -17%-18% Q-Q, สหรัฐ -15%-20% Q-Q คาดต้นทุนค่าขนส่งในช่วงที่เหลือของปีจะผ่อนคลายมากขึ้นเมื่อเทียบกับปีก่อน อย่างไรก็ตาม ผู้บริหารปรับเพิ่มส่วนแบ่งขาดทุน Red Lobster เพิ่มขึ้นเป็น -650 ลบ. จากเดิม -400 ลบ. เพราะขาดทุน 1Q22 มากกว่าคาดจากโอมิครอน และคาดว่าจะทยอยฟื้นตัวเป็นขาดทุนลดลงในช่วงที่เหลือของปี

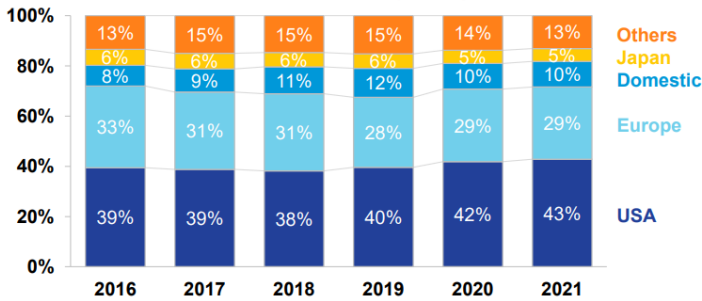
คงประมาณการกำไรและราคาเป้าหมาย

ระยะสั้นแนวโน้มกำไร 2Q22 อาจทรงตัวถึงอ่อนตัวลง Q-Q และลดลง Y-Y จากฐานปีก่อนที่ค่อนข้างสูง และต้นทุนวัตถุดิบที่สูงขึ้น แม้จะถูกหักล้างได้บางส่วนจากการปรับขึ้นราคาสินค้า และได้อานิสงบวกจากบาทอ่อนค่า และคาดแนวโน้มกำไร 2H22 น่าจะฟื้นตัวสู่สถานการณ์ที่ดีขึ้น หลังต้นทุนค่าระวางและบรรจุภัณฑ์เริ่มมีแนวโน้มปรับลง ดังนั้นเรายังคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2022-23 ไว้ที่ 6.2 พันลบ. (-22.1% Y-Y) และ 7.46 พันลบ. (+19.6% Y-Y) ตามลำดับ และคงราคาเป้าหมาย 25 บาท (อิง SOTP, Implied PE 20 เท่า)

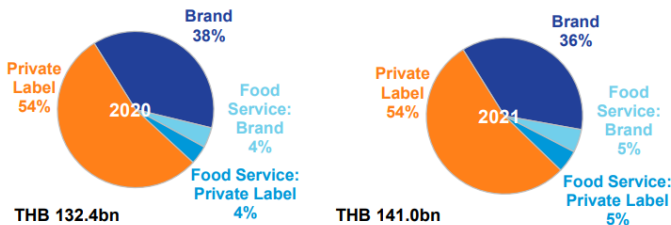
Company Overview

TU ประกอบธุรกิจผลิตและส่งออกอาหารทะเลแช่แข็ง ถือเป็นผู้ผลิตอาหารทะเลแช่แข็งและบรรจุกระป๋องรายใหญ่ อาทิ ปลาทูน่า กุ้ง ปลาซาร์ดีนและแมคเคอเรล และอาหารสัตว์เลี้ยง โดยมีแบรนด์หลักในไทย ได้แก่ Sealect และ Fisho เป็นต้น นอกจากนี้ยังมีบริษัทย่อยในต่างประเทศได้แก่ Tri-union Seafood เจ้าของแบรนด์ Chicken of the Sea เป็นแบรนด์อาหารทะเลกระป๋องอันดับ 3 ในสหรัฐ และ TUE Group (เดิมชื่อ MW Brands) ดำเนินธุรกิจอาหารทะเลกระป๋องในยุโรป หลากหลายแบรนด์ เช่น John West, Petit Navire, Paramentier, King Oscar, Mareblu, Rugenfisch เป็นต้น ทำให้บริษัทกลายเป็นผู้ผลิตปลาทูน่าบรรจุกระป๋องอันดับ 1 ของโลก และเป็นผู้นำในตลาดอาหารทะเลแช่แข็งและบรรจุกระป๋องทั่วโลก

