

# TS FLOUR MILL

## 1 ส่วนผสมในปัจจัย 4 ของคุณ

**4 เหตุผลที่เราเริ่มต้นคำแนะนำ "ซื้อ" 1) ขยายกำลังการผลิตเท่าตัวหนุนกำไรเติบโตเฉลี่ย 35% ต่อปี 2) ราคาต้นทุนวัตถุดิบทรงตัวในระดับต่ำ และการแข็งค่าของเงินบาทหนุนอัตรากำไรขึ้นต้นอยู่ในระดับสูง 3) ราคาหุ้น ณ ปัจจุบันซื้อขายด้วย PER ที่ต่ำกว่ากลุ่ม MAI และกลุ่มพาณิชย์ 4) คาด surprise ตลาดด้วยการจ่ายเงินปันผลระหว่างกาล เราคาดหวังปี 2560 ที่ 0.22 บาท คิดเป็นผลตอบแทน 4.4% เริ่มต้นคำแนะนำซื้อ ราคาเป้าหมายปี 2561 ที่ 7.10 บาท**

### ขยายกำลังการผลิตหนุ่ยรายได้ และอัตรากำไรเติบโต

TMILL เพิ่มกำลังการผลิตด้วยเงินลงทุน 550 ล้านบาท จากเดิม 250 ตัน/วัน เป็น 500 ตัน/วัน เนื่องจากกำลังการผลิตเดิมเต็ม แต่ความต้องการของลูกค้ายังเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง และมีโอกาสขยายฐานลูกค้าไปยังต่างจังหวัด และประเทศเพื่อนบ้านมากขึ้น ทำให้กำลังการผลิตของ TMILL ใหญ่เป็นอันดับ 3 ของประเทศ โดยกำลังการผลิตใหม่ติดตั้งแล้วเสร็จตั้งแต่เดือน เม.ย. 2558 เริ่มผลิตเต็มในปี 2559 และเต็มเม็ดเต็มหน่วยมากขึ้นใน 1H60 พร้อมอัตรากำไรที่สูงขึ้น ดังจะเห็นได้จากกำไรปกติ 1H60 เติบโต 89% YoY ปัจจุบันอัตราการใช้กำลังการผลิตอยู่ที่ราว 70% ราคาที่ 75¢ ในปี 2561 และ 80¢ ในปี 2562 หนุ่ยรายได้เติบโตเฉลี่ยต่อปีที่ 8% CAGR (2559 – 2564) อัตราการใช้กำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นยังช่วยหนุนอัตรากำไรขึ้นต้นให้อยู่ในระดับสูง คาด 18.7% ในปี 2560 และ 18.8% ในปี 2561 – 2562

### ราคาข้าวสาลียังทรงตัวในระดับต่ำ แต่ความต้องการแบ่งยังเติบโต

ราคาข้าวสาลียังทรงตัวในระดับต่ำ เนื่องจากปริมาณผลผลิตที่ Black sea คาดการณ์ว่าจะออกมาสูงกว่าที่ตลาดคาด แม้จะมีการฟื้นตัวบ้าง บริษัทได้ติดตามสถานการณ์ราคาอย่างใกล้ชิด เพื่อล๊อคราคาซื้อวัตถุดิบในช่วงที่ราคายังปรับตัวขึ้นไม่มาก และอาจขายได้ในราคาตลาด หากเมื่อราคาปรับตัวขึ้น ทำให้อัตรากำไรของบริษัทยังทรงตัวในระดับสูง โดยบริษัทมีเป้าหมายการรักษาระดับอัตรากำไรขึ้นต้นไม่ต่ำกว่า 15% ขณะที่ค่าเงินบาทที่แข็งค่าเป็นแรงบวกอีกทางต่ออัตรากำไรขึ้นต้น เพราะนำเข้าข้าวสาลี 100% เป็นเงินสด USD แต่มีรายได้หลักเป็นเงินบาทจากการจำหน่ายในประเทศ 100% ส่วนความต้องการภายในประเทศยังเติบโตต่อเนื่อง เพราะแบ่งสาลีเป็นส่วนผสมในการทำขนมปัง เบเกอรี่ บะหมี่ และบะหมี่กึ่งสำเร็จรูป ซึ่งถือได้ว่าเป็นปัจจัย 4 ในชีวิตประจำวันของคนไทยไม่ต่างจากข้าวเจ้า จากอิทธิพลของวัฒนธรรมตะวันตกส่งผลให้ในแต่ละมือของคนไทยมีความข้องเกี่ยวกับแบ่งสาลีมากขึ้น

### กำไรเติบโตสูง พร้อมผลตอบแทนจากเงินปันระดับสูง

เรคาดกำไรปี 2560 – 2561 ที่ 100 และ 122 ล้านบาท ตามลำดับ เพิ่มขึ้น 45% YoY และ 22% YoY และคาดการณ์เติบโตเฉลี่ยที่ 35% ต่อปี CAGR 5 ปี(2559 – 2564) โดยเราใช้วิธี DCF ในการประเมินมูลค่า ด้วย WACC 9.2%, Terminal growth 2% เนื่องจากเป็นธุรกิจที่เติบโตตามการบริโภคภายในประเทศ ได้ราคาเป้าหมายปี 2561 ที่ 7.10 บาท (Fully dilution) เทียบเท่า PER 2561 ที่ 23 เท่า และราคาปัจจุบันซื้อขายที่ PER 2561 ที่ 16.3 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่ม MAI ที่สูงกว่า 30 เท่า และหุ้นกลุ่มพาณิชย์ที่ 26 เท่า เริ่มต้นคำแนะนำซื้อ พร้อมคาดปันผลระหว่างกาล 1H60 ที่ 0.14 บาท คิดเป็นผลตอบแทน 2.8% และทั้งปี 2560 ที่ 0.22 คิดเป็นผลตอบแทน 4.4%

FYE Dec (THBmn.)	2015A	2016A	2017F	2018F
Revenue	1,273	1,339	1,410	1,597
EBITDA	131	147	185	216
Core Profit	57	69	100	122
Net Profit	57	69	100	122
Core EPS (Fully dilution)	0.19	0.20	0.29	0.31
Core EPS Growth (%)	6.4	6.8	44.8	4.0
DPS	0.08	0.15	0.22	0.23
Core P/E (x)	26.3	24.6	17.0	16.4
P/BV (x)	2.2	2.1	2.0	2.0
Dividend Yield (%)	1.6	3.0	4.3	4.6
Net gearing (%)	97.1	34.3	44.7	27.5
ROE (%)	7.2	8.6	12.0	12.1

Source : Company, Yuanta

**Initiate**

**TMILL | BUY**  
(Initiate)

Theethanat Jindarat

Tel. 662 009 8071

Mail Theethanat.j@yuanta.co.th

ID 039916



## Opinion & Key Statistic

**TARGET PRICE (Baht)** | **7.10**  
(Initiate)

**MARKET PRICE (Baht)** | **4.98**

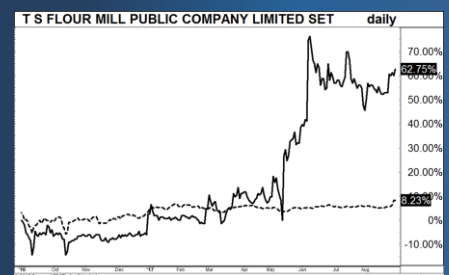
**Upside** | **42.0%**

Bloomberg code | TMILL TB  
Valuation Method | DCF  
Corporate Gov. Rating | 4  
Paid-Up Capital (Bt million) | 342.26  
Par Value (Bt/share) | 1.00

Free Float (%) | 28.76%  
52w High/Low (Baht) | 5.50 / 2.50  
3m Avg. turnover (THBmn) | 47.97  
Market cap (THBmn) | 1,704.45

### Major Shareholders

Thai Sugar Terminal Pcl. | 69.3 %  
Mr. Chaisith Viriyamettakul | 3.46 %  
Mrs. Arunee Dejvituk | 1.21 %



