

TU : บมจ.ไทยยูเนี่ยนกรุ๊ป ได้เวลากลับมาเติบโตอีกครั้ง

เราเริ่มต้นคำแนะนำ “ซื้อ” TU แม้ผลการดำเนินงานปี 2023 คาดจะหดตัวเป็นปีที่ 2 ติดต่อกันจากธุรกิจหลัก รวมถึงการดำเนินงานของ ITC ที่ลดลง แต่เราคาดผลการดำเนินงานกำลังผ่านช่วงต่ำสุดไปแล้ว ขณะที่บริษัทร่วม Red Lobster เริ่มเห็นผลขาดทุนลดลง อีกทั้งแนวโน้มราคาปลาที่ลดลงคาดว่าจะทำให้คำสั่งซื้อในกลุ่มรับจ้างผลิตมากขึ้น และยังมีปัจจัยบวกจากแนวโน้มเงินบาทที่กลับมาอ่อนค่าอีกครั้ง

การดำเนินงานปี 2023 ยังหดตัว y-y : เราคาดผลการดำเนินงานปี 2023 จะหดตัวเป็นปีที่ 2 ติดต่อกัน คาดยอดขายสกุลดอลลาร์หด -9.4% y-y เป็น 4,020 ล้านเหรียญสหรัฐ จากการลดขนาดธุรกิจอาหารแช่แข็งในสหรัฐซึ่งมียอดขายราว 5% ของยอดขาย และกลุ่มอาหารสัตว์เลี้ยงได้รับผลจากสต็อกที่มีมากขึ้นของลูกค้า โดยแนวโน้มอัตรากำไรขั้นต้นคาดเหลือ 16.5% จาก 17.5% แม้การปรับราคาขายขึ้นเพื่อสะท้อนต้นทุนวัตถุดิบเพิ่มขึ้น แต่ปริมาณขายลดลง และสัดส่วนสินค้าที่มีอัตรากำไรขั้นต้นต่ำเพิ่มขึ้น แต่คาดว่าค่าใช้จ่ายขายและบริหารจะลดลง 13.4% y-y จากค่าขนส่งลดลง ขณะที่คาดรับรู้ส่วนแบ่งขาดทุนจากบริษัทร่วมจะเหลือเพียง -346 ลบ. จากการดำเนินงานของ Red Lobster ขาดทุนลดลง แต่บริษัทอื่นๆ อย่าง Avanti และ RBF การดำเนินงานดีขึ้น คาดกำไรสุทธิ 5,204 ลบ. -27.1 % y-y

มูลค่าเหมาะสม 18.20 บาท/ หุ้น : เราประเมินมูลค่าอิง P/E เฉลี่ยย้อนหลัง 4 ปี ที่ 14 เท่า ได้ราคาเหมาะสมปี 2024 ที่ 18.20 บาท/ หุ้น โดยราคาหุ้นปัจจุบันซื้อขายบน P/E23E ที่ 12.9 เท่าและเหลือ 10.7 เท่าในปี 2024E มีส่วนลดจากราคาเหมาะสมมากกว่า 20%

ความเสี่ยงสำคัญ : ราคาวัตถุดิบผันผวนส่งผลกระทบต่อคำสั่งซื้อให้ชะลอตัวเนื่องจากธุรกิจของบ. จะเน้นการรับจ้างผลิตทำให้ลูกค้าชะลอคำสั่งซื้อ ส่วนค่าเงินบาทอ่อนค่าแม้จะดีต่อการส่งออก แต่จะกระทบต่อการนำเข้า โดยทุกๆ 1 บาท ที่เปลี่ยนแปลงจะทำให้ยอดขายเปลี่ยนแปลง 0.7-0.8% ส่วนเศรษฐกิจโลกชะลอตัวส่งผลให้ RL พื้นตัวช้ากว่าคาด

นารี อภิเสวตกานต์
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์ #17971
naree.a@liberator.co.th

TU

BUY

Rating

TP 24E
From n.a.

THB18.20

method

P/E 14 x

Closing price

THB14.40

Upside/Downside

+26.4%

CG report
CAC

▲▲▲▲▲
Declared

ESG score by ESG Book
source : settrade

44.49

กำลังกลับตัวสู่ภาวะขาขึ้น

“แม้ปีนี้คาดกำไรสุทธิจะหดตัวเป็นปีที่ 2 ติดต่อกัน แต่คาดกำไรกำลังจะกลับสู่ภาวะขาขึ้นหลัง ITC ผ่านช่วงต่ำสุดไปแล้ว อีกทั้งแนวโน้มราคาปลาที่ลดลงจะหนุนให้คำสั่งซื้อกลุ่มรับจ้างดีขึ้น เช่นเดียวกับการดำเนินงาน RL คาดจะดีขึ้นเช่นกัน หนุนให้การดำเนินงานปี 2024 กลับมาเติบโตอีกครั้ง

แม้ราคาหุ้นจะปรับขึ้นมาสะท้อนการฟื้นตัวแล้วบ้าง แต่ valuation ยังไม่แพงหากเทียบกับการซื้อขายในอดีต และยังมีดีผลบวกจากเงินบาทที่กลับมาอ่อนค่าอีกครั้ง เรามองหุ้น TU เหมาะกับนักลงทุนระยะกลาง-ยาว แนะนำ “ซื้อ”