Sales Breakdown by Geographic



Sales Breakdown by Business



Remark: Others represent Asia, Australia, Middle East, Canada, Africa and South America

นอกจากนี้ยังมีการลงทุนในบริษัทย่อยอื่นกว่า 80 แห่ง ทั้งในและต่างประเทศ ครอบคลุมธุรกิจอาหารสำเร็จรูป อาหารว่าง อาหารแปรรูป โดยเน้นอาหารทะเลเป็นหลัก รวมถึงขยายเข้าสู่ธุรกิจอาหารสัตว์ พัฒนาสายพันธุ์กุ้งเพื่อจำหน่าย ธุรกิจโรงเพาะฟัก และอนุบาลลูกกุ้ง และฟาร์มเลี้ยงกุ้ง เป็นต้น

ปัจจุบันกลุ่มบริษัทมีโรงงานทั้งสิ้น 29 แห่ง ตั้งอยู่ที่ไทย 13 แห่ง (สมุทรสาคร 6, สงขลา 4, กทม. 2, นครศรีธรรมราช 1) และประเทศอื่นทั่วโลกทั้งในสหรัฐ ยุโรป และเอเชียอีก 16 แห่ง

Valuation Methodology

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ TU โดยอิง Target PE ที่ 20 เท่า มาจาก SOTP Valuation แยกประเมินมูลค่า 3 ธุรกิจหลัก Ambient & Frozen Business (อิง PE 17 เท่า), Feed Business (อิง PE 15 เท่า) และ Pet Care Business (อิง PE 25 เท่า)

ESG

Environment

- TU ตระหนักถึงความรับผิดชอบต่อการอนุรักษ์สิ่งแวดล้อมในทุกการดำเนินงานและในห่วงโซ่อุปทานด้วย Sea Change ซึ่งเป็นกลยุทธ์ความยั่งยืนของบริษัท ครอบคลุมตั้งแต่วิธีการดูแลท้องทะเลไปจนถึงการจัดการของเสีย ต้องสามารถตรวจสอบย้อนกลับถึงแหล่งที่มาของผลิตภัณฑ์อาหารทะเลของบริษัทได้อย่างเต็มรูปแบบ
- กิจกรรมที่บริษัทดำเนินการภายใต้กลยุทธ์ Sea Change เช่น โครงการพัฒนาประมงอวนล้อมปลาทูน่าในมหาสมุทรอินเดียร่วมกับองค์กรกองทุนสัตว์ป่าสากลโลก WWF, ร่วมกับองค์กรระหว่างประเทศเพื่อการอนุรักษ์ทรัพยากรธรรมชาติ IUCN กรมทรัพยากรทางทะเลและชายฝั่ง, เปิดตัวโครงการนำร่องเพื่อทดสอบรูปแบบการวัดข้อมูลการจับปลาแบบอิเล็กทรอนิกส์และระบบการตรวจสอบย้อนกลับ โดยมีการเชื่อมจาก Application บนมือถือและสัญญาณดาวเทียมในการแก้ปัญหาประมงผิดกฎหมาย
- บริษัทประกาศเป้าหมายการจับปลาทูน่าอย่างยั่งยืนให้ได้ 100% สำหรับสินค้าภายใต้แบรนด์ของ TU หลังทำได้ 75% แล้วในปี 2020 รวมถึงตั้งเป้าลด Carbon Intensity ให้ได้ปีละ 4% ต่อเนื่องจากที่ลดไปได้แล้ว 28% ในช่วงปี 2016-2020

