

# TFM (TFM TB)

## HOLD

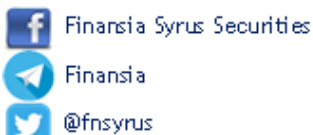
## บมจ. ไทยยูเนี่ยน ฟีดมิลล์

Previous	U.R.
<b>2022 Target Price (Bt)</b>	<b>11.5</b>
Price (21/06/2022)	11.1
up/downside (%)	+3.6
SET Index	1,574.52
Sector	Agribusiness
Foreign limit/actual (%)	49.00/0.16
Free float (%)	30.40
Market cap (Bt m)	5,550.00
Avg daily T/O (Bt m) (2022 YTD)	10.22
hi, lo, avg (Bt) (2022 YTD)	14.90, 10.30, 13.09
IOD 2021	N/R
THAI CAC	N/A

Consolidated earnings				
BT (mn)	2021	2022E	2023E	2024E
Revenue	4,773	4,830	5,322	5,633
Normalized profit	220	63	327	374
Net profit	211	63	327	374
EPS (Bt) - norm	0.44	0.13	0.65	0.75
EPS (Bt)- reported	0.42	0.13	0.65	0.75
% growth y-y	-37.8	-70.2	417.5	14.4
Dividend/share (Bt)	1.15	0.06	0.33	0.37
BV/share (Bt)	4.43	4.50	4.82	5.20
EV/EBITDA (x)	17.1	25.6	11.0	9.5
PER (x) - norm	25.5	88.7	17.1	15.0
PER (x)	26.5	88.7	17.1	15.0
PBV (x)	2.5	2.5	2.3	2.2
Dividend yield (%)	10.3	0.6	2.9	3.3
ROE (%)	9.9	2.8	13.5	14.4
YE No. of shares (million)	500	500	500	500
Par (Bt)	2.0	2.0	2.0	2.0

Source: Company data, Finansia estimates

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



### คาดผ่านจุดต่ำสุดใน 1H22

คาดกำไร 2Q22 จะกลับมาฟื้นตัว Q-Q แต่ยังคงต่ำกว่าปีก่อน เพราะต้นทุนวัตถุดิบอาหารสัตว์สูงขึ้น แต่กำไรที่ฟื้น Q-Q เป็นผลมาจากความต้องการใช้อาหารกึ่งและอาหารปลาที่ฟื้นตัวตามฤดูกาล และปริมาณการส่งออกกุ้งและการบริโภคปลาที่ฟื้นหลังโควิดคลี่คลาย และคาดการณ์ความต้องการบริโภคจะเร่งตัวขึ้นใน 2H22 หลังจากการท่องเที่ยวกลับมาคึกคักมากขึ้นทั้งคนไทย และนักท่องเที่ยวต่างชาติ ขณะที่คาดแนวโน้มราคาวัตถุดิบอาหารสัตว์จะทรงตัวถึงอ่อนตัวลงในช่วงครึ่งปีหลัง และคลี่คลายมากขึ้นในปีหน้า อย่างไรก็ตามจากกำไร 1H22 ที่อ่อนแอกว่าที่เคยคาด เราจึงปรับลดกำไรสุทธิปี 2022 ลงเหลือ 63 ลบ. จาก 411 ลบ. และคาดจะกลับมาโตอีกครั้งในปี 2023 ราว 5 เท่าตัวเป็น 327 ลบ. ทั้งนี้เรามองผ่านกำไรต่ำสุดแล้วใน 1H22 จึงปรับใช้ราคาเป้าหมายปี 2023 เท่ากับ 11.5 บาท (อิง PE 17.5 เท่า) แต่ upside ยังจำกัด จึงคงคำแนะนำ ถือ