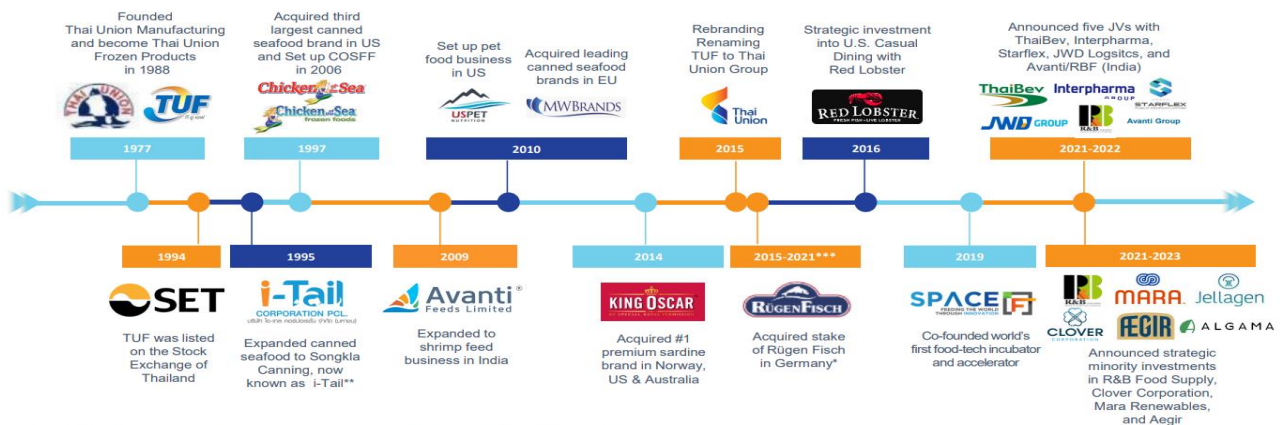
KEY FINANCIALS

FYE Dec	FY21	FY22	FY23E	FY24E
Revenue (THBm)	141,048	155,586	138,230	144,544
Net Profit (THBm)	8,013	7,138	5,204	6,285
EPS (THB)	1.68	1.50	1.09	1.32
P/E (x)	8.6	9.6	13.2	10.9
BVPS (THB)	11.79	16.90	17.25	17.82
P/B (x)	1.2	0.9	0.8	0.8
DPS (THB)	0.95	0.84	0.65	0.75
Dividend Yield (%)	6.6	5.8	4.5	5.2
Debt/Equity (x)	2.0	1.3	1.4	1.3
ROE (%)	15.01	9.56	7.64	9.05

Source: Company, LIB Research estimates

การประกอบธุรกิจ : บริษัทเป็นผู้ผลิตและส่งออกอาหารทะเลสำเร็จรูปแช่แข็ง บรรจุกระป๋อง มีฐานการผลิตทั้งในไทยและต่างประเทศ ซึ่งจะผลิตและส่งออกทั้งแบบรับจ้างผลิต และมีห้บริการค้ำเป็นของตนเอง โครงสร้างรายได้แบ่งเป็น 4 กลุ่มคือ Ambient Seafood (อาหารทะเลแปรรูป), Frozen and Chilled (อาหารทะเลแช่แข็ง), PetCare (อาหารสัตว์เลี้ยง) และ (Value Added & Others) สินค้ามูลค่าเพิ่มและอื่น ๆ

รูปที่ 1 : ภาพรวมธุรกิจ



Remark: *Thai Union announced it has increased its holding in TUMD from 45% to 90% in August 2020

**In September 2021, Thai Union announced that Songkla Canning will become i-Tail Corporation (ITC), the official business of Thai Union's pet related operations

