

10 พฤศจิกายน 2560

ค่าปัสลิก

RSP

บมจ. ริช สปอร์ต

Current	Previous	IPO Price
--	--	5.8

2018 TP	Exp Return	THAI CAC	CG 2016
9.5	+ 63.8%	--	--

IPO details

ผู้ออกหลักทรัพย์	RSP
จำนวนหุ้น IPO (ล้านหุ้น)	200.00
ราคาเสนอขาย (บาท)	5.80
มูลค่าหุ้นที่ตราไว้ (บาท)	1.00
ระยะเวลาจองซื้อ	3, 6-7 พ.ย. 2017
วันที่เริ่มทำการซื้อขาย	10 พ.ย. 2017
แกนนำการจัดจำหน่าย	Finansia Syrus Securities
ที่ปรึกษาทางการเงิน	Finansia Syrus Securities

Consolidated earnings

(Bt mn)	2015	2016	2017E	2018E
Normalized profit	246	299	244	308
Net profit	246	299	244	308
EPS (Bt)-Normalized	1.22	0.85	0.32	0.40
EPS (Bt)	1.22	0.85	0.32	0.40
% growth Y-Y	222.0	-30.6	-62.9	26.6
Dividend (Bt)	0.94	0.83	0.29	0.20
BV/share (Bt)	2.51	1.89	2.75	2.95
EV/EBITDA (x)	3.6	4.9	8.8	6.9
PER (x) - Normalized	4.7	6.8	18.3	14.5
PER (x)	4.7	6.8	18.3	14.5
PBV (x)	2.3	3.1	2.1	2.0
Dividend yield (%)	16.3	14.3	4.9	3.5
YE no. of shares (mn)	200	350	770	770
No. of share-fully diluted	200	350	770	770
Par (Bt)	1.0	1.0	1.0	1.0

Source: Company data, FSS estimates

หมายเหตุ : บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) เป็นที่ปรึกษาทางการเงินและผู้จัดการการจัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัท ริช สปอร์ต จำกัด (มหาชน) ที่เสนอขายต่อประชาชนเป็นครั้งแรก

นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนก่อนตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์

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

www.fnsyrus.com

Converse แบรินด์คลาสสิกคู่โลก

RSP ได้รับสิทธิแต่เพียงรายเดียวในประเทศไทยสำหรับการจัดจำหน่ายสินค้าแบรินด์ Converse ที่มีประวัติมายาวนาน และได้รับความนิยมมาตั้งแต่อดีตจนถึงปัจจุบัน ถือเป็นแบรินด์ที่แข็งแกร่ง ทำให้ 3 ปีที่ผ่านมา บริษัทฯมีผลประกอบการที่น่าประทับใจ และมีความสามารถทำกำไรที่โดดเด่นกว่ากลุ่มค่าปัสลิกอย่างมาก และไม่เพียงเท่านี้ บริษัทฯยังได้ขยายไปยังแบรินด์ระดับโลกอีกแบรินด์คือ Pony ที่นอกจากช่วยลดความเสี่ยงทางธุรกิจแล้ว ยังช่วยขยายฐานลูกค้าให้กว้างขึ้นไปอีก โดยบริษัทฯได้เป็นตัวแทนในการผลิตและจำหน่ายแต่เพียงผู้เดียวในไทย กัมพูชา และลาว ปัจจุบันได้เริ่มวางขายแบรินด์ Pony แล้ว เราจึงคาดว่ากำไรสุทธิปี 2018 จะเติบโต 26.6% Y-Y ส่วนหนึ่งมาจากฐานที่ต่ำในปี 2017 ที่ประสบกับภาวะกำลังซื้อชะลอตัว และคาดการณ์การเติบโตของกำไรสุทธิปี 2018 - 2020 จะโตเฉลี่ยปีละ 17% CAGR เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2018 ไว้ที่ 9.5 บาท

ตัวแทนจำหน่าย Converse เพียงผู้เดียวในประเทศไทย

บริษัทฯได้รับสิทธิในการผลิตและจัดจำหน่ายแบรินด์ Converse แต่เพียงผู้เดียวในประเทศไทยมาเป็นเวลากว่า 14 ปีแล้ว โดยสินค้าไม่ได้มีเพียงแต่รองเท้าที่มีสัดส่วนราว 80% ของรายได้รวม แต่อีก 20% ยังมาจากการขายเสื้อผ้าและเครื่องแต่งกายอื่นๆด้วย ซึ่งในปี 2016 มีการจำหน่ายผ่านเคาน์เตอร์ห้างสรรพสินค้า 43.9% , ร้านค้าของบริษัทเอง 18.8% และขายให้ลูกค้าขายส่ง 37.3% กลุ่มลูกค้าหลักคือ กลุ่มวัยรุ่น นักเรียน นักศึกษา และวัยเริ่มทำงานที่มีรายได้ระดับปานกลางถึงสูง

อยู่ระหว่างเพิ่มแบรินด์ใหม่ ลดความเสี่ยงพึ่งพิงเพียงแบรินด์เดียว

แบรินด์ Converse มีความแข็งแกร่ง และมีประวัติยาวนานกว่า 100 ปี โดยบริษัทฯได้รับสิทธิในการเป็นผู้จัดจำหน่ายคราวละ 3 ปี ซึ่งที่ผ่านมามีความสัมพันธ์ที่ดีกับ Converse Inc. มาโดยตลอด แต่เพื่อลดความเสี่ยงจากการพึ่งพิงเพียงแบรินด์เดียว และเป็นการขยายฐานลูกค้าให้เพิ่มขึ้น ล่าสุดในเดือน ธ.ค. 2016 บริษัทฯได้รับสิทธิในการผลิตและจัดจำหน่ายสินค้าแบรินด์ Pony แต่เพียงผู้เดียวในไทย กัมพูชา และลาว ซึ่งเป็นแบรินด์ที่มีประวัติยาวนานถึง 45 ปี ปัจจุบันได้เริ่มวางขายสินค้าตามเคาน์เตอร์ห้างสรรพสินค้าแล้ว และมีแผนจะผลิตสินค้า Pony ภายใต้โรงงานของบริษัทฯเองตั้งแต่ปี 2018 เป็นต้นไป

ความสามารถทำกำไรน่าประทับใจโดดเด่นกว่ากลุ่มค่าปัสลิก

แม้ผลการดำเนินงานในปี 2017 อาจชะลอตัวไปบ้าง ตามภาวะกำลังซื้อที่ไม่สดใส ถือว่าเป็นไปในทิศทางเดียวกับบริษัทอื่นในกลุ่มค่าปัสลิก แต่คาดว่ากำไรสุทธิปี 2018 จะกลับมาฟื้นตัวราว 26.6% Y-Y และคาดการณ์อัตราเติบโตของกำไรสุทธิปี 2018 - 2020 จะโตเฉลี่ย 17% CAGR ถือว่าสูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มค่าปัสลิก สิ่งที่น่าสนใจคือ RSP มีความสามารถทำกำไรที่โดดเด่นกว่าบริษัทอื่นในกลุ่มค่าปัสลิก ทั้งในแง่อัตรากำไรขั้นต้นที่สูงถึง 53.2% (เทียบกับกลุ่มที่ 23.6% - 37.8%) และอัตรากำไรสุทธิที่สูงราว 22% (เทียบกับกลุ่มที่ 7.1% - 13.8%) และยังมีการบริหารจัดการสินค้าคงเหลือที่ดีและเข้มงวด

ประเมินราคาเป้าหมาย RSP ปี 2018 เท่ากับ 9.5 บาท

ราคาเป้าหมายปี 2018 เราให้ที่ 9.5 บาท (อิง DCF) คิดเป็น Implied PE 24 เท่า และ PEG 1.4 เท่า ถือว่าค่อนข้างเหมาะสม เพราะใกล้เคียงกับกลุ่มค่าปัสลิกประเภทตัวแทนจำหน่ายและเจ้าของสินค้าที่ปัจจุบันเทรดอยู่บน PEG 1.4 เท่า แต่ต่ำกว่าค่าปัสลิกประเภท Modern Trade ที่มี PEG 1.6 เท่า รวมถึงต่ำกว่าบริษัทในระดับโลกที่มีธุรกิจใกล้เคียง RSP ซึ่งมี PEG ที่ 1.42 เท่า

ลักษณะการประกอบธุรกิจ

บริษัทฯได้รับสิทธิในการผลิตและจัดจำหน่ายสินค้า Converse เพียงผู้เดียวในประเทศไทย

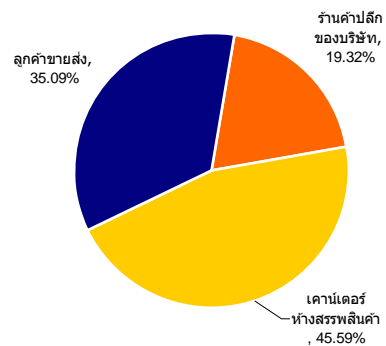
บริษัท ริช สปอร์ต จำกัด (มหาชน) ได้รับสิทธิจาก Converse Inc. (สหรัฐอเมริกา) ในการผลิตและจัดจำหน่ายสินค้าประเภทรองเท้า (Footwear) เสื้อผ้าและเครื่องแต่งกายอื่นๆ (Non-Footwear) ภายใต้แบรนด์ Converse แต่เพียงผู้เดียวในประเทศไทยตั้งแต่ปี 2003 โดยสินค้าที่บริษัทฯจำหน่ายมีครบทุกกลุ่มสินค้า อาทิ รองเท้า เสื้อผ้า กระเป๋า หมวก ถุงเท้า และเชือกกรองเท้า ณ สิ้นปี 2016 บริษัทฯมีสัดส่วนรายได้จากการขายรองเท้าราว 80% และอีก 20% มาจากรายได้ขายเสื้อผ้าและเครื่องแต่งกายอื่นๆ โดยมีการจำหน่ายในลักษณะทั้งขายปลีก และขายส่ง ซึ่งช่องทางการขายปลีกเป็นการขายผ่านร้านค้าปลีกของบริษัทฯเอง (Mono Brand Store : MBS) สิ้น 2Q17 มีจำนวนร้าน 41 แห่ง และขายผ่านแคตตาล็อกในห้างสรรพสินค้า (เซ็นทรัล โรบินสัน เดอะมอลล์ ซูเปอร์สปอร์ต) จำนวน 114 แห่ง ซึ่งเป็นการฝากขาย (Consignment) และสำหรับช่องทางขายส่ง จะเป็นการขายให้กับลูกค้าที่เป็นร้านค้าจำหน่ายเสื้อผ้า รองเท้า และอุปกรณ์กีฬา ทั้งในลักษณะที่เป็นเครือข่าย (Chain Stores) และร้านค้าทั่วไป ซึ่งจะเป็นการขายขาด (Credit) โดยกลุ่มลูกค้าหลักคือ กลุ่มวัยรุ่น นักเรียน นักศึกษา และวัยเริ่มทำงานที่มีรายได้ระดับปานกลางถึงสูง

โลโก้แบรนด์



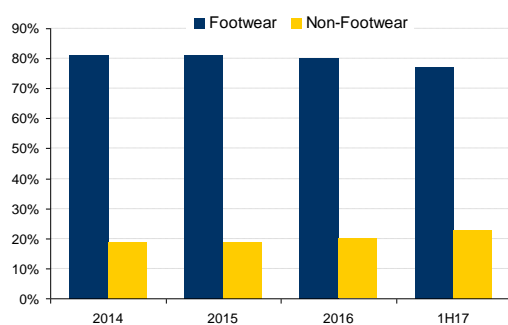
Source: Company Website

สัดส่วนรายได้แบ่งตามช่องทางจำหน่าย 6M17



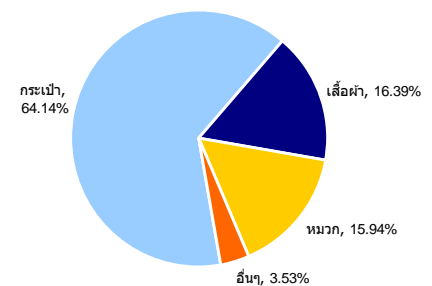
Source : Company Data

สัดส่วนรายได้แบ่งตามกลุ่มสินค้า



Source: Company Data

สัดส่วนรายได้สินค้ากลุ่ม Non-Footwear 6M17



Source: Company Data

Converse แปรนต์ในตำนาน มีเอกลักษณ์เป็นของตนเอง และมีสินค้าหลากหลาย

Converse เป็นแบรนด์รองเท้าผ้าใบจากสหรัฐอเมริกาที่มีประวัติยาวนานมากกว่า 100 ปี (ก่อตั้งขึ้นในปี ค.ศ. 1908) และเป็นที่รู้จักกันดีในสัญลักษณ์รูปดาว 5 แฉก โดยรุ่นที่สร้างชื่อเสียงและทำให้ Converse เป็นที่รู้จักและได้รับความนิยมอย่างมากคือ รุ่น Chuck Taylor All Star เป็นรองเท้าสำหรับกีฬาบาสเกตบอล และหลังจากนั้นได้นักบาสเกตบอลมีอาชีพชื่อดังอย่าง Charles Hollis Chuck Taylor เข้ามาร่วมงานด้วยการเป็น Brand Ambassador ให้กับ Converse

