

RBF (RBF TB)

บมจ. อาร์ แอนด์ บี ฟู้ด ชัฟฟลาย

Current	Previous	IPO Price	2020 TP	Exp Return	THAI CAC	CG 2018
BUY	--	3.3	4.6	+39.4%	N/A	N/R

Consolidated earnings

ผู้ออกหลักทรัพย์	RBF
จำนวนหุ้น IPO (ล้านหุ้น)	520 ล้านหุ้น
มูลค่าหุ้นที่ตราไว้ (บาท)	1.00
ระยะเวลาจองซื้อ	16 – 18 ตุลาคม 2562
วันที่เริ่มทำการซื้อขาย	24 ตุลาคม 2562
ที่ปรึกษาทางการเงิน	บจ.แอสเซท โปร แมเนจเม้นท์
ผู้จัดการการจัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่าย	FSS, KSEC
Sector	Food & Beverage

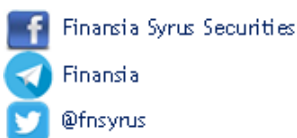
Consolidated earnings

(Bt mn)	2017	2018	2019E	2020E
Normalized profit	400	334	378	432
Net profit	400	324	348	432
EPS (Bt)-Norm	0.63	0.23	0.19	0.22
EPS (Bt)	0.91	0.26	0.17	0.22
% EPS growth	-84.6	-71.4	-33.0	24.0
Dividend (Bt)	2.25	0.17	0.09	0.11
BV/share (Bt)	3.71	1.05	1.87	1.97
EV/EBITDA (x)	3.8	9.7	8.6	7.1
PER (x) - Norm	5.3	14.6	17.5	15.3
PER (x)	3.6	12.7	18.9	15.3
PBV(x)	0.9	3.2	1.8	1.7
Dividend yield (%)	68.2	5.1	2.6	3.3
ROE (%)	16.9	15.9	10.1	10.9
No. of shares- full dilution	638	1,480	2,000	2,000
Par (Bt)	1.0	1.0	1.0	1.0

Source: Company data, FSS estimates

หมายเหตุ : บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่าย หุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัท อาร์ แอนด์ บี ฟู้ด ชัฟฟลาย จำกัด (มหาชน) ที่เสนอขายต่อประชาชนเป็นครั้งแรก

Analyst: Sureporn Teewasuwet
Register No.: 040694
Tel.: +662 646 9972
email: Sureporn.t@fnsyrus.com
www.fnsyrus.com



ผู้สร้างสรรค์ส่วนผสมของความอร่อย

บมจ. อาร์ แอนด์ บี ฟู้ด ชัฟฟลาย เป็นผู้ผลิตและจำหน่ายวัตถุดิบที่ใช้เป็นส่วนผสมอาหาร โดยมีกลุ่มลูกค้าหลักคือ ผู้ประกอบการอุตสาหกรรม และธุรกิจค้าปลีก และมีรายได้จากการขายทั้งในและต่างประเทศ เราขอในความสม่ำเสมอของรายได้ที่เติบโตตามอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่ม และบริษัทให้ความสำคัญกับ R&D ที่ช่วยสร้างความแตกต่างในสินค้า และสร้างความพึงพอใจให้กับลูกค้าและผู้บริโภค ทำให้ยากที่ลูกค้าจะเปลี่ยน Supplier ปัจจุบันบริษัทอยู่ระหว่างก่อสร้างโรงงานในเวียดนามและอินโดนีเซีย จากเดิมที่มีแต่สำนักงานขาย คาดจะเริ่มรับรู้รายได้ตั้งแต่ปี 2020 เป็นต้นไป เราคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2019 – 2020 เติบโต 7.6% Y-Y และ 24% Y-Y ตามลำดับ และคาดการณ์การเติบโตของกำไรในช่วง 3 ปีข้างหน้าเฉลี่ยที่ 18.4% CAGR เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2020 เท่ากับ 4.6 บาท (อิง PE 21 เท่า)

ผู้ผลิตและจำหน่ายวัตถุดิบที่ใช้เป็นส่วนผสมในอาหาร

RBF ดำเนินธุรกิจมานานกว่า 33 ปี โดยผลิตและจำหน่ายวัตถุดิบที่ใช้เป็นส่วนผสมอาหาร เช่น วัตถุแต่งกลิ่น รส และสี, แป้งและซอส, ผลิตภัณฑ์อบแห้ง, อาหารแช่แข็ง, บรรจุภัณฑ์พลาสติก และกลุ่มซื้อมาขายไป สัดส่วนรายได้จากการขาย 96.76% ของรายได้รวม 1H19 และอีก 3.24% ของรายได้รวมมาจากธุรกิจโรงแรม (มี 2 แห่ง) รายได้จากการขายมีกลุ่มลูกค้าหลักมาจากผู้ประกอบการอุตสาหกรรม 86.2% ของรายได้จากการขาย และอีก 13.8% มาจากธุรกิจค้าปลีกขนาดใหญ่และร้านค้าปลีกทั่วไป และมีสัดส่วนรายได้ในประเทศและส่งออกอยู่ที่ 85.1% และ 14.9% ของรายได้จากการขายใน 1H19 นอกจากนี้ยังมีแบรนด์ของตนเอง อาทิ ไดแก๊ อังเคิลบาร์นส์, เบสท์ โอเดอร, super-find, ก๊อปจิ้ง, Haeyo, Angelo และ Aroi Mak Mak

จุดแข็งคือ อยู่ในธุรกิจอาหาร, คุณภาพสินค้า และ R&D

แม้บริษัทจะอยู่ในอุตสาหกรรมที่มีผู้ประกอบการมากมาย แต่คู่แข่งส่วนใหญ่จะมีผลิตภัณฑ์ใดผลิตภัณฑ์หนึ่งโดยเฉพาะ ต่างจากบริษัทที่มีสินค้าหลากหลายและครบวงจรมากกว่า และมีกลุ่มลูกค้าอยู่ในอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่มซึ่งเป็นสินค้าจำเป็น ทำให้รายได้ของบริษัทมีความสม่ำเสมอ อีกทั้งด้วยประสบการณ์ในการดำเนินธุรกิจมาอย่างยาวนาน และได้รับการรับรองมาตรฐานระดับสากล รวมถึงให้ความสำคัญกับ R&D เพื่อสร้างความต่าง และความพึงพอใจให้กับลูกค้า โดยมีการพัฒนาสูตรสำหรับลูกค้าแต่ละราย และเมื่อผู้บริโภคถูกใจในรสชาติแล้ว ทำให้ยากที่ลูกค้าจะเปลี่ยน Supplier สะท้อนให้เห็นผ่านรายได้จากการขายในรูปแบบ Made to Order ที่สูงราว 87.4% ของรายได้จากการขายช่วง 1H19

คาดการณ์ปี 2020 จะโตเด่น ภายหลังรับรู้รายได้โรงงานใหม่ในต่างประเทศ

บริษัทอยู่ระหว่างก่อสร้างโรงงานผลิตเกล็ดขนมปังในเวียดนามและอินโดนีเซีย คาดจะแล้วเสร็จและเริ่มรับรู้รายได้ตั้งแต่ 1Q20 และจะนำเงินที่ได้ส่วนหนึ่งจากการขาย IPO ครั้งนี้ไปลงทุนสร้างโรงงานผลิตที่อินโดนีเซียแห่งที่ 2 ในปี 2022 เพื่อรองรับการเติบโตของรายได้ส่งออก เราคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2019 เติบโต 7.6% Y-Y หากไม่รวมค่าใช้จ่าย One Time คาดมีกำไรปกติเติบโต 13.3% Y-Y และเมื่อรับรู้โรงงานใหม่ในต่างประเทศ คาดกำไรสุทธิปี 2020 จะเติบโต 24% Y-Y โดยอัตราการเติบโตของกำไร 3 ปีเฉลี่ยอยู่ที่ 18.4% CAGR

ประเมินราคาเป้าหมาย RBF ปี 2020 เท่ากับ 4.6 บาท

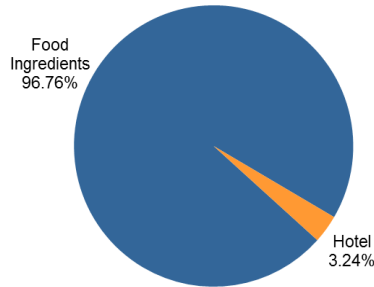
เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2020 ของ RBF เท่ากับ 4.6 บาท อิง PE 21 เท่า โดยคำนวณจากวิธี Justified PE ถือว่าเหมาะสมเพราะสูงกว่า PE ของ Food Processor ที่เทรดเฉลี่ย 16.8 เท่า เพราะบริษัทมีความสามารถทำกำไรที่ดีกว่า และหากอิงอัตราการเติบโตของกำไร RBF 3 ปีข้างหน้า จะได้ PEG ที่ 1.1 เท่า ไม่ Aggressive จนเกินไป

ลักษณะการประกอบธุรกิจ

ผู้ผลิตและจำหน่ายวัตถุดิบที่ใช้เป็นส่วนผสมอาหาร

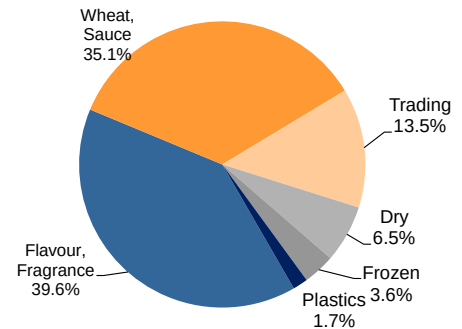
บริษัท อาร์ แอนด์ บี ฟู้ด ซัพพลาย จำกัด (มหาชน) และบริษัทย่อยประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายวัตถุดิบที่ใช้เป็นส่วนผสมอาหาร (ช่วง 1H19 มีสัดส่วนรายได้จากการขาย 96.76% ของรายได้รวม) และมีการลงทุนในธุรกิจโรงแรม 2 แห่ง คือ โรงแรมไอบิส สไตล์ เชียงใหม่ และโรงแรมโนโวเทล ชุมพร บีช รีสอร์ท แอนด์ กอล์ฟ (สัดส่วนรายได้จากการประกอบธุรกิจโรงแรม 3.24% ของรายได้รวม)