Social

- บริษัทให้ความสำคัญกับการพัฒนาอย่างยั่งยืน ด้วยการสร้างมาตรฐานความรับผิดชอบต่อเศรษฐกิจ สังคมและสิ่งแวดล้อม โดยมีกลยุทธ์ประกอบด้วย 4 หัวข้อหลักคือ 1. แรงงานปลอดภัยและถูกกฎหมาย 2. จัดหาวัตถุดิบด้วยความรับผิดชอบต่อสังคม 3. ดำเนินงานด้วยความรับผิดชอบต่อชุมชนและสังคม
- กิจกรรมที่บริษัทดำเนินการเพื่อพัฒนาและส่งเสริมชุมชนและสังคม เช่น จัดตั้งศูนย์เตรียมความพร้อมเด็กก่อนวัยเรียน เพื่อลูกหลานแรงงานข้ามชาติและแรงงานท้องถิ่นใน จ. สมุทรสาคร, จัดตั้งศูนย์พัฒนาศักยภาพด้านภาษา AEC, โครงการประชารัฐ ส่งเสริมด้านการศึกษาครอบคลุมจังหวัดสมุทรสาคร สมุทรสงคราม เพชรบุรี และประจวบคีรีขันธ์ รวมถึงให้ข้อมูลด้านโภชนาการแก่ชุมชนท้องถิ่น

Governance

- ปัจจุบันบริษัทมีคณะกรรมการ 12 คน ประกอบด้วยกรรมการอิสระ 4 คน ถือว่าไม่น้อยกว่า 1 ใน 3 ของจำนวนกรรมการทั้งหมด สอดคล้องตามเกณฑ์ เพื่อเป็นการถ่วงดุลอำนาจของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในการออกเสียง และสอบทานการบริหารของฝ่ายบริหารอย่างโปร่งใส
- บริษัทให้ความสำคัญกับการกำกับดูแลกิจการที่ดี เพื่อสร้างการเติบโตอย่างยั่งยืน และได้รับการยอมรับจากภายในและต่างประเทศ ทำให้บริษัทได้รับการประเมินการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในระดับ ดีเลิศ ต่อเนื่องเป็นปีที่ 6 ติดต่อกัน โดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย และได้รับคัดเลือกเข้าเป็นสมาชิก DJSI ในกลุ่ม Emerging Market 8 ปีติดต่อกัน ตั้งแต่ปี 2014-2021
- บริษัทห้ามไม่ให้กรรมการ ผู้บริหาร และพนักงานที่รู้ข้อมูลภายในของบริษัท ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทในช่วงระยะเวลา 1 เดือนก่อนการเปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณชน

1Q22 Earnings Result

| (Bt=mn) | 1Q22 | 4Q21 | %Q-Q | 1Q21 | %Y-Y |
|--------------------|--------|--------|------|--------|------|
| Sales revenue | 36,272 | 38,501 | -5.8 | 31,125 | 16.5 |
| Cost | 29,917 | 31,478 | -5.0 | 25,617 | 16.8 |
| Gross profit | 6,355 | 7,023 | -9.5 | 5,507 | 15.4 |
| SG&A costs | 4,688 | 5,047 | -7.1 | 3,637 | 28.9 |
| Interest Expense | 445 | 455 | -2.2 | 397 | 12.1 |
| Norm profit | 1,716 | 1,865 | -8.0 | 1,786 | -3.9 |
| Net profit | 1,746 | 1,930 | -9.5 | 1,803 | -3.2 |
| Gross Margin % | 17.5 | 18.2 | -0.7 | 17.7 | -0.2 |
| SG&A as % of Sales | 12.9 | 13.1 | -0.2 | 11.7 | 1.2 |
| Net margin % | 4.8 | 5.0 | -0.2 | 5.8 | -1.0 |