Stock: \_\_\_\_\_

SET : \_\_\_\_\_

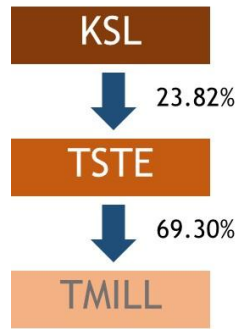
### ข้อมูลทั่วไปบริษัท

บริษัท ที เอส ฟลาวมิลล์ จำกัด (มหาชน) ซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ MAI ด้วยชื่อย่อ TMILL ปัจจุบันมีทุนจดทะเบียนและชำระแล้วที่ 342 ล้านบาท (ราคาพาร์ 1 บาท) แต่หากมีการใช้สิทธิใน TMILL-W1 ครบเต็มจำนวนจะเพิ่มเป็น 399 ล้านบาท ซึ่งเรารวม Dilution effect ไว้ในการประเมินมูลค่าแล้ว

TMILL เป็นผู้นำเข้าข้าวสาลีซึ่งเป็นส่วนประกอบในต้นทุนขายราว 90% จากประเทศสหรัฐอเมริกา ออสเตรเลีย และแคนาดา เพื่อนำมาแปรรูปเป็นผลิตภัณฑ์แป้งสาลีและจำหน่ายให้แก่ลูกค้าภายในประเทศ ใช้กระบวนการผลิตในทุกขั้นตอนถูกควบคุมด้วยคอมพิวเตอร์ตลอด 24 ชั่วโมง ปัจจุบันมีกำลังการผลิต 500 ตันข้าวสาลีต่อวัน ผลิตประมาณ 26 วันต่อเดือน โดยวัตถุดิบ 100 ตัน สามารถผลิตแป้งสาลีได้ประมาณ 75% (75% Yield)

โครงสร้างบริษัท มีผู้ถือหุ้นใหญ่คือ บมจ. ไทยซูการ์ เทอมีเนล (TSTE) จำนวน 69.3% ซึ่ง บมจ. น้ำตาลขอนแก่น (KSL) ถือหุ้นใน TSTE อยู่ 23.82% เท่ากับว่า KSL ถือหุ้นใน TMILL ทางอ้อมอยู่ที่ราว 16.51%

Figure 1: TMILL shareholder structure



Source: Company, Yuanta

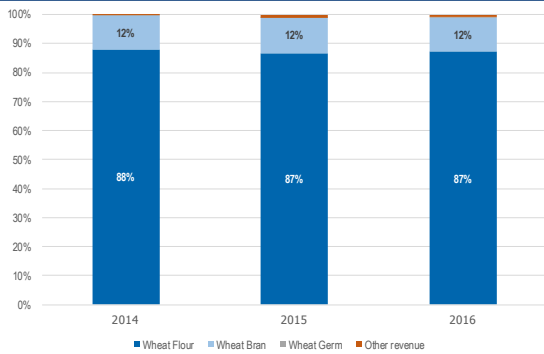
TMILL มีรายได้หลักจากการผลิตและจำหน่ายแป้งสาลีคิดเป็นสัดส่วน 87% ในปี 2559 รองลงมาเป็นการจำหน่ายข้าวสาลีซึ่งเป็นผลิตภัณฑ์พลอยได้จากการผลิตแป้งสาลีคิดเป็นสัดส่วน 12% บริษัทนำเข้าข้าวสาลีจากประเทศสหรัฐอเมริกา และออสเตรเลียเป็นหลัก เพื่อนำมาเข้ากระบวนการไม่แป้งเพื่อผลิตแป้งสาลีประเภทต่างๆ ที่มีปริมาณโปรตีนแตกต่างกันไป ตามลักษณะการใช้งาน ประกอบด้วยแป้งขนมปังคิดเป็นสัดส่วน 26% ของรายได้ทั้งหมดในปี 2559 และคิดเป็นสัดส่วน 30% ของรายได้จากการจำหน่ายแป้งสาลีทั้งหมด รองลงมาเป็นแป้งเอนกประสงค์ และ แป้งขนมเค้กคิดเป็นสัดส่วน 22% และ 17% ของรายได้จากแป้งสาลีทั้งหมดในปี 2559 โดยแป้งทุกประเภทมีอัตรากำไรขั้นต้นในช่วง 15 – 19% ขึ้นอยู่กับปริมาณโปรตีน โดยมีแป้งซาลาเปา และแป้งเค้ก มีอัตรากำไรขั้นต้นสูงกว่า 20% เนื่องจากการผลิตค่อนข้างยาก มีขั้นตอนการผลิตหลายขั้นตอน ซึ่งรวมอยู่ในแป้งอื่นๆ ในรายได้จากการจำหน่ายแป้งสาลีซึ่งคิดเป็นสัดส่วนประมาณ 1%

Figure 2: TMILL Products

ตราสินค้า	การใช้งาน	ปริมาณโปรตีน
เส้นหยก	เส้นบะหมี่แบบจีน	11-13%
เส้นเหลือง	เส้นบะหมี่แบบญี่ปุ่น	10-11%
เส้นทอง	บะหมี่กึ่งสำเร็จรูป	10-12%
แป้งแดง	แป้งขนมปัง	13-14%
ลูกกลิ้ง	แป้งอบเนกประสงค์	10-11%
กั๊กหั่น	แป้งบิสกิต	9-10%
หลงเป่า	แป้งซาลาเปา/ซาลี่	7-9%
คูโก้	ปาฟองโก้	11-13%
หัวใจ	บัตเตอร์เค้ก	7-9%
ปังทอง	ขนมปังโฮลวีท	โฮลวีท 50%

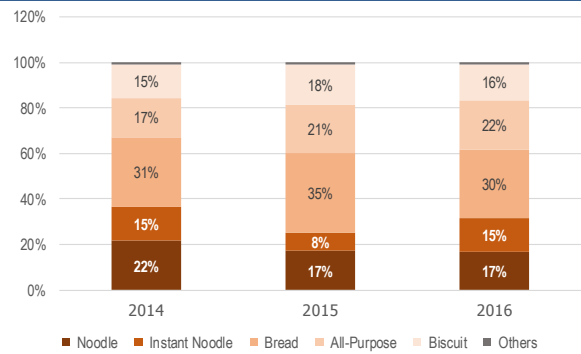
Source: Company, Yuanta

Figure 3: Total Revenue Breakdown



Source: Company, Yuanta

Figure 4: Revenue from wheat flour breakdown



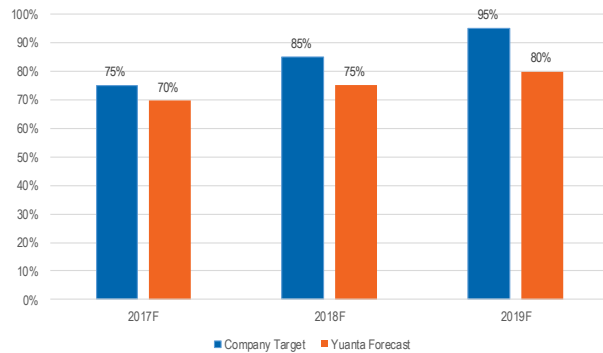
Source: Company, Yuanta

### ขยายกำลังการผลิตเท่าตัว

TMILL ได้ขยายกำลังการผลิตแป้งสาลีขึ้นเท่าตัว จากระดับ 250 ตัน/วัน เป็น 500 ตัน/วัน หรือ 156,000 ตัน/ปี (ผลิต 26 วันต่อเดือน) ด้วยเงินลงทุน 550 ล้านบาท ส่งผลให้ TMILL เป็นผู้ผลิตแป้งสาลีที่มีกำลังการผลิตใหญ่เป็นอันดับ 3 ของประเทศ โดยกำลังการผลิตใหม่ติดตั้งแล้วเสร็จตั้งแต่เดือนเม.ย. 2558 แต่กำลังการผลิตเริ่มผลิตได้เต็มในปี 2559 ขณะที่ปี 2560 เป็นปีที่เริ่มเห็นการเติบโตของรายได้ชัดเจนจากอัตราการใช้กำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้น โดยอัตราการใช้กำลังการผลิตที่รวมกำลังการผลิตใหม่อยู่ที่ 66% และ 71% ใน 2Q60 ขณะที่เป้าหมายของบริษัทปี 2560 - 2562 ตั้งไว้ที่ 75%, 85% และ 95% ตามลำดับ ซึ่งเราประเมินว่าเป้าหมายดังกล่าว บริษัทอาจต้องเร่งขยายตลาดด้วยการทำสงครามราคา ซึ่งจะกดดันอัตรากำไรขั้นต้น