สัดส่วนรายได้จากการขายและธุรกิจโรงแรม



Source: Company Data

สัดส่วนรายได้จากการขายแบ่งตามสินค้า



Source: Company Data

สำหรับธุรกิจผลิตและจำหน่ายสามารถแบ่งออกเป็น 6 กลุ่มสินค้า มีรายละเอียดดังนี้

- 1) **กลุ่มวัตถุดิบแต่งกลิ่นรสและส่วนผสมอาหาร** – เป็นกลุ่มที่มีสัดส่วนรายได้มากที่สุดที่ 39.6% ของรายได้จากการขายใน 1H19 โดยสามารถแต่งกลิ่นได้หลากหลายทั้ง ผลไม้ กลิ่นเนื้อสัตว์ กลิ่นผักและสมุนไพรต่างๆ ซึ่งนำไปใช้ในอุตสาหกรรมอาหาร เครื่องดื่มแอลกอฮอล์และไม่มีแอลกอฮอล์ ขนมขบเคี้ยว ยา อาหารเสริม เป็นต้น นอกจากนี้ยังมีวัตถุดิบแต่งกลิ่นสำหรับน้ำหอม เครื่องสำอาง และผลิตภัณฑ์ที่ใช้ในครัวเรือนต่างๆ รวมถึงส่วนผสมอาหาร ที่ปลอดภัยและสามารถรับประทานได้ กลุ่มลูกค้าเช่น บริษัทผลิตเครื่องดื่มชูกำลังชั้นนำของประเทศ, บจ.ชบาบางกอก, บจ.ไทยนิปปอนรับเบอร์ อินดัสตรี, บจ.ไทยนครพัฒนา, บจ. พี.แสงอุดมเทรดดิ้ง, บจ.สยามไวน์เนอร์รี่, บจ.ซีพีเมจิ, บมจ.ไทยเพอร์ซิเดนทีฟูดส์, บจ. วาไรตี้ ฟู้ดส์ อินเตอร์เนชั่นแนล, บจ.โทฟูซัง เป็นต้น
- 2) **กลุ่มแป้งและซอส** – สัดส่วนรายได้ 35.1% ของรายได้จากการขายใน 1H19 ตัวอย่างสินค้าเช่น 2.1) แป้งขนมปัง ซึ่งมีทั้งผลิตตามคำสั่งซื้อของผู้ประกอบการในอุตสาหกรรมอาหาร, ผลิตและจำหน่ายภายใต้แบรนด์ของตนเอง อังเคิลบาร์นส์ และก๊อบจิง และรับจ้างผลิตภายใต้ตราสินค้าของลูกค้า OEM 2.2) เบเกอรี่ (มินิบัน และแซนด์วิช) 2.3) ผลิตภัณฑ์น้ำหวานเข้มข้นกลิ่นต่างๆ 2.4) แป้งประกอบอาหาร สำหรับชุบทอด และเครื่องปรุงรส 2.5) ผงฟู โดยมีการขายให้กับลูกค้าค้าปลีก และร้านเบเกอรี่ ภายใต้ตราสินค้า เบสท์ โอเดอร 2.6) ซอสและน้ำจิ้ม เช่น ซอสไก่บาร์บีคิว น้ำจิ้มรสชาติต่างๆ โดยผลิตตามคำสั่งซื้อของลูกค้าที่เป็นผู้ประกอบการในอุตสาหกรรมและธุรกิจค้าปลีก เช่น บมจ.ฟู้ด แคปปิตอล, บมจ. เดอะ ไมเนอร์ ฟู้ด กรุ๊ป, บจ. เอก-ชัย ดิสทริบิวชั่น ซิสเทม, บจ.จุลเวิร์ท ลิมิเตด, บจ. ซีพีเอฟ ฟู้ด แอนด์ เบฟเวอร์เรจ, บจ. เซสเตอร์ฟู้ด เป็นต้น

กลุ่มวัตถุดิบแต่งกลิ่นรส และส่วนผสมอาหาร



Source: Company Data

กลุ่มแป้งและผลิตภัณฑ์ขนมปัง



Source: Company Data

- 3) กลุ่มผลิตภัณฑ์อบแห้ง – สัดส่วนรายได้ 6.5% ของรายได้จากการขายใน 1H19 ประกอบด้วย ผลิตภัณฑ์อบแห้งแบบ Air Dry (เครื่องเทศ สมุนไพร และผักต่างๆ), ผลิตภัณฑ์อบแห้งแบบ Spray Dry (ไข่ผง อัญชัน ผง ชาเขียวผง) และผลิตภัณฑ์อบแห้งแบบ Freeze Dry (พริกอบแห้ง แครอทอบแห้ง เนื้อไก่อบแห้ง) กลุ่มลูกค้าเช่น บจ.วันไทยอุตสาหกรรมอาหาร, บจ.มารูโคเมะ ประเทศไทย, บจ. นำเขา (ประเทศไทย), บจ. ว็อน ว็อน ฟู้ดส์ กรุ๊ป เป็นต้น

กลุ่มผลิตภัณฑ์อบแห้ง



Source: Company Data

กลุ่มผลิตภัณฑ์แช่แข็ง



Source: Company Data

- 4) ผลิตภัณฑ์อาหารแช่แข็ง – สัดส่วนรายได้ 3.6% ของรายได้จากการขายใน 1H19 ส่วนใหญ่เป็นวัตถุดิบประเภท ผัก ผลไม้ เนื้อสัตว์ มีทั้งผลิตภัณฑ์อาหารแช่แข็ง พร้อมปรุง และแช่แข็งพร้อมทาน โดยเป็นการผลิตตามคำสั่งของลูกค้า, จำหน่ายให้กับผู้ประกอบการในอุตสาหกรรมต่างๆในประเทศ และต่างประเทศ
- 5) บรรจุภัณฑ์พลาสติก – สัดส่วนรายได้ 1.7% ของรายได้จากการขายใน 1H19 โดยขายให้กับผู้ประกอบการในอุตสาหกรรมอาหาร เครื่องดื่ม และผู้ผลิตชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ และจำหน่ายให้กับร้านค้าปลีกทั่วไป รวมถึงมีการส่งออกต่างประเทศด้วย
- 6) กลุ่มซื้อมาขายไป – สัดส่วนรายได้ 13.5% ของรายได้จากการขายใน 1H19 เป็นสินค้าประเภท Food Additive เช่น สารกันบูด สารกันเชื้อรา กรดมะนาว รวมถึงนมผง ปลอกไส้กรอก โดยซื้อจากผู้ผลิตรายอื่น หรือนำเข้าจากต่างประเทศ แล้วมาจำหน่ายให้กับลูกค้าอุตสาหกรรมอาหาร เครื่องดื่ม ยา และอาหารสัตว์

กลุ่มบรรจุภัณฑ์พลาสติก



Source: Company Data

กลุ่มซื้อมาขายไป

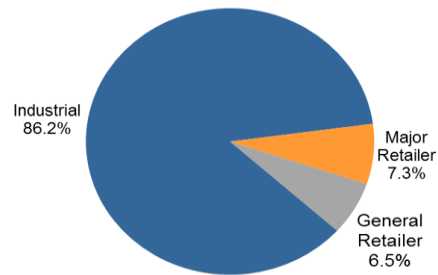


Source: Company Data

ลูกค้าของบริษัทที่มีผู้ประกอบการในอุตสาหกรรม รวมถึงค้าปลีกขนาดใหญ่ และร้านค้าปลีกทั่วไป เช่น บจ.มาร์ส แพ็คแคร์ (ประเทศไทย), บมจ.เดอะ ไมเนอร์ ฟู้ด กรุ๊ป, บมจ.สยามแม็คโคร, บมจ. บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ และบจ. เอก-ชัย ดิสทริบิวชั่น ซิสเทม (หรือ เทสโก้โลตัส) เป็นต้น โดย 1H19 มีสัดส่วนรายได้จากผู้ประกอบการอุตสาหกรรม ธุรกิจค้าปลีกขนาดใหญ่ และร้านค้าปลีกทั่วไป 86.2%, 7.3% และ 6.5% ของรายได้จากการขายตามลำดับ ทั้งนี้บริษัทมีการส่งออกไปยังมาเลเซีย อินโดนีเซีย ลาว กัมพูชา เวียดนาม เมียนมาร์ ประเทศแถบตะวันออกกลาง อินเดีย ออสเตรเลีย ญี่ปุ่น จีน รัสเซีย อังกฤษ เยอรมัน และสหรัฐอเมริกา เป็นต้น ซึ่งในช่วง 1H19 บริษัทมีสัดส่วนรายได้ในประเทศและส่งออกอยู่ที่ 85.1% และ 14.9% ของรายได้จากการขาย ตามลำดับ

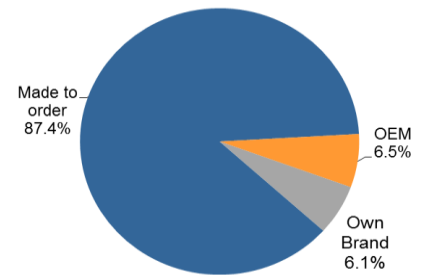
บริษัทจะผลิตและจำหน่ายตามคำสั่งซื้อ หรือ Made to order และ OEM เป็นหลัก และยังคงผลิตและจำหน่ายสินค้าภายใต้ตราสินค้าของบริษัทเอง ได้แก่ อังเคิลบาร์นส์, เบสท์ โอเดอร์, super-find, ก๊อปจิง, Haeyo, Angelo และ Aroi Mak Mak ซึ่งเป็นผลิตภัณฑ์ประเภทแปรรูปประกอบอาหารเกล็ดขนมปัง วัตถุแต่งกลิ่น สีและรส สีสผสมอาหาร น้ำหวานเข้มข้น และอาหารแช่แข็ง โดยในช่วง 1H19 บริษัทมีสัดส่วนรายได้จาก Made to order, OEM และตราสินค้าของบริษัทราว 87.4%, 6.5% และ 6.1% ของรายได้จากการขาย ตามลำดับ

สัดส่วนรายได้แบ่งตามกลุ่มลูกค้า



Source: Company Data

สัดส่วนรายได้แบ่งตามลักษณะการสั่งซื้อ



Source: Company Data

โลโก้	ตราสินค้าของบริษัท	ประเภทผลิตภัณฑ์
	เบสท์ โอเดอร์	วัตถุดิบแต่งกลิ่นและรส สีผสมอาหาร ผงฟู Food Additive เช่น กรดมะนาว สารกันบูด
	อังเคลบาร์นส์	เกล็ดขนมปัง แป้งประกอบอาหารสำหรับชุบทอด และเครื่องปรุงรส นมผง
	ก๊อบจิ้ง	เกล็ดขนมปัง
	Super-Find	แป้งประกอบอาหารสำหรับชุบทอด และเครื่องปรุงรส
	Haeyo	น้ำหวานเข้มข้นกลิ่นต่างๆ
	Angelo	น้ำหวานเข้มข้นกลิ่นต่างๆ

Source: Company Data, FSS Research

บริษัทมีการลงทุนในธุรกิจโรงแรม 2 แห่ง

ในส่วนของการเข้าลงทุนในธุรกิจโรงแรม 2 แห่ง ได้แก่ โรงแรมโนโวเทล ชุมพร บีช รีสอร์ท แอนด์ กอล์ฟ และ โรงแรมไอบิส สไตล์ เชียงใหม่ ซึ่งทั้ง 2 แห่งบริหารงานโดยกลุ่ม ACCOR เนื่องจากบริษัทมีสภาพคล่องคงเหลือ และมองเห็นโอกาสในการลงทุนเพื่อประกอบธุรกิจโรงแรม โดยโรงแรมโนโวเทล ชุมพร บีช รีสอร์ท แอนด์ กอล์ฟ เปิดดำเนินการปี 2008 ตั้งอยู่บนพื้นที่ 130 ไร่ บนหาดภาณุธรภาพ ประกอบด้วยห้องพัก 86 ห้อง ห้องอาหาร ห้องจัดเลี้ยง สระว่ายน้ำกลางแจ้ง สนามกอล์ฟขนาด 9 หลุม และสิ่งอำนวยความสะดวกอื่นๆ โดยมีอัตราการเข้าพักในปี 2018 และ 1H19 อยู่ที่ 43.76% และ 44.42% ตามลำดับ ส่วนโรงแรมไอบิส สไตล์ เชียงใหม่ เปิดดำเนินการปี 2011 ตั้งอยู่บนพื้นที่กว่า 2 ไร่ เป็นโรงแรมราคาประหยัดและทันสมัย ประกอบด้วย 3 อาคาร สูง 6 ชั้น 7 ชั้น และ 8 ชั้น มีห้องพักทั้งหมด 208 ห้อง ห้องอาหาร ห้องจัดเลี้ยง และสิ่งอำนวยความสะดวกอื่นๆ โดยมีอัตราการเข้าพักในปี 2018 และ 1H19 อยู่ที่ 66.68% และ 57.83% ตามลำดับ

