

TFG (TFG TB)

บมจ. ไทยฟู้ดส์ กรุ๊ป

T-BUY

Previous	BUY
2022 Target Price (Bt)	7.5
Price (22/06/2022)	6.5
up/downside (%)	+15.4
SET Index	1,560.02
Sector	Food & Beverage
Foreign limit/actual (%)	49.00/33.27
Free float (%)	15.93
Market cap (Bt m)	36,751.37
Avg daily T/O (Bt m) (2022 YTD)	58.71
hi, lo, avg (Bt) (2022 YTD)	6.65, 3.68, 4.97
IOD 2021	4
THAI CAC	Certified

Consolidated earnings				
BT (mn)	2021	2022E	2023E	2024E
Revenue	34,823	42,798	43,354	44,655
Normalized profit	241	2,851	2,841	2,964
Net profit	562	2,851	2,841	2,964
EPS (Bt) - norm	0.04	0.49	0.46	0.48
EPS (Bt)- reported	0.10	0.49	0.46	0.48
% growth y-y	-78.2	390.8	-5.8	4.3
Dividend/share (Bt)	0.09	0.20	0.18	0.19
BV/share (Bt)	1.87	2.18	2.51	2.80
EV/EBITDA (x)	15.44	9.35	9.29	8.78
PER (x) - norm	152.2	13.3	14.1	13.5
PER (x)	65.3	13.3	14.1	13.5
PBV (x)	3.5	3.0	2.6	2.3
Dividend yield (%)	1.4	3.0	2.8	3.0
ROE (%)	2.1	21.2	18.3	17.2
YE No. of shares (million)	5,644	5,831	6,168	6,168
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

แนวโน้มกำไรจะปีหน้าขึ้นถึงปี 2023

จากประชุมนักวิเคราะห์ว่าปีนี้ โทงบวก ผู้บริหารให้ภาพแนวโน้มราคาหมูไก่ในประเทศยังสูงขึ้นต่อเนื่องไปในปี 2023 ผลของโรคระบาด ASF ในหมูทำให้ผลผลิตหมูไทยลดลง 30% นอกจากราคาหมูจะปรับตัวสูงขึ้นทำจุดสูงสุดใหม่ที่ระดับ 110 บาท/กก. แล้ว ยังทำให้สินค้าทดแทนอย่างไก่หน้าฟาร์มราคาปรับขึ้นทำจุดสูงสุดในรอบ 9 ปี ล่าสุดแต่ละระดับ 45-47 บาท/กก. แล้ว ขณะที่ต้องใช้เวลาราว 1.5-2 ปี กว่าผลผลิตหมูไทยจะกลับมาเท่ากับก่อนเกิด ASF ระหว่างนี้อาจทำให้ราคาเนื้อสัตว์ทรงตัวสูงต่อเนื่อง ตราบใดที่ Demand โดยรวมทั้งในประเทศ และส่งออกยังแข็งแกร่ง ทั้งนี้บริษัทได้ทยอยล๊อกราคาวัตถุดิบใน 3Q22 ไปกว่า 70% ของปริมาณที่ต้องการใช้แล้ว คาดแนวโน้มอัตรากำไรขั้นต้นยังทรงตัวสูงได้ต่อ ดังนั้นเราจึงปรับเพิ่มกำไรสุทธิปี 2022 ขึ้นจาก 2 พันลบ. เป็น 2.85 พันลบ. ทำจุดสูงสุดใหม่ โดยอิงสมมติฐานตามเป้าหมายของบริษัท และปรับเพิ่มราคาเป้าหมายปี 2022 ขึ้นเป็น 7.5 บาท (อิง PE 15 เท่า) จากราคาหุ้นที่ปรับขึ้นค่อนข้างมาก ขณะที่ยังมีความเสี่ยงหากราคาเนื้อสัตว์ปรับลงเร็วกว่าคาด จึงแนะนำเป็นซื้อเก็งกำไร