Company

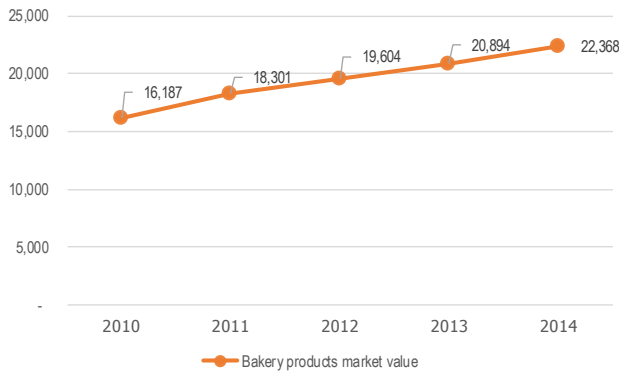
อย่างไรก็ตาม ภาพรวมทั้งปีเราคาดว่าอัตราการใช้กำลังการผลิตปี 2560 ที่เพียง 70% เนื่องจากบริษัทเน้นการรักษาระดับอัตรากำไรขั้นต้นไม่ต่ำกว่า 15% ทำให้มีความเป็นไปได้ว่าอัตราการใช้กำลังการผลิตจริงอาจต่ำกว่าเป้าหมายของบริษัทที่วางไว้ ซึ่งเรามีมุมมองบวกมากกว่าการเร่งเพิ่มอัตราการใช้กำลังการผลิตโดยใช้สงครามราคา เพราะจะกดดันอัตรากำไรขั้นต้นในที่สุด เราประเมินอัตราการใช้กำลังการผลิตปี 2560 - 2562 ที่ 70%, 75% และ 80% ตามลำดับ แม้กระทั่งปี 2564 เรายังประเมินอัตราการใช้กำลังการผลิตที่เพียง 85% ซึ่งเป็นระดับที่ Conservative แต่ TMILL อาจทำได้ดีกว่าที่เราคาด เพราะการเติบโตของการบริโภคแป้งสาลีในประเทศมีการเติบโตต่อเนื่อง และถือเป็น 1 ในส่วนผสมสำหรับอาหารมือหลักมือหนึ่งของมนุษย์ ซึ่งอาจเรียกได้ว่าเป็น 1 ในปัจจัย 4 ของมนุษย์ในปัจจุบันก็ว่าได้

**Figure 5: Utilization rate**


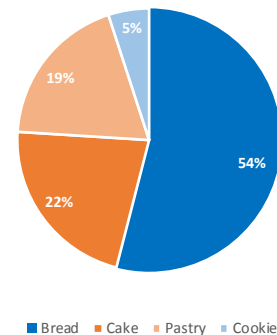
Source: Company, Yuanta

การเพิ่มกำลังการผลิต ทำให้บริษัทสามารถรองรับคำสั่งซื้อจากลูกค้าเก่าที่เดิมไม่สามารถผลิตให้ได้ เนื่องจากกำลังการผลิตไม่พอ และยังสามารถขยายไปยังตลาดต่างจังหวัดได้ จากที่ปัจจุบันกลุ่มลูกค้าอยู่ที่เพียงเขตกรุงเทพฯ และปริมณฑล โดยจะเริ่มที่ภาคเหนือและภาคตะวันออกเฉียงเหนือเป็นอันดับแรก อาจทำให้อัตราการใช้กำลังการผลิตเร่งตัวขึ้นได้เร็วกว่าคาด

ปัจจุบันผู้ผลิตแป้งสาลีในประเทศสามารถตอบสนองความต้องการภายในประเทศได้เพียง 80% เท่านั้น โดยอีก 20% ยังมีการนำเข้าจากต่างประเทศ บริษัทเล็งเห็นโอกาสทางธุรกิจนี้ จึงตัดสินใจลงทุนขยายกำลังการผลิต นอกจากนี้ตลาดในประเทศเพื่อนบ้านที่การบริโภคขยายตัวสูง เป็นโอกาสทางธุรกิจที่บริษัทอยู่ระหว่างการศึกษาค่าความเป็นไปได้เช่นกัน

**Figure 6: Bakery products market value**


Source: Food intelligence center Thailand

**Figure 7: Bakery products breakdown by value, 2015**


Source: Food intelligence center Thailand

### ราคาวัตถุดิบขึ้นกระทบอัตรากำไรจำกัด

กรณีที่ราคาข้าวสาลีซึ่งเป็นต้นทุนหลักของบริษัทราว 90% ของต้นทุนขายทั้งหมดปรับตัวลง บริษัทจะลดราคาขายแป้งสาลีลงเช่นกัน แต่ในอัตราต่ำกว่าราคาต้นทุนที่ลดลง ขณะที่ในช่วงคาบเกี่ยวระหว่างราคาข้าวสาลีที่ปรับตัวลงและพลิกมาปรับตัวขึ้นเร็ว จะเป็นบวกรต่ออัตรากำไรขึ้นต้นมากที่สุด เพราะบริษัทมีสต็อกสินค้าที่ราคาต่ำเก็บไว้ขณะที่ราคาตลาดของข้าวสาลีที่เพิ่มขึ้นทำให้ราคาแป้งสาลีขยับขึ้นเช่นกัน ขณะที่ขาขึ้นของราคาข้าวสาลีบริษัทสามารถปรับขึ้นราคาแป้งสาลีได้ ในกรณีที่การปรับขึ้นราคายังอยู่ในกรอบที่แจ้งกับกรมการค้าภายในบริษัทสามารถปรับขึ้นได้ทันที แต่หากสูงกว่ากรอบดังกล่าวจะต้องแจ้งล่วงหน้าอย่างน้อย 1 เดือน ซึ่งกรณีนี้จะกระทบอัตรากำไรบ้างในช่วงสั้น

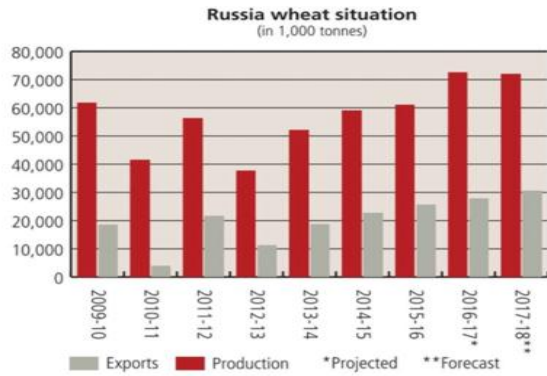
Company

ปัจจุบันราคาข้าวสาลียังอยู่ในช่วงขาลงแม้ว่าจะปรับตัวขึ้นเดือน ก.ค. ก่อนข้างมาก แต่ก็ทยอยปรับตัวลงในเดือน ส.ค. 9% MoM จากความคาดหวังปริมาณการเก็บเกี่ยวที่ Black Sea อาจมากกว่าคาด และผลผลิตในรัสเซียยังคงเพิ่มขึ้น ดังจะเห็นได้จาก IGC Grains & Oilseeds Index (GOI)

หากพิจารณาที่ราคาข้าวสาลีล่วงหน้าเดือน ก.ย. 2560 จนถึงเดือนใกล้สุดคือ ก.ค. 2561 จะพบว่ามีการปรับตัวสูงขึ้นจากระดับ USD402.6/Bushel สู่ระดับ USD480.0/Bushel แม้ว่าจะปรับตัวขึ้น แต่ยังคงต่ำกว่าระดับปกติที่ราว USD500/Bushel ทั้งนี้บริษัทได้ติดตามทิศทางราคาของข้าวสาลีอย่างต่อเนื่อง เพื่อ

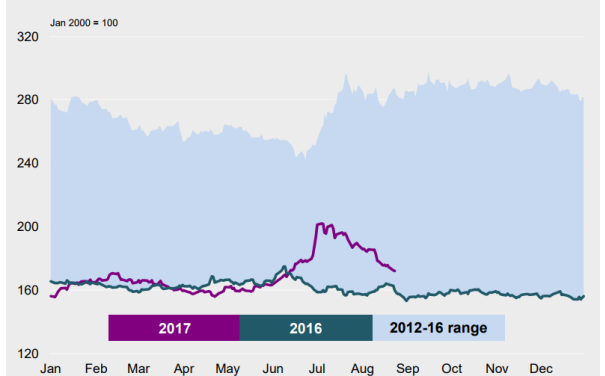
บริหารต้นทุนการผลิตของบริษัท เพราะหากราคาตลาดมีแนวโน้มปรับตัวขึ้นบริษัทจะเร่ง สต็อกวัตถุดิบ หรือลือคราคาล่วงหน้า เพื่อไปขายในช่วงที่ราคาตลาดสูงขึ้นซึ่งจะทำให้ต้นทุนอยู่ในระดับสูง