โรงแรมโนโวเทล ชุมพร บีช รีสอร์ท แอนด์ กอล์ฟ



Source: Company Data

โรงแรมไอบิส สไตล์ เชียงใหม่

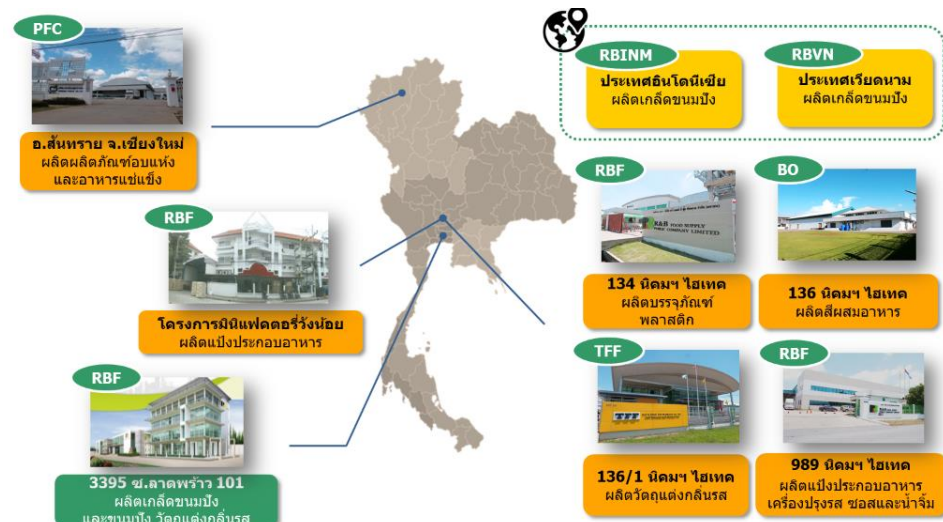


Source: Company Data

ปัจจุบันมี 7 โรงงานผลิตในไทย และ 4 บริษัทย่อยในเวียดนาม, อินโดนีเซีย และจีน

บริษัทดำเนินการผลิตสินค้าผ่าน 7 โรงงานในไทย ประกอบด้วย 1 โรงงานที่ลาดพร้าว กทม., 1 โรงงานที่เชียงใหม่ และอีก 5 โรงงานตั้งอยู่ที่อยุธยา และมีการจัดตั้งบริษัทย่อยใน ลองอาน เวียดนาม R&B Food Supply Vietnam เพื่อจำหน่ายสินค้าของบริษัท (อยู่ระหว่างนำเข้าและติดตั้งเครื่องจักรในเวียดนาม) นอกจากนี้มีการจัดตั้งบริษัทย่อยในอินโดนีเซีย PT RBFood Supply Indonesia เพื่อจำหน่ายสินค้าของบริษัท โดย RBF ถือหุ้น 60% และอีก 40% ถือโดยพันธมิตร PT Nadasa Mulya Pratana ถัดมาได้มีการจัดตั้งบริษัทย่อยอีก 1 แห่งในอินโดนีเซีย PT RBFood Manufaktur Indonesia เพื่อดำเนินการผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์นมบั้ง ซึ่งมีสำนักงานและโรงงานตั้งอยู่ในจาการ์ตา โดย RBF ถือหุ้น 80% และมีการจัดตั้งบริษัทย่อยในจีน Tai-Mei-Wei-Shi-Ping-You-Xian-Gong-Si อยู่ที่มณฑลกว่างเจา เพื่อจำหน่ายสินค้าของบริษัทในจีน สำหรับโรงงานในไทยปัจจุบัน 1H19 มีอัตราการใช้กำลังการผลิตกลุ่มรสและรสผสมอาหาร และแบ่งและซอส อยู่ที่ราว 72.08% และ 83.67% ตามลำดับ

โรงงานผลิตของบริษัท



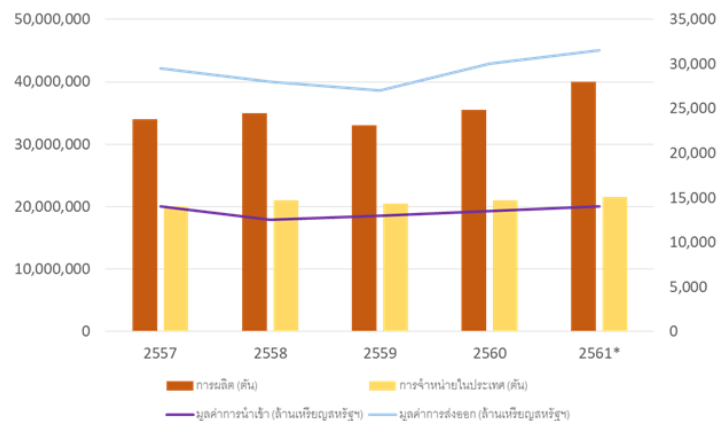
Source: Company Data

ภาวะอุตสาหกรรม

อุตสาหกรรมอาหารปี 2018 เติบโตดีในทุกด้าน

ภาพรวมอุตสาหกรรมอาหารในปี 2018 ที่ผ่านมามีการเติบโตเพิ่มขึ้นจากปี 2017 โดยเฉพาะในภาคการผลิตที่มีปริมาณเพิ่มขึ้น +14.2% Y-Y เป็น 40.2 ล้านตัน มาจากผลผลิตทางการเกษตรที่สูงขึ้น เช่น น้ำตาล ปาล์มน้ำมัน ไก่สดและไก่แปรรูป อาหารทะเลกระป๋อง สอดคล้องกับปริมาณขายในประเทศที่ปรับตัวสูงขึ้น +4.4% Y-Y โดยกลุ่มสินค้าที่มีความต้องการสูงขึ้นได้แก่ น้ำตาล น้ำมันพืช สัตว์บก นม และเบเกอรี่สำเร็จรูป เช่นเดียวกับการส่งออกอาหารที่เพิ่มขึ้นในทิศทางเดียวกัน +8.6% Y-Y มาจากการส่งออกที่เพิ่มขึ้นในทุกกลุ่มผลิตภัณฑ์สำคัญ เช่น ข้าว ไก่สดแช่เย็นแช่แข็งและไก่แปรรูป อาหารทะเลกระป๋อง น้ำตาลทรายดิบ แป้งมันสำปะหลัง ทูเรียน และสิ่งปรุงรสอาหาร โดยตลาดส่งออกสำคัญของไทยที่มีการเติบโตและนำเข้าเพิ่มขึ้นคือ อาเซียน จีน ญี่ปุ่น และยุโรป ในขณะที่การนำเข้าวัตถุดิบอาหารของไทยได้ปรับตัวเพิ่มขึ้นเช่นเดียวกัน +7.2% Y-Y จากปริมาณการนำเข้าปลาทูน่าเพิ่มขึ้นรวมถึงกากพืชไขมัน นมและผลิตภัณฑ์นม

ปริมาณการผลิต จำหน่าย ส่งออก และนำเข้า อุตสาหกรรมอาหารปี 2018



Source: สำนักงานเศรษฐกิจอุตสาหกรรม

แนวโน้มอุตสาหกรรมอาหารของไทยปีนี้จะขยายตัวต่อเนื่อง

สำนักงานเศรษฐกิจอุตสาหกรรมได้รายงานดัชนีการผลิตอุตสาหกรรมอาหารใน 2Q19 อยู่ที่ 99.1 ลดลง -27.1% Q-Q เพราะเข้าช่วงปลายฤดูกาลออกของผลผลิตสินค้าเกษตรสำคัญ อ้อย และมันสำปะหลัง และลดลงจากปีก่อน -4.3% Y-Y จากวัตถุดิบที่ลดลง และฐานสูงในปีก่อน กอปรกับได้รับผลกระทบจากการชะลอตัวของตลาดส่งออกตามภาวะเศรษฐกิจโลก อย่างไรก็ตาม ยังมีสินค้าหลายประเภทที่ยังเติบโตได้ดีต่อเนื่อง ได้แก่ ปาล์มน้ำมัน ผลิตภัณฑ์นม แป้งมันสำปะหลัง เบเกอรี่สำเร็จรูป และเครื่องดื่ม ส่วนแนวโน้มในช่วง 3Q19 คาดจะขยายตัวได้เล็กน้อยราว +1.7% Y-Y ปัจจัยหนุนจากความต้องการบริโภคที่สูงขึ้นทั้งในและต่างประเทศ โดยสินค้าที่คาดมีแนวโน้มการเติบโตที่ดีได้แก่ ไก่สดแช่เย็นแช่แข็ง ไก่แปรรูป แป้งมันสำปะหลัง เครื่องปรุงรส และเครื่องดื่ม กอปรกับมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจและกำลังซื้อของภาครัฐ น่าจะช่วยหนุนการฟื้นตัวของการบริโภคในประเทศ และคาดว่าจะชดเชยปัจจัยลบจากต่างประเทศ โดยเฉพาะปัญหาสงครามการค้าได้

ทั้งนี้คาดการณ์ภาพรวมอุตสาหกรรมอาหารในปี 2019 จะขยายตัวได้เล็กน้อย Y-Y โดยมีหลายปัจจัยบวกสนับสนุนได้แก่ แนวโน้มราคาสินค้าเกษตรมีทิศทางปรับตัวดีขึ้น อาทิ ข้าว มันสำปะหลัง และสับปะรดกระป๋อง การขยายตัวของหลายกลุ่มสินค้า เช่น ไก่สดแช่เย็นแช่แข็ง ไก่แปรรูป อาหารทะเลกระป๋อง โดยเฉพาะในภาคส่งออกที่คาดว่าจะได้รับอานิสงส์จากทั้งปัญหาสงครามการค้า เมื่อจีนนำเข้าสินค้าเกษตรจากสหรัฐน้อยลง น่าจะหันมานำเข้าจากไทยมากขึ้น เช่น ไข่ ผลไม้สด ผลไม้แช่แข็ง อาหารทะเลกระป๋อง และปัญหาโรคระบาดในหมู ASF ที่ระบาดไปหลายประเทศในทวีปยุโรป และเอเชีย ยกเว้น ประเทศไทย ที่ยังปลอดภัยจากโรคดังกล่าว สะท้อนถึงความปลอดภัยและมาตรฐานการเลี้ยงที่ดีของประเทศ ทำให้สินค้าเกษตรและอาหารของไทยเป็นที่ต้องการของต่างประเทศมากขึ้น เราคาดว่าแนวโน้มอุตสาหกรรมอาหารทั้งในประเทศ และการส่งออกยังมีแนวโน้มที่ดีต่อเนื่องในอนาคต