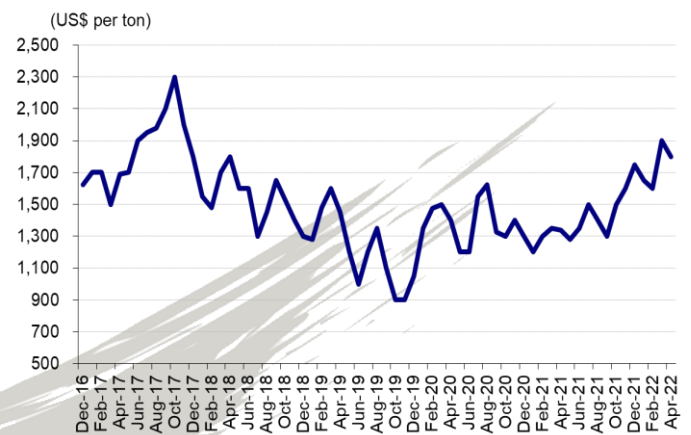
Source: Company Data

ค่าเงินบาทเทียบกับ USD



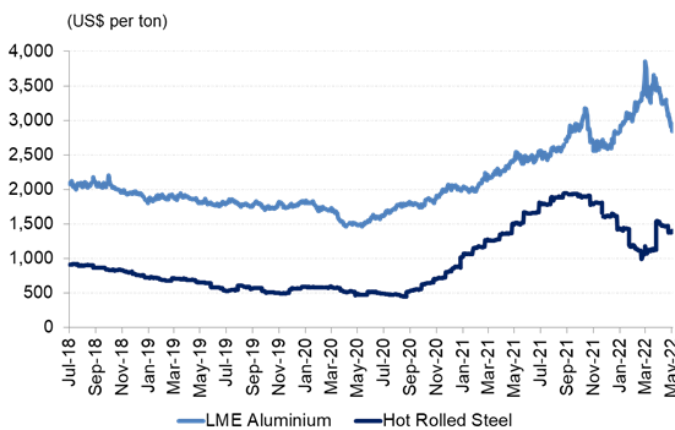
Source: Bloomberg

ราคาปลาทูน่า Skipjack รายเดือน



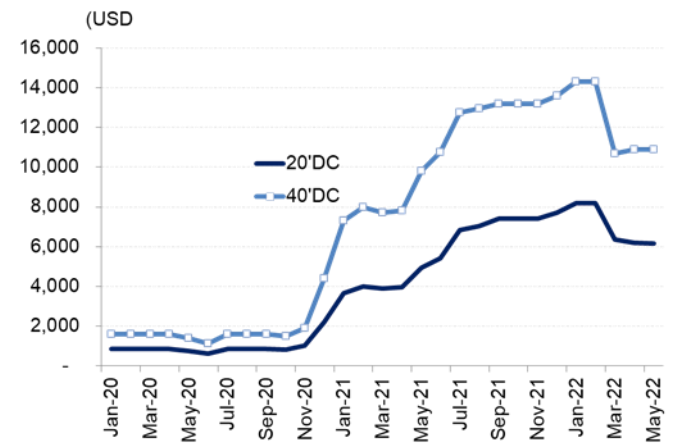
Source: TU

ราคาลูมิเนียมและราคาเหล็กตลาดโลก



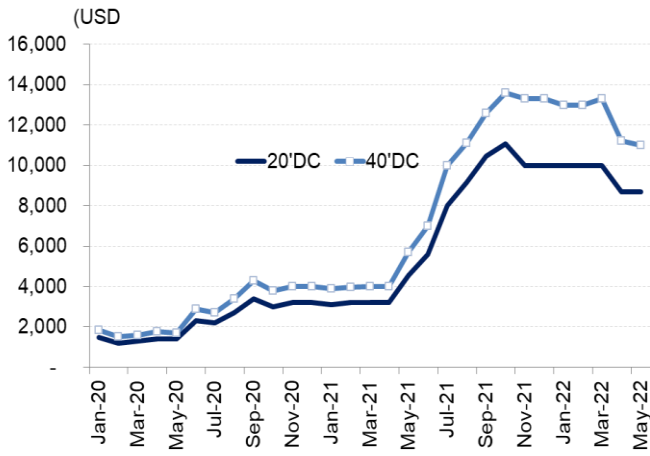
Source: Bloomberg

ค่าระวางเรือตู้คอนเทนเนอร์ ไทย-ยุโรป



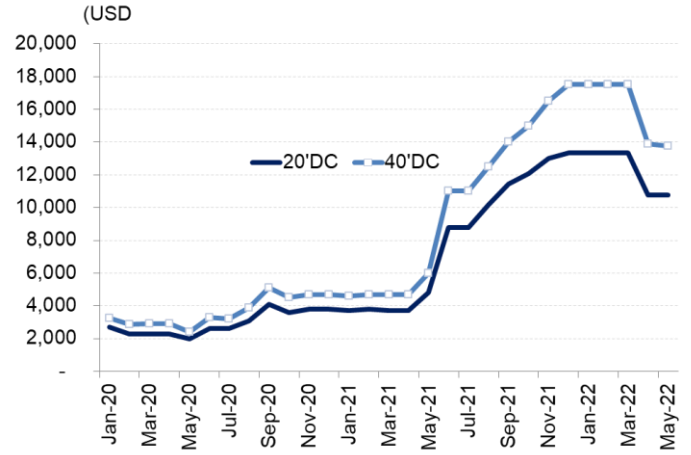
Source: TNSC.Com

ค่าระวางเรือตู้คอนเทนเนอร์ไทย-สหรัฐฯ (West Coast)



Source: TNSC.Com

ค่าระวางเรือตู้คอนเทนเนอร์ไทย-สหรัฐฯ (East Coast)



Source: TNSC.Com



ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงด้านข้อกำหนดและกฎระเบียบในต่างประเทศ

เนื่องจากมีฐานการผลิตและฐานลูกค้ากระจายอยู่ทั่วโลก จึงต้องมีการเกี่ยวข้องกับกฎหมายและกฎระเบียบในหลายประเทศที่มีการดำเนินงานอยู่ ทั้งกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับทรัพย์สินทางปัญญา ความรับผิดชอบต่อสินค้า การป้องกัน การผูกขาดทางการค้า การแข่งขันทางการค้า สิ่งแวดล้อม การจ้างงาน เป็นต้น ซึ่งหากบริษัทไม่ตระหนักถึงการเปลี่ยนแปลง และปรับตัวให้สอดคล้องกับกฎระเบียบต่างๆ ได้ทันถ่วงที อาจกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทได้อย่างมีนัยสำคัญได้

ความเสี่ยงจากอุปสรรคทางการค้าด้านภาษีและไม่ใช่ภาษี

อุปสรรคทางการค้าด้านภาษี เช่น สงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีนที่ปรับขึ้นอัตราภาษีนำเข้าผลิตภัณฑ์อาหารทะเล 25%, การถอนตัวออกจากสหภาพยุโรปของอังกฤษ อาจทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงภาษีนำเข้าและส่งออก ระหว่างอังกฤษและประเทศอื่น ส่วนอุปสรรคทางการค้าที่ไม่ใช่ภาษี ส่วนใหญ่เกี่ยวข้องกับความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อม อาจส่งผลกระทบต่อเงื่อนไขทางการค้า หรือความสามารถในการแข่งขันด้านต้นทุนของบริษัทได้