### คาดกำไร 2Q22 จะกลับมาฟื้นตัว แต่ยังไม่สดใสมากนัก

คาดกำไรสุทธิ 2Q22 อยู่ที่ 16 ลบ. ฟื้นตัวจากที่ทำได้เพียง 1.3 ลบ. ใน 1Q22 แต่ยังคงลดลง -66.7% Y-Y เพราะถูกกระทบจากต้นทุนวัตถุดิบที่ปรับตัวสูงขึ้นมาก สำหรับการฟื้นตัว Q-Q เราคาดมาจากการฟื้นตัวของรายได้จากอาหารกึ่งและอาหารปลาภายหลังโควิดคลี่คลาย, เข้าสู่ฤดูกาลเลี้ยงกุ้ง (ปกติ 1Q เป็น Low Season ของการเลี้ยงกุ้ง) และตลาดกุ้งส่งออกกลับมาสดใสมากขึ้น คาดรายได้ 2Q22 จะฟื้นตัวราว +29.5% Q-Q, -5% Y-Y ส่วนอัตรากำไรขั้นต้นน่าจะทยอยฟื้นตัวช้าๆ เพราะต้นทุนวัตถุดิบอาหารสัตว์ยังทรงตัวสูงทั้ง กากถั่วเหลือง (มีอ่อนตัวลงบ้างมาอยู่ที่ราว 20-21 บาท/กก. จาก 22 บาท/กก. ใน 1Q22 แต่ยังคงสูงกว่าปีก่อนที่ 16-18 บาท/กก. อยู่มาก), ปลาป่น และแป้งสาลี เราคาดไว้ที่ 8% ขยับขึ้นจาก 7% ใน 1Q22 แต่ยังคงต่ำกว่า 9.4% ใน 2Q21 ขณะที่ยังมีมาตรการควบคุมค่าใช้จ่ายอย่างต่อเนื่อง คาด SG&A to Sale จะอ่อนลงมาอยู่ที่ 6.8% จาก 7.0%-8.6% ในช่วงก่อนหน้า

### แนวโน้ม 2H22 จะฟื้นตัวต่อเนื่อง รวมถึงต่างประเทศด้วย

ยังคาดการณ์การฟื้นตัวใน 2H22 จากความต้องการบริโภคกุ้งและปลาที่จะกลับมาคึกคักอีกครั้งตามการ Reopen และการกลับมาของนักท่องเที่ยว ทั้งนี้บริษัทเตรียมปรับขึ้นราคาอาหารกึ่งใน ก.ค. และคาดแนวโน้มต้นทุนวัตถุดิบอาหารสัตว์น่าจะทรงตัวถึงปรับลงได้ในระยะถัดไป ปัจจุบันบริษัทได้ล็อกราคาวัตถุดิบล่วงหน้าให้สั้นลงกว่าเดิม คาดอยู่ที่ราว 1-3 เดือน เพราะมีความเป็นไปได้ที่ราคาวัตถุดิบได้ผ่านพีคแล้ว จึงคาดเห็นการฟื้นตัวของรายได้และอัตรากำไรขั้นต้นได้มากขึ้นใน 2H22 รวมถึงการฟื้นตัวของโรงงานที่ปากีสถานตามปัจจัยฤดูกาล ส่วนโรงงานในอินโดนีเซียคาดจะขาดทุนน้อยลงในช่วงครึ่งปีหลัง เมื่อมีการใช้กำลังการผลิตสูงขึ้น และคาดจะพลิกมีกำไรในปี 2023

### เราปรับลดกำไรและราคาเป้าหมาย คาดว่าจะกลับมาเติบโตอีกครั้งปีหน้า

จากกำไร 1Q22 ที่ไม่สดใส และผลของต้นทุนวัตถุดิบที่สูงขึ้น ทำให้แนวโน้มกำไรปี 2022 ฟื้นตัวช้ากว่าที่เคยคาด เราจึงปรับลดกำไรสุทธิปี 2022 ลงเป็น 63 ลบ. จากเดิมคาด 411 ลบ. (โดยคาดการณ์กำไร 1H22 คิดเป็น 27% ของประมาณการทั้งปี) และคาดกำไรปี 2023 จะกลับมาเติบโตอีกครั้งราว 5 เท่าตัวเป็น 327 ลบ. ยังเป็นระดับที่ต่ำกว่าปี 2020 ที่ทำได้ 412 ลบ. และยังห่างไกลจากกำไรก่อนโควิด (ช่วงเวลาปกติ) ที่เคยทำได้ระดับ 800 ลบ. ต่อปี (อัตรากำไรขั้นต้นเคยทำได้สูงระดับ 16%-18% และอัตรากำไรสุทธิระดับ 9%-10%) มองผ่านกำไรต่ำสุดแล้ว เราจึงปรับใช้ราคาเป้าหมายปี 2023 ที่ 11.5 บาท (อิง PE เดิม 17.5 เท่า)