โทงบวกนักวิเคราะห์ว่าปีนี้ เป็นบวกมาก

ผู้บริหารให้มุมมองเชิงบวกอย่างมากต่อแนวโน้มในช่วงที่เหลือของปี 2022 และอาจต่อเนื่องไปในปี 2023 เริ่มจาก 1) สถานการณ์ราคาเนื้อสัตว์ยังสูงต่อเนื่อง จาก Supply หมูไทยเสียหายราว 30% จาก ASF ที่เกิดขึ้นเมื่อ 2H21 และต้องใช้เวลาดำเนินการ 10-12 เดือน (รวมพ่อแม่พันธุ์) กว่าที่ Supply จะกลับมาปกติอีกครั้ง อาจเกิดขึ้นในช่วงกลางปี 2023 อิงจากจีนและเวียดนามที่เกิด ASF ในปี 2018-2019 ซึ่งใช้เวลาราว 1.5-2 ปี ส่งผลให้ความต้องการสินค้าทดแทนอย่างไก่ มีราคาปรับตัวสูงขึ้นด้วย 2) ปริมาณการส่งออกยังสดใสต่อเนื่อง โดยจะ +10% Q-Q ใน 2Q22 และบวกต่อ +10% Q-Q ใน 3Q22 จากความต้องการของตลาดยุโรป ญี่ปุ่นที่กลับมาฟื้นตัว และผู้บริหารยังให้ภาพว่าการส่งออกจะโตต่อเนื่องใน 4Q22 ทั้งนี้ปกติเป็น Low Season ของการส่งออก 3) แม้ต้นทุนวัตถุดิบข้าวโพดและกากถั่วเหลืองจะยังสูงขึ้นเฉลี่ย +5% Q-Q แต่ราคาขายในประเทศปรับขึ้นมากกว่า โดยราคาไก่หน้าฟาร์มเฉลี่ย 2Q22 อยู่ที่ 42 บาท/กก. (+6% Q-Q, +26.5% Y-Y) และล่าสุดแต่ละระดับ 45-47 บาท/กก. สูงสุดในรอบ 9 ปี ส่วนราคาไก่ส่งออก 3Q22 ปรับขึ้นตามต้นทุนการเลี้ยงที่สูงขึ้น กอปรกับ Demand เริ่มฟื้นหลัง Reopen โดยราคาส่งออกไปญี่ปุ่น +12% Q-Q และยุโรป +10% Q-Q ขณะที่ราคาหมูล่าสุด 110 บาท/กก. สูงขึ้นจาก 94 บาท/กก. ใน 1Q22 และน่าจะยืนสูงต่อเนื่องไปในปี 2023

ปรับเพิ่มประมาณการกำไรและราคาเป้าหมาย

บริษัทปรับเป้ารายได้ปี 2022 ขึ้นเป็น 4.5 หมื่นลบ. (+29% Y-Y) จาก 4 หมื่นลบ. และตั้งเป้าอัตรากำไรขั้นต้นไม่ต่ำกว่าปี 2020 ที่ทำได้ระดับ 14.1% แม้ราคาวัตถุดิบยังสูง แต่บริษัทมีการล๊อกราคาวัตถุดิบล่วงหน้าไป 3Q22 กว่า 70% แล้ว จึงมีความเป็นไปได้ที่อัตรากำไรขั้นต้นในช่วงที่เหลือของปีจะยืนได้สูงกว่า 15.3% ที่ทำได้ใน 1Q22 ขณะที่ได้ผลบวกจากค่าเงินบาทอ่อนค่า และปัญหาเรือขาดแคลนเริ่มผ่อนคลายมากขึ้น ดังนั้นเราจึงปรับเพิ่มกำไรสุทธิปี 2022 ขึ้นจากเดิม 2 พันลบ. เป็น 2.85 พันลบ. เดิมโตสูงจากที่ทำได้เพียง 562 ลบ. ในปี 2021 และถือเป็นจุดสูงสุดใหม่ นำไปสู่การปรับเพิ่มราคาเป้าหมายปี 2022 ขึ้นเป็น 7.5 บาท (อิง PE 15 เท่า)