ภาวะการแข่งขันในอุตสาหกรรม

ข้อมูลจากกรมโรงงานอุตสาหกรรม ณ 30 มิ.ย. 2019 พบว่าโรงงานผลิตที่ใกล้เคียงกับผลิตภัณฑ์ของบริษัทมากที่สุด 1) ผลิตเครื่องปรุงกลิ่นรส หรือสีของอาหาร มีจำนวน 384 โรงงาน 2) ผลิตขนมปัง ขนมเค้ก มีจำนวน 507 โรงงาน 3) ถนอมเนื้อสัตว์โดยวิธี อบ รวมควัน ใส่เกลือ ตากแห้ง แช่แข็ง และถนอมผัก ผลไม้ โดยวิธีกวน ตากแห้ง หรือทำให้เยือกแข็งโดยฉับพลัน มีจำนวน 397 โรงงาน โดยภาพรวมถือว่าผู้ประกอบการอยู่ในอุตสาหกรรมจำนวนมาก ราย แต่ผู้ผลิตรายอื่นมักจะเน้นผลิตภัณฑ์ใดผลิตภัณฑ์หนึ่งโดยเฉพาะ ในขณะที่บริษัทถือเป็นผู้ประกอบการที่ผลิตผลิตภัณฑ์หลากหลายประเภทและครบวงจรมากกว่าผู้ผลิตรายอื่นๆ ในอุตสาหกรรม อย่างไรก็ตาม หากพิจารณาเฉพาะผลิตภัณฑ์วัตถุดิบแต่งกลิ่นและรส (สัดส่วนรายได้มากที่สุดของบริษัท) พบว่ามีคู่แข่ง อาทิ บจ. อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล เฟลเวอร์ แอนด์ เฟรแกรนซ์ (ประเทศไทย), บจ. วี.เมน.ฟิลส์ (ประเทศไทย), บจ.โอโรมาเทค เฟลเวอร์ส และบจ.ไมท์ดี อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล รองมาคือสินค้ากลุ่มแป้งและซอส มีคู่แข่ง อาทิ บจ.นิวลี เวสต์ ฟู้ดส์ (ประเทศไทย), บจ.เคอร์รี่ อินกรีเดียนท์ (ไทยแลนด์) และบจ.กริฟฟิท ฟู้ดส์

เปรียบเทียบตัวเลขทางการเงินของบริษัทคู่แข่งที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ

บริษัท	ปีที่ก่อตั้ง	% รายได้โตเฉลี่ย 3 ปี	% อัตรากำไรขั้นต้นเฉลี่ย 3 ปี	% อัตรากำไรสุทธิเฉลี่ย 3 ปี	สินทรัพย์รวมปี 2018 (ลบ.)	D/E Ratio ปี 2018 (x)
บจ.นิวลี เวสต์ ฟู้ดส์ (ประเทศไทย)	1989	9.7	36.2	16.7	769	1.74
บจ.กริฟฟิท ฟู้ดส์	2000	20.4	25.6	3.6	1,294	1.12
บจ.เคอร์รี่ อินกรีเดียนท์ (ไทยแลนด์)	2002	12.5	25.9	3.2	853	0.91
บจ.อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล เฟลเวอร์ แอนด์ เฟรแกรนซ์ (ประเทศไทย)	1971	1.3	22.1	10.3	1,167	0.41
บจ.วี.เมน.ฟิลส์ (ประเทศไทย)	2000	2.5	47.5	24.6	945	0.35
บจ.โอโรมาเทค เฟลเวอร์ส	2000	4.1	40.3	10.2	88	1.04
บจ.ไมท์ดี อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล	1989	-3.8	27.7	9.9	286	0.13
Average		6.7	26.0	11.2	772	0.81

Source: DBD.go.th, FSS Research

ประเด็นการลงทุนและโอกาสการเติบโตในอนาคต

เป็นส่วนผสมของการผลิตสินค้าจำเป็นอย่างอาหาร ทำให้รายได้มีความสม่ำเสมอ

เนื่องจากผลิตภัณฑ์ของบริษัท ถือเป็นส่วนผสมในการผลิตสินค้าประเภท อาหาร เครื่องดื่ม ยา และอาหารสัตว์ ประกอบด้วยกลุ่มสินค้าหลักอย่างวัตถุดิบแต่งกลิ่นรส สีผสมอาหาร แป้ง และซอส เป็นต้น ถือว่ามีการกระจายไปในหลายกลุ่มสินค้า เป็นทางเลือกและตอบสนองความต้องการของลูกค้าได้อย่างครบวงจร และครอบคลุมกลุ่มลูกค้าไปในหลายอุตสาหกรรมทั้ง อาหาร เครื่องดื่ม ที่เป็นกลุ่มสินค้าที่มีความจำเป็น และมีอัตราการเติบโตอย่างสม่ำเสมอ รวมถึงกระจายไปยังกลุ่มอุตสาหกรรมผลิตสินค้าที่รับประทานไม่ได้ แต่มีความจำเป็นต่อผู้บริโภคเช่นเดียวกัน อาทิ ผลิตภัณฑ์ที่ใช้ในครัวเรือน และเครื่องสำอาง อีกทั้งบริษัทยังมีความสัมพันธ์ที่ดีกับลูกค้า ซึ่งส่วนใหญ่เป็นผู้ประกอบการในอุตสาหกรรม และธุรกิจค้าปลีก ทำให้รายได้จากการขายในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา (2016-2018) มีความสม่ำเสมอ โดยเฉพาะกลุ่มแป้งและซอส และกลุ่มวัตถุดิบแต่งกลิ่น รสและสี ซึ่งมีอัตราการเติบโตที่ค่อนข้างสูง รวม 2 กลุ่มผลิตภัณฑ์พบว่ามียอดการเติบโตของรายได้อยู่ที่ราว 4.6% CAGR ค่อนข้างมีเสถียรภาพไม่ผันผวน ถือว่าสอดคล้องกับการเติบโตของอุตสาหกรรมอาหาร

คุณภาพสินค้า และ R&D ถือเป็นจุดแข็งที่สำคัญของบริษัท

จากผลิตภัณฑ์ของบริษัทที่เกี่ยวข้องกับอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่ม กอปรกับมีคู่แข่งอยู่ในระดับหนึ่ง บริษัทจึงต้องเน้นทั้งคุณภาพ ความปลอดภัย ความหลากหลาย และความแตกต่างยากที่จะหาวัตถุดิบมาทดแทนเพื่อสร้างกลิ่นและรสชาติที่เหมือนกันได้ เพราะเมื่อผู้บริโภคถูกใจในกลิ่นและรสชาติแล้ว โดยส่วนใหญ่จะไม่เปลี่ยนไปบริโภคอาหารที่มีส่วนผสมเปลี่ยนไป ถือเป็นเหตุผลหนึ่งที่ทำให้ลูกค้าซึ่งเป็นกลุ่มผู้ประกอบการยังเชื่อมั่นและสั่งซื้อผลิตภัณฑ์ของบริษัทเพื่อใช้เป็นส่วนผสมผลิตอาหารของตนเองอย่างต่อเนื่อง ทั้งนี้ยังมีการพัฒนาสูตรร่วมกับลูกค้า

เพื่อสร้างรสชาติที่ดีและเมื่อถูกใจผู้บริโภคแล้ว ทำให้ยากที่ลูกค้าจะเปลี่ยน Supplier โดยสูตรการผลิตทั้งหมดถือเป็นลิขสิทธิ์ของบริษัท สะท้อนให้เห็นผ่านรายได้จากการขายในรูปแบบ Made to Order ที่สูงราว 87.4% ของรายได้จากการขายช่วง 1H19 และด้วยประสบการณ์ของผู้บริหารและการดำเนินงานธุรกิจของบริษัทยาวนานกว่า 33 ปี กอปรกับกระบวนการผลิตที่ได้รับมาตรฐานระดับสากล รวมถึงฝ่าย R&D (วิจัยและพัฒนา) ที่ปัจจุบันมีจำนวนพนักงานราว 51 คน ณ สิ้นปี 2018 เพิ่มขึ้นจากปี 2017 ซึ่งมีจำนวน 39 คน จากจำนวนพนักงานทั้งหมดสิ้นปีที่ 1,242 คน ทำให้บริษัทสามารถพัฒนาผลิตภัณฑ์ที่หลากหลาย และมีคุณภาพที่ดีได้รับความพึงพอใจของลูกค้าทั้งในและต่างประเทศอย่างต่อเนื่อง โดยบริษัทได้รับการรับรองมาตรฐานต่างๆ อาทิ มาตรฐานรับรองเกี่ยวกับสุขลักษณะและข้อกำหนดการผลิต (Good Manufacturing Practice Practice : GMP) มาตรฐานรับรองวิเคราะห์อันตรายและจุดวิกฤตที่ต้องควบคุม (Hazard Analysis & Critical Control Points : HACCP) มาตรฐาน British Retail Consortium (BRC) มาตรฐาน Food Safety System Certification (FSSC) 22000 มาตรฐานผลิตภัณฑ์ HALAL และ มาตรฐานระบบบริหารงานคุณภาพ (ISO 9001)

ทั้งนี้บริษัทมีแผนใช้เงินลงทุนในส่วนของ R&D ราว 35 ล้านบาทต่อปี และให้ความสำคัญกับฝ่าย R&D เพราะนอกจากเป็นทรัพยากรบุคคลที่สำคัญในการพัฒนาผลิตภัณฑ์แล้ว ยังเป็นผู้รักษาความลับของสูตรการผลิตด้วย โดยบริษัทมีระบบการเก็บรักษาข้อมูลของสูตรการผลิตที่สามารถเข้าใช้ได้เฉพาะเจ้าหน้าที่ R&D อีกทั้งเจ้าหน้าที่ R&D นั้นจะเข้าถึงได้เฉพาะสูตรที่ตนเองคิดค้นเท่านั้น และบริษัทยังจัดทำสัญญาเกี่ยวกับบุคลากรฝ่าย R&D เพื่อป้องกันการเผยแพร่สูตรการผลิตให้กับบุคคลอื่น ซึ่งมีผลทั้งในขณะที่ยังเป็นบุคลากรของบริษัท และมีผลต่อเนื่องออกไปอีก 5 ปี หลังจากสิ้นสุดสัญญาการจ้างงาน

สร้างโรงงานผลิตในต่างประเทศ และปรับปรุงโรงงานในไทย หนุนการเติบโตตั้งแต่ปี 2020

ปัจจุบันบริษัทอยู่ระหว่างปรับปรุงอาคารและติดตั้งเครื่องจักรอีก 1 แห่ง ในนิคมอุตสาหกรรมไฮเทค อยุรยา เพื่อผลิตและจำหน่ายวัตถุดิบและรส คาดจะแล้วเสร็จและเริ่มรับรู้รายได้ใน 1Q20 เป็นต้นไป

