

3 ธันวาคม 2558

อาหารและเครื่องดื่ม

**TKN**

**บมจ. แก่แกน้อย ฟู้ดแอนด์มาร์เก็ตติ้ง**

Current	Previous	IPO Price	2016 TP	Exp Return	Support	Resistance	Anti-corrupt	CGR 2014
--	--	4.00	5.70	+ 42.5%	--	--	--	N/R

**IPO details**

ผู้ออกหลักทรัพย์	TKN
จำนวนหุ้น IPO (ล้านหุ้น)	360
ราคาเสนอขาย (บาท)	4.00
มูลค่าหุ้นที่ตราไว้ (บาท)	0.25
ระยะเวลาจองซื้อ	25-27 พฤศจิกายน 2558
วันที่เริ่มทำการซื้อขาย	3 ธันวาคม 2558
แกนนำการจัดจำหน่าย	Asia Plus Securities
ที่ปรึกษาทางการเงิน	Asia Plus Advisory

**Consolidated earnings**

(Bt mn)	2013	2014	2015E	2016E
Normalized profit	151	186	365	420
Net profit	128	199	365	420
EPS (Bt)-Normalized	0.24	0.28	0.26	0.30
EPS (Bt)	0.20	0.30	0.26	0.30
% growth Y-Y	-69.6	48.1	-10.8	15.0
Dividend (Bt)	0.36	0.38	0.26	0.15
BV/share (Bt)	0.21	0.29	1.15	1.30
EV/EBITDA (x)	13.2	14.9	10.0	8.8
PER (x) - Normalized	16.7	14.3	15.4	13.3
PER (x)	20.0	13.3	15.4	13.3
PBV (x)	19.0	13.8	3.5	3.1
Dividend yield (%)	9.0	9.5	6.5	3.8
YE no. of shares (mn)	640	1,020	1,380	1,380
No. of share-fully diluted	1,200	1,200	1,380	1,380
Par (Bt)	0.25	0.25	0.25	0.25

Source: Company data, FSS estimates

**หมายเหตุ :** บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) เป็นผู้จัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่ายหุ้นสามัญของบริษัท แก่แกน้อย ฟู้ดแอนด์มาร์เก็ตติ้ง จำกัด (มหาชน) ที่เสนอขายต่อประชาชนเป็นครั้งแรก

**นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนก่อนตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์**

Analyst: Sureeporn Teewasuwet  
 Register No.: 040694  
 Tel: 0-2646-9972  
 Email: sureeporn.t@fnsyrus.com

**www.fnsyrus.com**

**แก่แกน้อยจะเติบโตใหญ่ในเวทีโลก**

TKN เป็นผู้ผลิตและจำหน่ายขนมขบเคี้ยวประเภทสาหร่ายแปรรูปภายใต้แบรนด์ แก่แกน้อย โดยมีส่วนแบ่งการตลาดสูงสุดอันดับหนึ่งของไทยที่ 62% โดยมีการขยายทั้งในประเทศและส่งออก ด้วยการเป็นผู้บุกเบิกตลาดขนมขบเคี้ยวประเภทสาหร่ายแปรรูป และคุณภาพที่ดีของสินค้า ทำให้บริษัทมี Brand Awareness ที่แข็งแกร่งเหนือคู่แข่ง โดยปัจจัยหนุนการเติบโตของบริษัทในช่วง 2 - 3 ปีนี้คือ ปัจจุบันอยู่ระหว่างขยายกำลังการผลิตใหม่เพิ่มขึ้นเกือบเท่าตัว เพื่อรองรับการรุกตลาดส่งออก โดยเฉพาะในแถบเอเชีย ซึ่งนิยมบริโภคขนมขบเคี้ยวประเภทสาหร่ายแปรรูปมากขึ้น กอปรกับฐานที่ต่ำในปีก่อน จึงคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2015 จะเติบโต 84% Y-Y และภายหลังเริ่มรับรู้กำลังการผลิตใหม่ภายในปี 2016 และจะรับรู้เต็มในปี 2017 เราจึงคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2016 - 2018 จะโตต่อเนื่องเฉลี่ย 15.5% CAGR โดยประเมินราคาเป้าหมายปี 2016 เท่ากับ 5.7 บาท (อิง PE 19 เท่า)

**ผู้ผลิตและจำหน่ายขนมขบเคี้ยวประเภทสาหร่ายแปรรูปอันดับหนึ่งของไทย**

TKN ผลิตและจำหน่ายขนมขบเคี้ยวประเภทสาหร่ายแปรรูป และขนมขบเคี้ยวประเภทอื่นภายใต้แบรนด์หลักคือ แก่แกน้อย โดยมีการจำหน่ายทั้งในและต่างประเทศสัดส่วนราว 57% และ 43% ตามลำดับ ทั้งนี้บริษัทถือเป็นผู้นำในประเทศด้วยส่วนแบ่งการตลาดสูงสุดที่ 62% จากการบุกเบิกตลาดเป็นเจ้าแรกๆ และการมี Brand Awareness ที่แข็งแกร่งเหนือคู่แข่ง

**อยู่ระหว่างขยายกำลังการผลิตเพื่อรุกตลาดส่งออก**

ปัจจุบันบริษัทได้ขยายกำลังการผลิตโรงงานเดิม (นพวงศ์ ปทุมธานี) และอยู่ระหว่างเพิ่มกำลังการผลิตด้วยการก่อสร้างโรงงานแห่งใหม่ที่สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จะทำให้กำลังการผลิตสาหร่ายเพิ่มขึ้นเกือบเท่าตัว โดยคาดโรงงานใหม่จะแล้วเสร็จ และเริ่มการผลิตเชิงพาณิชย์ได้ภายในปี 2016 เป็นต้นไป เพื่อรองรับการรุกตลาดส่งออกมากขึ้น ทั้งนี้ปัจจุบันลูกค้าส่งออกจะอยู่ในแถบเอเชียเป็นหลัก โดยเฉพาะ จีน อินโดนีเซีย มาเลเซีย และฮ่องกง ถือเป็นตลาดส่งออกสำคัญ ทั้งกำลังซื้อที่เพิ่มขึ้น และความนิยมบริโภคขนมขบเคี้ยวประเภทสาหร่ายแปรรูปมากขึ้น ทำให้สัดส่วนการส่งออกต่อรายได้รวมเพิ่มสูงขึ้นต่อเนื่อง สามารถชดเชยภาวะตลาดขนมขบเคี้ยวประเภทสาหร่ายแปรรูปในประเทศที่ไม่สดใสได้

**คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2015 โต 84% และโตต่อเนื่องเฉลี่ย 15.5% CAGR ในปี 2016 - 2018**

จากฐานที่ต่ำในปี 2014 ทั้งการบริโภคในประเทศชะลอตัว, ปัญหาการเจรจาต่อรองกับคู่ค้ารายหนึ่ง และปัญหาการส่งออกสินค้าไปยังประเทศคู่ค้าแห่งหนึ่ง ซึ่งปัญหาเหล่านี้ได้คลี่คลายลงไป และกลับมาเป็นปกติอีกครั้งในปีนี้นี้ รวมถึงการเติบโตของการขายส่งออกไปตลาดจีน จึงคาดการณ์รายได้รวมในปีนี้จะเติบโตราว 32.4% Y-Y และคาดอัตรากำไรขั้นต้นจะขยับขึ้นมาอยู่ที่ 35% จาก 34% ในปีก่อน จากการเน้นคุมต้นทุนการผลิต ดังนั้นจึงคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2015 จะเติบโตราว 84% Y-Y โดยกำไรสุทธิ 9M15 เติบโต 128.9% Y-Y และคิดเป็นสัดส่วน 67% ของประมาณการทั้งปี และคาดจะโตต่อเนื่องในปี 2016 - 2018 เฉลี่ย 15.5% CAGR ภายหลังรับรู้กำลังการผลิตใหม่ภายในปี 2016 และรับรู้เต็มในปี 2017

**ประเมินราคาเป้าหมายปี 2016 เท่ากับ 5.70 บาท**

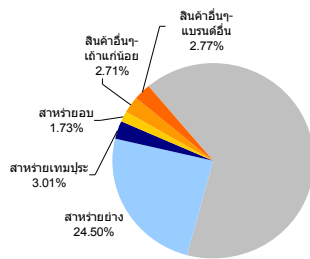
เราประเมินมูลค่าหุ้นโดยอิง PE เฉลี่ยจาก 3 วิธีคือ DCF, Justified PE และ Relative PE (อิงกับ PE เฉลี่ยของบริษัทจดทะเบียนที่ทำธุรกิจเกี่ยวข้องกับสาหร่ายในภูมิภาค) ได้เท่ากับ 19 เท่า ถือว่าเหมาะสมเพราะใกล้เคียง PE เฉลี่ยในอดีต 5 ปีย้อนหลังของกลุ่มอาหารที่ 19.4 เท่า ทำให้ได้ราคาเป้าหมายปี 2016 เท่ากับ 5.70 บาท