ปัจจัยความเสี่ยงคือ 1. ราคาเนื้อสัตว์อาจปรับลดลงเร็วกว่าคาด (เรคาดว่าจะทรงตัวสูงต่อเนื่องใน 2H22) 2. ราคาวัตถุดิบอาจปรับสูงขึ้นมากกว่าคาด จึงควรติดตามราคาเนื้อสัตว์ และราคาวัตถุดิบอย่างใกล้ชิด (เว็บไซต์ของสง.เศรษฐกิจการเกษตร OAE มีอัพเดทราคาทุกวัน)

Company Overview

TFG ดำเนินธุรกิจเป็นผู้ผลิตอาหารแบบครบวงจรได้แก่ 1. **ผลิตภัณฑ์ไก่** ทั้งตัว ชิ้นส่วนไก่ และผลิตภัณฑ์แปรรูปจากเนื้อไก่ โดยเริ่มตั้งแต่การเพาะพันธุ์ไก่ เลี้ยงไก่ การออกไข่ ฟักไข่ ผลิตเนื้อไก่ รวมถึงผลิตภัณฑ์แปรรูปจากเนื้อไก่ 2. **สุกรมีชีวิต** ตั้งแต่การเพาะพันธุ์ การเลี้ยงสุกร การจำหน่ายสุกรมีชีวิตและชิ้นส่วนสุกร 3. **อาหารสัตว์** เน้นที่อาหารสัตว์สำหรับไก่และสุกรเป็นหลัก ทั้งผลิตไว้เองและจำหน่ายให้กับลูกค้าภายนอก 4. **ธุรกิจอื่น** อาทิ ศูนย์วิจัยและพัฒนาวัคซีนและเวชภัณฑ์, จำหน่ายบรรจุภัณฑ์สำหรับอาหารสัตว์และอุปกรณ์การเกษตรที่ทำจากพลาสติก ล่าสุดมีการจัดตั้งธุรกิจใหม่ บจ.มันนี่ ฮับ เซอร์วิส เพื่อทำธุรกิจประเภทให้สินเชื่อกับพนักงาน และลูกค้า

	ปี 2563		ปี 2564	
	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ
ธุรกิจไก่	16,308.82	51.19	16,642.42	46.87
ธุรกิจสุกร	9,501.71	29.83	9,517.61	26.81
ธุรกิจอาหารสัตว์	5,222.37	16.39	6,957.85	19.60
ธุรกิจอื่นๆ	305.76	0.96	1,705.37	4.80
รายได้อื่นๆ	518.72	1.63	682.46	1.92
รวม	31,857.38	100.00	35,505.71	100.00

สิ้นปี 2020 บริษัทมีจำนวนไก่พ่อแม่พันธุ์ 1.96 ล้านตัว และมีกำลังการผลิต(เชือด)ไก่ 4.5 แสนตัวต่อวัน ในขณะที่มีกำลังการผลิตเลี้ยงสุกรขุนในไทยที่ 85,864 ตัวต่อเดือน ส่วนเวียดนามอยู่ที่ 7,200 ตัวต่อเดือน และมีกำลังการผลิตอาหารสัตว์ที่ 2.05 แสนตันต่อเดือน ทั้งนี้บริษัทมีฟาร์มและโรงงานผลิตหลายแห่งที่ตั้งอยู่ใน กาญจนบุรี ปรจันบุรี สุพรรณบุรี สระแก้ว ขอนแก่น และชลบุรี

Valuation Methodology

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ TFG โดยอิง PE เฉลี่ย 15 เท่า ใกล้เคียงค่าเฉลี่ย 3 ปีย้อนหลังของบริษัท เราปรับเพิ่ม EPS ปี 2022 ขึ้นเป็น 0.49 บาท/หุ้น จึงปรับเพิ่มราคาเป้าหมายปี 2022 เป็น 7.5 บาท