ส่งผลให้รุ่น Chuck Taylor All Star ประสบความสำเร็จอย่างมาก และยังคงได้รับความนิยมมาจนถึงปัจจุบัน ถือว่าเป็นรุ่น คลาสสิกที่ยังคงขายดีตลอดกาล นอกจากนี้ยังมีรุ่นที่ขายดีไม่แพ้กันคือ Jack Purcell ซึ่งเป็นรุ่นที่มีขอบทางด้านหน้ารองเท้าเป็นสัญลักษณ์ที่เรียกว่า Jack Purcell Smile อย่างไรก็ตาม เมื่อเวลาผ่านไป ได้มีรองเท้ากีฬาแบรนด์ใหม่ๆเกิดขึ้นหลากหลายแบรนด์ ซึ่งมาพร้อมกับเทคโนโลยีที่ใส่เข้าไปในรองเท้า ซึ่งส่วนใหญ่จะเป็นรองเท้ากีฬา ทำให้ส่วนแบ่งการตลาดรองเท้า Converse ลดลง จนในปี 2003 Nike ได้เข้ามาซื้อกิจการทั้งหมดของ Converse และปัจจุบันมีฐานการผลิตอยู่ในแถบเอเชีย อาทิ จีน เวียดนาม อินโดนีเซีย และไทย ทั้งนี้จะเห็นว่าเอกลักษณ์ของ Converse ไม่ใช่การเป็นรองเท้ากีฬา ซึ่งเรามองเป็นจุดแข็งอย่างหนึ่ง เนื่องจากรองเท้ากีฬาในปัจจุบันมี Life Cycle ในแต่ละรุ่นที่ค่อนข้างสั้น และจะมีรุ่นใหม่ที่ใช้เทคโนโลยีใหม่ๆเข้ามาสู่ตลาดต่อเนื่อง ทำให้การแข่งขันค่อนข้างรุนแรง ทั้งกับต่างแบรนด์ หรือในแบรนด์เดียวกันก็ตาม ในขณะที่ Converse ได้แสดงความแข็งแกร่งด้วยการมีเอกลักษณ์ที่โดดเด่นจากการเป็นรองเท้าผ้าใบสำหรับใส่ล่อง ที่มีรูปทรงและสไตล์คลาสสิก กอปรกับการผสมผสานแฟชั่นเพื่อไม่ให้ล้าสมัย และยังคงขายดีตลอดกาลไม่ว่าจะผ่านไปกี่ยุคก็สมัย ถือเป็นแบรนด์สตรีระดับโลก นอกจากนี้ ไม่เพียงแต่มีรองเท้าที่เป็นสินค้าหลักแล้ว ยังมีสินค้าเสื้อผ้าและเครื่องแต่งกายอื่นๆทั้ง กระเป๋า หมวก ถุงเท้า ที่ได้รับความนิยมเช่นเดียวกัน ถือว่ามีสินค้าหลากหลายและครอบคลุมกับความต้องการของลูกค้า โดยมีตัวอย่างสินค้า (ที่มีจำหน่ายในไทย) ดังนี้

ตัวอย่างสินค้ารองเท้ากลุ่ม Basic (เป็นรุ่นคลาสสิก ที่มีจำหน่ายตลอดปี)

รุ่น Chuck Taylor All Star Hi	
รุ่น Chuck Taylor All Star Ox	
รุ่น CONS Star Player	
รุ่น Jack Purcell	

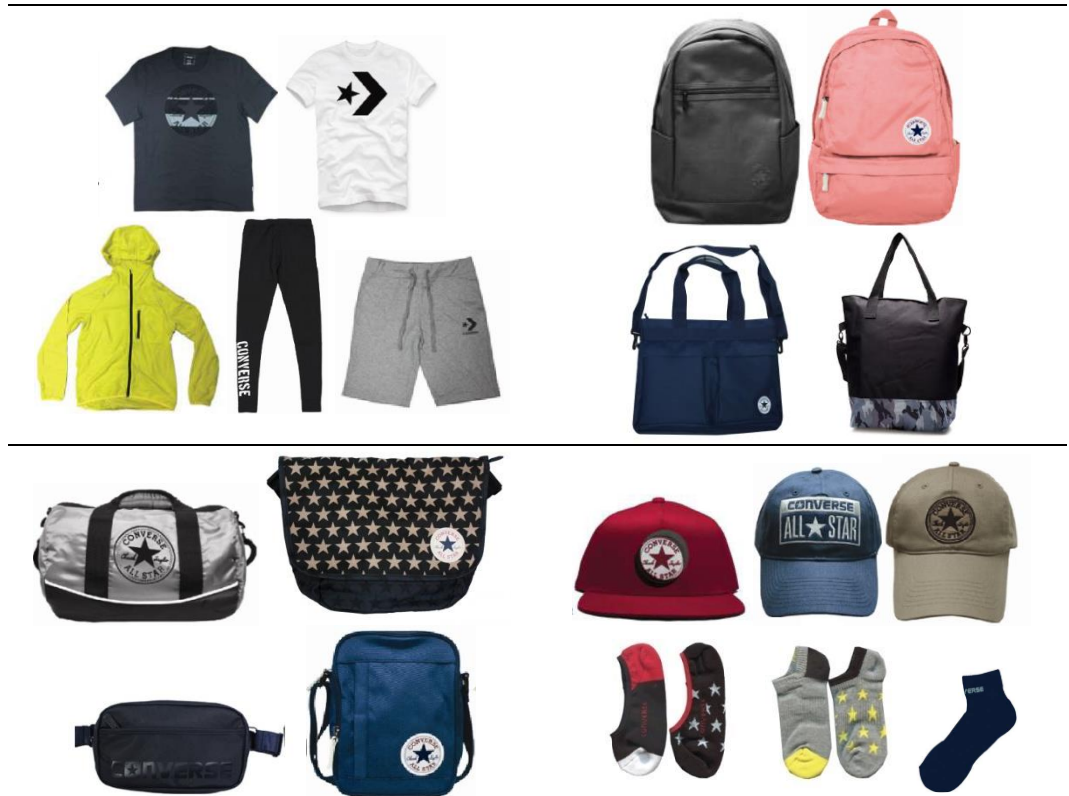
ตัวอย่างสินค้ารองเท้ากลุ่ม Fashion – ออกแบบโดยดีไซเนอร์ของ Converse

 รุ่น Thunderbolt Ultra Ox	 รุ่น Jack Purcell Signature	 รุ่น CTAS Core Slip
 รุ่น CTAS Ox	 รุ่น One Star Pro Ox	 รุ่น CTAS 70's Ox

ตัวอย่างสินค้ารองเท้ากลุ่ม Fashion – ออกแบบโดยดีไซน์เนอร์ของบริษัทฯ



ตัวอย่างสินค้าเสื้อผ้าและเครื่องแต่งกายอื่น ๆ

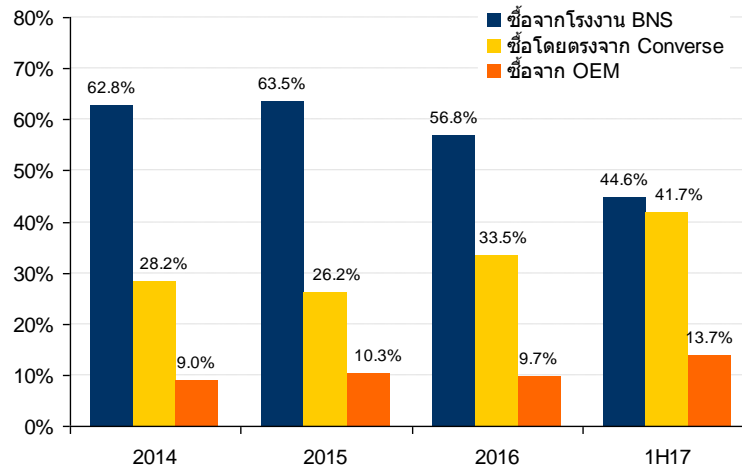


Source: Company Data

มีโรงงานผลิตรองเท้าเป็นของตนเอง

บริษัทฯ มีโรงงานผลิตรองเท้าของตนเอง ภายใต้การดำเนินงานของบริษัทย่อย เบนเนฟิท ซูส์ (BNS) ที่บริษัทถือหุ้นอยู่ 99.99% มีโรงงานตั้งอยู่ที่เขตบางขุนเทียน ปัจจุบันมีกำลังการผลิตทั้งสิ้น 1.2 ล้านคู่ต่อปี และผลิตรองเท้าให้กับบริษัทฯ ภายใต้แบรนด์ Converse ทั้งหมด (เป็นเงื่อนไขของ Converse Inc. ที่ห้ามผลิตสินค้าร่วมกับแบรนด์อื่น) ปัจจุบันบริษัทฯ ซื้อสินค้าสำเร็จรูปจากโรงงาน BNS สิ้นปี 2016 อยู่ที่สัดส่วน 56.8% และซื้อสินค้าสำเร็จรูปโดยตรงจาก Converse สัดส่วน 33.5% และที่เหลืออีก 9.7% เป็นการซื้อสินค้าสำเร็จรูปจากผู้รับจ้างผลิตภายนอก อย่างไรก็ตาม หากพิจารณากราฟด้านล่างจะเห็นว่า สัดส่วนการซื้อสินค้าสำเร็จรูปจากโรงงาน BNS ลดลงต่อเนื่องจาก 62.8% ในปี 2014 เหลือ 56.8% ในปี 2016 และลดลงเหลือ 44.6% ณ สิ้น 1H17 ในขณะที่สัดส่วนการซื้อสินค้าโดยตรงจาก Converse เพิ่มขึ้นจาก 28.2% ในปี 2014 เป็น 33.5% ในปี 2016 และขยับขึ้นเป็น 41.7% ณ สิ้น 1H17 ส่วนหนึ่งมาจากนโยบายของ Converse เองที่ต้องการให้ตัวแทนจำหน่ายซื้อสินค้าโดยตรงจาก Converse มากขึ้น ทั้งนี้ถือว่าสอดคล้องกับแผนการขยายธุรกิจในอนาคตของบริษัทด้วย

สัดส่วนการจัดหาสินค้าของบริษัทฯ



Source: Company Data

แม้มีความเสี่ยงจากการพึ่งพิง Converse เพียงแบรนด์เดียว...แต่เราไม่กังวล

บริษัทฯ ได้รับสิทธิในการผลิตและจัดจำหน่ายสินค้าแบรนด์ Converse แต่เพียงผู้เดียวในประเทศไทย โดยสิทธิดังกล่าวมีอายุคราวละ 3 ปี ทั้งนี้สัญญาฉบับที่บังคับใช้ปัจจุบันเริ่มมีผลตั้งแต่วันที่ 1 มิ.ย. 2016 และจะสิ้นสุดวันที่ 31 ธ.ค. 2018 ดังนั้นจึงมีความเสี่ยงหากไม่ได้รับการต่อสัญญาจาก Converse อย่างไรก็ตาม เราไม่ได้กังวลต่อความเสี่ยงนี้มากนัก เพราะ 1) ถือเป็นนโยบายของ Converse ในการให้สิทธิในการจำหน่ายสินค้าแก่ผู้ประกอบการในแต่ละประเทศ เพื่อความสะดวกและคล่องตัวในการบริหารจัดการ 2) บริษัทฯ ได้รับสิทธิและการต่อสัญญามาตลอดระยะเวลา มากกว่า 14 ปีที่ผ่านมา โดยมีความสัมพันธ์อันดีต่อกันมาโดยตลอด ส่วนหนึ่งคือบริษัทฯ สามารถบริหารงานให้มียอดขายสินค้า Converse ได้ตามเป้าหมายและเติบโตต่อเนื่องทุกปี กอปรกับสะท้อนให้เห็นจากการที่รองเท้า Converse ในประเทศไทยได้รับความนิยมเป็นอันดับต้นๆ ของประเทศ อย่างไรก็ตาม บริษัทฯ ยังคงมีนโยบายลดความเสี่ยงจากการพึ่งพิงแบรนด์ Converse เพียงแบรนด์เดียว ด้วยการเข้าเป็นตัวแทนผลิตและจำหน่ายสินค้าให้กับแบรนด์อื่น ซึ่งถือเป็นแบรนด์ระดับโลกเช่นเดียวกันอย่างแบรนด์ Pony