**ลักษณะการประกอบธุรกิจ**

**ผู้ผลิตขนมขบเคี้ยวประเภทสาหร่ายแปรรูปรายใหญ่ของไทย**

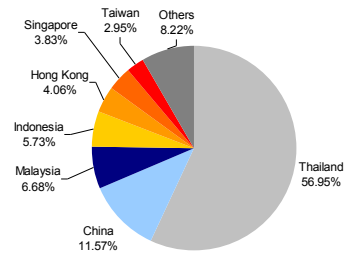
บริษัทประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายขนมขบเคี้ยวประเภทสาหร่ายแปรรูป รวมถึงขนมขบเคี้ยวประเภทอื่นๆ เช่น ข้าวโพดอบกรอบ โดยผลิตภัณฑ์หลักของบริษัทคือ ขนมขบเคี้ยวประเภทสาหร่ายแปรรูป ตราสินค้า “ถั่วแก่น้อย” ซึ่งมีสัดส่วนรายได้ในปี 2014 คิดเป็น 94.52% ของรายได้รวม แบ่งได้ 4 ประเภท ได้แก่ สาหร่ายทอด (65.28%) สาหร่ายย่าง (24.50%) สาหร่ายเหมประ (3.01%) และสาหร่ายอบ (1.73%) ทั้งนี้บริษัทมีสัดส่วนรายได้จากการขายในประเทศสิ้นปี 2014 อยู่ที่ 56.95% ของรายได้รวม ส่วนที่เหลืออีก 43.05% มาจากการส่งออก ส่วนใหญ่เป็นลูกค้าในแถบเอเชีย ได้แก่ จีน (11.57%) มาเลเซีย (6.68%) อินโดนีเซีย (5.73%) และฮ่องกง (4.06%) เป็นต้น

**โครงสร้างรายได้แบ่งตามประเภทสินค้า 2014**



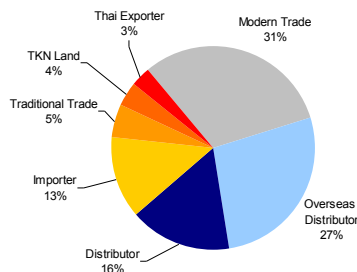
Source : Company Data

**โครงสร้างรายได้แบ่งตามภูมิศาสตร์ 2014**



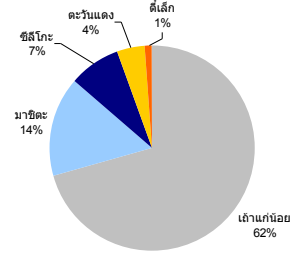
Source : Company Data

**โครงสร้างรายได้ตามช่องทางการจำหน่าย 2014**



Source : Company Data

**ส่วนแบ่งทางการตลาด 2014**



Source : Company Data

**มีช่องทางการจำหน่ายหลากหลายทั้งในและต่างประเทศ**

สินค้าของบริษัทมีกระจายอยู่หลากหลายช่องทางและจำหน่ายผ่านเครือข่ายผู้แทนจำหน่ายทั่วประเทศไทยและต่างประเทศ โดยบริษัทจะใช้กลยุทธ์ที่แตกต่างกันไปตามลักษณะของตลาดและการกระจายตัวของผู้บริโภค สำหรับตลาดในประเทศ ในปัจจุบันบริษัทได้มีการกระจายสินค้าผ่านช่องทางการค้า 2 รูปแบบคือ Modern Trade ที่มีสาขาครอบคลุมทั่วประเทศ ได้แก่ ร้านสะดวกซื้อ ซูเปอร์มาร์เก็ตและไฮเปอร์มาร์เก็ต เป็นต้น และ Traditional Trade หรือร้านค้าปลีกดั้งเดิม ได้แก่ การขายผ่านตัวแทนจำหน่าย เป็นต้น เพื่อเป็นการเข้าถึงผู้บริโภคที่อาศัยอยู่ในย่านชุมชนนอกเมืองต่างๆ สำหรับตลาดต่างประเทศ บริษัทได้มีการทำสัญญาว่าจ้างตัวแทนผู้จัดจำหน่ายในต่างประเทศ เนื่องจากมีความเชื่อว่าผู้จัดจำหน่ายในต่างประเทศจะมีความเชี่ยวชาญในตลาดนั้นๆและมีเครือข่ายที่กว้างขวาง นอกจากนี้ในประเทศที่บริษัทยังไม่ได้มีการจัดหาตัวแทนผู้จัดจำหน่าย บริษัทจะจำหน่ายสินค้าให้แก่ผู้นำเข้าในต่างประเทศและผู้ส่งออกในประเทศเป็นรายครั้ง ทั้งนี้เพื่อเป็นโอกาสในการเข้าสู่ตลาดใหม่เพิ่มเติม

## กลุ่มลูกค้าเป้าหมายครอบคลุมเป็นวงกว้าง

กลุ่มลูกค้าเป้าหมายหลักของบริษัทฯ ครอบคลุมทั้งเพศชายและเพศหญิง ในช่วงวัยเด็ก วัยรุ่นไปจนถึงวัยทำงาน ซึ่งเป็นกลุ่มลูกค้าจากทั้งภายในประเทศและต่างประเทศ เช่น ประเทศจีน, อินโดนีเซีย, มาเลเซีย, สิงคโปร์, ใต้หวัน เป็นต้น สัดส่วนของลูกค้าหลักยังคงเป็นผู้บริโภคภายในประเทศ แต่สัดส่วนของกลุ่มลูกค้าต่างประเทศได้มีอัตราการเติบโตต่อเนื่องทุกปี ในปี 2013 สัดส่วนรายได้หลักมาจากกลุ่มลูกค้าภายในประเทศ 61.30% รองลงมาเป็น อินโดนีเซีย 10.99% มาเลเซีย 4.85% และจีน 3.49% ตามลำดับ ในขณะที่ในปี 2014 กลุ่มลูกค้าภายในประเทศ ลดลงมาอยู่ที่ 56.95% ส่วนกลุ่มลูกค้าจีนได้เพิ่มขึ้นมาเป็นอันดับสองของสัดส่วนของรายได้ทั้งหมดที่ 11.57% โดยภาพรวมจะเห็นว่าสัดส่วนของลูกค้าจีนมีการเติบโตขึ้นต่อเนื่อง เป็นผลจากการที่ประชาชนจีนมีกำลังซื้อที่สูงขึ้น และมีความต้องการบริโภคขนมขบเคี้ยวประเภทสาหร่ายแปรรูปมากขึ้น ซึ่งจะนำมาสู่โอกาสที่บริษัทฯ จะเพิ่มกำลังผลิตเพื่อตอบสนองความต้องการของกลุ่มลูกค้าในต่างประเทศได้มากขึ้น ในด้านของธุรกิจขนมขบเคี้ยวและของฝากอื่นๆที่จำหน่ายผ่านร้าน “เก้าแก่น้อยแลนด์” ซึ่งเน้นกลุ่มลูกค้านักท่องเที่ยวชาวต่างชาติ โดยเฉพาะชาวจีนฮ่องกงและใต้หวัน ณ สิ้น 2Q15 มีจำนวน 9 สาขา ซึ่งแต่ละสาขาจะมีจุดทำเลที่ตั้งที่แหล่งท่องเที่ยวต่างๆในประเทศไทย เช่น ศูนย์การค้าเทอร์มินอล 21, พัทยา, อโยธยา เป็นต้น

## Brand Awareness แข็งแกร่ง และครองส่วนแบ่งการตลาดสูงสุดในประเทศ

เนื่องจากในอดีตบริษัทฯ เห็นโอกาสการเติบโตของธุรกิจสาหร่ายแปรรูปในตลาดขนมขบเคี้ยว ที่ยังไม่มีคู่แข่งรายใดมีการผลิตและจำหน่ายอย่างเป็นทางการ หรือมีตราสินค้าที่คนทั่วไปรู้จัก ทำให้บริษัทฯ เป็นผู้บุกเบิกตลาดขนมขบเคี้ยวประเภทสาหร่ายแปรรูปและประสบความสำเร็จได้ครอบครองส่วนแบ่งทางการตลาดเป็นอันดับ 1 มาต่อเนื่องเป็นระยะเวลา 12 ปี ผู้บริหารมีวิสัยทัศน์ต้องการทำให้สินค้าตรา “เก้าแก่น้อย” เป็นตราสินค้าในใจของผู้บริโภค จึงได้เน้นการทำให้สินค้าเก้าแก่น้อยเป็น Generic Brand เมื่อผู้บริโภคถึงขนมขบเคี้ยวประเภทสาหร่ายแปรรูปต้องนึกถึง “เก้าแก่น้อย” นอกจากนี้บริษัทฯ ยังมีเครือข่ายและความสัมพันธ์กับผู้จัดจำหน่ายที่แข็งแกร่ง ทำให้มีโอกาสในการจำหน่ายสินค้าเพิ่มขึ้นได้อย่างต่อเนื่อง