ESG

Environment

- TFG ให้ความสำคัญกับสิ่งแวดล้อมเป็นอย่างมาก โดยสถานประกอบการตั้งแต่การฟักไข่ การฆ่าสัตว์ การผลิตเนื้อสัตว์ และการผลิตอาหารสัตว์ ได้ถือปฏิบัติตามข้อกำหนดและกฎหมายด้านสิ่งแวดล้อมภายใต้การควบคุมของสำนักงานเทคโนโลยีและสิ่งแวดล้อมโรงงาน สังกัดกรมโรงงานอุตสาหกรรม โดยมีการกำหนดมาตรฐานทั้งในเรื่อง น้ำ เสียง อากาศ สารเคมี รวมถึงการปล่อยสารใดๆที่อาจมีผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม
- โรงฆ่าและของบริษัทยังมีการติดตั้งเครื่องมือตรวจวัดคุณภาพน้ำปล่อยออกนอกโรงงาน BOD Online เชื่อมต่อสัญญาณเข้ากับกรมโรงงาน อีกทั้งยังมีกรมว่าจ้างบริษัทเอกชนจัดทำรายงานภายในเกี่ยวกับสภาพสิ่งแวดล้อมภายในและภายนอกของโรงงานของบริษัทว่าผ่านมาตรฐานที่กำหนด

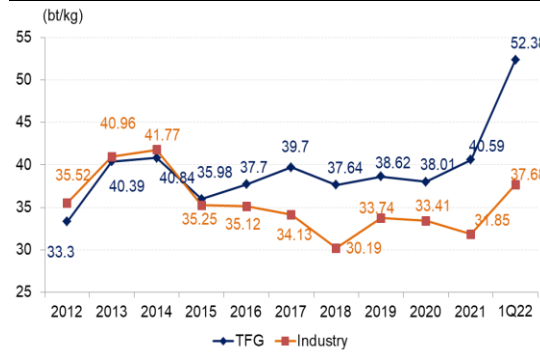
Social

- บริษัทได้สร้างความสัมพันธ์อันดีระหว่างบริษัทและชุมชน เช่น การมอบทุนวิจัยในโครงการสกัดสารสำคัญจากพืชสมุนไพรให้กับมหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ และกิจกรรมมอบถุงพลาสติกให้ทางเทศบาลเพื่อรณรงค์ห้ามเผา เป็นต้น
- บริษัทให้ความสำคัญกับการพัฒนาบุคลากร โดยมีการฝึกอบรมพนักงาน การสัมมนาประชุมทางวิชาการ การศึกษาดูงาน เพื่อเพิ่มพูนความรู้ความเข้าใจ และทักษะในการทำงาน เพื่อสร้างบุคลากรที่มีประสิทธิภาพให้กับองค์กรและสังคม