Figure 8: Russia wheat situation



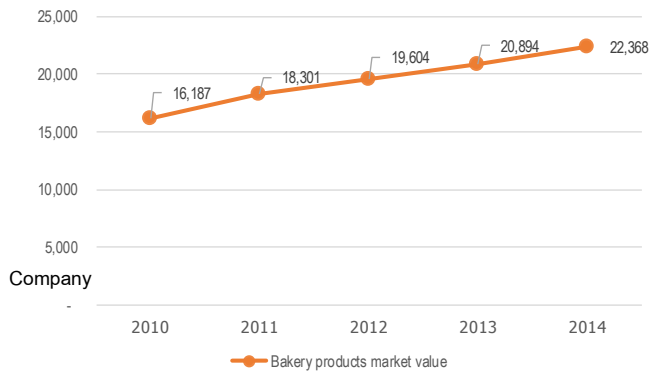
Source: US development of agriculture

Figure 9: Wheat : GOI Sub-Index



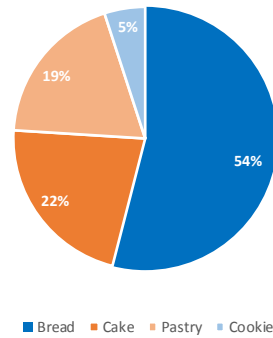
Source: [www.igc.int](http://www.igc.int)

Figure 10: Bakery products market value



Source: Food intelligence center Thailand

Figure 11: Bakery products breakdown by value, 2015



Source: Food intelligence center Thailand

Figure 12: Wheat futures price as of 29 Aug 2017

Futures							
@W - WHEAT - CBOT							
Month	Open	High	Low	Last	Change	Close	Time
Sep 17	403'0	406'6	403'0	405'4	2'6	402'6	02:26A
Dec 17	429'4	433'0	429'4	431'6	2'0	429'6	02:27A
Mar 18	453'2	456'0	453'2	455'2	1'6	453'4	02:27A
May 18	467'4	469'4	467'4	468'6	1'2	467'4	02:27A
Jul 18	480'0	482'0	480'0	481'4	1'4	480'0	02:27A

Source: Company, Yuanta

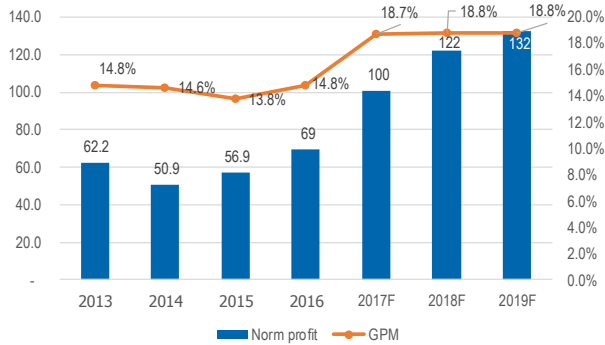
Company

### ผลประกอบการ

คาดผลประกอบการทั้งปี 2560 ที่ 100 ล้านบาท เติบโต 45% YoY โดย 1H60 กำไรปกติอยู่ที่ 60 ล้านบาท คิดเป็นสัดส่วน 60% โดยเรายังระมัดระวังต่อผลประกอบการ 2H60 เนื่องจากคาดว่าอาจเห็นการชะลอตัว 5-10% QoQ เนื่องจากราคาวัตถุดิบที่ปรับตัวสูงขึ้น ทำให้บริษัทปรับราคาขายขึ้นทำให้ลูกค้าบางส่วนชะลอการสั่งซื้อเพื่อรอดูทิศทางราคา แต่ยังคงนับเป็นการเติบโตสูงถึง 40-50% YoY ขณะที่ 4Q60 เป็นช่วง High season ของธุรกิจ เพราะปกติแล้วเป็นช่วงที่มีการจับจ่ายและเทศกาลรื่นเริง รวมถึง high season ของการท่องเที่ยวทำให้ความต้องการอาหารประเภทเค้กและขนมปังมากขึ้น แต่เรายังประมาณการไว้ต่ำกว่ากำไรใน 1Q60 เพราะเป็นไตรมาสที่อัตรากำไรขั้นต้นสูงกว่าปกติ จากการที่ราคาวัตถุดิบปรับลงแรง

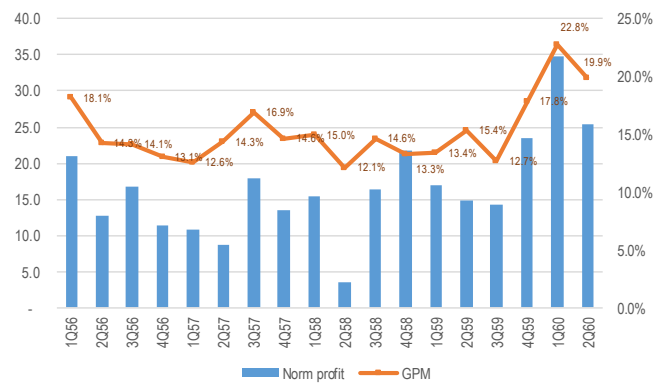
ขณะที่ปี 2561 เราคาดกำไรปกติที่ 122 ล้านบาท เติบโต 22% YoY และคาดการณ์กำไรเติบโตเฉลี่ยต่อปีที่ 35% ต่อปี CAGR (2559 – 2564) โดยมีปัจจัยหนุนหลักจากกำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นเท่าตัว ทายอดถูกใช้เพิ่มขึ้นตามลำดับ โดยเราคาดปี 2560 มีอัตราการใช้กำลังการผลิตที่ 70% และ เป็น 85% ในปี 2564 ซึ่งยังต่ำกว่าเป้าหมายของบริษัทที่ 95% ภายในปี 2562

Figure 13: Yearly profit vs GPM



Source: Company, Yuanta

Figure 14: Quarterly yprofit vs GPM



Source: Company, Yuanta

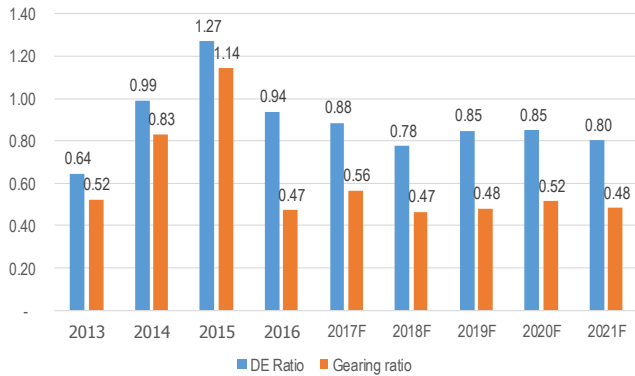
### ผลตอบแทนจากเงินปันผล 4-5% ต่อปี

ด้วยผลประกอบการ 1H60 ที่เติบโตถึง 89% YoY ทำให้มีโอกาสสูงที่ TMILL อาจประกาศจ่ายเงินปันผลระหว่างการได้อีกครั้งหลังจากจ่ายปันผลระหว่างการครั้งแรกในปี 2559 และน่าจะต่อเนื่องในอนาคต เราคาดปันผลระหว่างการงวด 1H60 ที่ 0.14 บาท/หุ้น (+76% YoY) คิดเป็นผลตอบแทน 2.8% และทั้งปี 2560 ที่ 0.22 บาท/หุ้น คิดเป็นผลตอบแทน 4.4% และปี 2561 คาดที่ 0.23 บาท/หุ้น คิดเป็นผลตอบแทน 4.6%

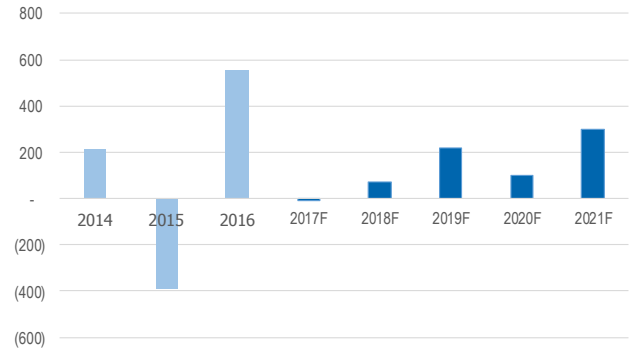
### ฐานะทางการเงินแข็งแกร่ง หมดยุคของการลงทุนใหญ่แล้ว