## ตั้งเป้าหมายเป็นอันดับหนึ่งในภูมิภาคเอเชียและในเวทีโลกในอีก 10 ปีข้างหน้า

นอกจากการเน้นรักษาความเป็นผู้นำในธุรกิจขนมขบเคี้ยวประเภทสาหร่ายแปรรูปในประเทศแล้ว บริษัทฯ ยังมีเป้าหมายในการเติบโตให้มากขึ้น ด้วยการขยายตลาดต่างประเทศให้มีสัดส่วนมากขึ้น โดยจะเน้นเจาะกลุ่มตลาดในแถบภูมิภาคเอเชีย เพื่อที่จะก้าวสู่หนึ่งในผู้นำตลาดขนมขบเคี้ยวประเภทสาหร่ายแปรรูปในเอเชียภายในปี 2018 โดยภายในปีนี้บริษัทฯ จะเน้นที่กลุ่มตลาดประเทศจีนและอินโดนีเซียซึ่งเป็นตลาดใหญ่และมีประชากรจำนวนมาก ก่อนที่จะปั้นให้ตราสินค้า “เก้าแก่น้อย” ก้าวสู่ Global Brand ในปี 2024 สำหรับปีนี้เรามองว่าตลาดที่จะหนุนการเติบโตของผลประกอบการจะมาจากทั้งในประเทศ และตลาดส่งออก เนื่องจากฐานการขายในประเทศที่ค่อนข้างต่ำในปีก่อน และการรุกตลาดส่งออกมากขึ้น ทั้งในตลาดจีน ซึ่งถือเป็นตลาดที่มีศักยภาพ และการกลับมาเติบโตของตลาดอินโดนีเซียอีกครั้ง ภายหลังได้ประสบปัญหาการส่งออกในปีก่อน แต่ปัจจุบันได้คลี่คลายปัญหาดังกล่าวเรียบร้อยแล้ว และสามารถส่งออกไปยังอินโดนีเซียได้มากขึ้นในปีนี้

## แผนขยายกำลังการผลิตของบริษัทฯ

ปัจจุบันบริษัทฯ มีโรงงาน 1 แห่งตั้งอยู่ที่ นพวงศ์ จ.ปทุมธานี และกำลังการผลิตสาหร่าย 4,026 ตันต่อปี โดยมีอัตราการใช้กำลังการผลิตปัจจุบันเกือบเต็มกำลังการผลิต บริษัทฯ จึงมีแผนลงทุนสร้างส่วนต่อขยายโรงงานเดิม และลงทุนก่อสร้างโรงงานแห่งใหม่ที่สวนอุตสาหกรรมโรจนะ รายละเอียดดังนี้

**โรงงานเดิมที่นพวงศ์** บริษัทฯ ได้ปรับปรุงเครื่องจักรเดิมที่มีอายุการใช้งานค่อนข้างมากทำให้มีการใช้จ่ายบำรุงสูง โดยการเพิ่มประสิทธิภาพการผลิตให้สูงขึ้นจาก 90 Bag per Minute เป็น 120 Bag per Minute ซึ่งได้เริ่มดำเนินการตั้งแต่เดือน ก.พ. 2015 ที่ผ่านมา แล้วเสร็จใน 4Q15 ใช้เงินลงทุนราว 1.2 ล้านบาท โดยบริษัทฯ คาดจะช่วยลดค่าใช้จ่ายค่าแรงการผลิตได้ราว 0.6% ของต้นทุนการผลิตรวม และได้ขยายกำลังการผลิตส่วนเพิ่ม ด้วยการลงทุนในเครื่องจักรใหม่และปรับปรุงอาคารผลิตเพื่อรองรับเครื่องจักรใหม่ ใช้เงินลงทุนราว 70 ล้านบาท ซึ่งแล้วเสร็จใน 3Q15 ที่ผ่านมา

**โรงงานใหม่ที่โรจนะ** บริษัทอยู่ระหว่างก่อสร้างโรงงานที่สวนอุตสาหกรรมโรจนะ เพื่อรองรับการเติบโตในอนาคต โดยโรงงานใหม่จะมีกำลังการผลิตสหารายรวม 3,600 ตันต่อปี คาดจะก่อสร้างแล้วเสร็จและเริ่มผลิตได้ภายในปี 2016 และจะใช้เงินลงทุนราว 578.25 ล้านบาท

**แผนการขยายกำลังการผลิต**

โรงงาน	แผนลงทุน	ผลประโยชน์	เงินลงทุน (ล้านบาท)	แล้วเสร็จ
นพวงส์ ปทุมธานี (โรงงานเดิม)	ขยายกำลังการผลิตโดยลงทุน เครื่องใหม่และปรับปรุงอาคาร	เพิ่มกำลังการผลิต รองรับการเติบโต	70.0	3Q15
	ปรับปรุงเครื่องจักรให้มี ประสิทธิภาพสูงขึ้น	ลดค่าแรงการผลิตราว 0.6% ของต้นทุนผลิต	1.2	4Q15
โรจนะ อยุรยา (โรงงานใหม่)	ก่อสร้างโรงงานใหม่ เพื่อขยาย กำลังการผลิต	จะมีกำลังการผลิต 3,600 ตันต่อปี	578.25	2016

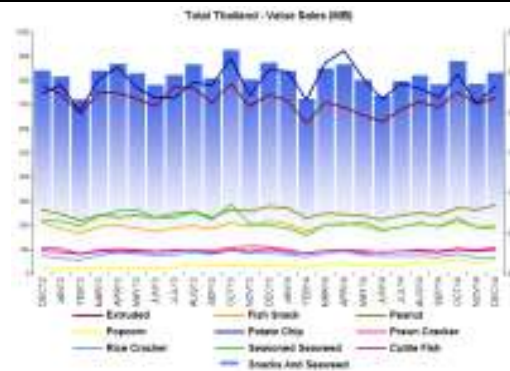
Source: Company Data

**ภาวะอุตสาหกรรม**

**อุตสาหกรรมขนมขบเคี้ยวในประเทศ**

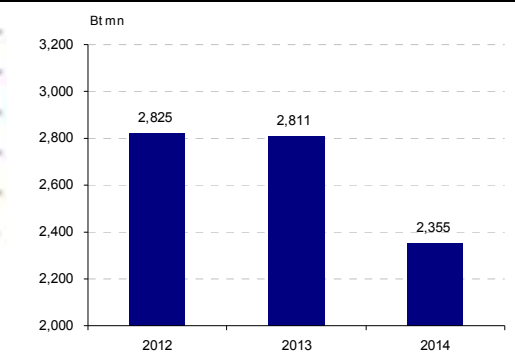
อุตสาหกรรมขนมขบเคี้ยวถือเป็นตลาดใหญ่และมีคู่แข่งจำนวนมาก โดยมูลค่าตลาดขนมขบเคี้ยวในไทยปี 2014 เท่ากับ 29,144 ล้านบาท ลดลง 2.4% Y-Y รวมถึงมีความหลากหลายของประเภทสินค้าค่อนข้างสูง แม้การนำเสนอสินค้าใหม่ๆจะเป็นกลยุทธ์สำคัญในการกระตุ้นการเติบโตของรายได้ แต่การสร้างแบรนด์สินค้าให้แข็งแกร่งก็มีความสำคัญไม่แพ้กัน โดยเราจะเห็นบางแบรนด์สินค้าในตลาดมีความแข็งแกร่งและสามารถอยู่ในตลาดได้เป็นเวลานาน อย่างไรก็ตาม ต้องยอมรับว่าแนวโน้มอุตสาหกรรมขนมขบเคี้ยวในปีนี้ไม่สดใสนักต่อเนื่องมาจากปีก่อน เพราะได้รับผลกระทบจากกำลังซื้อที่ชะลอตัว ผู้บริโภคจำเป็นต้องเลือกใช้จ่ายกับสินค้าที่จำเป็นก่อน