Governance

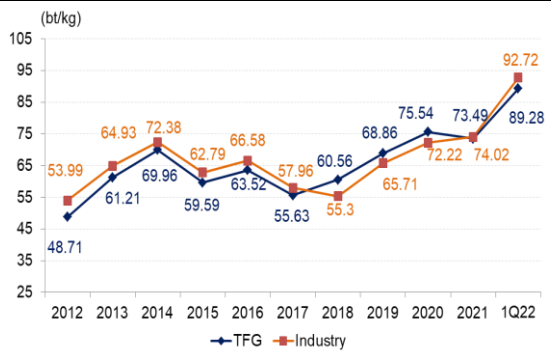
- ปัจจุบันบริษัทมีคณะกรรมการ 8 ท่าน ประกอบด้วยกรรมการอิสระ 5 ท่าน มากกว่ากึ่งหนึ่งของกรรมการทั้งหมด สอดคล้องตามเกณฑ์เพื่อเป็นการถ่วงดุลอำนาจของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในการออกเสียง และสอบทานการบริหารของฝ่ายบริหารอย่างโปร่งใส
- บริษัทกำหนดแนวทางการดำเนินธุรกิจตามที่จัดทำโดยตลท.ที่กำหนดหลักการ 8 ข้อ 1. การประกอบกิจการด้วยความเป็นธรรม 2. การต่อต้านการทุจริตคอร์รัปชัน 3. การเคารพสิทธิมนุษยชน 4. การปฏิบัติตามแรงงานอย่างเป็นธรรม 5. ความรับผิดชอบต่อผู้บริโภค 6. การดูแลรักษาสิ่งแวดล้อม 7. การร่วมพัฒนาชุมชนหรือสังคม และ 8. การมีนวัตกรรมและเผยแพร่นวัตกรรม
- บริษัทมีนโยบายไม่ให้พนักงาน ผู้บริหาร และผู้รับทราบข้อมูลภายใน ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัท ตั้งแต่วันที่ทราบข้อมูลจนถึงวันที่ข้อมูลได้เปิดเผยสู่สาธารณชนแล้ว และห้ามนำข้อมูลภายในที่ไม่ควรเปิดเผยไปเผยแพร่เพื่อเป็นการสร้างราคาให้กับหลักทรัพย์ในช่วง 1 เดือนก่อนที่งบการเงินจะเผยแพร่สู่สาธารณชน และ 1 วันหลังจากที่งบการเงินออกเผยแพร่

ราคาขายไก่ TFG เทียบกับอุตสาหกรรม



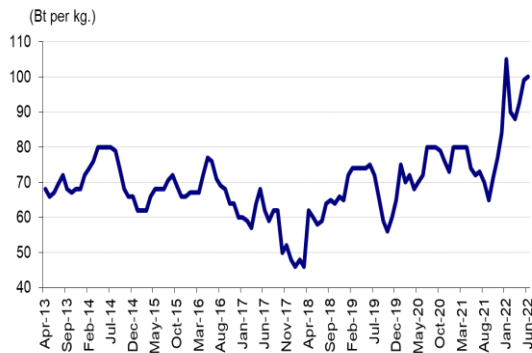
Source: TFG's Presentation

ราคาขายหมู TFG เทียบกับอุตสาหกรรม



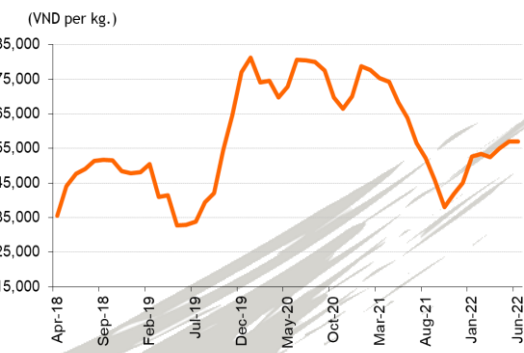
Source: TFG's Presentation

ราคาหมูหน้าฟาร์มในประเทศ (บาท/กก.)



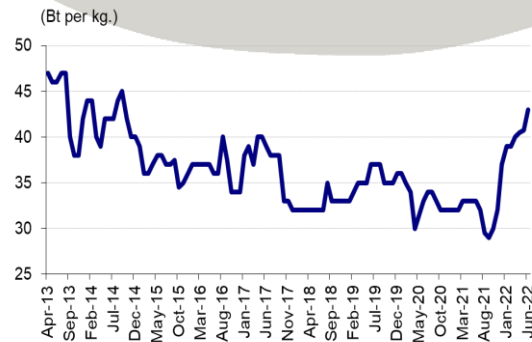
Source: กรมการค้าภายใน, FSS Research

ราคาหมูหน้าฟาร์มในเวียดนาม (ด่ง/กก.)



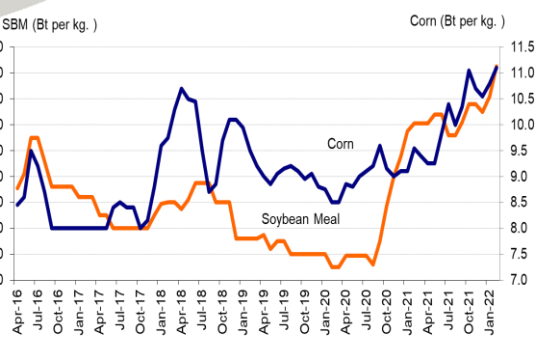
Source: CPF, FSS Research

ราคาไก่มีชีวิตทั้งตัว (บาท/กก.)