รุกเข้าสู่แบรนด์ใหม่ Pony ประวัติยาวนานไม่แพ้ Converse

บริษัทฯ มีแผนขยายธุรกิจในอนาคต รวมถึงลดความเสี่ยงจากการพึ่งพิงแบรนด์ Converse เพียงแบรนด์เดียว โดยเมื่อวันที่ 21 ธ.ค. 2016 บริษัทฯ ได้ทำสัญญากับ Pony International Limited ประเทศฮ่องกง โดยได้รับสิทธิในการออกแบบ ผลิต ใช้แบรนด์สินค้า ในการขาย จัดจำหน่าย โฆษณาและประชาสัมพันธ์สินค้าภายใต้แบรนด์ Pony แต่เพียงผู้เดียว (Exclusive Right) ในประเทศไทย กัมพูชา และลาว

Pony ถือเป็นแบรนด์รองเท้าผ้าใบที่มีประวัติยาวนานกว่า 45 ปี (ก่อตั้งขึ้นในปี 1972 ที่นิวยอร์ก สหรัฐอเมริกา) เริ่มแรกได้ถูกออกแบบมาเพื่อเป็นรองเท้าผ้าใบสำหรับกีฬาหลายประเภท ทำให้ได้รับความนิยมจากนักกีฬาที่มีชื่อเสียง ต่อมาได้ขยายไปยังรองเท้า Lifestyle ที่ครอบคลุมกลุ่มลูกค้าทั้งชายและหญิง โดยมีการออกแบบให้มีรูปทรงและดีไซน์ที่เรียบง่าย สามารถสวมใส่ได้ในทุกโอกาส และทุกสถานที่ ปัจจุบันถือเป็นแบรนด์ที่ได้รับความนิยมมากในแถบเอเชีย โดยเฉพาะเกาหลี เรียกได้ว่าเป็นแบรนด์อันดับต้นๆ ของเกาหลีเลยก็ว่าได้ ต่อมากระแสความนิยมได้เริ่มขยายเข้ามาในกลุ่มวัยรุ่นในประเทศไทย

โลโก้แบรนด์ Pony



Source: website

ตัวอย่างสินค้า

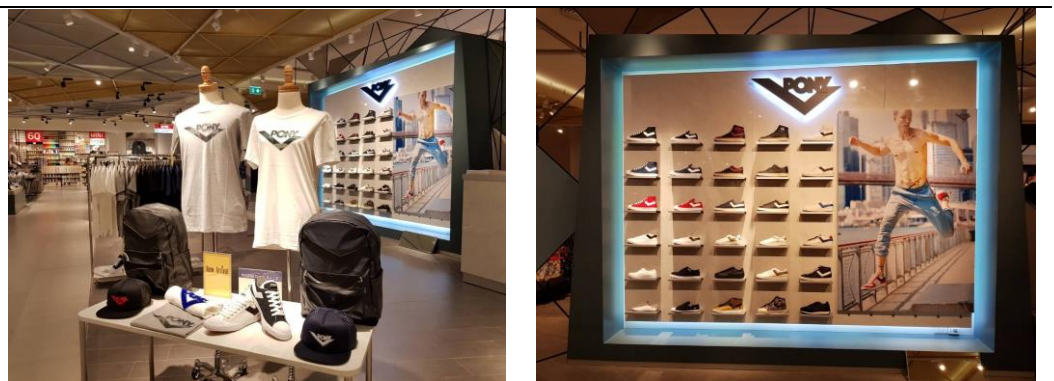


Source : Company Data

ทั้งนี้บริษัทได้เริ่มจำหน่ายสินค้าภายใต้แบรนด์ Pony ในประเทศไทยตั้งแต่เดือน ก.ย. 2017 ที่ผ่านมา โดยจำหน่ายทั้งกลุ่มรองเท้า และกลุ่ม Non-Footwear อย่างเสื้อผ้า และเครื่องแต่งกายอื่นๆ อาทิ กระเป๋าและหมวก เป็นต้น ในช่วงแรกจะเป็นการขายผ่านเคาน์เตอร์ห้างสรรพสินค้าเป็นหลัก เบื้องต้นจะเปิดจำหน่ายประมาณ 38 แห่ง ณ สิ้นปี 2017 ทั้งในกทม.และต่างจังหวัด โดยมีเงินลงทุนต่อสาขาราว 2 แสนบาท (เฉพาะค่าตกแต่ง) และมีกลุ่มลูกค้าเป้าหมายคือวัยรุ่น และนักศึกษา เรามองว่ากลุ่มลูกค้าจะทับซ้อนกับแบรนด์ Converse ไม่มากนัก เพราะราคาสินค้าค่อนข้างแตกต่างกัน โดยราคาสินค้าของ Pony จะต่ำกว่าราคาสินค้าของ Converse ดังนั้นการเพิ่มแบรนด์ Pony นอกจากจะช่วยลดความเสี่ยงจากการพึ่งพิงแบรนด์ Converse เพียงแบรนด์เดียวแล้ว ยังช่วยขยายกลุ่มลูกค้าเป้าหมายได้กว้างและหลากหลายมากยิ่งขึ้น

สำหรับการจัดหาสินค้า Pony ในช่วงแรกปี 2017 สินค้าประเภทรองเท้า บริษัทฯจะจ้างผู้รับจ้างผลิตภายนอก ที่เป็นโรงงานผลิตรองเท้าในประเทศและสั่งซื้อสินค้าสำเร็จรูปโดยตรงจาก Pony ส่วนสินค้า Non-Footwear บริษัทฯจะจ้างผู้รับจ้างผลิตภายนอกทั้งในและต่างประเทศ และตั้งแต่ปี 2018 เป็นต้นไป สินค้ารองเท้า บริษัทฯจะสั่งผลิตจากโรงงานของบริษัทย่อย BNS และสั่งซื้อสินค้าสำเร็จรูปจาก Pony ในส่วนของสินค้าที่เป็น Non-Footwear บริษัทฯจะจ้างผู้รับจ้างผลิตภายนอกทั้งในและต่างประเทศตามเดิม ทั้งนี้การสั่งผลิตจากโรงงาน BNS ถือเป็นกลยุทธ์ที่สอดคล้องกับแผนการลดการผลิตรองเท้า Converse และหันไปสั่งซื้อโดยตรงจาก Converse ทั้งหมด โดยบริษัทฯตั้งเป้าสัดส่วนรายได้จากการขายสินค้าที่ซื้อโดยตรงจาก Converse และผู้รับจ้างผลิตภายนอกในปี 2018 ราว 80% ของรายได้จากการขายรวม และอีก 20% จะมาจากการขายสินค้าที่ผลิตโดย BNS

เคาน์เตอร์ Pony สาขาแรกใน Central Plaza Westgate

Source: <https://www.facebook.com/thailandpony/>

ภาวะอุตสาหกรรม

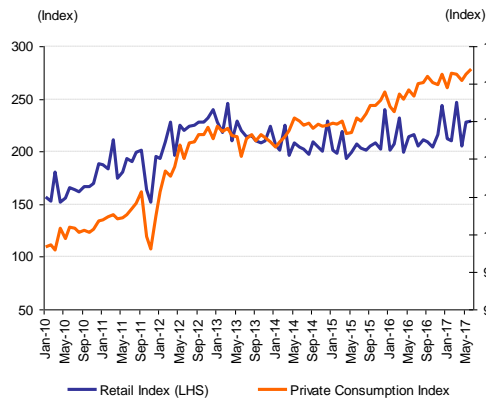
ตัวเลขเศรษฐกิจมหภาคบ่งชี้การอ่อนตัวของกำลังซื้อในปี 2017

แม้ภาพรวมตัวเลขดัชนีการบริโภคภาคเอกชนตลอด 2017YTD จะปรับตัวขึ้นได้ ล่าสุดในเดือน ก.ค. อยู่ที่ 122.74 จุด เพิ่มจากเดือน ม.ค. ซึ่งอยู่ที่ 119.53 จุด แต่เมื่อพิจารณารายละเอียดพบว่าเป็นการเพิ่มขึ้นจากดัชนีการใช้จ่ายของนักท่องเที่ยวต่างชาติเป็นหลัก (จากการฟื้นตัวของผลกระทบทัวร์ศูนย์เหรียญ) และการใช้จ่ายในกลุ่มสินค้าคงทน ในขณะที่การใช้จ่ายในกลุ่มสินค้าไม่คงทน (ค่าปลีก ปริมาณการใช้เชื้อเพลิง และการใช้ไฟฟ้า) ก่อนไปในทางทรงตัวถึงปรับลงเล็กน้อย ถือว่าไม่สดใสนัก ซึ่งเป็นรายการที่สะท้อนภาพการใช้จ่ายในกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภคได้ดี และสอดคล้องกับตัวเลขดัชนีค่าปลีกที่ปรับลดลงมาอยู่ที่ 205.26 จุด ในเดือน เม.ย. จาก 212.08 จุดในเดือน ม.ค. ทั้งที่ปกติ 2Q จะเป็นไตรมาสที่ดีของกลุ่มค่าปลีก ทั้งนี้เริ่มเห็นการปรับขึ้นของดัชนีค่าปลีกแล้วในเดือนล่าสุด ก.ค. ซึ่งอยู่ที่ 229.21 จุด

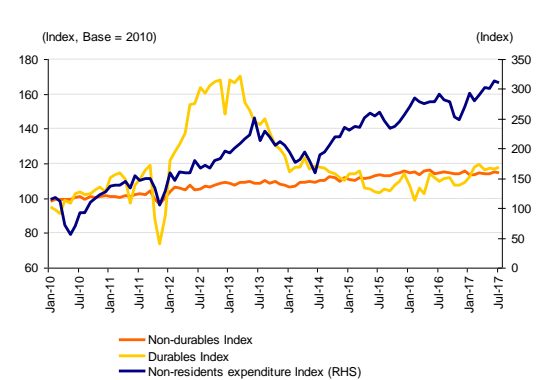
อย่างไรก็ตาม แม้การอ่อนตัวของกำลังซื้อในกลุ่มผู้บริโภคที่มีรายได้ระดับกลาง-ล่าง จะไม่ใช่สิ่งที่เรคาดการณ์ไว้ แต่ก็ได้สร้างประหลาดใจให้กับเรานัก เพราะสอดคล้องกับทิศทางราคาสินค้าเกษตร แต่สิ่งที่เหนือความคาดหมายของเราคือ การชะลอการใช้จ่ายของกลุ่มผู้บริโภคที่มีรายได้ระดับกลาง-บน ทำให้ภาพบรรยากาศของธุรกิจค้าปลีกดูแผ่วลงไป ทั้งนี้ถือว่าสอดคล้องกับดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคในเดือน ก.ค. อยู่ที่ 73.9 จุด ลดลงจาก 74.9 จุดในเดือน มิ.ย. แต่ล่าสุดในเดือน ส.ค. เริ่มขยับขึ้นมาอยู่ที่ 74.5 จุด อย่างไรก็ตาม กลุ่มผู้บริโภคที่มีรายได้ระดับกลาง-บน ถือเป็นกลุ่มที่มีความสามารถในการจับจ่ายใช้สอยอยู่แล้ว ดังนั้นหากความเชื่อมั่นและบรรยากาศการจับจ่ายใช้สอยฟื้นตัวกลับมาอีกครั้ง น่าจะเห็นกลุ่มนี้กลับมาใช้จ่ายคึกคักก่อนเป็นกลุ่มแรก ในขณะที่กลุ่มที่มีรายได้ระดับกลาง-ล่าง อาจต้องติดตามทิศทางราคาสินค้าเกษตรในป็นหน้า