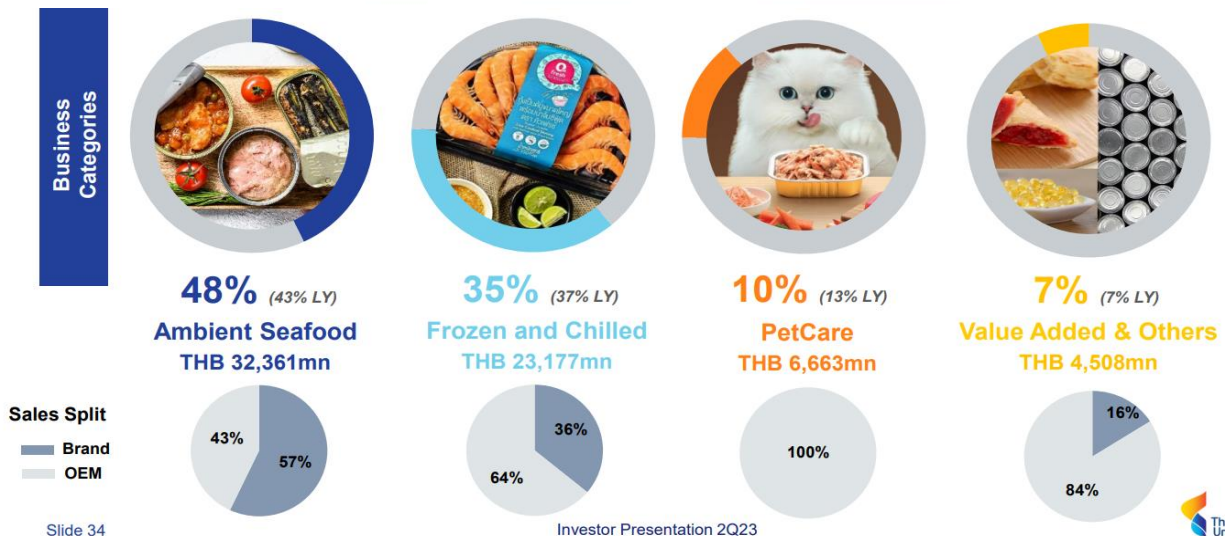
Slide 4

Investor Presentation 2Q23



ที่มา : Company report

รูปที่ 2 : โครงสร้างรายได้



Slide 34

Investor Presentation 2Q23



ที่มา : Company report

ผลการดำเนินงาน 3 ปีที่ผ่านมา : การดำเนินงานปกติแทบไม่เปลี่ยนแปลง โดยโวลเท็กซ์อยู่ในปี 2021 ยอดขาย +10.3% y-y ได้ผลบวกจากหลัง Covid-19 คลี่คลายหนุนให้ยอดขายกลุ่มอาหารทะเลแช่แข็งฟื้นตัวหลังกลับมาดำเนินชีวิตปกติ แต่ในทางกลับกันส่งผลให้ค่าใช้จ่ายเพิ่มขึ้นจากค่าขนส่งที่เพิ่มขึ้น ซึ่งปัจจัยดังกล่าวยังส่งผลมาถึงปี 2021

ปี 2021 รับรู้ส่วนแบ่งขาดทุนจากบริษัทร่วมเหลือ -269 ลบ. ลดลงจากปีก่อนหน้า โดย Red Lobster ร้านอาหารในสหรัฐที่บริษัทถือหุ้นอยู่ 49.0% มีผลขาดทุน -815 ลบ. (ธุรกิจหลักขาดทุน -178 ลบ. และมีปรับมูลค่าทางบัญชีสัญญาเช่า -638 ลบ.) รวมถึง Avanti บริษัทร่วมในอินเดียซึ่งผลิตอาหารสัตว์ กำไรลดลงจากผลของราคาวัตถุดิบในการผลิตอาหารสัตว์เพิ่มขึ้น แต่หากปี 2022 กลับมารับรู้ส่วนแบ่งขาดทุนเพิ่มเป็น -1,030 ลบ. โดย RL -1,629 ลบ. (การดำเนินงาน -1,207 และปรับมูลค่าสัญญาเช่า -422) แต่หาก Avanti การดำเนินงานฟื้นตัวหลังราคาวัตถุดิบลดลง แต่ปี 2021 มีรายการพิเศษสูงถึง 1,946 ลบ. จากกำไรอัตราแลกเปลี่ยนและอื่น ๆ

รูปที่ 3 : กำไรที่ผ่านมา

	2018	2019	2020	2021	2022
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	3,256	4,407	6,246	8,013	7,138
ยอดขาย	4,122.00	4,071.00	4,232.00	4,508.00	4,437.00
อัตรากำไรขั้นต้น	14.20	15.90	17.69	18.20	17.49
ค่าเงินบาท	32.33	31.50	31.29	31.29	35.07

ที่มา : Company report, LIB Research

RL ยังเป็นตัวจุดการดำเนินงาน : TU เข้าลงทุน Red Lobster (RL) ซึ่งดำเนินธุรกิจร้านอาหารในสหรัฐ และมีสาขาในประเทศต่างๆ ตั้งแต่ปี 2016 ด้วยเงินลงทุนทั้งสิ้น 575 ล้านดอลลาร์สหรัฐในสัดส่วน 49% ของโครงสร้างการบริหารทั้งหมด ซึ่งมีหุ้นบุริมสิทธิรวมไว้ด้วยในตอนซื้อครั้งแรก และในปี 2021 จากมาตรฐานบัญชี TFRS16 ทำให้มีการบันทึกค่าใช้จ่ายสัญญาเช่าแยกออกมาและคาดปีหน้ารายการดังกล่าวจะใกล้เคียง y-y

ขณะที่ RL แม้บางไตรมาสจะมีกำไร แต่หากรวมการดำเนินงานทั้งปีแล้วยังขาดทุนอยู่ ซึ่งในปีนี้ เราคาดจะขาดทุนลดลงเหลือ -936 ลบ. แต่จากการที่ยังสามารถรักษา EBITDA ให้ไม่ต่ำกว่า 60 ล้านดอลลาร์ ทำให้ไม่จำเป็นต้องมีการตั้งสำรองเพิ่มเติม แต่การดำเนินงานที่ยังไม่สามารถกลับมาเป็นกำไรได้ทำให้ยังเป็นปัจจัยกดดันต่อการดำเนินงานของ TU เนื่องจากส่วนนี้มีสัดส่วนราว 12.7% ของกำไรสุทธิ