**Company Overview**

TFM ประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายอาหารสัตว์เศรษฐกิจ ได้แก่ อาหาร กุ้ง อาหารปลา (รวมอาหารบด และอาหารปู) และอาหารสัตว์บก เพื่อใช้ เป็นวัตถุดิบในอุตสาหกรรมเพาะเลี้ยงสัตว์ ส่วนใหญ่เป็นการขายภายใต้ แบรินด์ของบริษัทเอง ได้แก่ PROFEED, NANAMI, EGOFEED, AQUAFEED และ D-GROW เป็นต้น และขายในประเทศเป็นหลักสัดส่วน รว 93%-98% ของรายได้จากการขาย ลูกค้าหลักคือ ร้านค้าจำหน่าย อาหารสัตว์ และฟาร์มเพาะเลี้ยงสัตว์ สัตว์ส่วนรายได้ราว 71%-77% และ 23%-29% ของรายได้จากการขาย

นอกจากนี้บริษัทยังมีการขายผลผลิตจากฟาร์มวิจัยเพาะพันธุ์สัตว์น้ำของ บริษัท ได้แก่ กุ้ง และปลากะพง ซึ่งเป็นผลพลอยได้จากการทำฟาร์มวิจัย เพื่อทดลองและพัฒนาสูตรการผลิตอาหารสัตว์น้ำของบริษัท



บริษัทมีสำนักงานใหญ่อยู่ที่ จ.สมุทรสาคร และมีโรงงานผลิต 2 แห่งตั้งอยู่ ที่ มหาชัย จ.สมุทรสาคร และระโนด จ.สงขลา ข้อมูล ณ 30 มิ.ย. 21 มี กำลังการผลิตรวม 273,000 ตันต่อปี แบ่งเป็นอาหารกุ้ง 153,000 ตันต่อปี , อาหารปลา 90,000 ตันต่อปี และอาหารสัตว์บก 30,000 ตันต่อปี

ปัจจุบันได้ขยายการลงทุนไปในอินโดนีเซีย และปากีสถาน เพื่อผลิตและ จำหน่ายอาหารสัตว์น้ำ กุ้งและปลา โดยเริ่มรับรู้รายได้จากโรงงานที่ อินโดนีเซียตั้งแต่ 4Q21 ส่วนโรงงานปากีสถานเริ่มรับรู้รายได้และกำไร ตั้งแต่ 2Q21 เป็นต้นมา

**Valuation Methodology**

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ TFM ด้วยวิธี Relative PE โดยอิง PE ที่ 17.5 เท่า ใกล้เคียง PE เฉลี่ยของ Regional Peers ที่ทำธุรกิจอาหารสัตว์ เศรษฐกิจเหมือนกัน ส่วนใหญ่อยู่ในจีน อินโดนีเซีย และอินเดีย โดยมี อัตรากำไรที่ใกล้เคียงกัน