ความเสี่ยงจากการแข่งขันที่รุนแรง

อุตสาหกรรมปลาและอาหารทะเลเป็นอุตสาหกรรมที่มีการแข่งขันสูงและพัฒนาการอย่างต่อเนื่อง ทั้งจากพฤติกรรม การบริโภคทั่วโลกที่เปลี่ยนแปลงไป ส่งผลให้ผลิตภัณฑ์อาหารทะเลบรรจุกระป๋องดั้งเดิมมีการเติบโตในอัตราชะลอตัว รวมถึงกำลังเปลี่ยนไปสู่การใส่ใจสุขภาพ ไลฟ์สไตล์ที่สะดวกสบาย และความต้องการผลิตภัณฑ์ที่จัดหามาด้วยวิธีการที่ยั่งยืน นอกจากนี้ยังต้องเผชิญกับการแข่งขันรุนแรงในผลิตภัณฑ์หลักอย่าง ทูน่า กุ้ง และแซลมอน ล้วนแล้วแต่เป็น ความเสี่ยงที่บริษัทต้องหาวิธีการจัดการ และปรับตัวให้ทันกับการแข่งขันที่รุนแรงขึ้น

ความเสี่ยงจากในการจัดหาและราคาวัตถุดิบ

ราคาวัตถุดิบที่สำคัญของบริษัทคือ ปลาทูน่า และกุ้ง ซึ่งถือเป็นสินค้าโภคภัณฑ์ชนิดหนึ่ง ที่ไม่มีเครื่องมือบริหาร ความเสี่ยงโดยตรง และมีการเปลี่ยนแปลงราคาเพิ่มขึ้นหรือลดลงอย่างรวดเร็ว ซึ่งหากบริษัทไม่มีวิธีการบริหารจัดการที่ดี อาจกระทบต่อความสามารถในการกำไรของบริษัทได้

ความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน

เนื่องจากบริษัทมีรายได้จากการส่งออกและธุรกิจในประเทศสัดส่วนราว 90% ของรายได้รวม โดยมีรายได้เป็นสกุลเงินตราต่างประเทศ USD EUR และ GBP ในขณะที่มีการนำเข้าวัตถุดิบในรูปสกุลเงิน USD ทำให้สามารถป้องกันความเสี่ยงโดยธรรมชาติได้ระดับหนึ่ง อย่างไรก็ตาม ยังมีรายได้ในส่วนที่ไม่ถูกป้องกันโดย Natural Hedge ที่ถือเป็นความเสี่ยง และอาจกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทได้ในกรณีที่ค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้น

ความเสี่ยงจากการขาดแคลนแรงงานหรือค่าแรงขั้นต่ำปรับตัวสูงขึ้น

เนื่องจากอุตสาหกรรมอาหาร โดยเฉพาะอาหารทะเล ถือเป็นธุรกิจที่พึ่งพิงแรงงานเข้มข้น เพราะในสายการผลิตบางสาย เช่น การถอดก้างปลา ที่ไม่สามารถใช้เครื่องจักรแทนคนได้ ทำให้ยังต้องอาศัยแรงงานจำนวนมาก ปัจจุบันแรงงานของบริษัทพึ่งพิงแรงงานต่างด้าวราวครึ่งหนึ่งของแรงงานทั้งหมด จึงอาจมีความเสี่ยงที่บริษัทอาจประสบปัญหาขาดแคลนแรงงาน หรือในกรณีที่มีการปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำอาจกระทบต่อต้นทุนของบริษัทได้

Income Statement (Consolidated)