รูปที่ 4 : การดำเนินงานของ RL ที่ผ่านมา และประมาณการ

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
การดำเนินงาน (ล้านบาท)	-128	-142	-1,187	-178	-1,207	-542	-450
สัญญาเช่าทางการเงิน (ล้านบาท)	0	0	0	-638	-422	-394	-350
รวมทั้งสิ้น (ล้านบาท)	-128	-142	-1,187	-816	-1,629	-936	-800

ที่มา : Company report, LIB Research

ธุรกิจใหม่ๆ เริ่มต้น แต่คาดยังไม่มียั่งยืนสำคัญ : บริษัทลงทุนขยายธุรกิจใหม่ๆ หลายอย่างโดยเฉพาะในกลุ่มที่ให้อัตรากำไรขั้นต้นสูง แต่เรคาดว่าธุรกิจเหล่านี้ยังไม่มียั่งยืนต่อประมาณการเนื่องจากสัดส่วนรายได้และกำไรยังน้อยมากเมื่อเทียบกับธุรกิจเดิมที่มีอยู่ โดย ผบห. ตั้งเป้าขยายกลุ่มนี้ให้เป็น 10% ของยอดขายในปี 2025 ซึ่งได้มีการลงทุนเพื่อขยายกำลังการผลิตทั้งจากธุรกิจเดิม และธุรกิจใหม่ด้วยเงินลงทุน 5 พันลบ. ซึ่งคาดว่าจะเริ่มผลิตตั้งแต่ครึ่งหลังของปีนี้ ส่วนการทำ M&A มีพิจารณาอยู่ แต่ไม่รับมาก

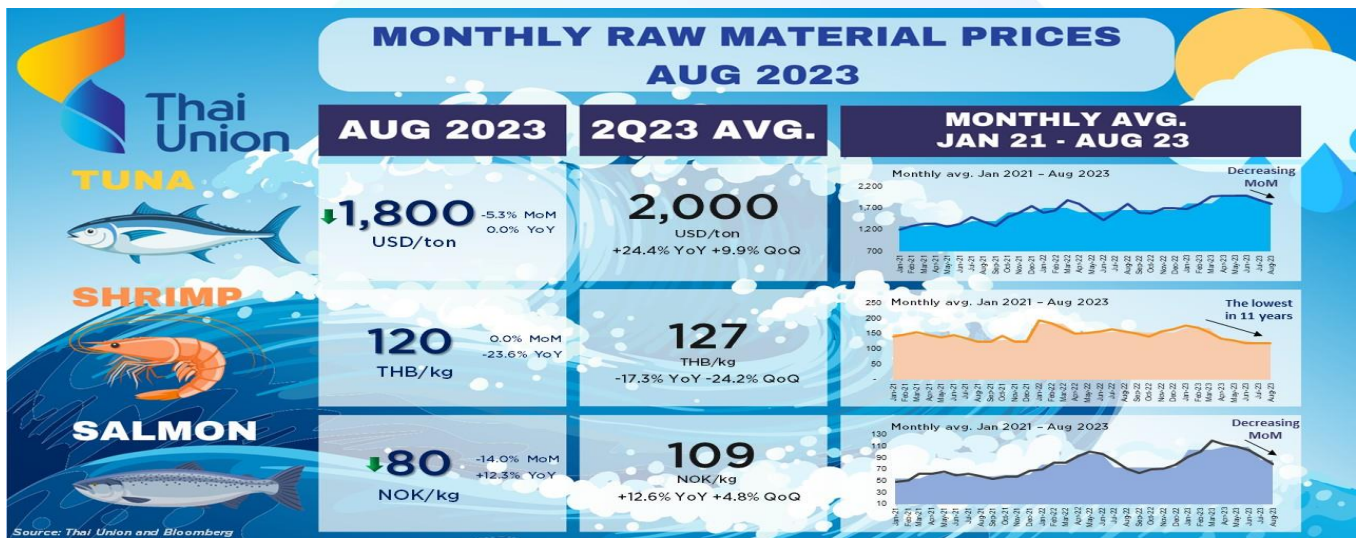
รูปที่ 5 : โครงการลงทุน

Four major CAPEX projects will be completed in 2023 onward

	Culinary business	Ingredients business	PetCare business	Ambient tuna business
Key Products	Ready-to-eat, dimsum and bakery	Protein hydrolysate and collagen peptide	Wet pet food and treat	Ambient tuna cold storage
Total Capacity	~9,300 sq.m: Increased by 38%	~5,700 sq.m	Increased by 18.7% with new automated packing line	~11,500 sq.m (including waste-water treatment plant: WWTP)
CAPEX	~THB 1.2bn	~THB 1.1bn	~THB 2.1bn	~THB 550mn
Timeline	Commercialize non-halal side in 3Q23	Commercialize some lines in 3Q23 <small>2Q23 Analyst Meeting</small>	Plan to fully commercialize in early 2024	Complete in 3Q23