**ESG**

**Environment**

- TFM ปฏิบัติตามกฎหมายและข้อบังคับการจัดการสิ่งแวดล้อมอย่าง เคร่งครัด และมีมาตรการป้องกันและแก้ไขเมื่อเกิดผลกระทบต่อ สิ่งแวดล้อมเนื่องจากการดำเนินงานของบริษัท รวมถึงร่วมมือกับ ชุมชนและสังคม โดยสนับสนุนกิจกรรมอาสาที่เกี่ยวข้องกับการ พัฒนาชุมชนและสังคม
- สำหรับสายงานผลิต บริษัทใช้ระบบ Activated Sludge Process (ASP) จัดการด้านมลพิษทางน้ำ ซึ่งเป็นระบบทางชีววิทยา โดยใช้ แบคทีเรียพวกที่ใช้ออกซิเจนเป็นตัวย่อยสลายสารอินทรีย์ในน้ำเสีย จากนั้นจะนำน้ำเสียที่ถูกบำบัดแล้ว ปล่อยไปที่สวนเกษตรของ โรงงานต่อไป ส่วนการจัดการมลพิษทางอากาศ บริษัทติดตั้งอุปกรณ์ สำหรับดักฝุ่นหรือป้องกันฝุ่นออกสู่ภายนอกคือ Bag Filter และ Cyclone ช่วยให้เกิดมลพิษต่อชุมชนรอบข้าง
- บริษัทให้ความสำคัญในการป้องกันการปล่อยก๊าซเรือนกระจก โดย ดำเนินการร่วมกับบริษัทในกลุ่ม TU และมีเป้าหมายเดียวกันคือ จาก ปี 2016-2020 ตั้งเป้าลด 30% ซึ่งบริษัทได้ดำเนินการลดก๊าซเรือน กระจกต่อเนื่องมาอยู่ที่ 6.5% ซึ่งเป็นไปตามเป้าหมาย

**Social**

- บริษัทขมีนโยบายดำเนินธุรกิจด้านความรับผิดชอบต่อสังคม (CSR) ภายใต้หลักพื้นฐานทางจริยธรรม เพื่อให้เกิดความเป็นธรรมต่อผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายที่เกี่ยวข้อง
- บริษัทให้ความสำคัญกับลูกค้าและผู้บริโภค ทั้งในเรื่องคุณภาพ และ ความปลอดภัยของอาหารสัตว์น้ำ มุ่งเน้นใช้วัตถุดิบที่มีคุณภาพ การ ผลิตที่มีมาตรฐาน และยังส่งเสริมให้ความรู้แก่เกษตรกรผู้ที่สนใจ เพาะเลี้ยงสัตว์ ผ่านการจัดอบรมสัมมนา
- บริษัทตระหนักถึงความสำคัญของการพัฒนาบุคลากรว่าเป็นหัวใจ สำคัญสำหรับการพัฒนาอย่างยั่งยืน จึงให้ความสำคัญกับการบริหาร ทรัพยากรมนุษย์ที่ตั้งอยู่บนพื้นฐานความเป็นธรรม ไม่ละเมิดสิทธิ มนุษยชน ทั้งการสรรหา การพัฒนาบุคลากร การอบรมพนักงาน การให้ผลตอบแทนที่เหมาะสม โดยมีนโยบายปฏิบัติต่อแรงงาน อย่างเป็นธรรม

**Governance**

- คณะกรรมการบริษัทให้ความสำคัญต่อการปฏิบัติตามหลักการกำกับ ดูแลกิจการที่ดีภายใต้ 8 หลักปฏิบัติ ได้แก่ บทบาทความรับผิดชอบต่อ ของคณะกรรมการ, กำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมายที่เป็นไปเพื่อ ความยั่งยืน, เสริมสร้างคณะกรรมการที่มีประสิทธิภาพ, สรรหาและ พัฒนาผู้บริหารระดับสูงและบริหารบุคลากร, ส่งเสริมนวัตกรรมและ ประสิทธิภาพอย่างมีความรับผิดชอบต่อ, ดูแลให้มีระบบการบริหาร ความเสี่ยงที่เหมาะสม, รักษาความน่าเชื่อถือทางการเงินและการ เปิดเผยข้อมูล และสนับสนุนการมีส่วนร่วมและสื่อสารกับผู้ถือหุ้น
- ปัจจุบันบริษัทมีคณะกรรมการ 9 คน ประกอบด้วย กรรมการอิสระ 3 คน ไม่น้อยกว่า 1 ใน 3 ของจำนวนกรรมการทั้งหมด สอดคล้องตาม เกณฑ์ เพื่อเป็นการถ่วงดุลอำนาจของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในการออก เสี่ยง และสอบทานการบริหารของฝ่ายบริหารอย่างโปร่งใส
- บริษัทมีนโยบายห้ามไม่ให้กรรมการ ผู้บริหาร และผู้ทราบข้อมูล ภายในที่เป็นสาระสำคัญซึ่งมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ ทำการซื้อขาย หรือชักชวนบุคคลอื่นซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัท ในชวงเวลาก่อนเผยแพร่งบการเงินอย่างน้อย 1 เดือนล่วงหน้าก่อน เปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณชน และควรรออีกอย่างน้อย 3 วันภายหลัง การเปิดเผยข้อมูลให้แก่สาธารณชนแล้ว