สำหรับการลงทุนในต่างประเทศ ปัจจุบันบริษัทมีการลงทุนในต่างประเทศผ่านบริษัทย่อย 4 แห่ง และอยู่ระหว่างขยายธุรกิจด้วยการสร้างโรงงานผลิตเกล็ดขนมปังทั้งในเวียดนาม และอินโดนีเซีย (รายละเอียดตามตารางด้านล่าง) โดยคาดว่าจะก่อสร้างแล้วเสร็จภายในปี 2019 และจะเริ่มรับรู้รายได้ตั้งแต่ 1Q20 เป็นต้นไป จะเป็นปัจจัยหนุนการเติบโตในอนาคต โดยเฉพาะสินค้ากลุ่มแป้ง (เกล็ดขนมปัง) ทั้งนี้บริษัทได้มีรายได้จากการขายไปยังเวียดนามและอินโดนีเซียอยู่แล้ว จึงเชื่อว่าเมื่อเริ่มดำเนินการผลิตเชิงพาณิชย์ โรงงานแห่งใหม่จะมีคำสั่งซื้อรองรับทันที ช่วยชดเชยค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายที่จะเกิดขึ้น และคาดว่าจะถึงระดับคุ้มทุนได้ไม่นาน

บริษัท/ประเทศ	RBF ถือหุ้น	รายละเอียด	คาดเปิดดำเนินการ
R&B Food Supply Vietnam เวียดนาม	100%	อยู่ระหว่างนำเข้าและติดตั้งเครื่องจักรเพื่อผลิตและจำหน่ายเกล็ดขนมปัง ที่เมืองลองอาน เวียดนาม	1Q20
PT RBFood Supply อินโดนีเซีย	60%	ทำธุรกิจจำหน่ายเกล็ดขนมปัง แป้งประกอบอาหาร และวัตถุดิบและรส	ดำเนินการอยู่แล้ว
PT RBFood Manufaktur อินโดนีเซีย	80%	อยู่ระหว่างดำเนินการขอใบอนุญาตที่เกี่ยวข้อง เพื่อผลิตและจำหน่ายเกล็ดขนมปังที่เมือง จาการ์ตา อินโดนีเซีย	1Q20
Guang-Zhou-Tai-Mei-Wei-Shi-Ping-You-Xian-Gong-Si จีน	100%	ทำธุรกิจจำหน่ายเกล็ดขนมปัง แป้งประกอบอาหาร วัตถุดิบและรส และวัตถุดิบอาหาร	ปัจจุบันเริ่มทำการตลาด คาดรับรู้รายได้ 4Q19

Source: Company Data

โครงการในอนาคตที่จะใช้เงินจากการเพิ่มทุนครั้งนี้

วัตถุประสงค์การเพิ่มทุนครั้งนี้ 1) เพื่อลงทุนก่อสร้างโรงงานผลิตและจำหน่ายเกล็ดขนมปัง และแป้งประกอบอาหาร ในอินโดนีเซียแห่งที่ 2 ที่เมืองสุราบายา 2) ปรับปรุงและซื้อเครื่องจักรเพิ่มเติมให้ทันสมัย (Fully Automatic) เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพการผลิตและลดต้นทุน ได้แก่ เครื่องจักรในการขึ้นรูปเกล็ดขนมปัง 20-30 ล้านบาท, เครื่องจักรผลิตแป้งทอดกรอบ 50 ล้านบาท และเครื่องจักรผลิตวัตถุดิบแต่งกลิ่นรส Flavor and Fragrance 50 ล้านบาท 3) ลงทุนเปิดบริษัทตัวแทน และห้องทดลองเพื่อวิจัยและพัฒนาในประเทศสิงคโปร์ ซึ่งเป็นศูนย์กลางซื้อขายสินค้าประเภทวัตถุดิบแต่งกลิ่นรสและส่วนผสมอาหาร 4) ชำระคืนเงินกู้ และ 5) ใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนในกิจการ

วัตถุประสงค์การใช้เงิน	จำนวนเงินโดยประมาณ (ล้านบาท)	คาดว่าจะเสร็จ
ลงทุนก่อสร้างโรงงานอินโดนีเซีย สุราบายา	200-250	2022
ปรับปรุงและซื้อเครื่องจักรเพิ่มเติม	120-130	2021
เปิดบริษัทตัวแทนและห้องทดลองในสิงคโปร์	20-25	2020
ชำระคืนเงินกู้ให้กับผู้ถือหุ้นใหญ่	500-600	2019
ใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนในกิจการ	--	--

Source: Company Data

ผลการดำเนินงานในอดีต และคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคต

ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา รายได้สม่ำเสมอ อัตรากำไรเพิ่ม แต่ค่าใช้จ่ายสูงขึ้น

หากพิจารณางบการเงินรวมของบริษัทในช่วงปี 2016 - 2018 พบว่ามีอัตราการเติบโตของรายได้จากการขายเฉลี่ย 2.1% CAGR หากพิจารณาแยกเป็นรายปีพบว่าในปี 2017 มีรายได้จากการขายเติบโตถึง 11.1% Y-Y มาจากการพัฒนาสินค้าใหม่ในกลุ่มวัตถุดิบแต่งกลิ่นรสและสี ทำให้มีรายได้จากทั้งลูกค้าเดิมและลูกค้าใหม่เพิ่มขึ้น รวมถึงการขยายตลาดทั้งในและต่างประเทศ ช่วยเพิ่มรายได้ในกลุ่มแป้งและซอส ถัดมาในปี 2018 มีรายได้ลดลง -6.2% Y-Y มาจากการลดลงของรายได้กลุ่มซอสมาเพื่อจำหน่าย ส่วนหนึ่งเพราะบางคำสั่งซื้อมีอัตรากำไรต่ำกว่านโยบาย จึงหันมาผลิตให้กับลูกค้าแทนการสั่งซื้อเพื่อจำหน่าย และรายได้กลุ่มวัตถุดิบแต่งกลิ่นรสและสีลดลง เพราะมีลูกค้ารายหนึ่งย้ายฐานการผลิตไปต่างประเทศ จึงหันไปซื้อจากผู้จัดจำหน่ายท้องถิ่นในประเทศนั้น

ในส่วนของอัตรากำไรขั้นต้นรวมถือว่ามีการพัฒนาที่ดีขึ้นต่อเนื่องจาก 33.7% ในปี 2016 เพิ่มขึ้นเป็น 34.7% ในปี 2017 และ 36.3% ในปี 2018 ซึ่งสาเหตุหลักมาจากการปรับขึ้นของอัตรากำไรขั้นต้นของธุรกิจผลิตและจำหน่าย (ไม่รวมโรงแรม) จาก 35.4% ในปี 2016 เพิ่มขึ้นเป็น 36.2% ในปี 2017 และ 38.2% ในปี 2018 โดยมาจากการบริหารจัดการวัตถุดิบที่ดีขึ้น และจาก Product Mix โดยมีสัดส่วนการขายสินค้าที่มีอัตรากำไรสูงเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะกลุ่มวัตถุดิบแต่งกลิ่นรส และส่วนผสมอาหาร

สำหรับธุรกิจโรงแรมยังมีผลประกอบการที่ชะลอตัวลง แม้จะมีรายได้ในช่วงปี 2016 - 2018 เติบโตเฉลี่ย 4.4% จาก 97 ล้านบาทในปี 2016 ขยับขึ้นเป็น 106 ล้านบาทในปี 2018 แต่ยังไม่สามารถชดเชยต้นทุนของธุรกิจโรงแรมได้ ซึ่งประกอบไปด้วยต้นทุนคงที่จากทั้ง ค่าเสื่อมราคา เงินเดือนพนักงาน สาเหตุโดยรวมมาจากการแข่งขันที่รุนแรงขึ้นของธุรกิจโรงแรม และผลกระทบจากจำนวนนักท่องเที่ยวจีนที่ลดลง ทำให้ประสบผลขาดทุนขั้นต้นตลอด 3 ปีที่ผ่านมาเฉลี่ยที่ -8.3% แต่ภาพรวมผลการดำเนินงานของธุรกิจโรงแรมมีผลกระทบจำกัดต่อผลการดำเนินงานรวมของบริษัท โดยบริษัทมีสัดส่วนรายได้จากธุรกิจโรงแรมคิดเป็นเพียง 3.24% ของรายได้รวม

ในส่วนของการใช้จ่ายในการขายและบริหารในช่วงปี 2016 - 2017 มีสัดส่วนเมื่อเทียบกับรายได้รวมอยู่ที่ระดับ 16.5% - 17% และเพิ่มขึ้นเป็น 21.1% ในปี 2018 ส่วนใหญ่มาจากฝั่งค่าใช้จ่ายในการบริหารในส่วนของการปรับโครงสร้าง และการเตรียมตัวเข้าตลาดหลักทรัพย์ การเพิ่มขึ้นของพนักงาน ค่าที่ปรึกษาและค่าธรรมเนียมวิชาชีพ และการเพิ่มขึ้นของค่าเช่าจากการประเมินอัตราค่าเช่าใหม่ ทำให้บริษัทมีกำไรสุทธิในช่วงปี 2016 - 2018 ลดลงเฉลี่ยที่ -5.9% CAGR

คาดการณ์กำไรสุทธิ 2019 โตได้มากขึ้น

บริษัทมีกำไรสุทธิ 1H19 เท่ากับ 147 ล้านบาท (-13% Y-Y) หากไม่รวมค่าใช้จ่าย One Time ส่วนใหญ่มาจากค่าใช้จ่ายในการเตรียมตัวเข้าตลาดหลักทรัพย์, ค่าใช้จ่ายตั้งสำรองผลประโยชน์พนักงานตามกฎหมายแรงงานที่ปรับค่าชดเชยขึ้นเป็น 400 วัน จากเดิม 300 วัน และค่าใช้จ่ายด้อยค่าสินทรัพย์โรงแรม จะมีกำไรปกติ 1H19 เท่ากับ 171 ล้านบาท (+4.7% Y-Y) แม้ธุรกิจโรงแรมยังประสบผลขาดทุนขั้นต้น แต่ด้วยรายได้จากการขายที่เติบโต +6.5% Y-Y และมีอัตรากำไรขั้นต้นจากการขายขยับขึ้นถึง 40.8% จาก 38% ใน 1H18 ส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นรวมใน 1H19 ปรับขึ้นเป็น 38.7% จาก 36.2% ใน 1H18

1H19 Earnings Results

(Bt mn)	2Q19	1Q19	% Q-Q	2Q18	% Y-Y	1H19	1H18	%Y-Y
Sales revenue	695	717	-3.1	688	1.0	1,413	1,336	5.8
Costs	415	451	-8.0	429	-3.3	866	853	1.5
Gross profit	280	267	4.9	259	8.1	547	483	13.3
SG&A costs	182	153	18.9	146	24.7	335	270	24.1
Interest charge	8	7	14.3	5	60.0	14	8	75.0
Norm profit	90	87	3.4	88	2.3	177	169	4.7
Net profit	60	87	-31.0	88	-31.8	147	169	-13.0
%Gross Margin	40.3	37.2	3.1	37.7	2.6	38.7	36.2	2.5
%Norm Margin	12.9	12.2	0.7	12.7	0.2	12.5	12.6	-0.1