ที่มา : Company report

รูปที่ 6 : ราคาวัตถุดิบหลัก



ที่มา : Company report

คาดการณ์ดำเนินงานปี 2023 ยังหดตัว y-y : เราคาดการณ์ดำเนินงานปี 2023 ยังหดตัวเป็นปีที่ 2 ติดต่อกัน โดยมีปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อทางลบตั้งแต่บรรทัดแรกคือยอดขายซึ่งคาดว่าจะลดลงทั้งในส่วนของ TU ที่มีการลดขนาดธุรกิจอาหารแช่แข็งในสหรัฐซึ่งมียอดขายราว 5.0% ของยอดขายรวม ส่งผลให้ยอดขายกลุ่มอาหารแช่แข็งลดลง และยอดขายอาหารสัตว์เลี้ยงของ ITC ได้รับผลกระทบจากสต็อกที่มีมากของลูกค้าทำให้ยอดขายสกุลดอลลาร์คาดว่าจะหดตัว 9.4% y-y เหลือ 4,020 ล้านดอลลาร์สหรัฐ

รูปที่ 7 : สมมติฐานสำคัญ

	2020	2021	2022	2023E	2024E
ยอดขาย	4,232	4,508	4,437	4,020	4,190
อัตรากำไรขั้นต้น	17.69	18.20	17.49	16.70	17.20
ค่าเงินบาท	31.29	31.29	35.07	34.50	34.50

ที่มา : Company report & LIB Research est.

ขณะที่แนวโน้มอัตรากำไรขั้นต้นคาดว่าจะหดตัวลงเช่นกันแม้จะมีการปรับราคาขายขึ้นมาสะท้อนต้นทุนวัตถุดิบเพิ่มขึ้นอย่างกลุ่มอาหารทะเลแปรรูป แต่ปริมาณขายลดลง ส่วนกลุ่มอาหารสัตว์เลี้ยงสัดส่วนสินค้าที่มีอัตรากำไรลดลง, ต้นทุนวัตถุดิบเพิ่มขึ้น และยอดขายลดลงทำให้อัตรากำไรขั้นต้นจะลดเหลือเพียง 16.7% จาก 17.5% แต่คาดว่าค่าใช้จ่ายขายและบริหารจะลดลง 13.4% y-y จากค่าขนส่งที่ลดลง แต่คาดยังคงรับรู้ส่วนแบ่งขาดทุนจากบริษัทร่วม แม้บริษัทอื่นๆ ในกลุ่มอย่าง Avanti และ RBF การดำเนินงานจะดีขึ้น แต่การดำเนินงานของ RL คาดยังขาดทุนแต่จะลดลงทำให้รับรู้ส่วนแบ่งขาดทุนจากบริษัทร่วมเหลือเพียง -346 ลบ. อีกทั้งคาดว่าจะมีการโอนกลับภาษีจ่ายเข้ามาจากการดำเนินงานในต่างประเทศที่ยังขาดทุนอยู่ คาดกำไรสุทธิ 5,204 ลบ. -27.1% y-y

แนวโน้ม 3Q23 เราคาดว่าจะกลับมาฟื้นตัวไม่มาก q-q เนื่องจากยังได้รับผลกระทบจากกำลังซื้อ แต่ยังได้อานิสงส์จากปัจจัยฤดูกาล ขณะที่ ITC คาดจะฟื้นตัวได้หลังการ Destocking กทยอดลดลง

ค่าแรงที่ปรับขึ้นกระทบ : สำหรับนโยบายการปรับขึ้นค่าแรงขึ้นต่ำจากค่าเฉลี่ยที่ 337 บาทต่อวันเป็น 400 บาทต่อวัน +18.7% ปัจจุบันยังไม่มีข้อสรุปว่าจะปรับเพิ่มเป็นเท่าไร เพราะอยู่ระหว่างเจรจาร่วมกัน 3 ฝ่ายคือ นายจ้าง ลูกจ้าง และภาครัฐ แต่เราคาดว่าคงจะมีการปรับขึ้นแน่นอนในปีหน้า

TU มีโรงงานผลิตหลักอยู่ 2 แห่งคือสมุทรสาคร และสงขลา ค่าแรงขั้นต่ำอยู่ที่ 353 และ 340 บาทต่อวัน ซึ่งหากมีการปรับขึ้นค่าแรงเป็น 400 บาทต่อวันคาดจะ +13.3% และ 17.6% ตามลำดับ โดยค่าแรงคิดเป็น 6.0% ของต้นทุนขาย หากอิงกับตัวเลขค่าแรงที่ 400 บาทคาดจะมีการปรับขึ้นราว 13.0% เราคาดว่า จะกระทบกำไรของ TU ในปี 2024 ราว 14.1% แต่ในทางกลับกัน จะมีส่วนช่วยคือค่าไฟที่ลดลง โดยค่าไฟคิดเป็น 5.0% ของต้นทุนขาย เมื่อรวมผลบวกและลบอาจไม่กระทบอย่างที่กังวล

รูปที่ 8 : การเปลี่ยนแปลงอัตรากำไรขั้นต้นส่งผลกระทบต่อกำไรและราคาเหมาะสม

อัตรากำไรขั้นต้น (%)	กำไรสุทธิ (ลบ.)	ราคาเหมาะสม (บาทต่อหุ้น)
16.20	4,909	14.00
17.20	6,285	18.20
18.20	7,662	22.30
19.20	9,038	26.40

ที่มา : LIB Research est.