**มูลค่ายอดขายผลิตภัณฑ์ในตลาดขนมขบเคี้ยว**



Source : Company Data

**มูลค่าตลาดขนมสหารายแปรรูปในประเทศ**



Source : Company Data

**อุตสาหกรรมขนมขบเคี้ยวประเภทสหารายแปรรูปในประเทศ**

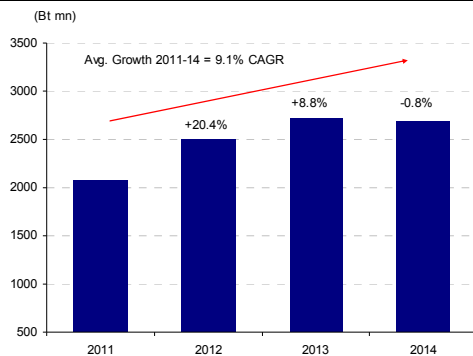
อุตสาหกรรมขนมขบเคี้ยวประเภทสหารายแปรรูปในปี 2014 มีมูลค่าตลาดรวมในประเทศประมาณ 2,355 ล้านบาท ลดลงจากปีก่อน 16.2% ผู้ประกอบการหลักในอุตสาหกรรมขนมขบเคี้ยวประเภทสหารายแปรรูปในปัจจุบันมีอยู่ 3 รายได้แก่ บมจ. แก้วแกนน้อย ผู้ผลิตแอนด์มาร์เก็ตติ้ง ผู้ผลิตสหารายแปรรูปภายใต้ตราสินค้า “แก้วแกนน้อย” ซึ่งมีส่วนแบ่งทางการตลาด 62%, บจ. สิงห์ คอร์เปอเรชั่น ผู้ผลิตสหารายแปรรูปภายใต้ตราสินค้า “มาซิตะ” ซึ่งมีส่วนแบ่งทางการตลาด 14%, และบจ. แคลปิตัล เทรตติ้ง ผู้ผลิตสหารายแปรรูปภายใต้ตราสินค้า “ซีลีโกะ” ซึ่งมีส่วนแบ่งทางการตลาด 12% ด้วยการเป็นผู้นำตลาดของบริษัท ซึ่งสามารถสร้างกลยุทธ์การขายและการตลาดเพื่อรักษาความได้เปรียบทางการแข่งขัน อย่างไรก็ตาม การแข่งขันในประเทศได้เริ่มผ่อนคลายลงในช่วงปีที่ผ่านมาจนถึงปัจจุบัน เนื่องจากภาวะเศรษฐกิจที่ไม่สดใส ส่งผลกระทบให้บริษัทต่างๆ ได้ลดระดับการทำการตลาดลง

**ผลการดำเนินงานในอดีต**

**อัตราการเติบโตกำไรสุทธิปี 2011 – 2014 โตเด่นหน้าประทับใจถึง 94.1% CAGR**

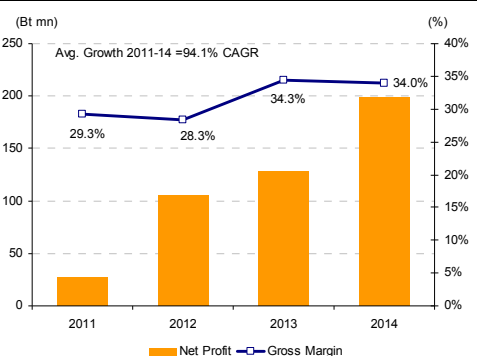
ในช่วงปี 2011 – 2014 แม้บริษัทฯจะมีอัตราการเติบโตของรายได้เฉลี่ยเพียง 9.1% CAGR เนื่องจากในอดีตสัดส่วนรายได้ยังพึ่งพิงการขายในประเทศเป็นหลัก ซึ่งนอกจากจะมีฐานรายได้ที่สูงจากการเติบโตมายาวนานแล้ว การแข่งขันในอุตสาหกรรมยังรุนแรงขึ้นจากการเข้ามาของผู้ประกอบการรายใหม่ อย่างไรก็ตาม การเติบโตของรายได้ขยับสูงขึ้นในปี 2012 – 2013 ภายหลังบริษัทฯได้หันมาเน้นทำตลาดส่งออกมากขึ้น และสินค้ากลายเป็นที่นิยมในหลายประเทศในเอเชีย แต่ต้องมาสะดุดเล็กน้อยในปี 2014 ที่ผ่านมา เนื่องจากประสบปัญหาการเจรจาต่อรองกับคู่ค้ารายหนึ่ง และปัญหาการส่งออกสินค้าไปยังประเทศคู่ค้าแห่งหนึ่ง ทำให้รายได้ในปี 2014 อ่อนตัวลงเล็กน้อยราว 0.8% Y-Y แต่สิ่งที่น่าประทับใจคือ บริษัทมีอัตราการเติบโตของกำไรสุทธิในช่วงปี 2011 – 2014 เฉลี่ยสูงถึง 94.1% CAGR จากพัฒนาการที่ดีขึ้นอย่างต่อเนื่องของอัตรากำไรขั้นต้นที่เพิ่มขึ้นจาก 29.3% ในปี 2011 เป็น 34% ในปี 2014 ส่วนหนึ่งมาจากการเน้นควบคุมต้นทุนการผลิต และการเพิ่มสัดส่วนการส่งออกซึ่งมีอัตรากำไรที่ดี ถึงแม้บริษัทฯต้องเผชิญกับภาวะการแข่งขันที่รุนแรงในประเทศ แต่จากการเป็นผู้นำตลาดด้วยแบรนด์ที่แข็งแกร่ง และนโยบายการรักษาภาพลักษณ์ของสินค้าให้มีความพรีเมียมเหนือคู่แข่ง กอปรกับการเน้นตลาดส่งออกที่ไม่ต้องอาศัยค่าใช้จ่ายทางการตลาดสูงนัก ทำให้บริษัทฯสามารถรักษาสัดส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้ได้ในระดับที่สม่ำเสมอเฉลี่ยราว 25% - 26% โดยเรคาดมีสัดส่วนค่าใช้จ่ายการตลาดและโฆษณาต่อรายได้ไม่สูงนักเพียง 5% - 5.5%

**การเติบโตของรายได้ปี 2011 – 2014**



Source : Company Data

**อัตรากำไรขั้นต้นและกำไรสุทธิ 2011 - 2014**



Source : Company Data

**คาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคต**

**คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2015 เติบโตสูง 84% Y-Y**

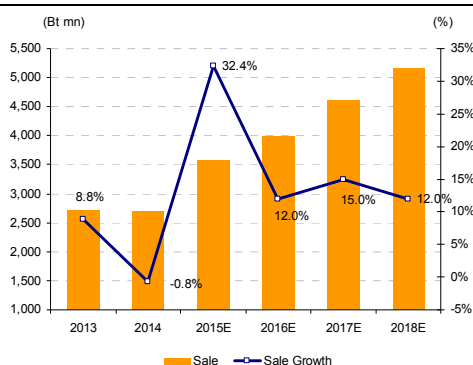
บริษัทฯมีกำไรสุทธิ 9M15 เท่ากับ 245 ล้านบาท (+128.9% Y-Y) มาจากการเติบโตของรายได้ที่ดี 35.4% Y-Y และอัตรากำไรขั้นต้นขยับขึ้นอย่างแข็งแกร่งที่ 35.2% จาก 32.8% ใน 9M14 รวมถึงสัดส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้ลดลงมาอยู่ที่ 22.7% จาก 26.1% ใน 9M14 โดยกำไรสุทธิ 3Q15 ทำจุดสูงสุดใหม่เท่ากับ 119 ล้านบาท (+58.7% Q-Q, +190.2% Y-Y) จากทั้งการเติบโตของรายได้ที่นำขึ้นต้นทะเลระดับ 1 พันล้านบาท (+23.7% Q-Q, +51.8% Y-Y) มาจากการเติบโตของตลาดจีนเป็นหลัก ซึ่งมีการใช้จ่ายทางการตลาดไม่สูงนัก ส่งผลให้สัดส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้ใน 3Q15 ลดลงอย่างมีนัยสำคัญมาอยู่ที่ 19.6% จาก 24.1% ใน 2Q15 และ 26.2% ใน 3Q14 ทั้งนี้แนวโน้มกำไรสุทธิน่าจะทรงตัวหรือดีขึ้นเล็กน้อย Q-Q ใน 4Q15 ส่วนหนึ่งเป็นผลจากช่วง High Season ของการขายในประเทศและการขายส่งออก อย่างไรก็ตาม การเติบโตในแง่ Q-Q ของกำไรสุทธิใน 4Q15 อาจไม่ตื่นต้นมากนักด้วยฐานรายได้ส่งออกที่สูงใน 3Q15 แต่ยังคงเป็นระดับที่ดี โดยเรคาดการณ์การเติบโตของรายได้ในปีนี้อยู่ที่ 32.4% Y-Y และคาดอัตรากำไรขั้นต้นในปีนี้จะอยู่ที่ราว 35% ขยับขึ้นจาก 34% ในปีก่อน จากสัดส่วนการส่งออกที่เพิ่มขึ้นและการจัดการบริหารต้นทุนที่ดีอย่างต่อเนื่อง ดังนั้นเรจึงคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2015 ไว้ที่ 365 ล้านบาท เติบโตสูงถึง 84% Y-Y โดยกำไรสุทธิ 9M15 คิดเป็นสัดส่วน 67% ของประมาณการทั้งปี