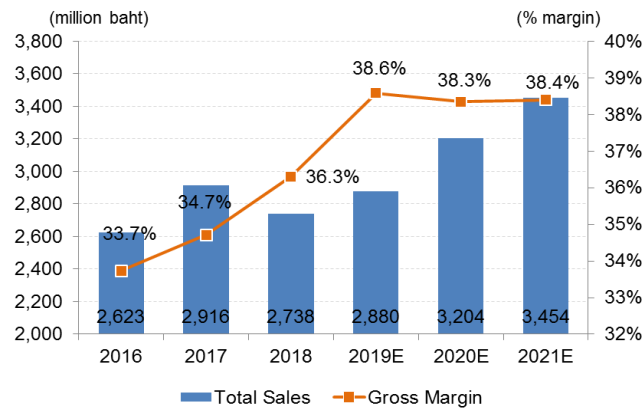
Source: Company Data

สำหรับแนวโน้มผลประกอบการใน 2H19 เราคาดว่าจะฟื้นตัวได้ดีขึ้น เพราะปกติ High Season ของธุรกิจอาหารมักอยู่ในช่วงครึ่งหลังของปี และคาดว่าจะได้จากการขายจะเติบโตในระดับใกล้เคียงกับ 1H19 โดยเราประมาณการการเติบโตของรายได้รวมในปี 2019 ไว้ราว 5.2% Y-Y และคาดว่าจะรักษาระดับอัตรากำไรขั้นต้นรวมได้ใกล้เคียง 1H19 ทำให้ทั้งปีอยู่ที่ระดับ 38.6% ถือว่าดีขึ้นจากปีก่อนที่ทำไว้ 36.3% และค่าใช้จ่ายน่าจะทยอยลดลงในช่วงครึ่งปีหลัง หลังจากค่าใช้จ่ายในการปรับโครงสร้างเริ่มปรับลดลง โดยปัจจัยหนุนการเติบโตจะยังมาจากธุรกิจการขายและคาดการณ์ธุรกิจโรงแรมจะยังประสบผลขาดทุนอยู่ ทั้งนี้เราประมาณการกำไรปกติปี 2019 ไว้ที่ 378 ล้านบาท (+13.3% Y-Y) โดยกำไรปกติ 1H19 คิดเป็นสัดส่วน 47% ของประมาณการทั้งปี และในส่วนของกำไรสุทธิปี 2019 เราคาดว่าจะไว้ที่ 348 ล้านบาท (+7.6% Y-Y)

คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2020-2021 จะโตต่อเนื่อง

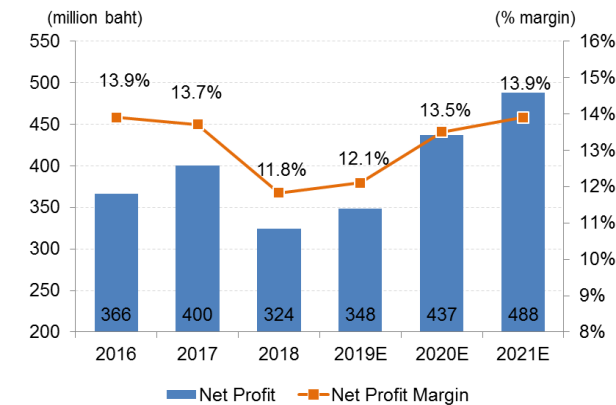
ปัจจัยหนุนการเติบโตของผลประกอบการในปี 2020 – 2021 จะมาจาก 1) การเติบโตของลูกค้ากลุ่มเดิม ที่คาดว่าจะเติบโตตามการขยายตัวของอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่ม รวมถึงการปรับปรุงประสิทธิภาพการผลิตของโรงงานในช่วงปี 2019 2) เริ่มรับรู้รายได้จากโรงงานผลิตเกล็ดขนมปังที่เวียดนาม 3) เริ่มรับรู้รายได้จากโรงงานผลิตเกล็ดขนมปังที่อินโดนีเซีย 4) ในช่วงปีแรกของการลงทุนหรือปี 2020 เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นรวมจะลดลงเล็กน้อย จากการรับรู้ค่าเสื่อม แต่เชื่อว่าจะถูกหักล้างบ้างส่วนด้วยต้นทุนค่าขนส่ง และค่าใช้จ่ายที่ลดลงเมื่อเทียบกับการส่งออกไปจากเมืองไทย และคาดว่าจะถึงจุดคุ้มทุนได้เร็ว เพราะมีคำสั่งซื้อรองรับ จากการมีลูกค้าและรายได้ส่งออกในเวียดนามและอินโดนีเซียอยู่แล้ว และคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะปรับตัวสูงขึ้นในปี 2021 ภายหลังมีคำสั่งซื้อเพิ่มขึ้น ช่วยหนุนอัตรากำไรขั้นต้นการผลิตให้สูงขึ้น 5) คาดว่าสัดส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้จะลดลงกลับสู่ระดับที่ใกล้เคียงอดีตในปี 2018 และ 6) ภาระดอกเบี้ยจ่ายลดลง จากการนำเงินที่ได้จากการเพิ่มทุนไปชำระหนี้ทั้งหมด และในส่วนของบริษัทโรงแรม เรายังคาดประสบผลขาดทุนอยู่ แต่ทยอยขาดทุนน้อยลง และคาดว่าจะคุ้มทุนได้ในปี 2022 โดยคาดหวังการฟื้นตัวของภาคท่องเที่ยวในประเทศไทย ดังนั้นจึงคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2020 – 2021 จะเติบโตราว 24% Y-Y และ 13.1% Y-Y เป็น 437 ล้านบาท และ 488 ล้านบาท ตามลำดับ โดยจะมีอัตรากำไรเติบโตของกำไรสุทธิในปี 2019 – 2021 เฉลี่ยปีละ 18.4% CAGR

คาดการณ์รายได้จากการขายและบริการและอัตรากำไรขั้นต้น



Source: Company Data, FSS Forecasted

คาดการณ์กำไรสุทธิและอัตรากำไรสุทธิ



Source: Company Data, FSS Forecasted

ฐานะทางการเงินของบริษัทก่อนข้างต้นทั้งก่อนและหลัง IPO

ก่อน IPO บริษัทถือว่ามีความคล่องตัวอยู่ในเกณฑ์ที่ดี โดยมี Current Ratio สิ้นปี 2018 เท่ากับ 2.46 เท่า และมี ROA (อัตราผลตอบแทนจากการใช้สินทรัพย์) อยู่ในระดับ 9.73% โดยสินทรัพย์ส่วนใหญ่คือ ที่ดิน อาคาร อุปกรณ์ และสินค้าคงเหลือ และมี D/E Ratio อยู่ที่ราว 0.65 เท่า และหากพิจารณาเฉพาะหนี้ที่มีดอกเบี้ยจ่าย พบว่ามี Interest Bearing D/E Ratio เพียง 0.45 เท่า และภายหลัง IPO บริษัทจะมีความคล่องตัวที่ดีมากขึ้นอีก โดยคาดการณ์ Current Ratio สิ้นปี 2019 จะเพิ่มขึ้นเป็น 6.12 เท่า และคาดการณ์ D/E Ratio จะลดลงเป็น 0.11 เท่า ภายใต้สมมติฐานว่าบริษัทจะนำเงินที่ได้จาก IPO ไปชำระหนี้ที่มีอยู่ทั้งหมด

ประเมินมูลค่าเหมาะสม

เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2020 ของ RBF เท่ากับ 4.6 บาท อิง PE เป้าหมายที่ 21 เท่า ซึ่งประเมินด้วยวิธี Justified PE โดยมีรายละเอียดดังนี้

วิธี **Justified PE** เราคำนวณภายใต้สมมติฐานตามตารางด้านล่าง ทำให้ได้ PE ที่ 21 เท่า

สมมติที่ใช้ในการประเมินด้วย Justified PE

Assumption	
Dividend Payout Ratio	40.0%
Growth Rate	6.4%
Beta	0.8
Risk Premium	7.2%
Cost of Equity	9.2%
Justified PER	21.43

Source: SET, Company Data, Bloomberg, FSS Research

สำหรับวิธี **Relative PE** เราเทียบเคียงกับบริษัทในกลุ่มอาหาร (SETFOOD) ในตลาดหลักทรัพย์ฯ พบว่ามี PE เฉลี่ย 5 ปีย้อนหลัง (2014 - 2018) เท่ากับ 24 เท่า เมื่อพิจารณาในรายละเอียดพบว่า ไม่มีบริษัทจดทะเบียนใดที่มีลักษณะธุรกิจเหมือนกับ RBF มีเพียงบางส่วนธุรกิจที่คล้ายกัน อาทิ กลุ่มแป้ง เกล็ดขนมปัง และวัตถุดิบที่ใช้ผลิตอาหารหรือเบเกอรี่ จะคล้ายกับ PB TMILL หรือ กลุ่มซอส เครื่องปรุงรส คล้ายกับ SAUCE XO โดยภาพรวม PE เฉลี่ยของกลุ่ม Food Processor อยู่ที่ 16.8 เท่า ซึ่งเรามองว่าไม่ใช่ PE ที่เหมาะสมของ RBF เพราะ 1) RBF มีการกระจายตัวของสินค้าที่หลากหลายมากกว่า ไม่ได้มีผลิตภัณฑ์เพียงอย่างเดียวอย่างหนึ่ง 2) กลุ่มลูกค้าหลักของ RBF มีทั้งผู้ประกอบการในอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่ม และลูกค้ามีความยากในการเปลี่ยน Supplier เพราะส่วนใหญ่เป็นการผลิตแบบ Made to Order และมีสูตรเฉพาะในลูกค้าแต่ละราย และ 3) RBF มีความสามารถในการทำกำไรที่ดีกว่าด้วยอัตรากำไรขั้นต้นและอัตรากำไรสุทธิที่ 36.3% และ 11.8% สูงกว่าค่าเฉลี่ยของ Food Processor ที่ 26.7% และ 10.3% ตามลำดับ

ในขณะที่ผลิตภัณฑ์ของบริษัทถือเป็นวัตถุดิบ และลูกค้าเป็นผู้ประกอบการเครื่องดื่ม นอกเหนือจากกลุ่มอาหาร โดยกลุ่มเครื่องดื่มมี PE ที่ค่อนข้างสูงเฉลี่ย 33.9 เท่า นำโดยกลุ่ม Energy Drink อย่าง OSP และ CBG แม้ผู้ประกอบการกลุ่มเครื่องดื่มจะเป็นหนึ่งในลูกค้าของบริษัท และ RBF มีความสามารถทำกำไรทั้งอัตรากำไรขั้นต้นและอัตรากำไรสุทธิที่สูงกว่าผู้ประกอบการเครื่องดื่ม แต่ก็ไม่ใช่ PE ที่เหมาะสมกับ RBF เพราะมีแบรนด์ของตนเองค่อนข้างน้อย สิ้นปี 2018 มีสัดส่วนรายได้ภายใต้แบรนด์ตนเองเพียง 6.6% ของรายได้จากการขายรวม เทียบกับผู้ประกอบการเครื่องดื่มส่วนใหญ่มีแบรนด์ของตนเองและเป็นสัดส่วนที่มากไม่น้อยกว่า 80% ของรายได้ อีกทั้งยังเป็นแบรนด์ที่รู้จักในระดับโลก