สิ้น 2Q60 มีหนี้สินที่มีดอกเบี้ยเพียง 501 ล้านบาท มีอัตราส่วนทุนหมุนเวียนที่ 1.2 เท่า อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนที่ 0.9 เท่า และ Gearing Ratio ต่ำเพียง 0.3 เท่า เนื่องจากได้ชำระคืนหนี้สินที่มีดอกเบี้ยไปแล้วโดยใช้เงินจากการเพิ่มทุน และปัจจุบันหมดยุคของการลงทุนครั้งใหญ่ของบริษัทไปแล้ว คาดว่าจะลงทุนรอบใหม่อีกครั้งในช่วงปี 2563 – 2564 เนื่องจากเป็นจุดที่ต้องเริ่มพิจารณาขยายกำลังการผลิตอีกครั้งเมื่ออัตราการใช้กำลังการผลิตเริ่มแตะระดับ 80% อย่างไรก็ตามบริษัทมีความจำเป็นในการเพิ่มทุนน้อยลงหากต้องลงทุนเพิ่มในอนาคต เนื่องจากมีกระแสเงินสดจากการดำเนินงานเฉลี่ยต่อปีในระดับ 200 ล้านบาทต่อปีหลังจากนี้ไป และมีความสามารถในการก่อหนี้ได้อีกมาก

Company

**Figure 15: DE ratio vs Gearing ratio**


Source: Company, Yuanta

**Figure 16: TMILL's Cash flow from operation**


Source: Company, Yuanta

### ความเสี่ยง

- เนื่องจากบริษัทมีการนำเข้าวัตถุดิบ 100% คือข้าวสาลีจากต่างประเทศทำให้มีรายจ่ายค่าวัตถุดิบเป็น USD ขณะที่รายได้ทั้งหมดอยู่ในประเทศซึ่งเป็นค่าเงินบาท ส่งผลให้มีความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน โดยทุก 1 บาทของค่าเงินบาทที่อ่อนค่าลง จะส่งผลต้นทุนแป้งสาลีเพิ่มขึ้น 13 บาท/กระสอบ หรือราว 0.58 บาท/ ก.ก. หรือ การการอ่อนค่าของเงินบาททุก 1% กระทบประมาณการกำไรปกติของเราลดลง 8%
- ราคาข้าวที่ปรับตัวลงอาจกระทบความต้องการบริโภคแป้งสาลีลดลง

Company

### การประเมินมูลค่า

เราใช้วิธี DCF ในการประเมินมูลค่าหุ้นของ TMILL เนื่องจากเป็นผู้จำหน่ายวัตถุดิบในการผลิตอาหารพื้นฐานเช่น ขนมปัง เค้ก บะหมี่ บะหมี่กึ่งสำเร็จรูป ผลประกอบการขึ้นอยู่กับบริบทในประเทศเป็นหลักเช่นเดียวกับหุ้นในกลุ่มพาณิชย์ เราประเมินมูลค่าโดยใช้ WACC ที่ 9.2% และ Terminal growth ที่ 2% ได้ราคาเป้าหมายปี 2561 ที่ 7.10 บาท มี Upside gain 42% ที่ราคาปัจจุบันเทียบเท่า PER 2560 – 2561 ที่ 17.0 เท่า และ 16.3 เท่า ตามลำดับ ซึ่งยังต่ำกว่าค่าเฉลี่ยหุ้นในกลุ่ม MAI ที่มากกว่า 30 เท่า และหุ้นกลุ่มพาณิชย์ที่ราว 31 เท่า ขณะที่อัตราการเติบโตของกำไรเฉลี่ย 35% CAGR 5 ปี (2559 – 2564) เริ่มต้นคำแนะนำ **ซื้อ**

**Figure 17: Valuation table**

n	1	2	3	4	5
Operating Cash flow	(10.3)	71.2	218.7	101.2	300.6
<b>WACC</b>	<b>9.2%</b>				
DCF	(9)	60	168	71	193
Terminal value	4,230				
Terminal growth	2%				
PV of TV	2,718				
Total Cash flow	3,200				
Net debt	375				
EV	2,826				
# Share (Fully dilution)	399				
<b>TP</b>	<b>7.1</b>				
2018 PER (target PER)	23.2				
Upside	42%				

Source: Company, Yuanta

Figure 18: TMILL compare with Commerce sector

	2017F			2018F		
	NP Growth	PER	Div yield	NP Growth	PER	Div Yield
CPALL	16.3%	28.4	1.8%	16.2%	24.5	2.0%
BEAUTY	49.40%	41.1	2.2%	25.1%	32.4	2.8%
TKN	9.60%	33.9	2.1%	26.9%	26.1	2.8%
HMPRO	18.60%	27.6	3.0%	13.2%	25.3	3.5%
BIGC	-6.90%	25.8	1.0%	10.6%	23.3	1.1%
<b>Average</b>	<b>17.4%</b>	<b>31.4</b>	<b>2.0%</b>	<b>18.4%</b>	<b>26.3</b>	<b>2.4%</b>
<b>*TMILL</b>	<b>44.7%</b>	<b>17.0</b>	<b>4.3%</b>	<b>21.3%</b>	<b>16.4</b>	<b>4.6%</b>

Source: IAA Consensus, \*Yuanta forecast

Figure 19: Asia emerging peers comparison

Name	2017 NP Growth	2017 P/E	2017ROE	2017 Dvi yield
<b>Average</b>	<b>32.2</b>	<b>18.8</b>	<b>14.0</b>	<b>3.2</b>
<b>*TS FLOUR MILL PCL</b>	<b>44.7</b>	<b>17</b>	<b>12.0</b>	<b>4.3</b>
MALAYAN FLOUR MILLS BHD	249.3	16	8.64	3.2
DAODAOQUAN GRAIN AND OIL C-A	29.7	26	36	-
KRBL LTD	19.3	28	22.6	-
GUJARAT AMBUJA EXPORTS LTD	23.2	16	11.9	0.7
CHANGSHOUHUA FOOD CO LTD	24.9	7.3	11	2.5
SINAR MAS AGRO RES & TECH	-	12	8.63	0.7
IOI CORP BHD	9.6	39	10	2.1
EAGLE HIGH PLANTATIONS TBK P	-	117.1	-	-5
KIM LOONG RESOURCES BHD	-	6.3	15	13.7
THAI VEGETABLE OIL PCL	44.5	12	24.5	7.4

Source: Bloomberg, \*Yuanta forecast



## We Create Fortune

TMILL : BUY-7.10

### Financial Summary (Ended Dec.)

(THB mn)

Income Statement	2015	2016	2017F	2018F
Revenue	1,273	1,339	1,410	1,597
Gross Profit	175	198	263	300
EBITDA	131	147	185	216
SG&A	94	105	124	133
Net Interest Income/(Exp)	(24)	(16)	(14)	(14)
Associates & JV	-	-	-	-
Normalized Income	57	69	100	122
Extra Items	-	-	-	-
Net Income (Loss)	57	69	100	122

Balance Sheet	2015	2016	2017F	2018F
Cash & Short-Term Investment	136	106	98	191
Account Receivable	200	181	197	220
Inventory	681	532	534	657
Current Assets	1,017	820	829	1,068
Property, Plant & Equip (net)	781	743	744	713
Other Assets	3	4	4	4
Total Assets	1,801	1,567	1,578	1,784
ST Interest Baring Debt	831	383	459	454
Account Payable	71	342	173	214
LT Interest Baring Debt	4	0	7	7
Other Liabilities	102	34	102	104
Total Liabilities	1,007	758	741	779
Paid-up Capital	342	342	342	399
Retained Earnings (Loss)	170	185	213	268
Total Shareholder Equity	1,801	1,567	1,578	1,784

Key Cash Flow Statement Data	2015	2016	2017F	2018F
Net Income	57	69	100	122
Depreciation & Amortization	36	43	46	49
Change in Working Capital	-495	438	-187	-104
Change in Other ST Asset & Liability	12	5	30	4
Cash Flow From Operation	-391	555	-10	71
Capital Expenditure	-59	-8	-15	-15
Change in LT Investment	0	0	0	0
Change in Other LT Asset & Liability	-5	-0	0	0
Cash Flow From Investment	-63	-8	-15	-15
Dividend Paid	-23	-55	-72	-72
Equity Raised/(Purchased)	171	0	0	114
Change in Debt	416	-524	90	-5
Other Financing Cash Flow	0	0	0	0
Cash Flow From Financing	564	-578	17	37
Net Cashflow	110	-31	-8	93