ความเสี่ยงสำคัญ : ความเสี่ยงการดำเนินธุรกิจคือ

- 1) ราคาวัตถุดิบผันผวนส่งผลต่อคำสั่งซื้อให้ชะลอตัว เนื่องจากธุรกิจของบ. จะเน้นการรับจ้างผลิตทำให้ลูกค้าชะลอคำสั่งซื้อ
- 2) ค่าเงินบาทผันผวน แมดีต่อการส่งออก แต่จะกระทบต่อการนำเข้า โดยทุก ๆ 1 บาทที่เปลี่ยนแปลงจะทำให้ยอดขายเปลี่ยนแปลง 0.7-0.8%
- 3) เศรษฐกิจโลกชะลอตัวส่งผลให้ RL พื้นตัวต่ำกว่าคาด

งบกำไรขาดทุน

งบรวมสิ้นสุด ส.ค., (ลบ.)	2021	2022	2023E	2024E
รายได้	141,048	155,586	138,230	144,544
ต้นทุนขาย	115,321	128,380	115,146	119,682
กำไรขั้นต้น	25,727	27,206	23,084	24,862
ค่าใช้จ่ายขายและบริหาร	17,471	19,156	16,588	16,912
EBITDA	12,440	12,374	10,907	12,448
รายได้อื่น	811	974	967	892
ส่วนแบ่งกำไร/ส่วน/กิจการร่วมค้า	(269)	(1,030)	(346)	(200)
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย	8,797	7,995	7,118	8,641
ดอกเบี้ยจ่าย	1,730	1,998	2,232	2,304
กำไรก่อนภาษี	7,067	5,997	4,886	6,337
ภาษีจ่าย	742	(840)	(635)	(444)
กำไรหลังภาษี	6,326	6,836	5,521	6,781
รายการพิเศษ	1,946	567	291	250
กำไรก่อนผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	8,272	7,403	5,811	7,031
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	(259)	(265)	(607)	(746)
กำไร (ขาดทุน), ตามรายงาน	8,013	7,138	5,204	6,285
กำไร (ขาดทุน) ปกติ	6,067	6,571	4,914	6,035

ข้อมูลต่อหุ้น

งบรวมสิ้นสุด ส.ค., (ลบ.)	2021	2022	2023E	2024E
กำไร(ขาดทุน) ต่อหุ้น, ตามรายงาน (EPS)	1.68	1.50	1.09	1.32
กำไร(ขาดทุน) ปกติต่อหุ้น (Core EPS)	1.27	1.38	1.03	1.26
เงินปันผลต่อหุ้น (DPS)	0.95	0.84	0.65	0.75
มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (BVPS)	11.79	16.90	17.25	17.82

งบแสดงฐานะการเงิน

งบรวมสิ้นสุด ส.ค., (ลบ.)	2021	2022	2023E	2024E
เงินสด	9,023	12,241	10,961	6,141
เงินลงทุนระยะสั้น				
ลูกหนี้การค้า	16,308	17,525	15,148	15,840
สินค้าคงคลัง	46,636	52,622	44,165	45,906
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	2,182	5,156	5,208	5,260
สินทรัพย์หมุนเวียนรวม	74,863	87,625	75,554	73,212
ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์	27,027	28,475	30,486	31,248
สินทรัพย์ไม่มีตัวตน	16,895	16,200	16,280	16,351
เงินลงทุน.ร่วม/กิจการร่วมค้า	12,766	12,183	12,427	12,676
เงินลงทุนระยะยาว	0	0	0	0
สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนอื่น	4,465	7,320	7,686	8,070
สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนรวม	91,741	94,945	98,438	100,315
สินทรัพย์รวม	166,604	182,569	173,992	173,527
เงินกู้ระยะสั้น	24,153	11,664	13,852	11,605
เจ้าหนี้การค้า	21,351	22,018	19,874	21,641
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	2,472	3,044	3,348	3,683
หนี้สินหมุนเวียนรวม	48,081	36,824	37,193	37,139
เงินกู้ระยะยาว	13,097	16,644	18,750	20,569
หุ้นกู้	32,525	30,619	23,605	18,605
อื่นๆ	2,754	2,785	4,509	4,917
หนี้สินรวม	104,391	94,438	92,074	89,886
ทุนจดทะเบียนชำระแล้ว	2,894	7,489	7,864	8,257
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	53,369	74,693	68,105	69,435
กำไรสะสม	98,024	122,997	133,549	138,398
ผู้มีส่วนได้เสียที่ไม่มีอำนาจควบคุม	2,213	2,623	2,917	3,219
ส่วนผู้ถือหุ้นรวม	123,094	158,657	169,502	174,654