ดัชนีการบริโภคภาคเอกชนและดัชนีค่าปลีก

องค์ประกอบดัชนีการบริโภคภาคเอกชน



Source : BOT

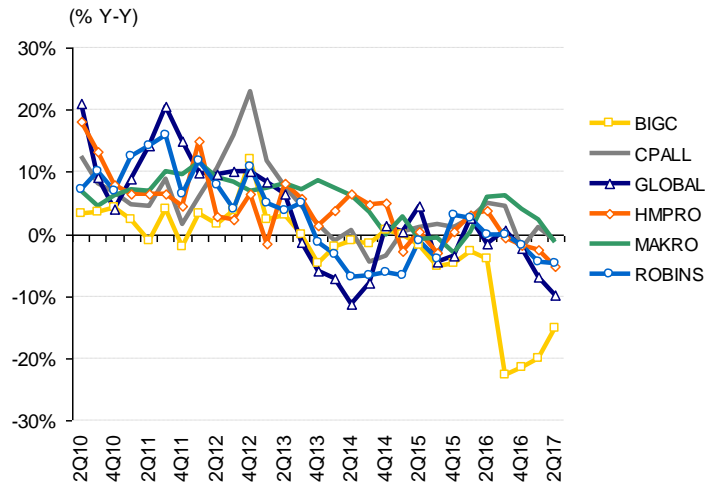


Source : BOT

คาดการณ์อุตสาหกรรมค้าปลีกไทยจะกลับมาฟื้นตัวสดใสในปี 2018

จากภาพรวมอุตสาหกรรมค้าปลีกไทยที่แผ่วลงในช่วง 1H17 โดยพิจารณาจากตัวเลขยอดขายสาขาเดิมของกลุ่มค้าปลีกโดยรวมในช่วง 1H17 ที่ติดลบราว -6.2% Y-Y เพราะได้รับผลกระทบจากบรรยากาศการจับจ่ายใช้สอยที่แผ่วลงไป, กำลังซื้อที่ชะลอตัว และฝนตกใน 2Q17 ซึ่งเร็วกว่าปกติ แม้เราจะมองว่าน่าจะผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วใน 2Q17 แต่แนวโน้ม SSSG 3Q17 ของกลุ่มค้าปลีกอาจจะยังไม่ฟื้นตัวสดใส เนื่องจากปกติเป็นช่วง Low Season ของธุรกิจ และคาดว่าจะกลับมาฟื้นตัวในช่วงเดือน พ.ย. - ธ.ค. รวมถึงต่อเนื่องไปในป็นหน้า ทั้งนี้ในแง่บรรยากาศที่น่าจะสดใสมากขึ้น กอปรกับฐานที่ต่ำในปีนี้ จึงคาดว่าอุตสาหกรรมค้าปลีกไทยจะกลับมาเติบโตอีกครั้งในปี 2018

อัตราการเติบโตโดยยอดขายสาขาเดิมกลุ่มค้าปลีก

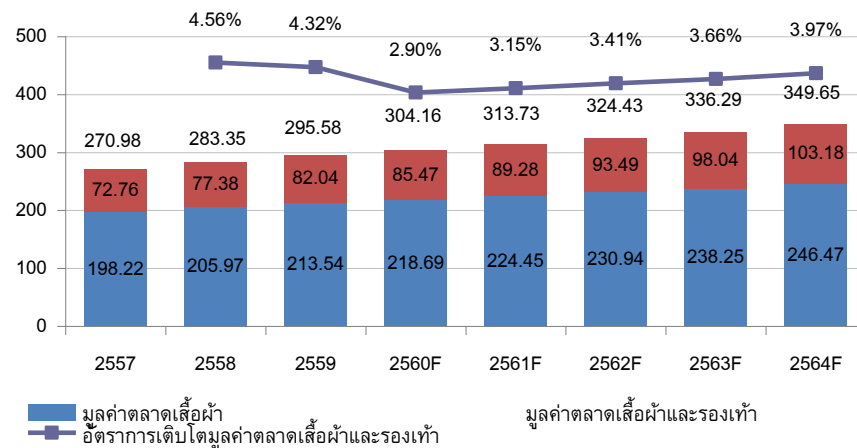


Source : FSS Research

แนวโน้มอุตสาหกรรมเสื้อผ้าและรองเท้าจะเติบโตต่อเนื่อง

จากรายงานธุรกิจเสื้อผ้าและรองเท้าในประเทศไทยที่จัดทำโดย Euromonitor International ฉบับเดือน ก.พ. 2017 ระบุว่าในปี 2016 อุตสาหกรรมเสื้อผ้าและรองเท้าในประเทศไทยมีมูลค่าตลาดรวม 2.96 แสนล้านบาท (+4.3% Y-Y) โดยมีอัตราการเติบโตที่ชะลอลงจากปีก่อนหน้าที่เติบโต 4.6% Y-Y เนื่องจากภาวะเศรษฐกิจยังไม่สดใสและหนี้ภาคครัวเรือนยังอยู่ในระดับสูง ทำให้ผู้บริโภคระมัดระวังการใช้จ่าย และรายงานดังกล่าวคาดการณ์มูลค่ากลุ่มเสื้อผ้าและรองเท้าในปี 2017 ยังเติบโตต่อเนื่อง และจะเติบโตลดลงเป็น 2.9% Y-Y และจะกลับมาฟื้นตัวในปี 2018 ราว 3.15% Y-Y

มูลค่าตลาดกลุ่มสินค้าเสื้อผ้าและรองเท้าของประเทศไทย



Source: Company Filing (Euromonitor International : Apparel and Footwear in Thailand (February 2017))

แนวโน้มตลาดเครื่องแต่งกายแนวกีฬาในประเทศไทย

Euromonitor International คาดการณ์มูลค่ายอดขายผลิตภัณฑ์เครื่องแต่งกายแนวกีฬาในประเทศไทยปี 2017 ไว้ที่ 5.02 หมื่นล้านบาท เติบโต 9.8% Y-Y โดยแบ่งเป็นยอดขายรองเท้าแนวกีฬาราว 1.25 หมื่นล้านบาท (+4.5% Y-Y) และยอดขายเสื้อผ้าแนวกีฬาราว 3.78 หมื่นล้านบาท (+11.6% Y-Y) ทั้งนี้มีการคาดการณ์อัตราการเติบโตของยอดขายเครื่องแต่งกายแนวกีฬาในช่วงปี 2016 - 2021 โดยเฉลี่ยจะเติบโตปีละ 8% CAGR

ยอดขายผลิตภัณฑ์เครื่องแต่งกายแนวกีฬาในประเทศไทย

(หน่วย : พันล้านบาท)

เครื่องแต่งกายแนวกีฬา	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	CAGR (%) 16-21E
เสื้อผ้าแนวกีฬา (Sports Apparel)									
- เสื้อผ้าลำลองแนวสปอร์ต (Sports-Inspired Apparel)	11.48	13.77	16.25	18.69	21.12	23.66	26.26	28.88	12.19
- เสื้อผ้าสำหรับเล่นกีฬา (Performance Apparel)	9.60	11.32	13.14	14.45	15.60	16.70	17.78	18.76	7.38
- เสื้อผ้าสำหรับกิจกรรมกลางแจ้ง (Outdoor Apparel)	3.90	4.18	4.45	4.63	4.80	4.97	5.13	5.28	3.48
รวมเสื้อผ้าแนวกีฬา (Sports Apparel)	24.98	29.28	33.84	37.77	41.53	45.32	49.17	52.93	9.36
รองเท้าแนวกีฬา (Sports Footwear)									
- รองเท้าลำลองแนวสปอร์ต (Sports-Inspired Footwear)	6.29	6.79	7.30	7.63	7.93	8.27	8.59	8.89	4.02
- รองเท้าสำหรับเล่นกีฬา (Performance Footwear)	2.60	2.84	3.08	3.23	3.38	3.52	3.66	3.79	4.24
- รองเท้าสำหรับกิจกรรมกลางแจ้ง (Outdoor Footwear)	1.42	1.50	1.57	1.63	1.68	1.72	1.76	1.79	2.66
รวมรองเท้าแนวกีฬา (Sports Footwear)	10.31	11.13	11.95	12.49	12.99	13.52	14.01	14.47	3.90
รวมยอดขายเครื่องแต่งกายแนวกีฬา (Sportswear)	35.29	40.40	45.79	50.26	54.52	58.84	63.18	67.40	8.04

Source: Company Filing (Euromonitor International : Apparel and Footwear in Thailand (February 2017))

ตลาดเครื่องแต่งกายแนวกีฬาในประเทศไทย ถือเป็นตลาดที่มีการแข่งขันสูงระดับหนึ่ง จากการเป็นตลาดที่มีผู้ประกอบการจำนวนมากและมีแบรนด์สินค้าที่หลากหลาย ทั้งที่เป็น Global Brand และ Local Brand ทั้งนี้แบรนด์ Converse ที่เน้นออกแบบรองเท้าให้สามารถสวมใส่ได้ในชีวิตประจำวัน ไม่ได้แข่งขันกับรองเท้าประเภทกีฬาโดยตรง โดยมีเพียงบางรุ่นที่สามารถสวมใส่เพื่อเล่นกีฬาหรือออกกำลังกายได้ด้วย ในขณะที่ราคา Converse โดยเฉลี่ยจะอยู่ในช่วงปานกลางถึงสูง ซึ่งเป็นระดับที่ใกล้เคียงกับแบรนด์สินค้าอื่นจากต่างประเทศ สำหรับแบรนด์ที่ใกล้เคียงกับ Converse มากสุดทั้งในแง่วัตถุประสงค์การใช้งานและกลุ่มลูกค้าเป้าหมายได้แก่ Addidas Neo, Vans และ Onitsuka Tiger

ผลการดำเนินงานในอดีต และคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคต

การเติบโตของกำไรใน 3 ปีที่ผ่านมา (2014 - 2016) เติบโตสูง

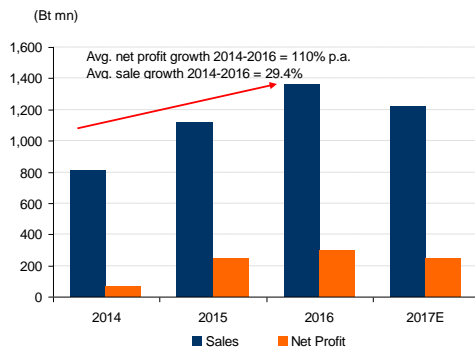
ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา บริษัทฯมีอัตราการเติบโตของกำไรสุทธิโดยเฉลี่ยสูงถึงปีละ 110% โดยเพิ่มขึ้นจาก 76 ล้านบาท ในปี 2014 เป็น 299 ล้านบาทในปี 2016 ทั้งนี้ในปี 2014 มีฐานกำไรที่ค่อนข้างต่ำ เนื่องจากมีการปรับโครงสร้างการบริหารงานภายในองค์กรเพื่อให้เกิดประสิทธิภาพอย่างเต็มที่ โดยปรับลดจำนวนพนักงานลงอย่างมีนัยสำคัญ ทำให้บริษัทฯต้องจ่ายเงินชดเชยจากการเลิกจ้างเป็นจำนวนเงิน 27 ล้านบาท ส่งผลให้สัดส่วนค่าใช้จ่ายในการบริหารต่อรายได้สูงขึ้นเป็น 22.3% จากปกติจะอยู่ที่ราว 9% - 12% ต่อมาในปี 2015 บริษัทฯไม่ต้องรับรู้ค่าใช้จ่ายดังกล่าวอีกในทางกลับกัน ทำให้ค่าใช้จ่ายพนักงาน โดยเฉพาะเงินเดือน ลดลงอย่างมากในปี 2015 ส่งผลให้สัดส่วนค่าใช้จ่ายในการบริหารต่อรายได้ในปี 2015 - 2016 ลดลงมาอยู่ที่ 11.6% และ 9% ตามลำดับ ลดลงจาก 22.3% ในปี 2014 ในขณะที่การเติบโตของกำไรสุทธิในปี 2016 ราว 22% Y-Y มาจากการเติบโตของรายได้เป็นหลัก

ทั้งนี้บริษัทมีอัตราการเติบโตของรายได้โดยเฉลี่ยสูงถึงปีละ 29.4% CAGR โดยเพิ่มขึ้นจาก 811 ล้านบาทในปี 2014 เป็น 1,359 ล้านบาทในปี 2016 ส่วนหนึ่งมาจากตัวแบรนด์ Converse เองที่แข็งแกร่ง และได้รับความนิยมอย่างต่อเนื่อง กอปรกับมีการขยายช่องทางการจัดจำหน่ายเพิ่มขึ้น ทั้งการขยายร้านค้าปลีกของบริษัทเองจาก 30 แห่งในปี 2014 เพิ่มเป็น 39 แห่งในปี 2016 และขยายเคาน์เตอร์ในห้างสรรพสินค้าจาก 111 จุดในปี 2014 เพิ่มเป็น 116 ในปี 2016 ที่สามารถเพิ่มขึ้นตามการขยายสาขาของห้างสรรพสินค้า รวมถึงช่องทางการขายให้กับลูกค้าขายส่งมีการเติบโตดีเช่นเดียวกัน