**ผลประกอบการงวด 9M15**

(Bt m)	3Q15	2Q15	%Q-Q	3Q14	%Y-Y	9M15	9M14	%Y-Y
Sales revenue	1,008	815	23.7%	664	51.8%	2,519	1,861	35.4%
Costs	659	520	26.7%	437	50.8%	1,633	1,250	30.6%
Gross profit	349	294	18.7%	227	53.7%	886	611	45.0%
SG&A costs	197	197	0.0%	174	13.2%	573	485	18.1%
Interest charge	4	5	-20.0%	5	-20.0%	13	15	-13.3%
Net profit	119	75	58.7%	41	190.2%	245	107	128.9%
EPS (Bt/share)	0.116	0.073	58.7%	0.040	190.2%	0.240	0.105	128.9%
Gross margin	34.6%	36.1%	-1.5%	34.2%	-0.2%	35.2%	32.8%	2.4%
SG&A % of Sales	19.6%	24.1%	-4.5%	26.2%	-6.6%	22.7%	26.1%	-3.4%
Net Margin	11.8%	9.2%	2.6%	6.2%	5.6%	9.7%	5.7%	4.0%

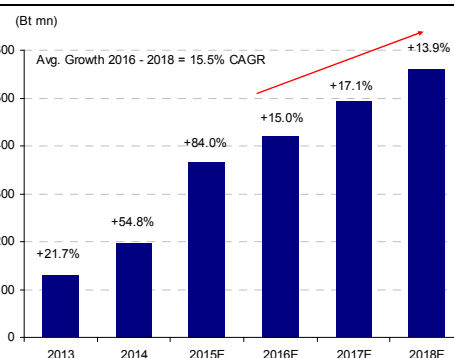
Source: Company Data

**คาดการณ์การเติบโตของรายได้ปี 2015 - 2018**



Source : FSS Research

**คาดการณ์การเติบโตของกำไรสุทธิปี 2015 - 2018**



Source : FSS Research

**คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2016 - 2018 จะเติบโตต่อเนื่องเฉลี่ย 15.5% CAGR**

ด้วยแผนขยายกำลังการผลิตโรงงานใหม่ที่สวนอุตสาหกรรมโรจนะ ซึ่งจะมีกำลังการผลิตสำหรับเพิ่มขึ้นเกือบเท่าตัว โดยคาดโรงงานจะก่อสร้างแล้วเสร็จและเริ่มการผลิตเชิงพาณิชย์ได้ภายในปี 2016 จะช่วยหนุนผลประกอบการให้เติบโตได้มากขึ้นในช่วง 2H16 และจะรับรู้รายได้จากโรงงานใหม่เต็มปีในปี 2017 จึงคาดการณ์รายได้ในปี 2016 - 2018 จะเติบโตเฉลี่ย 13.5% CAGR ส่วนอัตรการใช้กำลังการผลิตที่จะทยอยเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง ควบคู่ไปกับการเติบโตของรายได้ส่งออก ในขณะที่ราคาวัตถุดิบอย่าง สาหร่าย มีความผันผวนค่อนข้างต่ำจึงคาดการณ์พัฒนาการของอัตรากำไรขั้นต้นเติบโตได้ปีละ 20 bps เป็น 35.2%, 35.4% และ 35.6% ในปี 2016 - 2018 ตามลำดับ รวมถึงคาดบริษัทจะสามารถรักษาสัดส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้ให้อยู่ในระดับใกล้เคียงปี 2015 ที่ราว 21% - 22% ดังนั้นจึงคาดการณ์การเติบโตของกำไรสุทธิปี 2016 - 2018 จะเติบโตเฉลี่ยปีละ 15.5% CAGR ยังถือเป็นการเติบโตที่ดี แม้จะดูเป็นอัตราการเติบโตที่แผ่วลง แต่เป็นผลจากฐานที่ค่อนข้างสูงในปี 2015

**ฐานะทางการเงินอยู่ในระดับที่ดี**

นอกจากแนวโน้มการเติบโตของผลการดำเนินงานที่ดีแล้ว เราคาดภายหลัง IPO แล้วเสร็จ บริษัทจะมีฐานะทางการเงินและสภาพคล่องอยู่ในระดับที่ดีขึ้น โดยสิ้นปี 2014 บริษัทมี D/E Ratio และ Interest Bearing D/E Ratio อยู่ที่ 2.62 เท่า และ 1.19 เท่า ตามลำดับ ทั้งนี้ภาระหนี้ส่วนใหญ่เป็นเงินกู้ยืมระยะสั้น เพื่อใช้ในการหมุนเวียนธุรกิจ และภายหลังขายหุ้น IPO แล้วเสร็จ จะทำให้ D/E Ratio และ Interest Bearing D/E Ratio ลดลงมาอยู่ที่ 0.62 เท่า และ 0.26 เท่า ตามลำดับ เช่นเดียวกับ Current Ratio ที่จะปรับเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 1.9 เท่า จากสิ้นปี 2014 ที่ 0.91 เท่า ถือว่าบริษัทจะมีสภาพคล่องที่ดีขึ้น ในขณะที่ผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นจะปรับลดลงมาอยู่ที่ 23% จาก 52.6% ณ สิ้นปี 2014 ยังถือเป็นระดับที่ค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยในกลุ่มอาหารที่ราว 20%

## การประเมินมูลค่าหุ้น

### วิธี Discount Cash Flow Model

เรากำหนดสมมติฐานไว้ในช่วงปี 2016 - 2018 บริษัทมีอัตราการเติบโตของรายได้โดยเฉลี่ยที่ 13.5% ต่อปี และหลังจากนั้นให้เติบโตปีละ 10% และกำหนดให้อัตรากำไรขั้นต้นในช่วงเวลาเดียวกับปรับเพิ่มปีละ 20 bps หลังจากปี 2018 เป็นต้นไป กำหนดให้คงที่ในอัตรา 35.6% เราใช้ WACC ที่ 10.5% ( $R_f = 2\%$ ,  $Beta = 1$ , Terminal Growth 3%) ทำให้ได้ราคาเป้าหมายปี 2016 เท่ากับ 5.62 บาท คิดเป็น Implied PE ที่ราว 18.7 เท่า

### วิธี Justified PER

ภายใต้สมมติฐานตามตารางด้านล่าง เราคำนวณ Justified PER ของ TKN ได้เท่ากับ 18.3 เท่า และจากที่เราคาดการณ์ EPS ปี 2016 อยู่ที่ 0.3 บาท/หุ้น (Fully Diluted) จะได้ราคาเป้าหมายปี 2016 เท่ากับ 5.5 บาท

Assumption	
Dividend Payout Ratio	55.0%
Growth Rate	10.0%
Beta	1.0
Risk Premium	11.0%
Cost of Equity	13.0%
Justified PER	18.3

### วิธี Relative PER

เราเทียบเคียงกับบริษัทจดทะเบียนที่ทำธุรกิจเกี่ยวกับอาหารทั้งที่เป็นอาหาร และอาหารแปรรูปในภูมิภาค ซึ่งมีทั้งหมด 3 บริษัท ที่ใกล้เคียงกับ TKN มากที่สุด ได้แก่ Riken Vitamin ญี่ปุ่น (4526 JP), SAJO Indus Co. เกาหลีใต้ (007160 KS) และ Lian Hwa Foods ไต้หวัน (1231 TT) โดยเทรตกันที่ PE เฉลี่ยราว 20 เท่า ดังนั้นหากอิง PE ที่ 20 เท่า จะได้ราคาเป้าหมายปี 2016 เท่ากับ 6 บาท