| (Bt mn) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Revenue | 132,402 | 141,048 | 147,633 | 155,256 | 161,883 |
| Cost of sales | 108,985 | 115,321 | 121,355 | 127,465 | 132,906 |
| Gross profit | 23,418 | 25,727 | 26,279 | 27,791 | 28,977 |
| SG&A | 15,596 | 17,471 | 18,454 | 18,631 | 19,426 |
| Operating profit | 9,531 | 9,066 | 9,006 | 10,138 | 10,522 |
| Other income | 1,710 | 811 | 1,181 | 978 | 971 |
| EBIT | 9,531 | 9,066 | 9,006 | 10,138 | 10,522 |
| EBITDA | 13,486 | 13,250 | 13,490 | 14,872 | 15,506 |
| Interest charge | 1,724 | 1,730 | 1,755 | 1,742 | 1,750 |
| Tax on income | 724 | 742 | 725 | 840 | 921 |
| Earnings after tax | 7,083 | 6,595 | 6,526 | 7,557 | 7,851 |
| Minority interest | -263 | -259 | -443 | -466 | -486 |
| Normalized earnings | 6,551 | 7,431 | 6,241 | 7,463 | 8,223 |
| Extraordinary items | -305 | 582 | 0 | 0 | 0 |
| Net profit | 6,246 | 8,013 | 6,241 | 7,463 | 8,223 |

Cash Flow Statement (Consolidated)

| (Bt mn) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------------------|--------|---------|---------|--------|--------|
| Net profit | 6,246 | 8,013 | 6,241 | 7,463 | 8,223 |
| Deprec. & amortization | 3,955 | 4,184 | 4,484 | 4,734 | 4,984 |
| Change in working capital | 2,487 | -9,944 | 5,646 | -1,888 | -1,671 |
| Other adjustments | -574 | 1,677 | 158 | 372 | 416 |
| Cash flow from operations | 12,114 | 3,929 | 16,529 | 10,681 | 11,952 |
| Capital expenditure | -4,737 | -5,850 | -6,000 | -5,000 | -5,000 |
| Others | 1,796 | -5,413 | -3,199 | -1,995 | -2,127 |
| Cash flow from investing | -2,941 | -11,263 | -9,199 | -6,995 | -7,127 |
| Free cash flow | 9,173 | -7,334 | 7,329 | 3,686 | 4,825 |
| Net borrowings | -5,539 | 5,836 | -7,152 | -60 | -60 |
| Equity capital raised | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Dividends paid | -4,369 | -4,470 | -3,454 | -4,254 | -4,523 |
| Others | 2,331 | 8,705 | 552 | 587 | 510 |
| Cash flow from financing | -7,577 | 10,070 | -10,053 | -3,727 | -4,073 |
| Net change in cash | 1,597 | 2,737 | -2,724 | -41 | 752 |

Balance Sheet (Consolidated)

| (Bt mn) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Cash | 6,286 | 9,723 | 6,999 | 6,958 | 8,011 |
| Accounts receivable | 13,320 | 16,308 | 16,098 | 16,929 | 17,652 |
| Inventory | 38,546 | 46,636 | 39,897 | 41,906 | 43,695 |
| Other current assets | 2,312 | 2,196 | 2,961 | 3,113 | 3,246 |
| Total current assets | 60,465 | 74,863 | 65,955 | 68,907 | 72,603 |
| Investments | 21,820 | 28,615 | 28,615 | 28,615 | 28,615 |
| Plant, property & equipment | 26,691 | 28,357 | 29,873 | 30,139 | 30,155 |
| Other assets | 35,599 | 34,769 | 35,432 | 37,261 | 38,852 |
| Total assets | 144,575 | 166,604 | 159,876 | 164,923 | 170,225 |
| Short-term loans | 13,406 | 9,673 | 11,744 | 12,356 | 12,968 |
| Accounts payable | 19,068 | 21,351 | 21,611 | 22,699 | 23,668 |
| Current maturities | 8,147 | 14,937 | 14,000 | 14,000 | 14,000 |
| Other current liabilities | 3,392 | 2,121 | 1,329 | 1,346 | 1,349 |
| Total current liabilities | 44,013 | 48,081 | 48,684 | 50,401 | 51,985 |
| Long-term debt | 36,862 | 46,431 | 37,208 | 36,536 | 35,864 |
| Other non-current liab. | 7,964 | 9,878 | 11,368 | 11,955 | 12,465 |
| Total non-current liab. | 44,825 | 56,309 | 48,576 | 48,491 | 48,329 |
| Total liabilities | 88,838 | 104,391 | 97,260 | 98,892 | 100,314 |
| Registered capital | 1,493 | 1,493 | 1,493 | 1,493 | 1,493 |
| Paid up capital | 1,193 | 1,193 | 1,193 | 1,193 | 1,193 |
| Share premium | 19,948 | 19,948 | 19,948 | 19,948 | 19,948 |
| Legal reserve | 149 | 149 | 149 | 149 | 149 |
| Retained earnings | 30,895 | 38,028 | 37,340 | 40,549 | 44,250 |
| Minority Interests | 3,551 | 2,894 | 3,986 | 4,192 | 4,371 |
| Shareholders' equity | 55,737 | 62,213 | 62,616 | 66,031 | 69,911 |