ที่มา: ข้อมูลบริษัท, LIB Research est., * อิงราคาปิดล่าสุด

งบกระแสเงินสด

งบรวมสิ้นสุด ส.ค., (ลบ.)	2021	2022	2023E	2024E
กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน				
กำไรก่อนภาษี	9,013	6,564	5,176	6,587
ค่าเสื่อมราคา	4,184	4,324	4,410	4,498
การเปลี่ยนแปลงหมุนเวียน	(7,208)	(7,363)	567	(2,824)
เงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน	8,906	8,828	14,744	12,983
อื่นๆ				
เงินสดสุทธิจากการดำเนินงาน	6,292	5,871	13,238	11,212
กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน				
เงินสดรับจากการขาย(จ่าย)เงินลงทุน	(3,730)	(5,039)	(5,169)	(4,135)
เงินสดสุทธิจากการลงทุน	(8,104)	(5,415)	(5,508)	(4,467)
กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน				
ออกหุ้นสามัญ	0	0	0	0
เงินกู้สุทธิ หักการจ่ายคืนหนี้	497	(10,598)	(2,720)	(5,428)
เงินปันผล	(3,947)	(4,190)	(3,531)	(3,579)
เงินสดสุทธิจากการจัดหาเงิน	4,583	2,742	(8,788)	(11,562)
เงินสดเปลี่ยนแปลงสุทธิ	2,771	3,198	(1,058)	(4,817)
ผลกระทบจากอัตราแลกเปลี่ยน	38	(4)	(3)	(3)
เงินสด/เทียบเท่าเงินสดปลายงวด	8,828	12,022	10,961	6,141

อัตราส่วนทางการเงิน

งบรวมสิ้นสุด ส.ค.	2021	2022	2023E	2024E
อัตรากำไรขั้นต้น (%)	18.24	17.49	16.70	17.20
ค่าใช้จ่ายขายและบริหาร ต่อยอดขาย (%)	12.39	12.31	12.00	11.70
อัตรากำไรจากรายการดำเนินงาน (%)	5.85	5.17	4.70	5.50
อัตรากำไรก่อนรายการพิเศษ (%)	4.30	4.22	3.55	4.18
อัตรากำไรสุทธิ (%)	5.68	4.59	3.76	4.35
ROE (%)	15.01	9.56	7.64	9.05
ROA (%)	4.81	3.91	2.99	3.62
วงจรเงินสด (วัน)	109.2	119.1	130.1	113.2
อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (x)	2.0	1.3	1.4	1.3
อัตราส่วนความสามารถการจ่ายดอกเบี้ย (x)	5.1	4.0	3.2	3.8
อัตราการจ่ายเงินปันผล (%) *	6.60	5.83	4.50	5.20

อัตราส่วนเติบโต

งบรวมสิ้นสุด ส.ค., %	2021	2022	2023E	2024E
รายได้	6.53	10.31	-11.16	4.57
ค่าใช้จ่ายขายและบริหาร	13.47	9.65	-13.41	1.95
EBITDA	3.87	-0.53	-11.86	14.13
EBIT	-0.86	-9.13	-10.97	21.41
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	-1.55	8.31	-25.22	22.83
กำไรสุทธิ	28.29	-10.92	-27.09	20.77

สมมติฐานสำคัญ

งบรวมสิ้นสุด ส.ค.	2021	2022	2023E	2024E
ยอดขาย	4,508	4,437	4,020	4,190
อัตรากำไรขั้นต้น	18.20	17.49	16.70	17.20
ค่าเงินบาท	31.29	35.07	34.50	34.50

Disclosures & Disclaimer

รายงานนี้ ถูกจัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ และเพื่อให้ข้อมูลเท่านั้น มิใช่การชักจูงให้ซื้อหรือขายหุ้นที่กล่าวถึงในรายงานฉบับนี้ นักลงทุนควรตระหนักเสมอว่า ราคาหุ้นอาจเคลื่อนไหวผันผวน เพิ่มขึ้น และลดลงได้ตลอดเวลา ความเห็น หรือคำแนะนำต่างๆ จัดทำขึ้นบนการวิเคราะห์เชิงเทคนิค และทางปัจจัยพื้นฐาน อาจมีความแตกต่างกันได้ การประเมินมูลค่าที่เหมาะสมทางพื้นฐาน อาจแตกต่างจากการวิเคราะห์เชิงเทคนิค ซึ่งจะขึ้นกับปัจจัยทางด้านราคา(Price) และปริมาณการซื้อขาย(Volume) ซึ่งแตกต่างไปจากการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐานซึ่งประเมินมาจากการคาดการณ์ผลการดำเนินงานบริษัท ดังนั้น ผลตอบแทนของนักลงทุนจึงอาจต่ำกว่าต้นทุนได้ ขณะที่ผลตอบแทนจากการลงทุนในอดีตไม่สามารถสะท้อนถึงผลตอบแทนในอนาคตได้ บทวิเคราะห์นี้ไม่ได้มีจุดประสงค์เพื่อแนะนำการลงทุนเพื่อบุคคลใดเป็นการเฉพาะ และเพื่อวัตถุประสงค์เฉพาะเจาะจงต่อการลงทุน ฐานะทางการเงิน และความต้องการส่วนบุคคลของนักลงทุนที่อ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ ดังนั้น นักลงทุนจึงควรใช้วิจารณญาณ ในการอ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

การจัดทำรายงานฉบับนี้ ได้อ้างอิงมาจากแหล่งข้อมูลที่ได้รับการยอมรับว่ามีความน่าเชื่อถือ แต่ไม่ได้เป็นการรับรองจาก บล.ลิวอเรเตอร์ ดังนั้นผลที่ตามมาทั้งในส่วนของความแม่นยำ หรือเรียบร้อยสมบูรณ์จึงไม่ได้เป็นความรับผิดชอบจากทาง บล.ลิวอเรเตอร์ และ เจ้าหน้าที่, กรรมการ, และหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง และ/หรือพนักงาน จะไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อการสูญเสียต่างๆ ที่เกิดขึ้นทั้งทางตรง หรือทางอ้อมจากการใช้รายงานฉบับนี้ ข้อมูล, ความเห็น และคำแนะนำที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ตลอดเวลา โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า