Source : Company, Yuanta

## Company Profile

ผลิตและจำหน่ายแป้งสาลี ได้แก่ แป้งบะหมี่สด แป้งขนมปัง แป้งบะหมี่กึ่งสำเร็จรูป แป้งบิสกิต แป้งเอนกประสงค์ เป็นต้น ภายใต้ตราสินค้าของบริษัทเอง โดยเป็นการ spin off มาจาก TSTE

## Risks

1. การอ่อนค่าของค่าเงินบาท ส่งผลกระทบต่อค่าตอบแทนกำไร
2. ราคาข้าวที่ต่ำลงอาจกระทบอุปสงค์ของการบริโภคขนมปัง และบะหมี่ หรือบะหมี่กึ่งสำเร็จรูปซึ่งจะกระทบอุปสงค์ของแป้งสาลี

## We Create Fortune

TMILL : BUY-7.10

### Financial Summary (Ended Dec.)

Key Ratios	2015	2016	2017F	2018F
<b>Growth Ratios (%)</b>				
Revenue Growth	16.4	5.2	5.3	13.3
EBITDA Growth	40.2	12.1	26.2	16.5
Pretax Growth	11.7	22.7	43.5	21.3
Net Profit Growth	11.7	22.1	44.7	21.3
Norm.Profit Growth	11.7	22.1	44.7	21.3

Profitability Ratios (%)	2015	2016	2017F	2018F
Gross Profit Margin	13.8	14.8	18.7	18.8
EBITDA Margin	10.3	11.0	13.1	13.5
Operating Profit Margin	7.5	7.8	9.9	10.4
Net Profit Margin	4.5	5.2	7.1	7.6
Dividend Payout Ratio	42.1	73.9	74.0	75.0

Liquidity & Efficiency	2015	2016	2017F	2018F
Cash Conversion Cycle	276.9	111.3	165.5	183.1
Collection Days	60.7	50.0	51.7	52.7
Inventory Days	241.3	171.2	168.2	193.5
Payment Days	25.1	109.8	54.4	63.1
Current Ratio (x)	1.0	1.1	1.2	1.4

Leverage & Expense Analysis	2015	2016	2017F	2018F
Asset / Liability (x)	1.8	2.1	2.1	2.3
Net Gearing (x)	1.0	0.3	0.4	0.3
Net Interest Cover (x)	4.0	6.3	10.2	11.6
Debt / EBITDA (x)	7.7	5.2	4.0	3.6

Source : Company, Yuanta

Corporate Governance Report Rating (CG Score)



AMATA	BTS	DELTA	EGCO	INTUCH	KTB	MINT	PPS	QTC	SCB	SNC	THCOM	TSC	WAVE
AOT	BWG	DEMCO	GFPT	IRPC	KTC	MONO	PSL	RATCH	SCC	SPALI	TISCO	TTCL	
BAFS	CK	DRT	GPSC	IVL	LHBANK	NKI	PTT	SAMART	SCCC	SSSC	TKT	TU	
BAY	CPF	DTAC	GRAMMY	KBANK	LPN	NYT	PTTEP	SAMTEL	SE-ED	STEC	TMB	VU	
BCP	CPN	DTC	HANA	KCE	MBK	OTO	PTTGC	SAT	SIM	SVI	TNDT	VGI	
BIGC	CSL	EASTW	HMPRO	KKP	MCOT	PHOL	QH	SC	SITHAI	TCAP	TOP	WACOAL	






2S	ASIMAR	CGH	ERW	IRC	MBKET	PACE	PT	SIAM	SWC	THRE	TRUE	YUASA	
AAV	ASK	CHG	FORTH	JSP	MC	PAP	PTG	SINGER	SYMC	THREL	TSE	ZMICO	
ACAP	ASP	CHO	FPI	K	MEGA	PB	PYLON	SIS	SYNEX	TICON	TSR		
ADVANC	AUCT	CHOW	GBX	KSL	MFC	PCSGH	Q-CON	SMK	SYNTEC	TIPCO	TSTE		
AGE	AYUD	CI	GC	KTIS	MOONG	PDI	RICHY	SMPC	TAE	TK	TSTH		
AH	BANPU	CIMBT	GCAP	L&E	MSC	PE	ROBINS	SMT	TAKUNI	TKS	TTS		
AHC	BBL	CKP	GL	LANNA	MTI	PG	RS	SNP	TASCO	TMC	TTW		
AKP	BDMS	CM	GLOBAL	LH	MTLS	PJW	RWI	SPI	TBSP	TMI	TVD		
ALUCON	BEM	CNS	GLOW	LHK	NCH	PLANB	S	SPPT	TCC	TMILL	TVO		
AMANAHA	BFIT	CNT	GUNKUL	LIT	NOBLE	PM	S&J	SPRC	TF	TMT	TWPC		
ANAN	BLS	COL	HOTPOT	LOXLET	NSI	PPP	SABINA	SR	TFI	TNITY	UAC		
AP	BOL	CPI	HYDRO	LRH	NTV	PR	SALEE	SSF	TGCI	TNL	UP		
APCO	BROOK	DOC	ICC	LST	OCC	PRANDA	SAMCO	SST	THAI	TOG	UPF		
APCS	CEN	EA	ICHI	M	OGC	PREB	SCG	STA	THANA	TPCORP	VIH		
ARIP	CENDEL	ECF	IFEC	MACO	OISHI	PRG	SEAFCO	SUSCO	THANI	TRC	VNT		
ASIA	CFRESH	EE	INET	MALEE	ORI	PRINC	SFP	SUTHA	THIP	TRU	WINNER		



AEC	AS	CBG	DCON	FSMART	IHL	KCAR	MDX	PCA	RCI	SIRI	TACC	TPA	UPOIC
AEONTS	BA	CGD	DIMET	FSS	ILINK	KGI	MFEC	PDG	RCL	SKR	TCCC	TPAC	UT
AF	BEAUTY	CHARAN	DNA	FVC	INSURE	KKC	MJD	PF	RICH	SLP	TCMC	TPCH	UWC
AIRA	BEC	CITY	EARTH	GEL	IRCP	KOOL	MK	PICO	RML	SMIT	TEAM	TPIPL	VIBHA
AIT	BH	CMR	EASON	GIFT	IT	KWC	MODERN	PIMO	RPC	SORKON	TFD	TPOLY	VPO
AJ	BIG	COLOR	ECL	GLAND	ITD	KYE	MPG	PL	SANKO	SPA	TFG	TRITN	VTW
AKR	BJC	COM7	EFORL	GOLD	J	LALIN	NC	PLAT	SAPPE	SPC	TIC	TRT	WICE
AMARIN	BJCHI	CPL	EPCO	GSTEL	JMART	LPH	NCL	PLE	SAWAD	SPCG	TWI	TTI	WIJK
AMATAV	BKD	CSC	EPG	GYT	JMT	MAJOR	NDR	PMTA	SCI	SPVI	TKN	TVI	WIN
AMC	BR	CSP	ESSO	HPT	JUBILE	MAKRO	NEP	PPM	SCN	SSC	TLUXE	TWP	XO
APURE	BROCK	CSR	FE	HTC	JWD	MATCH	NOK	PRIN	SCP	STANLY	TMD	U	
AQUA	BRR	CSS	FER	HTECH	KASET	MATI	NUSA	PSTC	SEAOIL	STPI	TNP	UBIS	
ARROW	BTNC	CTW	FOCUS	IFS	KBS	M-CHAI	PATO	QLT	SENA	SUC	TOPP	UMI	

Corporate Governance Report - The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association (IOD) regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand (SET) and the market for Alternative Investment (MAI) disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information. The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey may be changed after that date, Yuanta Securities (Thailand) Co., Ltd does not confirm nor certify the accuracy of such survey results.