อย่างไรก็ตาม เรามองว่าธุรกิจของ RBF มีความคล้ายคลึงกับหนึ่งในผู้ประกอบการเครื่องดื่มนั่นก็คือ TACC ที่เป็นผู้ผลิตเครื่องดื่มให้กับผู้ประกอบการค้าปลีกรายใหญ่ ซึ่งมีความตั่นน้ำหนักกว่าผู้ประกอบการเครื่องดื่มรายอื่นในตลาดหลักทรัพย์ฯ และ TACC มีสัดส่วนรายได้ภายใต้แบรนด์ตนเองน้อยมากไม่ถึง 5% ของรายได้รวม แต่มีความสามารถในการทำกำไรที่ต่ำกว่า RBF เพราะ RBF มีความการกระจายกลุ่มสินค้าและลูกค้ามากกว่า โดย PE 5 ปีเฉลี่ยย้อนหลังของ TACC เทรดอยู่ที่ระดับ 24.8 เท่า

เปรียบเทียบอัตราส่วนทางการเงินและมูลค่าหุ้นกับบริษัทในกลุ่มอาหารในตลาดฯ

As of Dec 2018	GM (%)	NM (%)	IBD/E Ratio (x)	ROE (%)	ROA (%)	Avg. PE 5 yrs (x)
CPF	12.1	2.9	1.37	9.3	2.5	15.3
TU	14.2	2.4	1.49	7.4	2.3	16.8
TKN	30.5	8.1	0.42	21.2	12.9	40.5
PB	42.7	19.0	0.02	20.3	17.2	19.0
SAUCE	33.6	15.7	0.00	18.5	16.5	21.9
TFMAMA	35.2	19.4	0.00	16.7	11.3	15.5
TWPC	16.3	2.7	0.04	3.7	2.8	22.4
TMILL	19.1	7.6	0.43	11.7	6.4	14.8
WINNER	25.8	5.5	0.44	14.4	8.5	12.6
XO	37.9	19.4	0.06	18.3	13.6	23.3
Avg. Food	26.7	10.3	0.43	14.2	9.4	16.8
MINT	56.3	9.6	1.53	9.1	2.8	26.5
M	68.4	14.7	0.00	18.4	15.4	26.5
ZEN	24.1	4.8	0.00	33.6	8.9	19.2
AU	66.8	19.9	0.00	15.6	13.8	55.4
Avg. Restaurant	53.9	12.3	0.38	19.2	10.2	27.7
OSP	32.4	11.1	0.01	28.1	15.6	33.0
CBG	32.1	7.9	0.66	16.2	8.6	42.5
SAPPE	36.3	12.1	0.00	15.0	12.4	19.1
ICHI	14.8	0.9	0.25	0.7	0.5	25.6
OISHI	39.8	7.5	0.28	17.6	10.5	18.3
MALEE	22.1	-5.1	2.10	na	na	23.6
TACC	28.8	5.1	0.01	10.3	7.2	24.8
Avg. Beverage	29.5	7.4	0.47	14.7	9.1	33.9
Average	26.7	9.8	0.43	15.9	9.5	24.0
RBF	36.3	11.8	0.45	15.5	9.4	--

Source: SET, Company Data, Bloomberg, FSS Research

Note: คำนวณ Average PE ของกลุ่มคำนวณด้วยวิธีถ่วงน้ำหนักตามมูลค่าตลาด

นอกจากนี้เราได้ทำการเปรียบเทียบกับบริษัทในระดับโลก ซึ่งพบว่ามีราว 5 บริษัทที่มีลักษณะธุรกิจคล้ายคลึงกับ RBF มากที่สุด ซึ่งส่วนใหญ่จะเป็นบริษัทที่ก่อตั้งและดำเนินงานธุรกิจมานาน รายละเอียดดังตารางด้านล่าง โดยมี PE ย้อนหลัง 3 ปีเฉลี่ยที่ 25.8 เท่า และ Current PE เฉลี่ยที่ 31.1 เท่า (ถ่วงน้ำหนักด้วยมูลค่าตลาด)

เปรียบเทียบผลการดำเนินงานและมูลค่าหุ้นของบริษัทระดับโลก

Name	Mccormick	Kerry Group	International Flavors & Fragrance	House Food	Bolak
Key Product	Flavor	Flavor	Flavor & Fragrance	Flavor	Additive, Color
Ticker	MKC US	KYGA LN	IFF US	2810 JP	002760 KS
Business	Flavors, Spices&seasoning Ingredients and coating	Ingredients, Brading, Seasoning, Flavoring	Flavors & Fragrances for food, beverage and non-food product	Floavor, Spices	Food Additives, Gum base, Raw mat for herb
Establish year	1889	1972	1889	1913	1959
Market Cap (US\$ m)	21,735	20,585	13,029	3,735	96
Revenue (US\$ m)	5,408	7,804	3,977	2,676	30.7
Sale Growth 3 yrs %	8.1	2.7	9.7	7.2	3.2
Gross Margin %	44.8	42.5	42.8	44.4	16.2
Net Margin %	12.2	9.0	13.2	3.9	4.5
ROE %	32.5	14.2	8.7	5.5	2.5
ROA %	9.0	6.8	3.9	3.7	2.1
Total Asset (US\$ m)	10,256	9,532	12,889	3,350	47.8
D/E Ratio (x)	2.22	1.06	1.10	0.33	0.22
Current PE (x)	31.6	33.8	22.8	30.5	37.0
Avg PE 3 yrs (x)	25.3	26.1	23.0	36.8	62.7
Average PE 3 yrs = 25.8 x					

Source: Bloomberg, FSS Research

Note: คำนวณ Average PE ของกลุ่มคำนวณด้วยวิธีถ่วงน้ำหนักตามมูลค่าตลาด

ดังนั้นเราจึงเห็นว่าการประเมินมูลค่าหุ้น RBF โดยอิง PE ที่ 21 เท่า นั้นมีความเหมาะสม เพราะสูงกว่า PE เฉลี่ยของ Food Processor ที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ไทย แต่ยังเป็นระดับ PE ที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยโดยรวมของ SETFOOD และต่ำกว่าบริษัทในระดับโลก และหากพิจารณา PEG โดยอิงอัตราการเติบโตของกำไร RBF ใน 3 ปี ข้างหน้าเฉลี่ยที่ 18.4% CAGR คิดเป็น PEG ที่ 1.1 เท่า ถือว่าไม่ Aggressive จนเกินไป

โครงสร้างการถือหุ้น การเพิ่มทุน และนโยบายการจ่ายเงินปันผล

บริษัทมีแผนขายหุ้น IPO จำนวน 520 ล้านหุ้น (มูลค่าพาร์ 1 บาท/หุ้น) เสนอขายให้กับประชาชนทั่วไป นักลงทุนสถาบัน และผู้มีอุปการคุณของบริษัท คิดเป็นสัดส่วน 26% ของจำนวนหุ้นสามัญที่ออกและเรียกชำระแล้วหลัง IPO โดยภายหลัง IPO บริษัทจะมีทุนชำระแล้วเพิ่มขึ้นเป็น 2,000 ล้านบาท จากปัจจุบัน 1,480 ล้านบาท

ในส่วนของเงื่อนไข Silent Period กำหนดว่าห้ามผู้ถือหุ้นก่อนวันที่บริษัทเสนอขายหุ้น IPO นำหุ้นหรือหลักทรัพย์ที่อาจเป็นหุ้นรวมทั้งหมด 55% ของทุนชำระแล้วหลัง IPO (หรือ 1,100 ล้านหุ้น) ออกขายภายในระยะเวลา 1 ปี นับตั้งแต่วันที่เริ่มทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ฯ โดยเมื่อครบกำหนด 6 เดือน สามารถทยอยขายหุ้นได้ไม่เกิน 25% ของจำนวนหุ้นทั้งหมดที่ถูกส่งขาย (หรือ 275 ล้านหุ้น) และสามารถขายหุ้นส่วนที่เหลือได้เมื่อครบกำหนดระยะเวลา 1 ปี

บริษัทมีนโยบายการจ่ายเงินปันผลไม่น้อยกว่า 40% ของกำไรสุทธิตามงบการเงินเฉพาะกิจการหลังหักสำรองต่างๆ ทุกประเภทที่กฎหมาย

โครงสร้างผู้ถือหุ้น

รายชื่อผู้ถือหุ้นบจ. อาร์ แอนด์ บี ฟู้ด ซัพพลาย	ก่อน IPO	หลัง IPO
นางเพ็ชรา รัตนภูมิบุญ	39.09%	28.93%
ดร.สมชาย รัตนภูมิบุญ	39.09%	28.93%
พ.ต.พญ.จันจิรา รัตนภูมิบุญ	10.82%	8.01%
พญ.สนาธร รัตนภูมิบุญ	10.82%	8.01%
บริษัท เจ.พี.เอส โฮลดิ้ง จำกัด	0.17%	0.11%
นายสุรนาถ กิตติรัตนเดช	0.01%	0.01%
ประชาชนทั่วไป	0.00%	26.00%
จำนวนหุ้นรวม (ล้านหุ้น)	1,480	2,000

Source: Company Data

รายชื่อผู้ถือหุ้นบจ. เจ.พี.เอส โฮลดิ้ง	จำนวนหุ้น (หุ้น)	สัดส่วน
ดร.สมชาย รัตนภูมิบุญ	284,080	40.62%
พ.ต.พญ.จันจิรา รัตนภูมิบุญ	207,660	29.69%
พญ.สนาธร รัตนภูมิบุญ	207,660	29.69%
รวม	699,400	100.00%

Source: Company Data

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงบุคลากร R&D และรักษาความลับของสูตรผลิต บริษัทมีฝ่าย R&D เพื่อทำหน้าที่คิดค้นและพัฒนาสูตร ทำให้ผลิตภัณฑ์ของบริษัทมีความแตกต่างจากคู่แข่งที่หาวัตถุดิบมาทดแทนเพื่อสร้างกลิ่นและรสชาติที่เหมือนกันได้ แต่มีความเสี่ยงหากบุคลากรในฝ่าย R&D ลาออก โดยในปี 2016 – 2018 บริษัทมีบุคลากรในฝ่าย R&D เท่ากับ 42 คน, 39 คน และ 51 คน ตามลำดับ รวมถึงมีระบบการเก็บรักษาข้อมูลของสูตรผลิตที่เข้าใช้ได้เฉพาะเจ้าหน้าที่ R&D โดยผู้วิจัยจะสามารถเข้าถึงเฉพาะสูตรที่ตนเองคิดค้นเท่านั้น และมีสัญญาป้องกันการเปิดเผยสูตรการผลิตให้กับบุคคลอื่น ซึ่งมีผลทั้งขณะที่เป็นบุคลากรของบริษัท และมีผลต่อเนื่องอีก 5 ปี หลังจากสิ้นสุดสัญญาจ้างงาน ซึ่งสูตรการผลิตทั้งหมดเป็นลิขสิทธิ์ของบริษัท