### เราประเมินราคาเป้าหมาย TKN ปี 2016 เท่ากับ 5.7 บาท (อิง PE 19 เท่า)

เราเลือกประเมินมูลค่าหุ้น TKN โดยอิง PE เฉลี่ยจากทั้ง 3 วิธีข้างต้นที่ 19 เท่า ถือว่าเหมาะสมเพราะใกล้เคียง PE เฉลี่ยในอดีต 5 ปีย้อนหลังของกลุ่มอาหารที่ 19.4 เท่า และคิดเป็น PEG 1.22 เท่า (อิง Growth 2016 - 2018) ทำให้ได้ราคาเป้าหมายปี 2016 เท่ากับ 5.7 บาท

## โครงสร้างการถือหุ้น, การเพิ่มทุน และนโยบายการจ่ายเงินปันผล

บริษัทมีแผนขายหุ้น IPO ครั้งนี้จำนวน 360 ล้านหุ้น (มูลค่าพาร์ 0.25 บาท/หุ้น) คิดเป็น 26% ของจำนวนหุ้นที่ออกและเรียกชำระแล้วหลัง IPO โดยภายหลัง IPO บริษัทจะมีทุนชำระแล้วเพิ่มขึ้นเป็น 345 ล้านบาท จากปัจจุบัน 255 ล้านบาท ทั้งนี้มีเงื่อนไขกำหนด Lock-up Period ว่าห้ามผู้มีส่วนร่วมในการบริหารและผู้ถือหุ้นรายอื่นๆนำหุ้นของตนเองรวมทั้งหมด 55% ของทุนชำระแล้วหลัง IPO (หรือ 759 ล้านหุ้น) ออกขายภายในระยะเวลา 1 ปี นับตั้งแต่วันที่เริ่มทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ โดยเมื่อครบกำหนดระยะเวลา 6 เดือน หลังจากวันที่เริ่มทำการซื้อขาย สามารถทยอยขายหุ้นได้ไม่เกิน 25% ของจำนวนหุ้นทั้งหมดที่ถูกส่งขาย (หรือ 189.75 ล้านหุ้น) และสามารถขายหุ้นส่วนที่เหลือได้เมื่อครบกำหนดระยะเวลา 1 ปี

วัตถุประสงค์ในการเพิ่มทุนครั้งนี้ บริษัทจะนำเงินใช้สำหรับการลงทุนขยายกำลังการผลิตโรงงานแห่งใหม่ (สวนอุตสาหกรรมโรจนะ), ลงทุนซื้อเครื่องจักรเพื่อเพิ่มกำลังการผลิตที่โรงงานเดิม (นพวงศ์ ปทุมธานี) และเพื่อใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนของบริษัท

## โครงสร้างผู้ถือหุ้น

	ก่อน IPO	หลัง IPO
นายอิทธิพัทธ์ พีระเดชาพันธ์	45%	33%
บริษัท พีระเดชาพันธ์ โฮลดิ้ง จำกัด	35%	26%
นางสาวอรพัทธ์ พีระเดชาพันธ์	10%	7%
นายณัฏฐพงษ์ พีระเดชาพันธ์	10%	7%
ประชาชนทั่วไป	0%	26%
<b>จำนวนหุ้นรวม (ล้านหุ้น)</b>	<b>1,020</b>	<b>1,380</b>

Source: Company Data

## นโยบายการจ่ายเงินปันผล

บริษัทฯ มีนโยบายการจ่ายเงินปันผลไม่ต่ำกว่า 40% ของกำไรสุทธิตามงบการเงินเฉพาะของกิจการหลังหักภาษีเงินได้นิติบุคคลและหลังหักสำรองตามที่กฎหมายกำหนด รวมถึงเงินสำรองอื่นๆ (ถ้ามี)

## ปัจจัยความเสี่ยง

## ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงผู้ผลิตและจัดจำหน่ายวัตถุดิบรายใหญ่

วัตถุดิบหลักในการผลิตคือ สาหร่าย ซึ่งบริษัทมีการสั่งซื้อจากต่างประเทศเป็นหลัก โดยเฉพาะ เกาหลี ซึ่งเป็นผู้ผลิตและส่งออกสาหร่ายชั้นนำของโลก โดยตลอด 3 ปีที่ผ่านมา บริษัทได้นำเข้าสาหร่ายจากเกาหลีคิดเป็นสัดส่วนประมาณมากกว่า 80% ของมูลค่าสั่งซื้อสาหร่ายทั้งหมดในแต่ละปี ทั้งนี้ในปี 2014 บริษัทมียอดสั่งซื้อจากผู้ผลิตและจัดจำหน่ายรายใหญ่สุดคิดเป็น 59.55% ของมูลค่าสั่งซื้อสาหร่ายทั้งหมด ส่งผลให้บริษัทฯ เผชิญความเสี่ยงจากการพึ่งพิงผู้ผลิตและจัดจำหน่ายรายใหญ่ กรณีที่ไม่สามารถจัดหาสาหร่ายให้แก่บริษัทฯ ได้ตามปริมาณและคุณภาพตามที่ต้องการได้ อย่างไรก็ตาม บริษัทฯ ได้มีการรักษาความสัมพันธ์อันดีกับผู้ผลิตและจัดจำหน่ายในตลาดรายอื่นๆ ที่ยังไม่ได้เป็นคู่ค้าของบริษัทฯ มาโดยตลอด เพื่อป้องกันความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้น

## ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาวัตถุดิบ

ด้วยต้นทุนหลักของบริษัทฯ คือ วัตถุดิบสาหร่าย คิดเป็นสัดส่วน 37.3% ของต้นทุนการผลิตรวมในปี 2014 ดังนั้น บริษัทฯ จึงมีการทำสัญญาเข้าซื้อวัตถุดิบกับผู้ผลิตและจัดจำหน่าย อายุสัญญาโดยเฉลี่ย 1 ปี โดยจะมีการระบุราคาปริมาณ และคุณภาพสาหร่าย ทั้งนี้ หากราคาสาหร่ายในตลาดสูงกว่าราคาในสัญญา บริษัทฯ ก็จะได้เปรียบและมีต้นทุนต่ำกว่าคู่แข่งที่ต้องซื้อสาหร่ายตามราคาตลาด

## ความเสี่ยงจากการแข่งขันในอุตสาหกรรม

ปัจจุบันอุตสาหกรรมขนมขบเคี้ยวถือว่ามีการแข่งขันที่ค่อนข้างสูง โดยเฉพาะประเภทสาหร่ายแปรรูปที่มีคู่แข่งหลายราย เนื่องจากใช้เงินลงทุนเริ่มแรกไม่สูงนัก และสามารถดำเนินการผลิตได้ด้วยเทคโนโลยีที่ไม่ซับซ้อน ทำให้ผู้ประกอบการรายใหม่เข้ามาในตลาดได้ง่าย ทั้งคู่แข่งทางตรงอย่าง ผู้ผลิตที่มีตราสินค้าเป็นของตนเอง และวางขายในร้านสะดวกซื้อ และห้างสรรพสินค้าทั่วไป รวมถึงคู่แข่งที่ไม่ได้มีตราสินค้าเป็นของตนเอง โดยมีการวางขายสินค้าตามร้านค้าท้องถิ่นและงานแสดงสินค้าต่างๆ นอกจากนี้ ด้วยความแตกต่างของสินค้าที่ค่อนข้างน้อย ซึ่งส่วนใหญ่จะมีความคล้ายคลึงกัน ยิ่งทำให้การแข่งขันรุนแรงมากขึ้น อย่างไรก็ตาม บริษัทฯ ถือว่ามีความได้เปรียบจากการเป็นผู้ประกอบการรายแรกๆ ที่สามารถสร้างตราสินค้าของตนเองให้เป็นที่ยอมรับในตลาดได้อย่างกว้างขวาง ทำให้ผู้บริโภคสามารถจดจำตราสินค้าของบริษัทฯ ได้เป็นอย่างดี นอกจากนี้บริษัทฯ ได้จัดสรรงบประมาณในการทำการตลาดในแต่ละปี เพื่อประชาสัมพันธ์ตราสินค้า และผลิตภัณฑ์ของบริษัทฯ อย่างต่อเนื่อง รวมถึงการจัดตั้งร้านตัวแทนน้อยแลนด์เพื่อเป็นช่องทางในการเข้าถึงผู้บริโภค ส่งผลให้บริษัทฯ ยังสามารถรักษาลูกค้าเดิมได้ต่อเนื่อง และสามารถขยายฐานไปยังลูกค้ารายใหม่ทั้งในและต่างประเทศได้กว้างมากขึ้น