**2Q22E Earnings Preview**

(Bt=mn)	2Q22E	1Q22	% Q-Q	2Q21	% Y-Y	1H22E	1H21	% Y-Y
Sales revenue	1,312	1,013	29.5	1,381	-5.0	2,325	2,337	-0.5
COGS	1,207	942	28.1	1,251	-3.5	2,149	2,100	2.3
Gross profit	105	71	47.9	130	-19.2	176	238	-26.1
SG&A costs	89	87	2.3	97	-8.2	174	173	0.6
Interest expense	5.0	5.3	-5.7	3.2	56.3	10	4	150.0
Net profit	16	1.3	1,131	48	-66.7	17	103	-83.5
Gross margin %	8.0	7.0	1.0	9.4	-1.4	7.6	10.2	-2.6
SG&A as % of Sales	6.8	8.6	-1.8	7.0	-0.2	7.5	7.4	0.1
Net margin %	1.2	0.1	1.1	3.5	-2.3	0.7	4.4	-3.7

Source: FSS Research

**การเปลี่ยนแปลงสมมติฐานที่ใช้ในการคาดการณ์ผลการดำเนินงาน TFM**

Assumptions	New			Old			% Change		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
Total Sales (mb)	4,830	5,322	5,633	5,528	6,132	6,485	-12.6	-13.2	-13.1
% Growth	1.2	10.2	5.8	15.8	10.9	5.8	-14.6	-0.7	0.0
% Gross Margin	8.0	12.5	13.0	13.0	13.5	14.0	-5.0	-1.5	-1.0
SG&A Expense (mb)	367	373	394	354	392	415	3.7	-4.8	-5.1
% SG&A to Sale	7.6	7.0	7.0	6.4	6.4	6.4	1.2	0.6	0.6
Interest Expense (mb)	15.8	12.4	11.2	7.2	6.5	4.6	119.4	90.8	143.4
Net Profit (mb)	63	327	374	411	486	546	-84.7	-32.7	-31.5
% Growth	-70.2	417.5	14.4	94.5	18.2	12.4	nm	nm	nm
% Margin	1.3	6.1	6.6	7.4	7.9	8.4	-6.1	-1.8	-1.8

Source: FSS Research

## ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

### ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงรายได้อาหารสัตว์น้ำในประเทศ

ในช่วงปี 2018-2020 บริษัทมีสัดส่วนรายได้ส่วนใหญ่ราว 87%-98% ของรายได้รวม มาจากการผลิตและจำหน่ายอาหารสัตว์น้ำในประเทศ ซึ่งเป็นวัตถุดิบเพื่อใช้ในอุตสาหกรรมต่อเนื่องอย่าง อุตสาหกรรมเพาะเลี้ยงสัตว์น้ำ ดังนั้นจึงมีความเสี่ยงหากเกิดเหตุการณ์ที่กระทบให้ปริมาณความต้องการใช้อาหารสัตว์น้ำลดลง อาทิ การเกิดโรคระบาดร้ายแรงในสัตว์น้ำ, ปริมาณความต้องการบริโภคสัตว์น้ำลดลง (เช่น ผลลบของ COVID-19), ปริมาณการส่งออกสัตว์น้ำลดลง เนื่องจากอุตสาหกรรมผลิตกุ้งของไทยพึ่งพิงตลาดส่งออกเป็นหลัก เป็นต้น

### ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาวัตถุดิบที่ใช้ในการผลิตอาหารสัตว์

เนื่องด้วยต้นทุนหลักของบริษัทคือ วัตถุดิบ คิดเป็นสัดส่วนเกินกว่า 80% ของต้นทุนขายรวมของบริษัทในช่วงปี 2018-2020 ซึ่งวัตถุดิบหลักประกอบด้วย กากถั่วเหลือง แป้งสาลี ปลาป่น และไก่ป่น (รวม 4 รายการ เกินกว่า 65% ของต้นทุนวัตถุดิบ) โดยราคาวัตถุดิบถือเป็น Soft Commodities ประเภทหนึ่ง และมีความผันผวนของราคาขึ้นลงตาม Demand และ Supply ซึ่งเป็นปัจจัยที่อยู่นอกเหนือการควบคุมของบริษัท อีกทั้งเป็นวัตถุดิบที่ได้จากธรรมชาติ และต้องอาศัยระยะเวลาในการเพาะปลูกหรือเจริญเติบโต ดังนั้นในกรณีที่ราคาวัตถุดิบปรับตัวสูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ อาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทได้

### ความเสี่ยงจากมาตรการควบคุมของภาครัฐ

ผลิตภัณฑ์อาหารสัตว์ถือเป็นสินค้าควบคุม เพราะเป็นวัตถุดิบสำหรับอุตสาหกรรมต่อเนื่องอย่าง การเพาะเลี้ยงสัตว์เศรษฐกิจที่ใช้ในการบริโภคของประชาชนเป็นวงกว้าง ทำให้ภาครัฐเข้ามาดูแล และจัดให้ผลิตภัณฑ์อาหารสัตว์เป็นหนึ่งในรายการสินค้าที่อยู่ภายใต้การควบคุมโดยหน่วยงานภาครัฐ กรมการค้าภายใน กระทรวงพาณิชย์ ให้มีราคาในระดับที่เหมาะสม โดยจะต้องมีการกำหนดราคาขายสินค้าแต่ละประเภท และไม่สามารถจำหน่ายสินค้าในราคาที่สูงกว่าราคาที่ได้รายงานและที่ได้รับอนุญาตไว้ ซึ่งหากผู้ประกอบการต้องการปรับเพิ่มราคาขายเกินกว่าที่รายงานไว้ จะต้องมีการรายงานและขอรับอนุญาตใหม่ ซึ่งกรมการค้าภายในจะพิจารณาความจำเป็นในการขอปรับเพิ่มราคา อาทิ ต้นทุนการผลิต อัตรากำไรขั้นต้นเฉลี่ยของผู้ประกอบการ และของอุตสาหกรรมในภาพรวม ทั้งนี้อาจต้องใช้เวลาในการพิจารณาระยะหนึ่ง ทำให้บริษัทมีความเสี่ยงกรณีที่ไม่สามารถปรับขึ้นราคาสินค้าได้ทันที และบางสถานการณ์ที่เกิดเหตุผิดปกติจนทำให้เศรษฐกิจหรือกำลังซื้อชะลอตัว อาจทำให้กระทรวงพาณิชย์ขอความร่วมมือผ่านทางสมาคมผู้ผลิตอาหารสัตว์ในการควบคุมราคาจำหน่ายอาหารสัตว์ และในบางช่วงเวลารัฐอาจออกกฎหมายหรือมาตรการบางอย่างเพื่อควบคุมแนวทางการจัดหาวัตถุดิบบางประเภท ซึ่งอาจส่งผลให้การจัดหาวัตถุดิบทำได้ยากขึ้น หรือมีต้นทุนในการจัดหาสูงขึ้น เช่น การออกมาตรการควบคุมการทำประมงเพื่อลดโอกาสในการเกิดการทำการประมงที่ผิดกฎหมาย (IUU) ส่งผลให้ปริมาณปลาป่นในท้องตลาดลดลง และมีราคาปรับตัวสูงขึ้น ซึ่งอาจกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทได้