Source: กรมการค้าภายใน, FSS Research

ราคาข้าวโพดและกากถั่วเหลือง (บาท/กก.)



Source: กรมการค้าภายใน, FSS Research

เปลี่ยนแปลงสมมติฐานที่ใช้ในการคาดการณ์ผลการดำเนินงาน TFG

Assumptions	New			Old			% Change		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
Poultry Sale Value (mb)	20,137	19,512	19,902	17,655	18,009	18,369	14.1	8.3	8.3
Swine Sale Value (mb)	12,807	12,763	12,763	11,250	11,802	11,802	13.8	8.1	8.1
Feed Sale Value (mb)	7,671	7,901	8,059	6,646	6,845	6,982	15.4	15.4	15.4
Retail Shop Sale (mb)	2,187	3,187	3,919	1,987	2,987	3,719	10.1	6.7	5.4
Total Sale (mb)	42,798	43,354	44,655	37,539	39,642	40,871	14.0	9.4	9.3
% Y-Y Growth	22.9	1.3	3.0	7.8	5.6	3.1	15.1	-4.3	-0.1
% Gross Margin	15.0	14.5	14.5	11.5	11.9	12.2	3.5	2.6	2.3
SG&A (bt mn)	2,696	2,601	2,679	1,539	1,625	1,675	75.2	60.1	59.9
% SG&A to sales	6.3	6.0	6.0	4.1	4.4	4.1	2.2	1.6	1.9
Net Profit (bt mn)	2,851	2,841	2,964	2,015	2,287	2,470	41.5	24.2	20.0
% Y-Y Growth	407.1	-0.3	4.3	258.5	13.5	8.0	--	--	--
% Net Margin	6.7	6.6	6.6	5.4	5.8	6.0	1.3	0.8	0.6

Source: FSS Research



ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาเนื้อสัตว์

เนื่องจากรายได้หลักของบริษัทมาจากการจำหน่ายไก่ และสุกร ซึ่งมีราคาสินค้าขึ้นอยู่กับ Demand/Supply ในแต่ละช่วงเวลานั้นๆ โดยผลกระทบที่มีต่อ Demand มาจากทั้งพฤติกรรมผู้บริโภค ความต้องการตามฤดูกาล ส่วนผลกระทบที่มีต่อ Supply ขึ้นอยู่กับหลายปัจจัยได้แก่ โรคระบาด สภาพอากาศ ปริมาณการจำหน่ายในประเทศและการส่งออก ซึ่งหากราคาไก่หรือสุกรปรับลดลงจะเป็นลบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทได้

ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาวัตถุดิบ

บริษัทมีต้นทุนหลักคือต้นทุนวัตถุดิบในการผลิตอาหารสัตว์ เช่น ข้าวโพด กากถั่วเหลือง ข้าวสาลี และมันอัดเม็ด เป็นต้น โดยราคาวัตถุดิบมีความผันผวนตาม Demand/Supply เช่นเดียวกัน และยังมีปัจจัยอื่นๆที่ก่อให้เกิดต้นทุนการดำเนินงาน เช่น สภาพอากาศ ความต้องการเป็นสินค้าทดแทนในส่วนของพลังงานทางเลือก รวมถึงการแทรกแซงของรัฐบาล นโยบายการช่วยเหลือทางด้านเกษตรกรรม และการเก็บภาษีจากตลาดซื้อขายสินค้าเกษตรล่วงหน้า ซึ่งหากกระทบให้ราคาวัตถุดิบปรับตัวสูงขึ้น อาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทได้ หากราคาเนื้อสัตว์ไม่ได้ปรับขึ้นในทิศทางเดียวกัน หรือบริษัทไม่สามารถปรับสูตรอาหารสัตว์เพื่อลดผลกระทบได้ทัน