Score Range	Number of Logo	Description
90 - 100		Excellent
80 - 89		Very Good
70 - 79		Good
60 - 69		Satisfactory
50 - 59		Pass

Anti-Corruption Progress Indicator

Companies that have declared their intention to join CAC

2S	AP	BRR	CSS	GLOBAL	J	KYE	MPG	PAF	PSTC	SEAOL	SR	TICON	TSE	VGI
A	APCS	BBSM	EE	GPSC	JMART	LBE	MTLS	PCSGH	PYLON	SE-ED	SRICHA	TIP	TU	VIBHA
ABC	AQUA	BTNC	EPOO	GREEN	JMT	LPN	NBC	PDG	QH	SENA	STA	TKT	TVD	VNT
AEC	ASIAN	CGH	FC	GUNKUL	JUBILE	LVT	NINE	PDI	RML	SGP	SUSCO	TLUXE	TVO	WAVE
AF	ASK	CHOTI	FER	HMPRO	JUTHA	M	NMG	PIMO	ROBINS	SITHAI	SYNTEC	TMILL	TVT	WHA
AI	BCH	CHOW	FNS	ICHI	K	MBAX	NNCL	PK	ROH	SMIT	TAE	TMT	U	WICE
AIRA	BEAUTY	CM	FPI	IEC	KASET	MC	NTV	PLANB	SANKO	SMK	TAKUNI	TPA	UBIS	WIJK
ALUCON	BFIT	COL	FSMART	IFS	KBS	MCOT	NUSA	PLAT	SAUCE	SORKON	TASCO	TPP	UKEM	XO
AMATA	BJCHI	CPALL	GEL	ILINK	KCAR	MIDA	OCC	PRANDA	SC	SPACK	TBSP	TRT	UOBKH	
ANAN	BROCK	CPF	GFPT	INET	KSL	MILL	OGC	PRG	SCCC	SPPT	TFG	TRU	UREKA	
AOT	BROOK	CSC	GIFT	IRC	KTECH	ML	PACE	PRINC	SCN	SPRC	TFI	TRUE	UWC	

Companies certified by CAC

ADVANC	BBL	CIMBT	DRT	FSS	INTUCH	KTC	MONO	PE	PT	S & J	SMPC	SVI	THREL	TOP
AKP	BCP	CNS	DTAC	GBX	IRPC	LANNA	MOONG	PG	PTG	SABINA	SNC	TCAP	TIPCO	TPCORP
AMANAH	BKI	CPI	DTC	GCAP	IVL	LHBANK	MSC	PHOL	PTT	SAT	SNP	TCMC	TISCO	TSC
ASP	BLA	CPN	EASTW	GLOW	KBANK	LHK	MTI	PM	PTTEP	SCB	SPC	TF	TMB	TSTH
AYUD	BTS	CSL	ECL	HANA	KCE	MBK	NKI	PPP	PTTGC	SCC	SPI	TGCI	TMD	TTCL
BAFS	BWG	DCC	EGCO	HTC	KGI	MBKET	NSI	PPS	Q-CON	SCG	SSF	THANI	TNITY	TVI
BANPU	CENDEL	DEMO	ERW	ICC	KKP	MFC	OCEAN	PR	QLT	SINGER	SSI	THCOM	TNL	WACOAL
BAY	CFRESH	DIMET	FE	IFEC	KTB	MINT	PB	PSL	RATCH	SIS	SSSC	THRE	TOG	

N/A

AAV	ARROW	BOL	CNT	EMC	HFT	KWG	MJD	PAP	RICHY	SFP	STPI	THL	TSF	UVAN
ABICO	AS	BPP	COLOR	EPG	HOTPOT	LALIN	MK	PATO	RJH	SGF	SUC	TIC	TSI	VARO
ACAP	ASAP	BR	COM7	ESSO	HPT	LDC	MM	PCA	ROCK	SHANG	SUPER	TIW	TSR	VI
ACC	ASEFA	BRC	COMAN	ESTAR	HTECH	LEE	MODERN	PERM	ROJUNA	SIAM	SUTHA	TK	TSTE	VIH
ADAM	ASIA	BSM	CPH	ETE	HYDRO	LH	MPIC	PF	RP	SIM	SVH	TKN	TTA	VNG
AEONTS	ASIMAR	BTC	CPL	EVER	IHL	LIT	NC	PICO	RPC	SIMAT	SVOA	TKS	TTI	VPO
AFC	ASN	BTW	CPR	F&D	INOX	LOXLEY	NCH	PJW	RPH	SIRI	SWC	TM	TTL	VTE
AGE	ATP30	BUI	CRANE	FANCY	INSURE	LPH	NCL	PL	RS	SKR	SYMC	TMC	TTTM	WG
AH	AU	CBG	CSP	FMT	IRCP	LRH	NDR	PLE	RWI	SLP	SYNEX	TMI	TTW	WHAUP
AHC	AUCT	CCET	CSR	FN	IT	LST	NEP	PMTA	S	SMART	T	TMW	TUCC	WIN
AIE	BA	CCN	CTW	FOCUS	ITD	LTX	NETBAY	POLAR	S11	SMM	TACC	TNDT	TWP	WINNER
AIT	BAT-3K	CCP	CWT	FORTH	ITEL	MACO	NEW	POMPUI	SAFARI	SMT	TAPAC	TNH	TWPC	WORK
AJ	BCPG	CEN	D	FVC	JAS	MAJOR	NEWS	POST	SALEE	SOLAR	TC	TNP	TWZ	WORLD
AJA	BDMS	CGD	DOON	GC	JCT	MAKRO	NFC	PPM	SAM	SPA	TCB	TNPC	TYCN	WP
AKR	BEC	CHEARAN	DCORP	GENCO	JSP	MALEE	NOBLE	PRAKIT	SAMART	SPALI	TCC	TNR	UAC	WR
ALLA	BEM	CHEWA	DELTA	GGC	JTS	MANRIN	NOK	PREB	SAMCO	SPCG	TCCC	TOPP	UEC	YCI
ALT	BGT	CHG	DNA	GJS	JWD	MATCH	NPK	PRECHA	SAMTEL	SPG	TCJ	TPAC	UMI	YNP
AMA	BH	CHO	DSGT	GL	KAMART	MATI	NPP	PRIN	SAPPE	SPORT	TCOAT	TPBI	UMS	YUASA
AMARIN	BIG	CHUO	DTCI	GLAND	KC	MAX	NVD	PRO	SAWAD	SPVI	TEAM	TPCH	UNIQU	ZMICO
AMATAV	BIGC	CI	EA	GOLD	KCM	M-CHAI	NWR	PSH	SAWANG	SQ	TFD	TIPL	UP	
AMC	BIZ	CIG	EARTH	GRAMMY	KDH	MCS	NYT	PTL	SCI	SSC	TGPRO	TPIPP	UPA	
APCO	BJC	CITY	EASON	GRAND	KIAT	MDX	OHTL	QTC	SCP	SST	TH	TPOLY	UPF	
APURE	BKD	CK	ECF	GSTEL	KKC	MEGA	OISHI	RAM	SE	STANLY	THAI	TR	UPOIC	
APX	BLAND	CKP	EFORL	GTB	KOOL	METCO	ORI	RCI	SEAFCO	STAR	THANA	TRC	UT	
AQ	BLISS	CMO	EIC	GYT	KTIS	MFEC	OTO	RCL	SELIC	STEC	THE	TRITN	UTP	
ARIP	BM	CMR	EKH	HARN	KWC	MGT	PAE	RICH	SF	STHAI	THIP	TRUBB	UV	

**Disclosure:** List of companies that intend to join Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption program from Thaipat Institute (last update: 27 January 2017) which have 2 groups;

- Companies that have declared their intention to join CAC
- Companies certified by CA

Anti - Corruption Progress Indicator - The disclosure of the Anti-Corruption Progress Indicators of a listed company on the Stock Exchange of Thailand, which is assessed by Thaipat Institute is made in order to comply with the policy and sustainable development plan for the listed companies of the Office of the Securities and Exchange Commission. Thai Institute of Directors made this assessment based on the information received from the listed company, as stipulated in the form for the assessment of Anti-corruption which refers to the Annual Registration Statement (Form 56-1), Annual Report (Form 56-2), or other relevant documents or reports of such listed company. The assessment result is therefore made from the perspective of Thaipat Institute that is a third party. It is not an assessment of operation and is not based on any inside information. Since this assessment is only the assessment result as of the date appearing in the assessment result, it may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, Yuanta Securities (Thailand) Co., Ltd does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of the assessment result.