### ความเสี่ยงจากการไม่ได้รับชำระค่าสินค้าจากลูกค้า

บริษัทมีกลุ่มลูกค้าหลักคือ ร้านค้าจำหน่ายอาหารสัตว์ และเจ้าของฟาร์มเพาะเลี้ยงสัตว์น้ำ ส่วนใหญ่เป็นผู้ประกอบการ SME ขณะที่ธุรกิจเพาะเลี้ยงสัตว์น้ำต้องใช้เงินลงทุนตั้งต้นค่อนข้างสูง ทำให้การจำหน่ายอาหารสัตว์จำเป็นต้องให้วงเงินสินเชื่อและระยะเวลาสินเชื่อทางการค้า (Credit Term) กับลูกค้า โดยบริษัทให้ Credit Term แก่ลูกค้าไม่เกิน 60วัน และจำหน่ายสินค้าเกือบทั้งหมดในรูปแบบการให้สินเชื่อทางการค้า ทำให้บริษัทมีความเสี่ยงกรณีลูกค้าประสบปัญหาทางธุรกิจ และทำให้ชำระล่าช้า หรือไม่ชำระหนี้ค่าสินค้าให้กับบริษัทได้ตามระยะเวลาที่กำหนด ดังนั้นบริษัทจึงต้องมีการบันทึกค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญ หรือบันทึกหนี้สูญ

### ความเสี่ยงจากการแข่งขันในอุตสาหกรรม

อุตสาหกรรมอาหารสัตว์ถือว่ามีการแข่งขันระดับหนึ่ง เพราะมีผู้ประกอบการรายสำคัญหลายราย ซึ่งเป็นผู้ที่ได้รับการยอมรับจากลูกค้าในด้านคุณภาพของสินค้า กำลังการผลิต และมีความพร้อมในด้านแหล่งเงินทุนในการขยายกำลังการผลิต ดังนั้นในกรณีที่ผู้ประกอบการรายสำคัญมีการขยายกำลังการผลิต จะเป็นการเพิ่ม Supply ในอุตสาหกรรม ส่งผลให้อาจเกิดการแข่งขันที่สูงขึ้น และอาจทำให้ราคาขายโดยรวมในอุตสาหกรรมมีการเปลี่ยนแปลง

### ความเสี่ยงจากความไม่แน่นอนในการดำเนินธุรกิจของกิจการในต่างประเทศ

บริษัทมีการขยายธุรกิจไปยังต่างประเทศคือ อินโดนีเซีย และปากีสถาน โดยเข้าถือหุ้นในสัดส่วน 65% และ 51% ตามลำดับ ซึ่งเป็นการเข้าลงทุนโดยจัดตั้งบริษัทร่วมทุนกับพันธมิตรในท้องถิ่น และอยู่ระหว่างเข้าลงทุนเริ่มแรกในทั้งสองประเทศ โดยบริษัทเริ่มรับรู้รายได้และกำไรจากการลงทุนในปากีสถานแล้วตั้งแต่ 2Q21 ที่ผ่านมา ส่วนอินโดนีเซียเริ่มรับรู้ใน 4Q21 ซึ่งบริษัทมีความเสี่ยงจากการเข้าลงทุนในต่างประเทศที่อาจยังไม่คุ้นเคยหรือมีประสบการณ์มาก่อน รวมถึงยังมีความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งอาจทำให้ผลตอบแทนที่ได้รับไม่เป็นไปตามเป้าหมาย และอาจกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทได้



**Income Statement (Consolidated)**

(Bt mn)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Revenue	4,184	4,773	4,830	5,322	5,633
Cost of sales	3,490	4,278	4,444	4,657	4,900
Gross profit	694	495	386	665	732
SG&A	300	329	367	373	394
Operating profit	395	166	19	293	338
Other income	61	61	63	69	73
EBIT	455	227	82	362	411
EBITDA	586	363	230	540	599
Interest charge	5	9	16	12	11
Tax on income	39	0	5	24	28
Earnings after tax	411	218	62	325	372
Minority interest	1	2	1	2	2
Normalized earnings	412	220	63	327	374
Extraordinary items	-0	-8	0	0	0
Net profit	412	211	63	327	374