ความเสี่ยงจากการพึ่งพาเกษตรกรตามพันธะสัญญา

บริษัทมีระบบเกษตรกรตามพันธะสัญญาในการเลี้ยงไก่และสุกร โดยปัจจุบันมีการทำสัญญาเลี้ยงไก่กับเกษตรกรจำนวน 285 ราย และเลี้ยงสุกรจำนวน 527 ราย แบ่งเป็นในไทย 489 ราย และในเวียดนาม 38 ราย ทำให้มีความเสี่ยงหากไม่สามารถจัดหาเกษตรกรได้เพียงพอ เนื่องจากอาจมีการทำเกษตรกรรมแบบอื่นที่ให้อะไรได้มากกว่า หรือกรณีคู่แข่งให้ข้อเสนอที่ดีกว่าของบริษัท นอกจากนี้อาจเกิดปัญหาการควบคุมมาตรฐานคุณภาพของการเลี้ยง ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อ Supply Chain ของบริษัทได้

ความเสี่ยงจากการขาดแคลนแรงงาน

เนื่องจากเป็นธุรกิจที่มีการใช้แรงงานสูง โดยเฉพาะในส่วนของโรงฆ่าและ ปัจจุบันมีจำนวนแรงงานรวม 18,000 คน เพราะจำเป็นต้องใช้แรงงานในส่วนของคัดเลือกและตกแต่งขนาดของวัตถุดิบ ซึ่งหากประสบปัญหาขาดแคลนแรงงาน อาจกระทบต่อการผลิตของโรงงานให้ไม่เป็นไปตามแผนที่วางไว้

ความเสี่ยงจากโรคระบาดในสัตว์

โรคระบาดในสัตว์กระทบต่อความเชื่อมั่นของผู้บริโภคและภาวะอุตสาหกรรมโดยรวม ที่ผ่านมามีโรคระบาดที่พบบ่อยได้แก่โรคไข้หวัดนก ไข้หวัดหมู โรคท้องร่วงติดต่อในสุกร และโรคปากเท้าเปื่อย ซึ่งนอกจากต้องมีการทำลายผลผลิตสัตว์หากพบว่ามีโรคระบาดของโรคในฟาร์มนั้นๆแล้ว ยังอาจถูกจำกัดสิทธิในการส่งออกสินค้าไปยังต่างประเทศอีกด้วย ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญ

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Revenue	31,339	34,823	42,798	43,354	44,655
Cost of sales	26,909	31,670	36,378	37,068	38,180
Gross profit	4,430	3,153	6,420	6,286	6,475
SG&A	1,291	1,927	2,696	2,601	2,679
Operating profit	3,139	1,226	3,723	3,685	3,796
Other income	199	251	321	325	335
EBIT	3,338	1,477	4,044	4,010	4,131
EBITDA	5,439	3,903	6,645	6,761	7,031
Interest charge	370	493	541	519	489
Tax on income	649	546	666	663	692
Earnings after tax	2,319	438	2,838	2,828	2,950
Minority interest	12	10	13	13	13
Normalized earnings	2,244	241	2,851	2,841	2,964
Extraordinary items	319	321	0	0	0
Net profit	2,563	562	2,851	2,841	2,964

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Net profit	2,563	562	2,851	2,841	2,964
Deprec. & amortization	2,101	2,425	2,600	2,750	2,900
Change in working capital	-1,936	-5,519	123	-140	-328
Other adjustments	891	635	0	0	0
Cash flow from operations	3,620	-1,896	5,575	5,451	5,536
Capital expenditure	-3,312	-5,927	-3,500	-3,000	-3,000
Others	-579	-821	-642	-50	-117
Cash flow from investing	-3,891	-6,749	-4,142	-3,050	-3,117
Free cash flow	-271	-8,645	1,433	2,401	2,419
Net borrowings	1,863	8,960	-422	-1,590	-1,253
Equity capital raised	0	200	187	337	0
Dividends paid	-1,290	-589	-1,140	-1,136	-1,186
Others	34	257	2	0	0
Cash flow from financing	607	8,827	-1,373	-2,389	-2,439
Net change in cash	336	183	60	12	-20