ความสามารถทำกำไรโตเด่นอย่างน่าประทับใจ

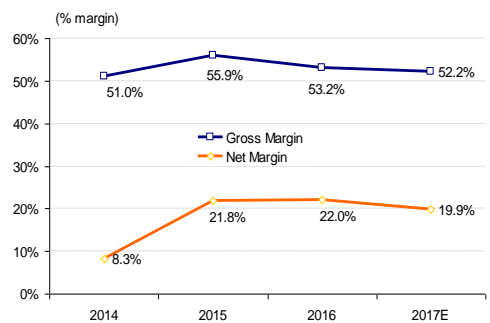
บริษัทสามารถทำอัตรากำไรขั้นต้นในช่วง 3 ปีที่ผ่านมาได้สูง 51% ในปี 2014 และเพิ่มเป็น 53.2% ในปี 2016 โดยมีอัตรากำไรขั้นต้นเฉลี่ย 3 ปีอยู่ที่ราว 53.3% โดยต้นทุนหลักของบริษัทคือ ต้นทุนการผลิตสินค้า (จากโรงงาน BNS), ต้นทุนการจัดหาสินค้าสำเร็จรูปจาก Converse และผู้รับจ้างผลิตภายนอก, ต้นทุนจากภาวะการชำระค่าสิทธิ (Royalty Fee) ให้แก่ Converse ซึ่งจะคิดเป็นอัตราร้อยละของรายได้จากการขายสินค้าแบรนด์ Converse ทั้งนี้แม้จะรวมต้นทุนทั้งหมดในข้างต้นแล้ว อัตรากำไรขั้นต้นยังถือว่าทำได้ในระดับที่ค่อนข้างสูง เมื่อเทียบกับผู้ประกอบการรายอื่นๆที่มีแบรนด์สินค้าของตนเอง หรือผู้ประกอบการ Modern Trade ก็ตาม นอกจากนี้ในแง่กำไรสุทธิในปี 2015 - 2016 ทำได้สูงถึง 21.8% และ 22% ตามลำดับ (ในปี 2014 มีอัตรากำไรสุทธิเพียง 8.3% เพราะมีค่าใช้จ่ายในการปรับโครงสร้าง) โดยมีสัดส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อรายได้ที่ค่อนข้างทรงตัวอยู่ในระดับ 25% - 28% และมีภาระดอกเบี้ยจ่ายน้อยมากเพียง 2 - 3 แสนบาทต่อปี ทำให้มีอัตรากำไรสุทธิต่อหน่วยโตเด่นในกลุ่มค้าปลีก

การเติบโตของรายได้และกำไรสุทธิปี 2014-2016



Source: Company Data, FSS Research

อัตรากำไรของบริษัทปี 2014-2016



Source: Company Data, FSS Research

คาดการณ์ปี 2017 แผลงจาก จากปัญหากำลังซื้อที่ชะลอตัว

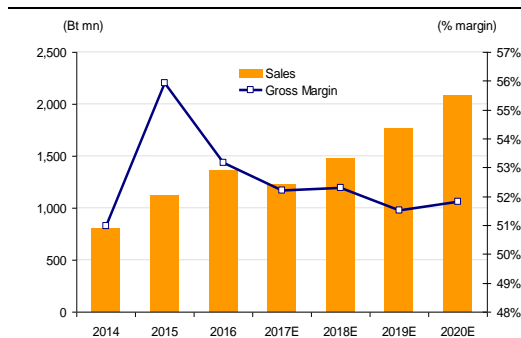
จากปัญหากำลังซื้อที่ชะลอตัว กอปรกับบรรยากาศการจับจ่ายใช้สอยที่แผ่วลงในช่วง 1H17 ซึ่งกระทบต่อผลการดำเนินงานของกลุ่มค้าปลีกโดยภาพรวม (SSSG 1H17 ของกลุ่มค้าปลีกติดลบ -6.2% Y-Y บริษัทได้รับผลกระทบเช่นเดียวกัน โดยมีกำไรสุทธิ 1H17 เท่ากับ 122 ล้านบาท (-23.3% Y-Y) สาเหตุมาจากการลดลงของรายได้ 12.2% Y-Y ทั้งนี้บริษัทมีอัตรากำไรขั้นต้นใน 1H17 เท่ากับ 53% แต่หากบวกกลับรายการตั้งค่าเผื่อการลดลงของมูลค่าสินค้าคงเหลือราว 9 ล้านบาท จะมีอัตรากำไรขั้นต้นเท่ากับ 54.3% (บริษัทได้เริ่มใช้นโยบายตั้งค่าเผื่อการลดลงของมูลค่าสินค้าคงเหลือตั้งแต่ปี 2016) แต่มีสัดส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้ปรับขึ้นมาจากอยู่ที่ 28.1% จาก 23.6% ใน 1H16 เนื่องจากการอ่อนตัวลงของรายได้ ทั้งนี้เราคาดผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วใน 2Q17 จากสถานการณ์กำลังซื้อปัจจุบันที่เริ่มฟื้นตัว โดยคาดแนวโน้มกำไรจะกลับมาสดใสมากขึ้นใน 4Q17 ซึ่งเป็นช่วง High Season ของธุรกิจ รวมถึงคาดว่าจะเริ่มรับรู้รายได้จากแบรนด์ Pony ได้เล็กน้อย เพราะเริ่มขยายสาขาแล้ว โดยเราประมาณการกำไรสุทธิปี 2017 ไว้ที่ 244 ล้านบาท ลดลง 18.5% Y-Y

แนวโน้มกำไรปี 2018 จะกลับมาดีดกมากขึ้น

นอกจากบรรยากาศการจับจ่ายใช้สอยที่น่าจะกลับมาสดใสอีกครั้งในปี 2018 กอปรกับฐานที่ต่ำในปี 2017 ในขณะที่ คาดว่าบริษัทน่าจะมีการขยายสาขาใหม่ของ Converse ต่อเนื่อง รวมถึงจะรับรู้รายได้จาก Pony ได้เต็มปี โดยเรา คาดรายได้จากการขายจะกลับมาเติบโตราว 20.8% Y-Y เป็น 1,477 ล้านบาท และคาดอัตรากำไรขั้นต้นจะค่อนข้าง ทรงตัวใกล้เคียงปี 2017 อยู่ที่ราว 52.3% เนื่องจากบริษัทมีแผนที่จะใช้โรงงานของบริษัทย่อย BNS ผลิตรองเท้า แบรินด์ Pony โดยยกเลิกการผลิตรองเท้า Converse และหันไปซื้อโดยตรงจาก Converse แทน ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อ อัตรากำไรขั้นต้นของบริษัท เพราะต้นทุนนำเข้าสินค้าสูงกว่าต้นทุนในการผลิตสินค้าเอง โดยคาดเริ่มเห็น ผลกระทบในช่วง 2H18 เนื่องจากเรามองว่าใน 1H18 บริษัทน่าจะยังมีสต็อกเดิมขายอยู่ และคาดว่าจะได้รับผลกระทบ มากขึ้นในปี 2019 ซึ่งเราคาดอัตรากำไรขั้นต้นจะลดลงมาอยู่ที่ 51.5% อย่างไรก็ตาม บริษัทมีแผนที่จะปรับเพิ่มราคา ขายสินค้า รวมถึงจะเน้นปรับ Product Mix เพิ่มสัดส่วนสินค้าในกลุ่มเสื้อผ้าและเครื่องแต่งกายอื่นๆ ซึ่งเป็นกลุ่มที่มี อัตรากำไรขั้นต้นสูง นอกจากนี้หากแบรนด์ใหม่ Pony (ที่ผลิตโดยโรงงานของ BNS) ประสบความสำเร็จมากกว่าที่ คาดไว้ น่าจะช่วยให้อัตรากำไรขั้นต้นลดลงน้อยกว่าคาดก็เป็นได้

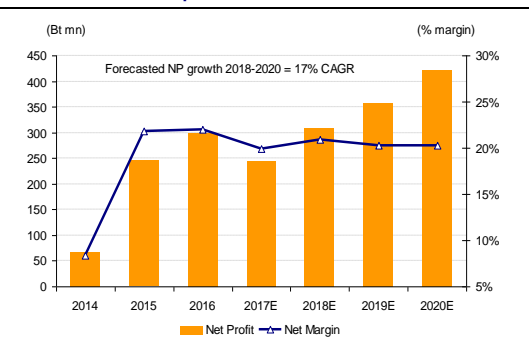
ทั้งนี้เราประมาณการกำไรสุทธิปี 2018 จะกลับมาเติบโตราว 26.6% Y-Y เป็น 308 ล้านบาท และคาดอัตรากำไรสุทธิของกำไรสุทธิในช่วงปี 2018 – 2020 จะเติบโตเฉลี่ยปีละ 17% CAGR

คาดการณ์รายได้และอัตรากำไรขั้นต้น



Source: FSS Research

คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2017-2020



Source: FSS Research

ฐานะทางการเงินและสภาพคล่องอยู่ในระดับที่ค่อนข้างดี

บริษัทมีฐานะทางการเงินและสภาพคล่องอยู่ในระดับที่ดี โดยข้อมูล ณ สิ้นปี 2016 มีสัดส่วน D/E ratio เท่ากับ 0.32 เท่า และมีภาระหนี้ที่ก่อให้เกิดดอกเบี้ยจ่ายน้อยมาก ทำให้มีสัดส่วน Interest bearing D/E ratio เพียง 0.01 เท่า ภายหลัง IPO แล้วเสร็จ คาดบริษัทจะมีสัดส่วน D/E Ratio ลดลงเหลือเพียง 0.08 เท่า ในขณะที่สัดส่วน Current Ratio จะขยับสูงขึ้นเป็น 13.9 เท่า จากสิ้นปี 2016 ที่ระดับ 3.73 เท่า ถือเป็นระดับสภาพคล่องที่ค่อนข้างสูง และ คาดบริษัทจะมีเงินสดในมืออยู่ในระดับสูง เพื่อเป็นเงินหมุนเวียนและการลงทุนในอนาคต

การประเมินมูลค่าหุ้น และเปรียบเทียบกับบริษัทอื่นในกลุ่มค้าปลีก

เนื่องจากไม่มีบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่มีลักษณะธุรกิจคล้ายกับ RSP ดังนั้นในแง่การเปรียบเทียบเรา จึงแบ่งเป็น 2 กลุ่มคือ กลุ่มค้าปลีกประเภทตัวแทนจำหน่ายหรือเจ้าของสินค้า (BEAUTY KAMART BIG COM7 IT และ MC) ซึ่ง RSP มีความใกล้เคียงกลุ่มนี้มากที่สุด และกลุ่มค้าปลีกประเภท Modern Trade (BJC CPALL FN GLOBAL HMPRO MAKRO และ ROBINS) ซึ่งสะท้อนมูลค่าหุ้นโดยรวมของกลุ่มค้าปลีก นอกจากนี้ เนื่องจาก RSP เป็นตัวแทนจำหน่ายสินค้าแบรนด์ Converse ซึ่งเป็นแบรนด์ระดับโลก เราจึงทำการเปรียบเทียบกับบริษัทในระดับ โลกที่มีลักษณะธุรกิจคล้าย RSP มากที่สุดด้วย

วันหมุนเวียนสินค้าคงคลังใกล้เคียงกลุ่ม ทั้งที่นโยบายตั้งค่าเผื่อสินค้าคงเหลือเข้มงวดมาก

ผู้ประกอบการในกลุ่มค้าปลีก โดยเฉพาะที่เป็นเจ้าของสินค้าหรือเป็นตัวแทนจำหน่ายสินค้า มักมีวันหมุนเวียนสินค้าคงเหลือที่ค่อนข้างสูงเฉลี่ยอยู่ที่ 151 วัน (ข้อมูล ณ สิ้นปี 2016) โดย MC มีจำนวนวันสูงที่สุดถึง 392 วัน ส่วนกลุ่มสินค้าไอทีที่มีจำนวนวันหมุนเวียนสินค้าคงเหลือเฉลี่ยที่ 55 วัน และกลุ่มสินค้าเครื่องสำอางจะมีจำนวนวันอยู่ที่ราว 145-150 วัน ในขณะที่ RSP มีจำนวนวันหมุนเวียนสินค้าคงเหลือต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่ม โดยอยู่ที่ราว 94 วัน ซึ่งใกล้เคียงกับจำนวนวันหมุนเวียนสินค้าคงเหลือของกลุ่ม Modern Trade เฉลี่ยที่ 98 วัน นอกจากนี้หากพิจารณาการตั้งค่าเผื่อการลดลงของมูลค่าสินค้า แม้ของ RSP จะมีสัดส่วนราว 3.7% ของมูลค่าสินค้าคงเหลือสำหรับงวดปี 2016 ซึ่งดูเป็นสัดส่วนที่สูงกว่ากลุ่มที่มีการตั้งค่าเผื่อเฉลี่ยราว 2% แต่เมื่อพิจารณาจากนโยบายการตั้งค่าเผื่อของบริษัทฯ พบว่า เข้มงวดกว่ากลุ่มมาก โดยบริษัทฯ ได้เริ่มใช้นโยบายตั้งค่าเผื่อการลดลงของมูลค่าสินค้าคงเหลือเมื่อปี 2016 ที่ผ่านมา ซึ่งหากสินค้าใดไม่มีความเคลื่อนไหวเกิน 1 ปี บริษัทฯ จะตั้งค่าเผื่อสินค้านั้น 100% ทั้งนี้ นโยบายนี้ อาจจะเข้มงวดใกล้เคียงกับ Beauty แต่ประเภทสินค้ามีความแตกต่างกัน อย่างไรก็ตาม นโยบายของบริษัทฯ ถือว่ามีความเข้มงวดมากกว่าบริษัทอื่นๆ