### ความเสี่ยงทางด้านแรงงาน

เนื่องด้วยกระบวนการผลิตของบริษัทจำเป็นต้องใช้แรงงานในหลายขั้นตอน อาทิ การทอด การย่าง การอบ และการบรรจุ โดยแรงงานส่วนใหญ่ของบริษัทเป็นแรงงานต่างด้าวที่ไม่ได้มีถิ่นที่อยู่อาศัยในไทย ทำให้แรงงานเหล่านี้โยกย้ายสถานประกอบการได้ง่าย ทำให้บริษัทต้องเผชิญความเสี่ยงจากการขาดแคลนแรงงานและสูญเสียแรงงานที่มีคุณภาพ รวมไปถึงการปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำที่มีอยู่เป็นระยะ ส่งผลให้บริษัทมีความเสี่ยงจากการเพิ่มขึ้นของต้นทุนค่าแรงอีกด้วย อย่างไรก็ตาม บริษัทได้มีการว่าจ้างบริษัทภายนอกให้เข้ามาทำหน้าที่เป็นตัวแทนในการจัดหาแรงงานให้แก่บริษัทเพื่อความสะดวกและลดภาระของบริษัทในการจัดหาแรงงานรายวัน เนื่องจากแรงงานประเภทดังกล่าวมีอัตราการหมุนเวียนเข้าออกงานค่อนข้างสูง นอกจากนี้บริษัทได้กำหนดอัตราค่าแรงให้อยู่ในระดับที่แข่งขันได้ มีการให้สวัสดิการและผลตอบแทนที่จูงใจ เพื่อให้สามารถจัดหาแรงงานใหม่เข้ามาร่วมงานกับบริษัท และสามารถรักษาแรงงานที่มีฝีมือและประสบการณ์เอาไว้ได้ รวมถึงการมีจัดหาเทคโนโลยีใหม่ๆ เข้ามาช่วยเพิ่มประสิทธิภาพการผลิต และช่วยลดการพึ่งพิงการใช้แรงงานอย่างเข้มข้น

### ความเสี่ยงจากการเสื่อมสภาพของสินค้าคงคลัง

สินค้าคงคลังของบริษัทประกอบไปด้วยวัตถุดิบ สินค้าสำเร็จรูป และภาชนะบรรจุหีบห่อเป็นหลัก ซึ่งมีความเสี่ยงเกิดเสื่อมสภาพไปโดยไม่ก่อให้เกิดรายได้ โดยสินค้าสำเร็จรูปที่เป็นขนมขบเคี้ยวประเภทสาหร่ายแปรรูปมีอายุของสินค้าจำกัดประมาณ 1 – 2 ปี เช่นเดียวกับผลิตภัณฑ์อาหารอื่นๆ ทั้งนี้สินค้าเหล่านี้สามารถคงสภาพอยู่ได้ภายในระยะเวลา 1 ปี หากไม่สามารถจำหน่ายออกไปได้ในช่วงเวลาดังกล่าว สินค้าก็จะเสื่อมสภาพทำให้บริษัทเสียโอกาสในการสร้างรายได้ และอาจต้องรับรู้เป็นค่าใช้จ่ายในที่สุด เช่นเดียวกับ วัตถุดิบ ซึ่งเป็นสาหร่ายที่บริษัทนำเข้าจากต่างประเทศ โดยสามารถคงคุณภาพอยู่ได้ภายในระยะเวลา 1 ปี รวมถึงภาชนะบรรจุหีบห่อ ที่จำเป็นต้องอยู่ในสภาพแวดล้อมที่เหมาะสม หากเก็บไว้ในที่ที่มีความชื้นหรืออุณหภูมิสูงเกินไป ย่อมสร้างความเสียหายและไม่สามารถนำไปใช้งานได้ อย่างไรก็ตาม บริษัทได้วางนโยบายบริหารจัดการสินค้าคงคลังที่เป็นระบบและรัดกุม เพื่อป้องกันและลดความเสี่ยงดังกล่าว โดยในส่วนของสินค้าสำเร็จรูปและวัตถุดิบนั้น บริษัทจะมีการประเมินความต้องการของตลาดและวางแผนการผลิต เพื่อกำหนดปริมาณการสั่งซื้อวัตถุดิบได้อย่างเหมาะสม รวมทั้งช่วยให้มีปริมาณสินค้าสำเร็จรูปสอดคล้องกับความต้องการของผู้บริโภค และระบายสินค้าออกไปทันเวลาที่สำหรับภาชนะบรรจุหีบห่อ บริษัทกำหนดให้มีการจัดเก็บอย่างเป็นระเบียบในคลังสินค้าที่มีอากาศถ่ายเทได้สะดวก เพื่อไม่ให้อุณหภูมิสูงเกินไป และมีการตรวจตราสภาพความชื้นอยู่เป็นระยะ

### ความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน

เนื่องจากบริษัทต้องนำเข้าวัตถุดิบสาหร่ายจากต่างประเทศ และมีการจำหน่ายสินค้าทั้งในและต่างประเทศ ซึ่งส่วนใหญ่เป็นธุรกรรมสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐ โดยในปี 2014 บริษัทมีสัดส่วนต้นทุนการนำเข้าสาหร่ายเป็นเงินตราต่างประเทศ 22.39% ของยอดขายรวม และมียอดขายเป็นเงินตราต่างประเทศสัดส่วนราว 33.6% ของยอดขายรวม อย่างไรก็ตาม บริษัทได้มีการกำหนดราคาสินค้าส่งออกเป็นสกุลดอลลาร์สหรัฐเกือบทั้งหมด เช่นเดียวกับราคาสั่งซื้อวัตถุดิบ ถือได้ว่ามีการป้องกันความเสี่ยงแบบธรรมชาติ (Natural Hedge) นอกจากนี้ยังมีการใช้เครื่องมือทางการเงินในการป้องกันความเสี่ยงร่วมด้วยอีกทางหนึ่ง โดยมีอายุสัญญาซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้ากับสถาบันการเงินในประเทศไม่เกิน 1 ปี

Income Statement (Consolidated)					
(Bt mn)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Revenue	2,716	2,695	3,568	3,996	4,596
Cost of sales	1,783	1,779	2,319	2,590	2,969
Gross profit	933	916	1,249	1,407	1,627
SG&A costs	750	673	781	879	1,011
Operating profit	183	243	467	528	616
Other income	5	22	12	16	18
EBIT	188	265	479	543	634
EBITDA	253	331	565	639	732
Interest charge	17	20	17	18	19
Tax on income	39	56	97	105	123
Earnings after tax	131	190	365	420	492
Minority interests	0	0	0	0	0
Normalized Profit	151	186	365	420	492
Extraordinary items	-23	13	0	0	0
Net profit	128	199	365	420	492

Cash Flow Statement (Consolidated)					
(Bt mn)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Net Profit	128	199	365	420	492
Depreciation etc.	66	66	86	96	98
Change in working capital	-44	8	-126	-42	-58
Other adjustments	3	-9	0	0	0
Cash flow from operations	153	263	325	474	532
Capital expenditure	-56	-186	-400	-200	-50
Others	-20	20	-3	-3	-4
Cash flow from investing	-77	-166	-403	-203	-54
Free cash flow	77	98	-78	272	478
Net borrowings	14	2	-5	-50	-36
Equity capital raised	0	95	1,230	0	0
Dividends paid	-120	-198	-359	-210	-246
Others	3	8	0	1	1
Cash flow from financing	-102	-93	866	-259	-281
Net change in cash	-26	5	788	12	198

Balance Sheet (Consolidated)					
(Bt mn)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Cash	42	68	856	868	1,066
Accounts receivable	391	468	587	657	755
Inventory	226	228	299	333	382
Other current assets	36	18	18	20	23
Total current assets	695	782	1,759	1,879	2,227
Investments	36	36	36	36	36
Plant, property & equipment	311	431	745	850	802
Other assets	47	28	31	33	37
Total assets	1,090	1,277	2,571	2,798	3,101
Short-term loans	370	340	342	305	274
Accounts payable	375	451	508	568	651
Current maturities	17	25	23	23	23
Other current liabilities	34	48	54	60	69
Total current liabilities	796	863	927	956	1,017
Long-term debt	32	56	48	35	30
Other non-current liab.	5	5	7	8	9
Total non-current liab.	37	61	55	43	39
Total liabilities	833	924	982	999	1,056
Registered capital	300	300	345	345	345
Paid up capital	160	255	345	345	345
Share premium	0	0	1,140	1,140	1,140
Legal reserve	23	30	30	30	30
Retained earnings	74	67	74	284	530
Minority Interests	0	0	0	0	0
Shareholders' equity	257	353	1,589	1,799	2,045