**Cash Flow Statement (Consolidated)**

(Bt mn)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Net profit	412	211	63	327	374
Deprec. & amortization	131	136	148	178	188
Change in working capital	-43	-54	-209	-84	-54
Other adjustments	63	47	-41	19	81
Cash flow from operations	563	341	-39	441	589
Capital expenditure	-321	-425	278	-300	-100
Others	18	-191	193	-5	-3
Cash flow from investing	-317	-615	471	-305	-103
Free cash flow	246	-275	432	135	485
Net borrowings	-137	-167	-11	-10	-8
Equity capital raised	0	1,187	0	0	0
Dividends paid	-123	-540	-32	-163	-187
Others	52	23	-51	10	6
Cash flow from financing	-208	502	-93	-163	-188
Net change in cash	27	227	-137	-32	180

**Balance Sheet (Consolidated)**

(Bt mn)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Cash	119	346	209	177	357
Accounts receivable	538	658	794	875	926
Inventory	498	487	670	702	738
Other current assets	0	201	0	1	1
Total current assets	1,155	1,692	1,673	1,754	2,022
Investments	0	0	0	0	0
Plant, property, equipment & ROU	1,290	1,602	1,574	1,696	1,653
Other assets	53	49	57	62	65
Total assets	2,499	3,344	3,304	3,512	3,740
Short-term loans	360	0	0	0	0
Accounts payable	507	577	609	638	671
Current maturities	3	11	10	8	6
Other current liabilities	17	2	2	3	3
Total current liabilities	886	590	621	648	680
Long-term debt	5	203	193	186	179
Other non-current liab.	125	148	97	106	113
Total non-current liab.	130	350	290	292	292
Total liabilities	1,016	940	910	940	972
Registered capital	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Paid up capital	820	1,000	1,000	1,000	1,000
Share premium	0	1,007	1,007	1,007	1,007
Legal reserve	100	100	100	100	100
Retained earnings	416	110	142	305	492
Minority Interests	147	186	145	160	169
Shareholders' equity	1,483	2,403	2,394	2,572	2,768

**Key Ratios**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>Growth (%)</b>					
Revenue	-13.7	14.1	1.2	10.2	5.8
EBITDA	-23.5	-38.1	-36.6	134.5	11.0
Net profit	-51.0	-48.6	-70.2	417.5	14.4
Normalized earnings	-33.6	-46.7	-71.3	417.5	14.4
<b>Profitability (%)</b>					
Gross profit margin	16.6	10.4	8.0	12.5	13.0
EBITDA margin	14.0	7.6	4.8	10.1	10.6
EBIT margin	10.9	4.8	1.7	6.8	7.3
Normalized profit margin	9.8	4.6	1.3	6.1	6.6
Net profit margin	9.8	4.4	1.3	6.1	6.6
Normalized ROA	16.5	6.6	1.9	9.1	9.8
Normalized ROE	30.9	9.9	2.8	13.5	14.4
Normalized ROCE	28.2	8.2	3.1	12.6	13.4
<b>Risk (x)</b>					
D/E	0.8	0.4	0.4	0.4	0.4
Net D/E	0.7	0.2	0.3	0.3	0.2
Net debt/EBITDA	1.5	1.6	3.0	1.4	1.0
<b>Per share data (Bt)</b>					
Reported EPS	0.68	0.42	0.13	0.65	0.75
Normalized EPS	1.01	0.44	0.13	0.65	0.75
EBITDA	1.43	0.73	0.46	1.08	1.20
Book value	2.67	4.43	4.50	4.82	5.20
Dividend	0.20	1.15	0.06	0.33	0.37
Par	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
<b>Valuations (x)</b>					
P/E	16.5	26.5	88.7	17.1	15.0
Norm P/E	11.1	25.5	88.7	17.1	15.0
P/BV	4.2	2.5	2.5	2.3	2.2
EV/EBITDA	9.4	17.1	27.4	11.8	10.4
Dividend yield (%)	1.8	10.3	0.6	2.9	3.3

Source: Company data, Finansia 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 ช.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 ชอยพหลโยธิน 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 (ฝั่งริมฝั่งแก่นนคร) 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.หาดใหญ่ 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.สุสะมิแล 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 บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้อื่นนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ 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