นโยบายการตั้งค่าเผื่อมูลค่าลดลงของสินค้าคงเหลือ

As of 2016	Inventory Days	%Provision of Inventory	Detail
RSP	94	3.7%	สินค้าคงเหลืออายุเกิน 1 ปี จะตั้งค่าเผื่อ 100%
BEAUTY	146	1.0%	สินค้าคงเหลืออายุเกิน 1 ปี จะตั้งค่าเผื่อ 100%
KAMART	149	1.1%	สินค้าคงเหลืออายุเกิน 1 ปี จะตั้งค่าเผื่อ 50% และถ้าอายุเกิน 2 ปี จะตั้งค่าเผื่อ 100%
BIG	110	2.8%	สินค้าคงเหลืออายุเกิน 4 ปี จะตั้งค่าเผื่อ 100%
COM7	55	1.3%	สินค้าคงเหลืออายุเกิน 6 เดือน จะตั้งค่าเผื่อ 50% และถ้าอายุเกิน 1.5 ปี จะตั้งค่าเผื่อ 100%
IT	55	1.9%	สินค้าคงเหลืออายุเกิน 6 เดือน จะตั้งค่าเผื่อ 25% ถ้าอายุเกิน 9 เดือน จะตั้งค่าเผื่อ 50% และถ้าอายุเกิน 1 ปี จะตั้งค่าเผื่อ 100%
FN	253	3.8%	สินค้าคงเหลืออายุเกิน 1 ปี จะตั้งค่าเผื่อ 30% ถ้าอายุเกิน 2 ปี จะตั้งค่าเผื่อ 40% และถ้าอายุเกิน 3 ปี จะตั้งค่าเผื่อ 50%
MC	392	1.9%	คาดว่าจะมีการตั้งค่าเผื่อสินค้า เมื่อสินค้านั้นไม่เคลื่อนไหวมากกว่า 1 ปีขึ้นไป

Source: FSS Research

ความสามารถทำกำไรโดดเด่นหน้าประทับใจกว่ากลุ่มมาก

เราค่อนข้างประทับใจในความสามารถทำกำไรของบริษัทฯ โดยในปี 2016 มีอัตรากำไรขั้นต้นอยู่ที่ 53.2% และมีอัตรากำไรสุทธิสูงถึง 22% สูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มค้าปลีกที่เป็นตัวแทนจำหน่ายหรือเจ้าของสินค้าที่มีอัตรากำไรขั้นต้นและอัตรากำไรสุทธิเฉลี่ย 37.8% และ 13.8% ตามลำดับ และสูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มค้าปลีกประเภท Modern Trade ที่มีอัตรากำไรขั้นต้นเฉลี่ย 23.6% และ 7.1% ตามลำดับ ทั้งนี้หากพิจารณาในแง่กำไรสุทธิ RSP ถือว่าทำได้ดีกว่ากลุ่ม โดยเป็นรองเพียง BEAUTY ที่มีอัตรากำไรสุทธิอยู่ที่ 25.8% แต่สูงกว่า MC (19%), KAMART (18.4%), BIG (16.7%) ส่วนกลุ่มสินค้าไอทีที่มีอัตรากำไรสุทธิค่อนข้างต่ำ โดย COM7 และ IT มีเพียง 2.4% และ 0.3% ตามลำดับ

คาดการณ์การเติบโตของกำไรสุทธิ RSP ใน 3 ปีข้างหน้า สูงกว่ากลุ่ม

จากประมาณการของเราก็มีการคาดการณ์อัตราการเติบโตของกำไรสุทธิของ RSP ในปี 2018 – 2020 เฉลี่ยที่ 17% CAGR ถือว่าสูงกว่าค่าปลีกประเภทตัวแทนจำหน่ายหรือเจ้าของสินค้าที่เฉลี่ยอยู่ที่ 15.5% CAGR (โดย BEAUTY สูงสุดอยู่ที่ 25% และ MC ต่ำสุดอยู่ที่ 11.1%) และสูงกว่าค่าปลีกประเภท Modern Trade ซึ่งเฉลี่ยอยู่ที่ 16.3% CAGR ซึ่งเป็นผลจากการฟื้นตัว หลังผ่านจุดต่ำสุดแล้วในปี 2017 และจะเริ่มรับรู้รายได้จากแบรนด์ใหม่อย่าง Pony ในขณะที่ต้องยอมรับว่าแบรนด์ Converse ถือเป็นแบรนด์ที่มีความแข็งแกร่งระดับโลก และได้รับความนิยมจากลูกค้าในประเทศไทย ทั้งนี้ Bloomberg Consensus มีการคาดการณ์การเติบโตของกำไรสุทธิปี 2018-2020 ของบริษัทฯ ระดับโลกที่จดทะเบียนอยู่ในต่างประเทศ และมีธุรกิจคล้าย RSP มากสุด พบว่ามีการเติบโตเฉลี่ยที่ 17.8% CAGR ค่อนข้างใกล้เคียงกับ RSP

ประเมินราคาเป้าหมายปี 2018 เท่ากับ 9.5 บาท

เราประเมินหุ้น RSP ด้วยวิธี DCF ซึ่งเหมาะสมสำหรับธุรกิจค้าปลีก อิง WACC ที่ 9.9% โดยใช้ Rf 2%, Beta 0.9 และ Terminal Growth 2% ทำให้ได้ราคาเป้าหมายปี 2018 เท่ากับ 9.5 บาท คิดเป็น Implied PE ที่ 24 เท่า และ PEG ที่ 1.4 เท่า ถือว่าใกล้เคียงกับกลุ่มค้าปลีกประเภทตัวแทนจำหน่ายหรือเจ้าของสินค้า ซึ่งมี PE เฉลี่ยย้อนหลังปี 2011-2016 อยู่ที่ 27 เท่า และราคาหุ้นปัจจุบันเทรดบน Forward PE ปี 2018 ที่ 22.2 เท่า ซึ่งคิดเป็น PEG ของกลุ่มที่ 1.4 เท่า ในขณะที่ต่ำกว่ากลุ่มค้าปลีกประเภท Modern Trade ที่มี Forward PE 26.7 เท่า และ PEG ที่ 1.6 เท่า นอกจากนี้ เราได้เทียบกับบริษัทที่มีแบรนด์ดังในระดับโลก อย่าง Adidas Nike Keds Kappa Vans รวมถึงผู้ผลิตและเป็นตัวแทนจำหน่ายทั้งรองเท้าและเครื่องแต่งกาย (เหมือนกับ RSP) ซึ่งเทรดกันบน PE เฉลี่ยที่ 25.2 เท่า และคิดเป็น PEG ที่ 1.42 เท่า เป็นระดับที่สูงกว่า RSP ดังนั้นการประเมินมูลค่าหุ้น RSP ของเรา ถือว่าค่อนข้างเหมาะสม

เปรียบเทียบธุรกิจและผลการดำเนินงานของบริษัทในกลุ่มค้าปลีกประเภท ตัวแทนจำหน่ายหรือเจ้าของสินค้า

As of Dec 2016	RSP	Avg.	BEAUTY	KAMART	BIG	COM7	IT	MC
Type of product	Shoes	-	Cosmetic	Cosmetic	Camera	IT	IT	Jeans
No. of stores	155	-	332	80	220	325	104	759
Target Customer	Mid-High	-	Low-Mid	Low-Mid	Mid-High	Mid-High	All	All
Capex per store (mb)	0.5-2	-	1-2	1	2	2	1	1-2
Sale/store/year (mb)	8	-	6	3	25	53	48	5
2017 Net Profit Growth (%)	-18.5	12.0	48.7	17.7	4.2	29.4	250.0	-15.6
2018 Net Profit Growth (%)	26.6	19.5	27.2	22.7	12.8	21.6	14.3	23.1
2018-20 NP Growth (%CAGR)	17.0	15.5	25.0	21.1	11.4	17.3	13.4	11.1
Gross Margin (%)	53.2	37.8	67.2	56.1	24.7	13.8	10.3	54.7
EBITDA Margin (%)	30.1	18.4	34.3	25.3	20.6	4.0	1.6	24.3
Net Profit Margin (%)	22.0	13.8	25.8	18.4	16.7	2.4	0.3	19.0
Current Ratio (x)	3.73	2.46	3.17	1.89	1.64	1.26	1.94	4.82
D/E Ratio (x)	0.32	0.70	0.33	0.55	0.91	1.43	0.74	0.21
IBD/E Ratio (x)	0.01	0.15	0.00	0.34	0.00	0.51	0.00	0.03
ROA (%)	34.2	21.3	40.5	23.6	37.7	8.8	0.9	16.4
ROE (%)	45.2	34.9	53.2	34.8	77.4	21.7	1.5	20.8
Inventory Days	94	151	146	149	110	55	55	392
Cash Cycle Days	76	125	100	206	39	21	38	347
Avg. PER 2011-2016 (x)	--	27.0	39.8	25.7	17.1	38.5	na	14.0
Forward PER 2017 (x)	--	26.7	46.5	22.0	14.0	30.0	33.2	14.7
Forward PER 2018 (x)	--	22.2	36.5	17.9	12.4	24.7	29.1	12.6
Forward PEG (x)	--	1.4	1.5	0.9	1.1	1.4	2.2	1.1

Note : อ้างอิงตัวเลขคาดการณ์การเติบโตของกำไรสุทธิของกลุ่มปี 2017-2020 จาก Bloomberg Consensus

Source: SET, Company Data, FSS Research

เปรียบเทียบธุรกิจและผลการดำเนินงานของบริษัทในกลุ่มค้าปลีกประเภท Modern Trade

As of Dec 2016	Avg.	BJC	CPALL	FN	GLOBAL	HMPRO	MAKRO	ROBINS
Type of store	-	HM	CVS	Outlet	Home	Home	HM	Dep. St
BKK: Provincial (%)	-	41:59	50:50	0:100	0:100	28:72	20:80	25:75
Target Customer	-	Low-Mid	All	Mid-High	Low-Mid	Mid-High	Mid-high	Mid-High
2017 Net Profit Growth (%)	13.7	48.8	18.4	-33.8	12.4	13.3	19.3	0.4
2018 Net Profit Growth (%)	26.4	21.2	16.0	65.3	15.4	15.2	17.7	15.8
2018-20 NP Growth (%CAGR)	16.3	18.2	18.8	17.2	16.2	13.0	16.4	16.4
Gross Margin (%)	23.6	18.0	21.9	45.3	20.6	25.5	9.2	24.9
EBITDA Margin (%)	13.1	12.3	8.4	21.5	15.0	9.8	5.4	19.6
Net Profit Margin (%)	7.1	3.1	3.8	13.8	7.9	7.2	3.2	10.8
Current Ratio (x)	1.86	0.69	0.61	8.56	1.09	0.71	0.55	0.78
D/E Ratio (x)	2.00	1.70	6.48	0.09	0.72	1.96	2.36	0.71
IBD/E Ratio (x)	0.96	1.37	3.14	0.00	0.48	0.96	0.53	0.22
ROA (%)	6.8	1.2	4.7	9.2	5.3	7.8	10.2	9.5
ROE (%)	19.0	2.8	36.7	10.0	9.1	23.1	34.4	17.0
Inventory Days	98	48	28	253	217	73	31	36
Cash Cycle Days	40	13	-42	219	159	-17	-24	-29
Avg. PER 2011-2016 (x)	32.6	30.8	33.3	--	42.6	30.6	30.4	28.1
Forward PER 2017 (x)	33.3	35.2	29.9	49.6	36.4	31.7	25.2	25.2
Forward PER 2018 (x)	26.7	29.0	25.8	31.0	31.4	27.8	21.5	21.8
Forward PEG (x)	1.6	1.6	1.4	1.8	1.9	2.1	1.3	1.3

Source: SET, Company Data, FSS Research

เปรียบเทียบผลการดำเนินงานและมูลค่าหุ้นของบริษัทระดับโลกที่มีธุรกิจใกล้เคียงกับ RSP