Important Ratios (Consolidated)					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>Growth (%)</b>					
Sales	8.8	-0.8	32.4	12.0	15.0
EBITDA	9.9	30.6	70.7	13.1	14.6
Net profit	21.7	54.8	84.0	15.0	17.1
Normalized profit	43.6	22.6	96.9	15.0	17.1
<b>Profitability Ratios (%)</b>					
Gross profit margin	34.3	34.0	35.0	35.2	35.4
EBITDA margin	9.3	12.3	15.8	16.0	15.9
EBIT margin	6.9	9.8	13.4	13.6	13.8
Normalized profit margin	5.6	6.9	10.2	10.5	10.7
Net profit margin	4.7	7.4	10.2	10.5	10.7
Normalized ROA	13.9	14.5	14.2	15.0	15.9
Normalize ROE	58.9	52.6	23.0	23.4	24.1
Normalized ROCE	63.8	64.2	29.2	29.5	30.4
<b>Risk (x)</b>					
D/E	3.2	2.6	0.6	0.6	0.5
Net D/E	3.1	2.4	0.1	0.1	0.0
Net debt/EBITDA	3.1	2.6	0.2	0.2	0.0
<b>Per share data (Bt)</b>					
EPS - Reported	0.20	0.30	0.26	0.30	0.36
EPS - Normalized	0.24	0.28	0.26	0.30	0.36
EBITDA	0.40	0.32	0.41	0.46	0.53
FCF	0.12	0.10	-0.06	0.20	0.35
Book value	0.21	0.29	1.15	1.30	1.48
Dividend	0.36	0.38	0.26	0.15	0.18
Par	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
<b>Valuations (x)</b>					
P/E	16.7	14.3	15.4	13.3	11.1
P/E - Normalized	20.0	13.3	15.4	13.3	11.1
P/BV	19.0	13.8	3.5	3.1	2.7
EV/EBTDA	13.2	14.9	10.0	8.8	7.5
Dividend yield (%)	9.0	9.5	6.5	3.8	4.5

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 กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา อัลมาลิ้งค์</b> 25 อาคารอัลมาลิ้งค์ ชั้น 9,14,15 ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา อัมรินทร์</b> 496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา ไทยซัมมิท ทาวเวอร์</b> 1768 อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 5, 31 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา เซ็นทรัลพลาซ่า 1</b> 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ทาวเวอร์ ปิ่นเกล้า ชั้นที่ 14 ห้อง 1404 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย กรุงเทพมหานคร
<b>สาขา บางกระบือ</b> 3105 อาคารเอ็มมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา ลิตเติลไทย ทาวเวอร์</b> 2034/52 อาคารลิตเติลไทย ทาวเวอร์ ชั้น 11 ยูนิค 11-07/01 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา บางนา</b> 1093 อาคารเซ็นทรัลซิตีทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 1093/105 หมู่ 12 ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา เขตบางนา กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา ลินธร์ 1</b> 130-132 อาคารลินธร์ ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา ลินธร์ 2</b> 130-132 อาคารลินธร์ ทาวเวอร์ 3 ชั้น 24 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร
<b>สาขา ลินธร์ 3</b> 130-132 อาคารลินธร์ ทาวเวอร์ 3 ชั้น 19 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา ลาดพร้าว</b> 555 อาคารสา ทาวเวอร์ 2 ยูนิค 1106 ชั้น 11 ถ.พหลโยธิน แขวงจตุจักร เขตจตุจักร กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา ประชาชื่น</b> 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา รังสิต</b> 1/832 พหลโยธิน 60 ต.คูคต อ.ลำลูกกา ปทุมธานี	<b>สาขา ไทยซัมมิท ทาวเวอร์</b> 1768 อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 2 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง กรุงเทพมหานคร
<b>สาขา รัตนธิเบศร์</b> 68/127 หมู่ 8 ถ.รัตนธิเบศร์ ต.บางกระสอ อ.เมืองนนทบุรี นนทบุรี	<b>สาขา ศรีราชา</b> 135/99 (ตึกคอม ชั้น G) ถนนสุขุมวิท ต.ศรีราชา อ.ศรีราชา ชลบุรี	<b>สาขา ขอนแก่น 1</b> 311/16 ถ.กลางเมือง ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น	<b>สาขา ขอนแก่น 3</b> 4/6 ชั้น 2 อาคาร ธนาคารไอซีบีซี(ไทย)จำกัด(มหาชน) ถ.กลางเมือง ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น	<b>สาขา อุดรธานี</b> 104/6 ชั้น 2 อาคาร ธนาคารไอซีบีซี(ไทย)จำกัด(มหาชน) ถ.อุดรธานี ต.หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี
<b>สาขา เชียงใหม่</b> 308 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่	<b>สาขา เชียงใหม่ 2</b> 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่	<b>สาขา เชียงใหม่ 3</b> อาคารมะลิเพลส 32/4 หมู่ที่ 2 ชั้น 1 ห้อง B1-1, B1-2 ต.แม่เหิยะ อ.เมืองเชียงใหม่ เชียงใหม่	<b>สาขา เชียงราย</b> 353/15 หมู่ 4 ต.เวียงก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย	<b>สาขา แม่สาย</b> 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย
<b>สาขา นครราชสีมา</b> 1242/2 ห้อง A3 ชั้น 7 สำนักงานเดอะมอลล์ นครราชสีมา ถ.มิตรภาพ ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา	<b>สาขา สมุทรสาคร</b> 1045/16-17 ถ.วิเชียรไขว้ ถ.มหาชัย อ.เมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร	<b>สาขา นครปฐม</b> 28/16-17 ถ.ยิงเป้า ต.สนามจันทร์ อ.เมือง จ.นครปฐม	<b>สาขา ภูเก็ต</b> 22/18 ศูนย์การค้าวานิชพลาซ่า ถ.หลวงพ่อดำฉลอง ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต	<b>สาขา หาดใหญ่ 1</b> 200/221, 200/223 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา
<b>สาขา หาดใหญ่ 2</b> 106 ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา	<b>สาขา หาดใหญ่ 3</b> 200/222, 200/224, 200/226 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา	<b>สาขา กระบี่</b> 223/20 ถ.มหาพรต ต.ปากน้ำ อ.เมือง จ.กระบี่	<b>สาขา ตรัง</b> 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง	<b>สาขา สุราษฎร์ธานี</b> 173/83-84 หมู่ 1 ถ.รัตโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี
<b>สาขา บิดดาณี</b> 300/69-70 หมู่ 4 ต.สุระนิมิต อ.เมือง จ.บิดดาณี				

## 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

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตาม บริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลา โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนสิทธิ์ในข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ตัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า

การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

Thai Institute of Directors Association (IOD) - Corporate Governance Report Rating 2014

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 เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

**การเปิดเผยข้อมูล Anti-corruption Progress Indicator**

ระดับ 5	Extended	ขยายผลสู่ผู้ที่เกี่ยวข้อง	มีการขยายผลการดำเนินนโยบายต่อต้านการทุจริตสู่ผู้ที่เกี่ยวข้องในห่วงโซ่อุปทาน และการเปิดเผยข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับกรณีทุจริตที่เกิดขึ้น
ระดับ 4	Certified	ได้รับการรับรอง	มีการสอบทานจากคณะกรรมการตรวจสอบหรือผู้สอบบัญชีที่สำนักงาน ก.ล.ด. ให้ความเห็นชอบ และได้รับการรับรองหรือผ่านการตรวจสอบเพื่อความเชื่อมั่นอย่างเป็นทางการจากหน่วยงานภายนอก (เช่น CAC)
ระดับ 3	Established	มีมาตรการป้องกัน	มีมาตรการป้องกัน การประเมินความเสี่ยง การสื่อสารและฝึกอบรมแก่พนักงาน รวมทั้งการดูแลให้มีการดำเนินการและการทบทวนความเหมาะสมของมาตรการอย่างสม่ำเสมอ
ระดับ 2	Declared	ประกาศเจตนารมณ์	มีการประกาศเจตนารมณ์เข้าเป็นแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านการทุจริต (CAC) หรือโครงการต่อต้านทุจริตที่กำหนดให้องค์กรต้องมีกระบวนการในตนเองเดียวกัน
ระดับ 1	Committed	มีนโยบาย	มีคำมั่นหรือมติดคณะกรรมการในเรื่องการดำเนินธุรกิจที่จะไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตและการดูแลให้บริษัทปฏิบัติตามให้เป็นไปตามกฎหมายที่เกี่ยวข้อง
*	Insufficient or not clearly defined policy		เปิดเผยบ้างแต่ไม่มีนโยบายที่ชัดเจน
**	Data not available / no policy		ไม่เปิดเผยหรือไม่มีนโยบาย

ข้อมูล Anti-corruption Progress Indicator ประจำปี 2557 จาก สถาบันไทยพัฒนา (ข้อมูล ณ วันที่ 27 กรกฎาคม 2558)