ความเสี่ยงจากการจัดวัตถุดิบให้ตรงกับปริมาณ และคุณภาพที่ต้องการ วัตถุดิบที่ใช้ในการผลิตสินค้าของบริษัทแบ่งออกเป็น วัตถุดิบที่ไม่ใช่สารเคมี (แป้งสาลี พืช ผัก ผลไม้ น้ำตาล เกลือ เป็นต้น) และวัตถุดิบที่เป็นสารเคมี (สีผสมอาหาร วัตถุแต่งกลิ่น) โดยวัตถุดิบที่ไม่ใช่สารเคมีส่วนใหญ่เป็นสินค้าเกษตรกรรม อาจมีปริมาณและคุณภาพเปลี่ยนแปลงตามสภาพอากาศ ภัยธรรมชาติ หรือโรคระบาดในพืช จึงต้องมีการบริหารความเสี่ยงด้วยการวางแผน โดยบางส่วนมีการจัดซื้อจากเกษตรกรท้องถิ่น มีการทำสัญญาซื้อขายผลผลิต และรับซื้อเฉพาะวัตถุดิบที่ได้คุณภาพตามกำหนดเท่านั้น สำหรับวัตถุดิบที่เป็นสารเคมี บริษัทได้จัดตั้งทีม R&D ในการค้นคว้าวิจัยและพัฒนาผลิตภัณฑ์ให้มีคุณภาพ และมีความหลากหลายตามที่ต้องการ

ความเสี่ยงจากการลงทุนในต่างประเทศ ปัจจุบันบริษัทมีการลงทุนในต่างประเทศ 4 แห่ง และช่วง 1H19 มีสัดส่วนรายได้จากต่างประเทศราว 14.9% ของรายได้จากการขายรวม ซึ่งมีความเสี่ยงจากทั้งปัจจัยภายในของบริษัทเอง และปัจจัยภายนอกที่ไม่สามารถควบคุมได้ เช่น ภาวะเศรษฐกิจ กำลังซื้อ พฤติกรรมของผู้บริโภค การเมือง อัตราภาษี และอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งอาจกระทบต่อมายังผลการดำเนินงานของบริษัทได้

ความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน เนื่องจากบริษัทมีรายได้จากการขายต่างประเทศ และมีการสั่งซื้อวัตถุดิบจากต่างประเทศในช่วงเวลาเดียวกัน ถือว่าบริษัทมี Natural Hedge ในการป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนระดับหนึ่ง อย่างไรก็ตาม ในกรณีที่บริษัทไม่สามารถจัดการความเสี่ยงด้วย Natural Hedge ได้ตามนโยบายที่กำหนด บริษัทจึงกำหนดนโยบายบริหารความเสี่ยงด้วยการทำ Forward Contract ไม่น้อยกว่า 90% ของมูลค่าธุรกรรมที่ยังไม่ได้ทำการป้องกันความเสี่ยง

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Revenue	2,916	2,738	2,880	3,204	3,454
Cost of sales	1,904	1,744	1,769	1,975	2,128
Gross profit	1,012	994	1,111	1,229	1,326
SG&A	495	577	651	689	725
Operating profit	516	417	460	540	601
Other income	4	11	9	10	10
EBIT	520	428	469	549	611
EBITDA	704	615	706	837	948
Interest charge	14	21	26	0	0
Tax on income	103	86	97	121	127
Earnings after tax	403	321	345	429	485
Minority interest	-2	3	3	3	3
Normalized earnings	400	334	378	432	488
Extraordinary items	0	-10	-30	0	0
Net profit	400	324	348	432	488

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Net profit	400	324	348	432	488
Deprec. & amortization	183	187	237	287	337
Change in working capital	-182	-225	-15	-116	-109
Other adjustments	-737	-3	1	0	0
Cash flow from operations	-335	283	572	603	716
Capital expenditure	-141	-378	-250	-250	-250
Others	-7	-11	-1	-5	-5
Cash flow from investing	-148	-389	-251	-255	-255
Free cash flow	-484	-106	321	348	461
Net borrowings	-115	665	-872	0	0
Equity capital raised	670	842	1,466	0	0
Dividends paid	-86	-1,442	-174	-216	-244
Others	6	28	-73	3	3
Cash flow from financing	474	94	347	-213	-241
Net change in cash	-9	-12	668	135	220

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Cash	263	263	954	1,089	1,300
Accounts receivable	623	636	671	746	818
Inventory	648	746	727	812	890
Other current assets	5	3	6	6	7
Total current assets	1,540	1,648	2,357	2,653	3,015
Investments	9	9	9	9	9
Plant, property & equipment	1,532	1,722	1,734	1,697	1,610
Other assets	70	69	47	52	66
Total assets	3,150	3,448	4,147	4,411	4,700
Short-term loans	92	225	0	0	0
Accounts payable	374	338	339	379	415
Current maturities	45	63	0	0	0
Other current liabilities	125	44	46	51	56
Total current liabilities	635	670	385	430	471
Long-term debt	115	647	0	0	0
Other non-current liab.	29	38	29	32	35
Total non-current liab.	144	686	29	32	35
Total liabilities	779	1,356	414	462	507
Registered capital	638	2,000	2,000	2,000	2,000
Paid up capital	638	1,480	2,000	2,000	2,000
Share premium	94	94	1,040	1,040	1,040
Legal reserve	0	77	77	77	77
Retained earnings	1,638	442	616	832	1,076
Minority Interests	2	-1	0	0	0
Shareholders' equity	2,371	2,092	3,733	3,949	4,193

Important Ratios (Consolidated)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Growth (%)					
Revenue	11.1	-6.1	5.2	11.3	7.8
EBITDA	14.3	-12.5	14.8	18.5	13.4
Net profit	9.5	-19.1	7.6	24.0	13.1
Normalized earnings	9.5	-16.6	13.3	14.2	13.1
Profitability (%)					
Gross profit margin	34.7	36.3	38.6	38.3	38.4
EBITDA margin	24.1	22.5	24.5	26.1	27.3
EBIT margin	17.8	15.6	16.3	17.1	17.7
Normalized profit margin	13.7	12.2	13.1	13.5	13.9
Net profit margin	13.7	11.8	12.1	13.5	13.9
Normalized ROA	12.7	9.7	9.1	9.8	10.4
Normalize ROE	16.9	15.9	10.1	10.9	11.6
Normalized ROCE	20.7	15.4	12.5	13.8	14.7
Risk (x)					
D/E	0.3	0.6	0.1	0.1	0.1
Net D/E	0.2	0.5	-0.1	-0.2	-0.2
Net debt/EBITDA	0.8	1.8	-0.8	-0.7	-0.8
Per share data (Bt)					
Reported EPS	0.91	0.26	0.17	0.22	0.24
Normalized EPS	0.63	0.23	0.19	0.22	0.24
EBITDA	1.10	0.42	0.35	0.42	0.48
Book value	3.71	1.05	1.87	1.97	2.10
Dividend	2.25	0.17	0.09	0.11	0.12
Par	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Valuations (x)					
P/E	3.6	12.7	18.9	15.3	13.5
Norm P/E	5.3	14.6	17.5	15.3	13.5
P/BV	0.9	3.2	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	3.8	9.7	8.6	7.1	6.1
Dividend yield (%)	68.2	5.1	2.6	3.3	3.7

Source: Company data, FSS research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 G,ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา อัลมาลิ้งค์ 25 อาคารอัลมาลิ้งค์ ชั้น 9,14,15 ช.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 ปิ่นเกล้า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา บางกระบือ 3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ จ.กรุงเทพมหานคร
สาขา บางนา 589 หมู่ 12 อาคารชุดทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 589/105 (เดิม 1093/105) ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา เขตบางนา จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา ลินธอร์ 1 130-132 อาคารลินธอร์ ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา เคียนหรง (ลินธอร์ 2) 140/1 อาคารเคียนหรง 2 ชั้น 18 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา ลาดพร้าว 555 อาคารสา ทาวเวอร์ 2 ยูนิต 1106 ชั้น 11 ถ.พหลโยธิน แขวงจตุจักร เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา ประชาชื่น 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร
สาขา รัชดา 1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17 ต.จตุตถ อ.สาธุการ จ.ปทุมธานี	สาขา อัมตลราฮิม 990 อาคารอัมตลราฮิมเพลส ชั้น 12 ห้อง 1210 ถ.พระราม 4 แขวงสีลม เขตบางรัก จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา รัตนนิมิตร์ 576 ถ.รัตนนิมิตร์ ต.บางกระสอ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี	สาขา แจ้งวัฒนะ 99, 99/9 เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ ห้อง 2203, ชั้น 22 หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี	
สาขา ขอนแก่น 1 311/16 ชั้น 2 ถ.กลางเมือง ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น	สาขา ขอนแก่น 3 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่ง) ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น	สาขา อุดรธานี 197/29, 213/3 ถ.อุดรชัย ต. หมากรับ 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 อาคารมะลิเพลส 32/4 หมู่ที่ 2 ชั้น 1 ห้อง B1-1, B1-2 ต.แม่เหียะ 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 813/30 ถ.นครสิงห์ ต.มหาชัย อ.เมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร
สาขา ออนไลน์ภูเก็ต 22/18 ถ.หลวงพ่อดำ ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต	สาขา หาดใหญ่ 106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา	สาขา ตรัง 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง	สาขา สุราษฎร์ธานี 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี	สาขา ปัตตานี 300/69-70 หมู่ 4 ต.รุมะนิแล อ.เมือง จ.ปัตตานี

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน

BUY	"ซื้อ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 10%
HOLD	"ถือ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 0% - 10%
SELL	"ขาย" เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
TRADING BUY	"ซื้อเก็งกำไรระยะสั้น" เนื่องจากมีประเด็นที่มีผลบวกต่อราคาหุ้นในระยะสั้น แม้ว่าราคาปัจจุบันจะสูงกว่ามูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
OVERWEIGHT	"ลงทุนมากกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ สูงกว่า ตลาด
NEUTRAL	"ลงทุนเท่ากับตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ เท่ากับ ตลาด
UNDERWEIGHT	"ลงทุนน้อยกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ ต่ำกว่า ตลาด

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

DISCLAIMER: รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เราเชื่อหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชักชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ AAV, ADVANC, AEONTS, AMATA, ANAN, AOT, AP, BANPU, BBL, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEAUTY, BEC, BEM, BGRIM, BH, BJC, BLAND, BPP, BTS, CBG, CENTEL, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DTAC, EA, EGCO, EPG, ERW, ESSO, GFPT, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMT, KBANK, KCE, KKP, KTB, KTC, LH, MAJOR, MBK, MEGA, MINT, MTC, ORI, OSP, PLANB, PRM, PSH, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, RATCH, ROBINS, RS, SAWAD, SCB, SCC, SGP, SIRI, SPALI, SPRC, STA, STEC, SUPER, TASCO, TCAP, THAI, THANI, TISCO, TKN, TMB, TOA, TOP, TPIPP, TRUE, TTW, TU, TVO, WHA และ SET50 Future โดยบริษัทฯ อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

Thai Institute of Directors Association (IOD) - Corporate Governance Report Rating 2018

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
100-90		ดีเลิศ
80-89		ดีมาก
70-79		ดี
60-69		ดีพอใช้
50-59		ผ่าน
<50	no logo given	n/a

สัญลักษณ์ **N/R** หมายถึง “ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR”

IOD (IOD Disclaimer)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (“บริษัทจดทะเบียน”) เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)

1 ข้อมูล CG Score ประจำปี 2561 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

2 ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

(ข้อมูล ณ วันที่ 31 สิงหาคม 2561) มี 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC (Declared)
- ได้รับการรับรอง CAC (Certified)