Ticker	Short Name	Market Cap US\$ mn	PE	EPS Growth%		ROE	GM	NM	Note
				2017	2018-20				
NKE US Equity	Nike Inc -CL B	87,371	22.9	16.3	15.6	34.4	44.6	12.3	
ADS GR Equity	Adidas AG	47,349	31.9	30.4	17.6	16.8	48.6	5.3	
VFC US Equity	VF Corp	24,282	21.5	-4.2	10.7	20.8	48.6	10.9	เจ้าของแบรนด์ Vans, Timberland
2020 HK Equity	Anta Sports Product	10,995	25.5	19.9	13.0	26.3	48.4	17.9	ตัวแทน FILA ในจีน
551 HK Equity	Yue Yuen Ind	6,142	11.4	4.6	8.2	11.6	25.1	6.3	ผลิตรองเท้า Adidas Nike Converse
SKX US Equity	Skechers USA-A	3,894	16.8	-1.3	11.2	38.3	45.9	6.8	
9904 TT Equity	Pou chen	3,717	9.2	-7.8	15.4	16.4	25.6	4.7	ค้าปลีก เป็นบจ.แม่ของ Yue Yuen
1476 TT Equity	Eclat Textile	3,394	30.5	0.8	23.6	18.0	28.4	14.9	ผลิตรองเท้าให้ Adidas, FILA
9910 TT Equity	Feng Tay	3,161	23.4	1.8	31.6	33.1	23.1	7.7	ผลิตรองเท้า Nike มากกว่า 40 ปี
WWW US Equity	Wolverine World	2,680	17.6	19.1	10.3	8.9	38.7	6.1	แบรนด์ Keds Hush Puppies, Sperry
2331 HK Equity	Li Ning Co Ltd	1,911	41.3	43.6	42.5	17.9	46.2	-0.4	เจ้าของแบรนด์ Li Ning ในจีน
BATA IN Equity	Bata India Ltd	1,394	55.8	1.7	15.7	12.5	43.0	9.0	เจ้าของแบรนด์ Bata
1223 HK Equity	Symphony Holdings	291	34.4	nm	20.6	1.2	74.4	7.6	เจ้าของแบรนด์ Pony
BAN IM Equity	Basicnet Spa	270	23.8	8.7	14.0	11.0	40.1	7.8	เจ้าของแบรนด์ Kappa
1170 HK Equity	Kingmaker Footwear	228	11.6	12.4	16.7	11.6	15.9	5.2	ผลิตรองเท้า Asics Clarks Skechers
Average			25.2	9.7	17.8	18.6	40.5	8.1	

Note: บางบริษัทไม่มีข้อมูลคาดการณ์กำไรปี 2020 เราจึงใช้ค่าเฉลี่ยการเติบโตของกำไรในปี 2018-2019 แทนที่จะหาข้อมูลได้มากที่สุด

Source: Bloomberg, FSS Research

โครงสร้างการถือหุ้น, การเพิ่มทุน และนโยบายการจ่ายเงินปันผล

บริษัทมีแผนขายหุ้น IPO จำนวน 200 ล้านหุ้น (มูลค่าพาร์ 1.0 บาท/หุ้น) คิดเป็น 25.97% ของจำนวนหุ้นที่ออกและเรียกชำระแล้วหลัง IPO โดยจะเสนอขายต่อประชาชนทั่วไปจำนวน 195 ล้านหุ้น และอีก 5 ล้านหุ้น จะเสนอขายต่อกรรมการ ผู้บริหาร และพนักงานของบริษัท และบริษัทย่อย โดยภายหลัง IPO บริษัทจะมีทุนชำระแล้วเพิ่มขึ้นเป็น 770 ล้านบาท จากปัจจุบัน 570 ล้านบาท ทั้งนี้มีเงื่อนไขกำหนด Lock-up Period ว่าห้ามผู้ถือหุ้นที่ถือหุ้นก่อนวันที่บริษัทเสนอขาย IPO นำหุ้นหรือหลักทรัพย์ที่อาจเป็นหุ้นรวมทั้งหมด 55% ของทุนชำระแล้วหลัง IPO (หรือ 423.5 ล้านหุ้น) ออกขายภายในระยะเวลา 1 ปี นับตั้งแต่วันที่เริ่มทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ โดยเมื่อครบกำหนดระยะเวลา 6 เดือน สามารถทยอยขายหุ้นได้ไม่เกิน 25% ของจำนวนหุ้นทั้งหมดที่ถูกสั่งขาย (หรือ 105.87 ล้านหุ้น) และสามารถขายหุ้นส่วนที่เหลือได้เมื่อครบกำหนดระยะเวลา 1 ปี

วัตถุประสงค์ในการเพิ่มทุนครั้งนี้ เพื่อใช้เป็นเงินลงทุนในการขยายสาขาใหม่, ใช้ปรับปรุงสาขาเดิม และใช้เป็นเงินหมุนเวียนในการดำเนินงานและรองรับการขยายธุรกิจในอนาคต

โครงสร้างผู้ถือหุ้น

รายชื่อผู้ถือหุ้น	ก่อน IPO	หลัง IPO
บริษัท ริช สปอร์ต โฮลดิ้ง จำกัด*	30.00%	22.21%
นางสาวพาพิชญ์ วงศ์ไพฑูรย์ปิยะ	23.33%	17.27%
นายภาสวิช วงศ์ไพฑูรย์ปิยะ	23.33%	17.27%
นายภาณุวิชญ์ วงศ์ไพฑูรย์ปิยะ	23.33%	17.27%
เสนอขายต่อกรรมการ ผู้บริหาร และพนักงานของบริษัท	-	0.65%
เสนอขายต่อประชาชนทั่วไป	-	25.32%
จำนวนหุ้นรวม (ล้านหุ้น)	570	770

Source: Company Data

บริษัท ริช สปอร์ต โฮลดิ้ง จำกัด มีรายชื่อผู้ถือหุ้น ดังนี้

รายชื่อผู้ถือหุ้น	จำนวนหุ้น	สัดส่วน
นางสาวพาพิชญ์ วงศ์ไพฑูรย์ปิยะ	33,334	33.334%
นายภาสวิช วงศ์ไพฑูรย์ปิยะ	33,333	33.333%
นายภาณุวิชญ์ วงศ์ไพฑูรย์ปิยะ	33,333	33.333%
จำนวนหุ้นรวม (หุ้น)	100,000	100%

Source: Company Data

นโยบายการจ่ายเงินปันผล

บริษัทฯ มีนโยบายการจ่ายเงินปันผลไม่น้อยกว่า 40% ของกำไรสุทธิหลังหักสำรองตามที่กฎหมายกำหนด รวมถึงเงินสำรองอื่นๆ (ถ้ามี)

ปัจจัยความเสี่ยง

ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงตราสินค้าหลัก

เนื่องจากรายได้ทั้งหมดของบริษัทฯมาจากการขายสินค้าภายใต้แบรนด์ Converse เพียงแบรนด์เดียว โดยได้รับสิทธิจาก Converse ในการเป็นผู้ผลิตสินค้า รวมถึงใช้ตราสินค้าในการทำการตลาด ขาย จัดจำหน่าย และโฆษณา ประชาสัมพันธ์แต่เพียงผู้เดียวในประเทศไทย โดยสัญญาดังกล่าวมีอายุ 3 ปี ทั้งนี้สัญญาฉบับปัจจุบันมีผลตั้งแต่วันที่ 1 มิ.ย. 2016 และจะสิ้นสุด 31 ธ.ค. 2018 ดังนั้นจึงมีความเสี่ยงหากบริษัทฯไม่ได้รับการต่อสัญญาจาก Converse ใดๆก็ตาม ด้วยความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทฯ และ Converse ที่มีมายาวนานกว่า 14 ปี ซึ่งบริษัทฯได้รับสิทธิในการเป็นผู้ผลิตและจัดจำหน่ายสินค้าภายใต้แบรนด์ Converse แต่เพียงผู้เดียวมาตั้งแต่ปี 2003 และได้รับการต่อสัญญาอย่างต่อเนื่อง สามารถบริหารงานและบรรลุเป้าหมายยอดขาย Converse ได้ดีเสมอมา นอกจากนี้บริษัทฯ ได้มีนโยบายลดความเสี่ยงจากการพึ่งพิงแบรนด์ Converse เพียงแบรนด์เดียว โดยเมื่อ ธ.ค. 2016 ที่ผ่านมานี้ บริษัทฯ ได้เข้าทำสัญญากับ Pony International Limited ประเทศฮ่องกง ซึ่งบริษัทฯได้รับสิทธิในการออกแบบ ผลิต รวมถึงใช้แบรนด์สินค้าในการขาย จัดจำหน่าย โฆษณา ประชาสัมพันธ์ แบรนด์ Pony แต่เพียงผู้เดียว (Exclusive Right) ในประเทศไทย กัมพูชา และลาว

ความเสี่ยงจากการเริ่มจำหน่ายสินค้าแบรนด์ใหม่

บริษัทฯได้เริ่มจำหน่ายสินค้าภายใต้แบรนด์ Pony ในไทยในวันที่ 1 ก.ย. 2017 ซึ่งอาจมีความเสี่ยงจากการที่ยอดขายไม่เป็นไปตามเป้าหมาย ใดๆก็ตาม ด้วยประสบการณ์และความเชี่ยวชาญของผู้บริหาร ในอุตสาหกรรมรองเท้า และเครื่องแต่งกายอื่นๆมาเป็นเวลานาน กอปรกับในช่วงแรก บริษัทฯจะจำหน่ายสินค้าผ่านเคาน์เตอร์ในห้างสรรพสินค้าเป็นหลัก เพราะใช้เงินลงทุนน้อย โดยค่าใช้จ่ายหลักที่เกิดขึ้นจะเป็นส่วนแบ่ง Margin ที่จ่ายให้กับห้างสรรพสินค้า ซึ่งแปรผันตามยอดขาย

ความเสี่ยงจากการบริหารสินค้าคงคลัง

บริษัทฯมีตัวเลขสินค้าคงเหลือสุทธิสิ้นปี 2015 - 2016 เท่ากับ 129 ล้านบาท และ 198 ล้านบาท ตามลำดับ คิดเป็นสัดส่วนราว 17.7% และ 22.7% ของสินทรัพย์รวม ทำให้บริษัทฯมีความเสี่ยงในกรณีที่บริหารสินค้าคงคลังไม่เหมาะสม (มากเกินไป จนเกิดเหตุสินค้าล้าสมัย หรือน้อยเกินไป ทำให้ไม่สามารถรองรับความต้องการของลูกค้าได้) ใดๆก็ตาม บริษัทฯได้ให้ความสำคัญโดยเน้นการบริหารจัดการสินค้าคงคลังให้มีประสิทธิภาพ และเริ่มใช้นโยบายตั้งค่าเผื่อการลดลงของมูลค่าสินค้าคงเหลือในปี 2016 ซึ่ง ณ สิ้นปีมีสัดส่วนการตั้งค่าเผื่ออยู่ที่ 3.7% ของมูลค่าสินค้าคงเหลือ และเมื่อพิจารณาถึงนโยบายการตั้งค่าเผื่อที่จะตั้งในสัดส่วน 100% สำหรับสินค้าที่ไม่มีการเคลื่อนไหวเกิน 1 ปี ถือเป็นนโยบายที่ค่อนข้างเข้มงวด เมื่อเปรียบเทียบกับบริษัทอื่นในกลุ่มค้าปลีก

ความเสี่ยงจากแผนที่จะสั่งซื้อรองเท้าจาก Converse แทนการผลิตเอง

จากการที่บริษัทมีแผนจำหน่ายสินค้าแบรนด์ Pony ในเดือน ก.ย. 2017 เป็นต้นไป ซึ่งในช่วงแรกจะสั่งผลิตจากผู้รับจ้างผลิตภายในประเทศ และในปี 2018 บริษัทมีแผนที่จะใช้โรงงานของ BNS ในการผลิตรองเท้าแบรนด์ Pony ส่วนรองเท้าแบรนด์ Converse ที่บริษัทสั่งผลิตจาก BNS อยู่ในปัจจุบันนั้น บริษัทมีแผนที่จะเปลี่ยนไปสั่งซื้อสินค้าสำเร็จรูปโดยตรงจาก Converse แทน ผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นคือ อาจทำให้ต้นทุนในการจัดการรองเท้าแบรนด์ Converse สูงขึ้น รวมถึงอาจต้องเก็บสต็อกสินค้าเพิ่มมากขึ้น อย่างไรก็ตาม ถือเป็นเงื่อนไขของ Converse ที่ไม่อนุญาตให้ใช้สายการผลิตสินค้า Converse ร่วมกับแบรนด์อื่น ในขณะที่ต้นทุนรองเท้า Converse ที่อาจสูงขึ้น บริษัทมีแผนที่จะปรับเพิ่มราคาขายสินค้า รวมถึงจะเน้นปรับ Product Mix เพิ่มสัดส่วนสินค้าในกลุ่มเสื้อผ้าและเครื่องแต่งกายอื่นๆ ซึ่งเป็นกลุ่มที่มีอัตรากำไรขั้นต้นสูง

ความเสี่ยงจากการต่ออายุสัญญาเช่าพื้นที่

เนื่องจากบริษัทมีสัดส่วนรายได้จากการขายผ่านหน้าร้านค้าปลีกของตนเองราว 18.84% ของรายได้รวมในปี 2016 โดยเป็นการเช่าพื้นที่จากผู้ประกอบการศูนย์การค้าหรือเจ้าของอาคารพาณิชย์ ซึ่งส่วนใหญ่มีอายุสัญญาเช่าระหว่าง 1-3 ปี ดังนั้นบริษัทจึงมีความเสี่ยงที่จะไม่ได้รับการต่ออายุสัญญาเช่าพื้นที่ หรือมีความเสี่ยงจากการปรับขึ้นอัตราค่าเช่าพื้นที่เมื่อมีการต่ออายุสัญญา อย่างไรก็ตาม ตลอดระยะเวลาการดำเนินธุรกิจมา 14 ปี บริษัทไม่เคยประสบปัญหากรณีไม่ได้รับการต่ออายุสัญญาเช่าพื้นที่ เพราะนอกจากจะปฏิบัติตามเงื่อนไขมาโดยตลอดแล้ว ยังมีความสัมพันธ์ที่ดีกับผู้พัฒนาศูนย์การค้า รวมถึงแบรนด์ Converse ก็ได้รับความนิยมาต่อเนื่องและยาวนาน

ความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน

เนื่องจากบริษัทได้จัดหาสินค้าส่วนหนึ่งจากต่างประเทศ โดยมียอดซื้อสินค้าคิดเป็นสัดส่วน 42.96% ในปี 2016 ซึ่งประกอบไปด้วยการสั่งซื้อสินค้าสำเร็จรูปโดยตรงจาก Converse และการสั่งซื้อสินค้าจากผู้รับจ้างผลิตในต่างประเทศ นอกจากนี้บริษัทยังมีการจ่ายค่าธรรมเนียม (Royalty Fee) และค่าธรรมเนียมการจัดการสินค้าให้แก่ Converse เป็นเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐฯ ประกอบการในส่วนของบริษัทยังมีการจัดหาวัตถุดิบจากต่างประเทศคิดเป็นสัดส่วน 44.71% ในปี 2016 ในขณะที่รายได้จากการขายสินค้าทั้งหมดเป็นสกุลบาท ดังนั้นในกรณีค่าเงินดอลลาร์แข็งค่าขึ้นเมื่อเทียบกับค่าเงินบาท จะเป็นลบต่อบริษัท เพราะส่งผลให้ต้นทุนของบริษัทปรับตัวสูงขึ้น และบริษัทอาจไม่สามารถปรับขึ้นราคาสินค้าได้ทันที อย่างไรก็ตาม บริษัทได้ตระหนักถึงความเสี่ยงดังกล่าว จึงมีนโยบายกำหนดราคาสินค้าโดยคำนึงถึงความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน และพิจารณาป้องกันความเสี่ยงด้วยการซื้ออัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า ตามสถานการณ์และความจำเป็น

ความเสี่ยงจากการแข่งขันในธุรกิจ

อุตสาหกรรมรองเท้าและเครื่องแต่งกายมีการแข่งขันที่สูงระดับหนึ่ง เพราะมีผู้ประกอบการจำนวนมากทั้งในและต่างประเทศ แต่สำหรับแบรนด์ Converse ถือเป็นแบรนด์ที่มีความแข็งแกร่งและเป็นที่ยอมรับอย่างแพร่หลายทั่วโลก โดยเน้นที่รูปทรงและดีไซน์ที่มีความคลาสสิก และมีความเป็นเอกลักษณ์ ทำให้รองเท้า Converse เป็นที่นิยมในกลุ่มผู้บริโภคในทุกยุคสมัย กอปรกับผู้บริหารมีประสบการณ์และความเชี่ยวชาญในธุรกิจเป็นอย่างดี ทำให้สามารถรับมือกับการแข่งขันในธุรกิจได้

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Revenue	1,118	1,359	1,223	1,477	1,765
Cost of sales	493	637	585	705	856
Gross profit	625	722	638	773	909
SG&A costs	317	348	340	394	471
Operating profit	308	375	298	378	438
Other income	6	5	6	7	9
EBIT	313	380	305	386	447
EBITDA	340	422	357	448	519
Interest charge	0	0	0	0	0
Tax on income	67	81	61	77	89
Earnings after tax	246	299	244	308	357
Minority interests	-1	0	0	0	0
Normalized Profit	245	299	244	308	357
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Net profit	245	299	244	308	357

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Net Profit	245	299	244	308	357
Depreciation etc.	21	29	31	32	34
Change in working capital	-54	-89	12	-38	-44
Other adjustments	-4	0	0	0	0
Cash flow from operations	207	239	287	303	347
Capital expenditure	-25	-107	-50	-50	-50
Others	-20	60	9	-6	-7
Cash flow from investing	-45	-47	-41	-56	-57
Free cash flow	162	192	246	247	290
Net borrowings	0	2	-6	0	0
Equity capital raised	3	150	1,420	0	0
Dividends paid	-190	-290	-206	-154	-179
Others	2	5	-5	6	6
Cash flow from financing	-184	-133	1,204	-149	-172
Net change in cash	-22	59	1,450	98	118

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Cash	175	233	1,681	1,787	1,904
Accounts receivable	207	199	178	202	242
Inventory	129	198	184	222	258
Other current assets	24	30	29	35	41
Total current assets	534	661	2,072	2,245	2,445
Investments	14	8	0	0	0
Plant, property & equipment	88	165	185	202	218
Other assets	91	39	38	37	44
Total assets	727	873	2,294	2,485	2,707
Short-term loans	0	0	0	0	0
Accounts payable	124	126	112	135	164
Current maturities	1	2	0	0	0
Other current liabilities	71	49	37	44	53
Total current liabilities	196	177	149	179	217
Long-term debt	3	6	0	0	0
Other non-current liab.	26	30	27	33	39
Total non-current liab.	29	35	27	33	39
Total liabilities	225	212	176	212	256
Registered capital	200	350	770	770	770
Paid up capital	200	350	770	770	770
Share premium	50	50	1,050	1,050	1,050
Legal reserve	20	20	33	33	33
Retained earnings	232	241	265	419	598
Minority Interests	0	0	0	0	0
Shareholders' equity	502	661	2,119	2,273	2,451

Important Ratios (Consolidated)

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Growth (%)					
Sales	37.8	21.6	-10.0	20.8	19.5
EBITDA	184.6	22.4	-18.0	24.7	15.0
Net profit	262.5	22.1	-18.5	26.6	15.8
Normalized profit	262.5	22.1	-18.5	26.6	15.8
Profitability Ratios (%)					
Gross profit margin	55.9	53.2	52.2	52.3	51.5
EBITDA margin	29.9	30.1	27.4	28.3	27.2
EBIT margin	28.0	27.9	24.9	26.1	25.3
Normalized profit margin	21.9	22.0	19.9	20.9	20.2
Net profit margin	21.8	22.0	19.9	20.9	20.2
Normalized ROA	33.6	34.2	10.6	12.4	13.2
Normalize ROE	48.7	45.2	11.5	13.6	14.6
Normalized ROCE	59.0	54.6	14.2	16.7	17.9
Risk (x)					
D/E	0.4	0.3	0.1	0.1	0.1
Net D/E	0.1	0.0	-0.7	-0.7	-0.7
Net debt/EBITDA	0.2	-0.1	-4.5	-3.8	-3.4
Per share data (Bt)					
EPS - Reported	1.22	0.85	0.32	0.40	0.46
EPS - Normalized	1.22	0.85	0.32	0.40	0.46
EBITDA	1.67	1.17	0.44	0.54	0.62
FCF	0.81	0.55	0.32	0.32	0.38
Book value	2.51	1.89	2.75	2.95	3.18
Dividend	0.94	0.83	0.29	0.20	0.23
Par	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Valuations (x)					
P/E	4.7	6.8	18.3	14.5	12.5
P/E - Normalized	4.7	6.8	18.3	14.5	12.5
P/BV	2.3	3.1	2.1	2.0	1.8
EV/EBTDA	3.6	4.9	8.8	6.9	5.9
Dividend yield (%)	16.3	14.3	4.9	3.5	4.0

Source: Company data, FSS research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สำนักงานไทยซัมมิท ทาวเวอร์ (สายงานสนับสนุน) 1768 อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 5, 31 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา อัลมาลิ่งค์ 25 อาคารอัลมาลิ่งค์ ชั้น 9,14,15 ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา อัมรินทร์ ทาวเวอร์ 496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา เซ็นทรัลปิ่นเกล้า 1 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ทาวเวอร์ ปิ่นเกล้า ชั้นที่ 14 ห้อง 1404 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร
สาขา บางกระบือ 3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา บางนา 1093 อาคารเซ็นทรัลซีดีทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 1093/105 หมู่ 12 ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา เขตบางนา จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา สิ้นธร 1 130-132 อาคารสิ้นธร ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิบูลย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา เคียนหงวน (สิ้นธร 2) 140/1 อาคารเคียนหงวน 2 ชั้น 18 ถ.วิบูลย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา สิ้นธร 3 130-132 อาคารสิ้นธร ทาวเวอร์ 3 ชั้น 19 ถ.วิบูลย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร
สาขา ลาดพร้าว 555 อาคารระสา ทาวเวอร์ 2 ยูนิท 1106 ชั้น 11 ถ.พหลโยธิน แขวงจตุจักร เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา ประชาชื่น 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา รังสิต 1/832 พหลโยธิน 60 ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี	สาขา ไทยซัมมิท 1768 อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 2 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา รัตนาธิเบศร์ 68/127 หมู่ 8 ถ.รัตนาธิเบศร์ ต.บางกระสอ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี
สาขา ศรีราชา 135/99 (ตึกคอม ชั้น G) ถนนสุขุมวิท ต.ศรีราชา อ.ศรีราชา จ.ชลบุรี	สาขา ขอนแก่น 1 311/16 ถ.กลางเมือง ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น	สาขา ขอนแก่น 2 เลขที่ 26/9 หมู่ที่ 7 ชั้น 2 ถ.ศรีจันทร์ใหม่ ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น	สาขา ขอนแก่น 3 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่ง) ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น	สาขา อุดรธานี 104/6 ชั้น 2 อาคาร ธนาคารไอซีบีซี(ไทย)จำกัด(มหาชน) ถ.อุดรธานี ต.หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี
สาขา เชียงใหม่ 1 308 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่	สาขา เชียงใหม่ 2 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่	สาขา เชียงใหม่ 3 อาคารทะเลเพลส 32/4 หมู่ที่ 2 ชั้น 1 ห้อง B1-1, B1-2 ต.แม่เหิยะ อ.เมืองเชียงใหม่ เชียงใหม่	สาขา เชียงราย 353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย	สาขา แม่สาย 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย
สาขา นครราชสีมา 1242/2 ห้อง A3 ชั้น 7 สำนักงานเดอะมอลล์ นครราชสีมา ถ.มิตรภาพ ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา	สาขา สมุทรสาคร 1045/16-17 ถ.วิเชียรโชฎก ต.มหาชัย อ.เมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร	สาขา นครปฐม 28/16-17 ถ.อ.ปิ่นเกล้า ต.สนามจันทร์ อ.เมือง จ.นครปฐม	สาขา ภูเก็ต 22/18 ศูนย์การค้าวินิซเพลซ่า ถ.หลวงพ่อดำ อ.เมืองภูเก็ต ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต	สาขา หาดใหญ่ 1 200/221, 200/223 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา
สาขา หาดใหญ่ 2 106 ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา	สาขา หาดใหญ่ 3 200/222, 200/224, 200/226 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา	สาขา กระบี่ 223/20 ถ.มหาราช ต.ปากน้ำ อ.เมือง จ.กระบี่	สาขา ตรัง 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง	สาขา สุราษฎร์ธานี 173/83-84 หมู่ 1 ถ.รัตโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี
สาขา บัตตานี 300/69-70 หมู่ 4 ต.สุระนิมิต อ.เมือง จ.บัตตานี				

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน

BUY	“ซื้อ”	เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 10%
HOLD	“ถือ”	เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 0% - 10%
SELL	“ขาย”	เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน
TRADING BUY	“ซื้อเก็งกำไรระยะสั้น”	เนื่องจากมีประเด็นที่มีผลบวกต่อราคาหุ้นในระยะสั้น แม้ว่าราคาปัจจุบันจะสูงกว่ามูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน
OVERWEIGHT	“ลงทุนมากกว่าตลาด”	เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ สูงกว่า ตลาด
NEUTRAL	“ลงทุนเท่ากับตลาด”	เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ เท่ากับ ตลาด
UNDERWEIGHT	“ลงทุนน้อยกว่าตลาด”	เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ ต่ำกว่า ตลาด

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

DISCLAIMER: รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) “บริษัท” ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูล ที่เชื่อว่าหรือควรเชื่อว่ามีคุณภาพ เชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ใน รายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้นำให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือ ขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทของสวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง ทำซ้ำ นำ ออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควร ศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ ที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ โดยบริษัท อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าวนี้ ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดง สิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

Thai Institute of Directors Association (IOD) - Corporate Governance Report Rating 2016

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

โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)

- ข้อมูล CG Score ประจำปี 2559 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 28 ตุลาคม 2559) มี 2 กลุ่ม คือ
 - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
 - ได้รับการรับรอง CAC