<b>Headquarters – Amarin Tower</b> 127 Gaysorn Tower, 14-16fl. Ratchadamri Rd., Lumpini, Pathumwan, Bangkok, 10330 Tel. 0-2009-8888 Fax. 0-2009-8889	<b>AMARIN</b> 500 Amarin Tower 8fl. ploenchit Rd., Lumpini, Pathumwan, Bangkok, 10330 Tel. 0-2120-3241Fax. 0-2256-9596	<b>RUAMCHOK MALL</b> 189 Ruamchok Mall 2fl. Zone C, Unit No. 104, Moo 6, TambonFaham, Chiang Mai, 50000 Tel. (052) 081-430Fax. (053) 230-138
<b>ASOKE</b> 209 KKP Tower A, Sukhumvit21 (Asoke), North KlongToey, Wattana, Bangkok, 10110 Tel. 0-2204-2233 Fax. 0-2204-2823	<b>BANGKAPI</b> 3522 The Mall Bangkapi 8fl. Lat Phrao Rd., Klong Chan, Bangkapi, Bangkok, 10240 Tel. 0-2120-3000Fax. 0-2363-3075	<b>SRINAKARINDRA</b> 399 S4U Office Building's 1fl., Moo 5, Srinakarindra Rd., Tambon Bang Mueang, Amphoe Mueang, SamutPrakan 10270 Tel. 0-2181-4750 Fax.0-2386-0252
<b>BANGNA</b> 10393/56 Central City Bangna Tower 11fl., Bangna-Trad Rd., Bangna, Pra-kanong, Bangkok, 10260 Tel. 0-2745-6458-66 Fax. 0-2745-6467	<b>ARI</b> 388 S.P. Basement fl. PaholyothinRd.,SamsenNai, Phayathai, Bangkok, 10400 Tel. 0-2120-3350 Fax. 0-2278-1247	<b>HAT YAI</b> Asian city resort Building 2nd Floor 1468/126-128 Karnchanavanit Rd. Hat yai, Amphoe Hat YaiSongkhla90110 Tel. (074)559-200, (074)559-440
<b>VACHARAPOL</b> 78/26, SoiVacharaphol 2, ThaRaeng, Bangkhen, Bangkok 10230 Tel. 0-2120-3170Fax. 0-2363-6629	<b>SAMUT SAKHON</b> 237/351, Ekkachai Road, TambonMahachai, Amphoe Muang, SamutSakhon74000 Tel. (034) 421-112 Fax. (034) 421-127	<b>HAT YAI 2</b> The Rise Residence Unit No.11/103, Prachayindee Rd., Amphoe Hat Yai, Songkhla 90110 Tel. (074)206-190, (074)206-199
<b>NANA</b> 142 Two Pacific Place 15fl., Sukhumvit Rd., North Klongtoey, Klongtoey, Bangkok, 10110 Tel. 0-2120-3200Fax. 0-2254-9954	<b>RAYONG</b> 125/1 Chan Udom Rd., Tambonchoengnoen ,Amphoe Muang, Rayong, 21000 Tel. (038) 673-000-12 Fax. (038) 617-490	<b>KHON KAEN</b> 561/27-28 Na Muang Road, TambonNai Muang, Amphoe Muang, KhonKaen40000 Tel. (043) 226-944Fax. (043) 225-344
<b>PARADISEPARK</b> 61Paradise Park 4fl. Srinakarini Rd.,Nongbon, Prawet, Bangkok, 10250 Tel. 0-2120-3300Fax. 0-2787-1443	<b>CHONBURI</b> 98/16 Moo5, TambonHuaykapi, Amphoe Muang, Chonburi 20130 Tel. (038) 384-931-37Fax. (083) 384-794	<b>NAKHON SI THAMMARAT</b> 155/8 PhatthanakanKhuKhwang Rd., Nai-Muang, Muang, Nakhon Si Thammarat, 80000 Tel. (075) 344-955Fax. (075) 344-956
<b>RATTANATHIBET</b> 145 TiwanondRd., TambonBangkrasor, Amphoe Muang Nonthaburi, Nonthaburi, 11000 Tel. 0-2120-3270Fax. 0-2580-7765	<b>PITSANULOK</b> 169/2-3-4 Baromtrailokanart Road, TambonNai Muang, Amphoe Muang, Pitsanulok, 65000 Tel. (055) 243-060 Fax. (055) 259-455	<b>SURIN 1</b> 91SoiTadok, KrungsriNai Road, TambonNai Muang,AmphoeMuangsurin, Surin, 32000 Tel. (044) 069-070Fax. (044) 512-442
<b>CRYSTAL PARK</b> 199, D Building, 1 <sup>st</sup> Floor, Room 106-107, Praditmanutham Road, Ladprao, Ladprao, Bangkok 10230 Tel. 0-2120-3510 Fax. 0-2515-0875	<b>CHIANG MAI</b> 179/43 Mahidol Road, TambonHayya, Amphoe Muang, Chiang Mai 50000 Tel. (053) 282-233-35, Fax. (053) 271-068	<b>NGAMWONGWAN</b> 30/39-50 The Mall Ngamwongwan 11fl. Ngamwongwan Rd., Nontaburi, Nontaburi, 11000 Tel. 0-2120-3100 Fax. 0-2550-0499
<b>CHAENGWATTANA</b> 99/9 Central Chaengwattana Unit No. 1106 11 fl. Bangtalard, Pakkret, Nontaburi 11120 Tel. 0-2120-3660 Fax. 0-2193-8149	<b>BONMARCHE</b> 91 Unit No. 105/1 Room E204 Tessabarnsongkroa Rd, Ladyao, Jatujak, Bangkok 10900 Tel. 0-2120-3630 Fax. 0-2002-5551	

**Disclaimer:**

This report is prepared by Yuanta Securities (Thailand) Co., Ltd for information purposes only. Information contained herein has been obtained from sources believed to be reliable. However, Yuanta Securities (Thailand) Co., Ltd makes no warranties and gives no assurance as to its accuracy and completeness, so future results or events will not be responsible. Investors should carefully use discretion before making an investment. No part of this report can be reproduced, altered, copied or distributed without the prior written consent of Yuanta Securities (Thailand) Co., Ltd.

**Ratings Definitions**

- (1) (BUY) Return may exceed 15% over the next 12 months (including dividends)
- (2) (TRADING ) Return may range between -10% to +15% over the next 3 months (including dividends)
- (3) (SELL) Return may be lower than -10% over the next 12 months (including dividends)
- (4) (Not Rated) Stock is not within research coverage

Opinions or recommendations contained herein are in the form of technical ratings and fundamental ratings. Fundamental ratings may differ from technical ratings. Investors are advised to review the information in this report carefully before making investment decisions

**Research Department**

Fundamental Analyst		Sector	Email Address	Tel.
Mayuree Chowvikran, CISA	Head of Research		mayuree.c@yuanta.co.th	0-2009-8050
Wichuda Plangmanee	Fundamental Analyst	Property (Construction Service), Commerce	wichuda.p@yuanta.co.th	0-2009-8069
Thakol Banjongruck	Fundamental Analyst	Auto, Media, Health Care, mai	thakol.b@yuanta.co.th	0-2009-8067
Theethanat Jindarat	Fundamental Analyst	Small-Mid Capitalization	Theethanat.j@yuanta.co.th	0-2009-8071
Vorapoj Hongpinyo	Fundamental Analyst	Property (Industrial Estate)	vorapoj.h@yuanta.co.th	0-2009-8072
Supachai Wattanavitheskul	Fundamental Analyst	ICT, Electronic, Small Cap	supachai.w@yuanta.co.th	0-2009-8066
Chattra Chaipunuiyaporn	Fundamental Analyst	Banking, Finance	chattra.c@yuanta.co.th	0-2009-8056
Bunya Wikaisuksakul	Fundamental Analyst	Energy, Petrochemical	bunya.w@yuanta.co.th	0-2009-8075
Tus Sanguankijvibul	Assistant Fundamental Analyst	Tourism, Transportation		
Veena Naidu	Institution Analyst		veena.n@yuanta.co.th	0-2009-8070
Atitthep Ittivikul	Assistant Institution Analyst			
Strategist			Email Address	Tel.
Padon Vannarat	Senior Strategist		padon.v@yuanta.co.th	0-2009-8060
Piyapat Patarapuvadol	Strategist		piyapat.p@yuanta.co.th	0-2009-8062
Nutt Treepoonsuk	Assistant Strategist			
Technical Analyst			Email Address	Tel.
Apisit Limthumrongkul	Technical Analyst		apisit.l@yuanta.co.th	0-2009-8052
Charnwit Teekawatthanathikul	Assistant Technical Analyst			
Data Support			Email Address	Tel.
Somjit Viroontanee	Support			
Angsumalin Kumvong	Support			
Peeraya Wiangphoem	Support			