Key Ratios

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Growth (%) | | | | | |
| Revenue | 4.9 | 6.5 | 4.7 | 5.2 | 4.3 |
| EBITDA | 47.0 | -1.8 | 1.8 | 10.2 | 4.3 |
| Net profit | 63.7 | 28.3 | -22.1 | 19.6 | 10.2 |
| Normalized earnings | 29.6 | 13.4 | -16.0 | 19.6 | 10.2 |
| Profitability (%) | | | | | |
| Gross profit margin | 17.7 | 18.2 | 17.8 | 17.9 | 17.9 |
| EBITDA margin | 10.2 | 9.4 | 9.1 | 9.6 | 9.6 |
| EBIT margin | 7.2 | 6.4 | 6.1 | 6.5 | 6.5 |
| Normalized profit margin | 4.9 | 5.3 | 4.2 | 4.8 | 5.1 |
| Net profit margin | 4.7 | 5.7 | 4.2 | 4.8 | 5.1 |
| Normalized ROA | 4.5 | 4.5 | 3.9 | 4.5 | 4.8 |
| Normalized ROE | 12.6 | 12.5 | 10.6 | 12.1 | 12.5 |
| Normalized ROCE | 9.5 | 7.6 | 8.1 | 8.9 | 8.9 |
| Risk (x) | | | | | |
| D/E | 1.7 | 1.8 | 1.7 | 1.6 | 1.5 |
| Net D/E | 1.6 | 1.6 | 1.5 | 1.5 | 1.4 |
| Net debt/EBITDA | 6.1 | 7.2 | 6.7 | 6.2 | 6.0 |
| Per share data (Bt) | | | | | |
| Reported EPS | 1.26 | 1.66 | 1.25 | 1.56 | 1.72 |
| Normalized EPS | 1.31 | 1.50 | 1.25 | 1.56 | 1.72 |
| EBITDA | 2.83 | 2.78 | 2.83 | 3.12 | 3.25 |
| Book value | 10.85 | 12.34 | 12.19 | 12.86 | 13.63 |
| Dividend | 0.72 | 0.95 | 0.72 | 0.89 | 0.95 |
| Par | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 |
| Valuations (x) | | | | | |
| P/E | 13.5 | 10.2 | 13.6 | 10.9 | 9.9 |
| Norm P/E | 12.9 | 11.4 | 13.6 | 10.9 | 9.9 |
| P/BV | 1.6 | 1.4 | 1.4 | 1.3 | 1.2 |
| EV/EBITDA | 12.1 | 13.3 | 12.8 | 11.7 | 11.2 |
| Dividend yield (%) | 4.2 | 5.6 | 4.3 | 5.2 | 5.6 |

Source: Company data, Finansia 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 ถนนบรมหัตถ์ทอง แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-680-0700</p> | <p>สาขา สีลม 1 130-132 อาคารสีลม 1 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 ถนนรสิงห์ 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.ระกอบสมอราย ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา 044-288-700, 044-014-322, 044-014-323</p> | <p>สาขา อนุสาวรีย์ 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 บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน 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, 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