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Cash	784	416	475	487	467
Accounts receivable	1,964	2,829	3,518	3,563	3,670
Inventory	3,350	4,863	4,485	4,570	4,707
Other current assets	3,858	7,001	7,704	7,804	8,038
Total current assets	9,956	15,109	16,182	16,425	16,883
Investments	272	704	704	704	704
Plant, property & equipment	12,864	16,366	17,265	17,515	17,615
Other assets	2,999	3,389	4,031	4,081	4,198
Total assets	26,091	35,567	38,181	38,724	39,399
Short-term loans	3,377	10,550	9,456	8,556	7,487
Accounts payable	3,605	3,434	4,485	4,570	4,707
Current maturities	1,070	1,184	1,000	1,000	1,000
Other current liabilities	333	159	428	434	447
Total current liabilities	8,385	15,326	15,369	14,560	13,641
Long-term debt	6,196	8,229	8,829	8,132	7,932
Other non-current liab.	370	442	514	520	536
Total non-current liab.	6,566	8,670	9,342	8,652	8,468
Total liabilities	14,950	23,997	24,711	23,212	22,109
Registered capital	6,138	6,168	6,168	6,168	6,168
Paid up capital	5,608	5,644	5,831	6,168	6,168
Share premium	1,743	1,906	1,906	1,906	1,906
Legal reserve	331	382	382	382	382
Retained earnings	3,436	3,624	5,334	7,039	8,818
Minority Interests	24	14	17	17	16
Shareholders' equity	11,140	11,570	13,470	15,512	17,290

Key Ratios

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Growth (%)					
Revenue	8.4	11.1	22.9	1.3	3.0
EBITDA	47.3	-28.3	70.3	1.7	4.0
Net profit	78.0	-78.1	407.1	-0.3	4.3
Normalized earnings	49.8	-89.3	1082.8	-0.3	4.3
Profitability (%)					
Gross profit margin	14.1	9.1	15.0	14.5	14.5
EBITDA margin	17.4	11.2	15.5	15.6	15.7
EBIT margin	10.7	4.2	9.5	9.3	9.3
Normalized profit margin	7.2	0.7	6.7	6.6	6.6
Net profit margin	8.2	1.6	6.7	6.6	6.6
Normalized ROA	8.6	0.7	7.5	7.3	7.5
Normalized ROE	20.2	2.1	21.2	18.3	17.2
Normalized ROCE	18.9	7.3	17.7	16.6	16.0
Risk (x)					
D/E	1.3	2.1	1.8	1.5	1.3
Net D/E	1.3	2.0	1.8	1.5	1.3
Net debt/EBITDA	2.6	6.0	3.6	3.4	3.1
Per share data (Bt)					
Reported EPS	0.46	0.10	0.49	0.46	0.48
Normalized EPS	0.40	0.04	0.49	0.46	0.48
EBITDA	0.97	0.69	1.14	1.10	1.14
Book value	1.81	1.87	2.18	2.51	2.80
Dividend	0.09	0.09	0.20	0.18	0.19
Par	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Valuations (x)					
P/E	14.2	65.3	13.3	14.1	13.5
Norm P/E	16.2	152.2	13.3	14.1	13.5
P/BV	3.6	3.5	3.0	2.6	2.3
EV/EBITDA	9.3	15.4	9.4	9.3	8.8
Dividend yield (%)	1.3	1.4	3.0	2.8	3.0

Source: Company data, FSS research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

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

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, LI, MAJOR, MBK, MEGA, MINT, MTC, ORI, OSP, PLANB, PRM, PSH, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, RATCH, ROBINS, RS, SAWAD, SCB, SCC, SGP, SRI, 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