ในบทวิเคราะห์นี้ อาจมีการคาดการณ์ผลการดำเนินงานล่วงหน้า ด้วยการใช้อำนาจ เช่น “คาดว่า” “เชื่อว่า” “คาดการณ์ว่า” “มีแนวโน้มว่า” “มีแผนว่า” “ประมาณการ” หรือ อาจมีการอธิบายว่า เหตุการณ์นี้ “อาจ” เกิดขึ้น หรือ เหตุการณ์นี้ “เป็นไปได้” ที่จะเกิดขึ้น เป็นต้น การคาดการณ์ล่วงหน้าดังกล่าวนี้ จะอยู่บนพื้นฐานของสมมติฐานที่ตั้งขึ้นและอ้างอิงบนข้อมูลในปัจจุบัน และยังมีขึ้นอยู่ด้วยความเสี่ยงและความไม่แน่นอนที่จะทำให้ผลการดำเนินงานที่แท้จริงแตกต่างไปจากที่คาดการณ์ได้ นักลงทุนจึงไม่ควรใช้การคาดการณ์ล่วงหน้านี้เป็นหลักในการตัดสินใจลงทุน โดยหลังจากวันที่บทวิเคราะห์ถูกเผยแพร่ออกไป บล.ลิวอเรเตอร์ ไม่ถือเป็นภาระผูกพันในการปรับประมาณการ หากจะมีข้อมูลใหม่ หรือเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิดเกิดขึ้น

บล.ลิวอเรเตอร์ รวมถึงเจ้าหน้าที่, กรรมการ และพนักงาน ซึ่งรวมถึงหน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับการจัดทำ หรือการเผยแพร่บทวิเคราะห์นี้ อาจมีส่วนร่วม หรือมีสิทธิลงทุนในหุ้นตัวนี้ หรือ มีส่วนได้เสียต่างๆ กับผู้ที่ออกหลักทรัพย์นี้ นอกจากนี้ ราคาหุ้นอาจเคลื่อนไหวไปตามสิ่งที่เสนอในบทวิเคราะห์นี้ บล.ลิวอเรเตอร์ มีสิทธิใช้ข้อมูลในรายงานนี้ ก่อนที่รายงานนี้จะถูกเผยแพร่ออกไปภายใต้ขอบเขตที่กฎหมายรับรองเท่านั้น กรรมการ, เจ้าหน้าที่ และ/หรือพนักงานของ บล.ลิวอเรเตอร์ ทำหนึ่งทำใด หรือมากกว่าหนึ่งทำ สามารถเป็นกรรมการในบริษัทจดทะเบียนนี้ได้

บทวิเคราะห์นี้ ถูกทำขึ้นเพื่อลูกค้าของ บล.ลิวอเรเตอร์ และห้ามนำไปแก้ไข ดัดแปลง แจกจ่าย และจัดทำใหม่ ไม่ว่าจะเป็นส่วน หรือเพิ่มเติม หากไม่ได้รับอนุญาตจาก บล.ลิวอเรเตอร์ เป็นการล่วงหน้า ทั้งนี้ บล.ลิวอเรเตอร์ จะไม่รับผิดชอบต่อผลที่ตามมาจากการกระทำของบุคคลที่ 3 ที่กระทำสิ่งที่ได้ห้ามไว้ดังกล่าว

นิยาม : บล.ลิวอเรเตอร์ กำหนดคำแนะนำการลงทุนด้วยการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐานไว้ 3 ระดับ ดังต่อไปนี้

- ซื้อ (BUY) ใช้สำหรับหุ้นที่ฝ่ายวิจัยฯ คาดว่าจะให้ผลตอบแทนคาดหวัง ระหว่างส่วนต่างราคาหุ้นในปัจจุบัน กับราคาเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐาน (Capital gain) มากกว่า 10%
- ถือ (HOLD) ใช้สำหรับหุ้นที่ฝ่ายวิจัยฯ คาดว่าจะให้ผลตอบแทนคาดหวัง ระหว่างส่วนต่างราคาในหุ้นปัจจุบัน กับราคาเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐาน (Capital gain) ระหว่าง -10% ถึง +10%
- ขาย (SELL) ใช้สำหรับหุ้นที่ฝ่ายวิจัยฯ คาดว่าจะให้ผลตอบแทนคาดหวัง ระหว่างส่วนต่างราคาในหุ้นปัจจุบัน กับราคาเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐาน (Capital gain) ตดลบมากกว่า 10% ขึ้นไป

โดยคำแนะนำด้วยการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐานนี้ อาจ “เหมือน” หรือ “แตกต่าง” กับคำแนะนำทางเทคนิครายวัน หรือคำแนะนำในเชิงกลยุทธ์ได้ นักลงทุนควรพิจารณาคำแนะนำในบทวิเคราะห์อย่างรอบคอบร่วมกับ ลักษณะพฤติกรรมกรรมการลงทุน และความสามารถในการรับความเสี่ยงได้ของนักลงทุน ก่อนตัดสินใจลงทุน

