

NRF (NRF TB)

บมจ. เอ็นอาร์ อินสแตนซ์ โปรดิวซ์

Current	Previous	IPO Price	2021 TP	Exp Return	THAI CAC	CG 2019
BUY	-	4.60	5.75	+25.0%	N/A	N/R

IPO details

ผู้ออกหลักทรัพย์	NRF
จำนวนหุ้น IPO (ล้านหุ้น)	340 ล้านหุ้น
มูลค่าหุ้นที่ตราไว้ (บาท)	1.00
ระยะเวลาจองซื้อ	28-30 ก.ย., 1-5 ต.ค.
วันที่เริ่มทำการซื้อขาย	9 ต.ค.
ที่ปรึกษาทางการเงิน	ธนาคารไทยพาณิชย์
ผู้จัดการการจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่าย	บล.ไทยพาณิชย์
Sector	เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร

Consolidated earnings

(Bt mn)	2019	2020E	2021E	2022E
Normalized profit	133	193	318	367
Net profit	41	125	261	310
EPS (Bt)-Norm	0.12	0.14	0.23	0.27
EPS (Bt)	0.04	0.09	0.19	0.23
% EPS growth	-59.1	141.5	108.3	18.9
Dividend (Bt)	0.00	0.04	0.08	0.09
BV/share (Bt)	0.83	1.92	2.04	2017
EV/EBITDA (x)	31.3	20.3	15.0	13.1
PER (x) - Norm	36.9	32.9	20.1	17.6
PER (x)	120.3	51.4	24.7	21.0
PBV(x)	5.6	2.4	2.3	2.1
Dividend yield (%)	0.0	0.8	1.6	1.9
ROE (%)	11.3	7.4	11.5	12.4
No. of shares- full dilution	1,066	1,356	1,356	1,356
Par (Bt)	1.0	1.0	1.0	1.0

Source: Company data, FSS estimates

หมายเหตุ : บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) เป็นผู้จัดทำรายงานและรับประกันการจัดจำหน่าย หุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัท เอ็นอาร์ อินสแตนซ์ โปรดิวซ์ จำกัด (มหาชน) ที่เสนอขายต่อประชาชนเป็นครั้งแรก

นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนก่อนตัดสินใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์

Analyst: Sureporn Teewasuwet

Register No. 040694

Tel: +662 646 9972

email: Sureporn.t@fnsyrus.com

www.fnsyrus.com

 Finasia Syrus Securities

 Finasia

 @fnsyrus

Plant-Based Food บริษัทแรกในตลาด

NRF ดำเนินธุรกิจผลิต และส่งออกผลิตภัณฑ์ปรุงรสอาหาร อาหารสำเร็จรูป และอาหารโปรตีนจากพืช ด้วยกระแสความนิยมการประกอบอาหารทางเองที่บ้านสูงขึ้น ทำให้รายได้กลุ่มสินค้า Ethnic Food ยังเติบโตต่อเนื่อง เห็นได้จากกำไรปกติ 1H20 ที่เติบโตได้ดี และน่าจะโตต่อเนื่องใน 2H20 ทั้งนี้ราคาตัวกำไรปกติปี 2020 - 2021 จะเติบโตสูง +45.1% Y-Y และ +64.5% Y-Y ตามลำดับ ปัจจุบันอยู่ระหว่างเพิ่มสัดส่วนลงทุนในธุรกิจซีฟู้ด ซึ่งอยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน เพื่อขยายกำลังการผลิต และคาดหวังการเติบโตของรายได้ Plant-Based Food อย่างมีนัยสำคัญตั้งแต่ปี 2021 เป็นต้นไป ภายหลังบริษัทได้เข้ามาลงทุนในหลายธุรกิจผ่านการร่วมทุน และลงทุนในธุรกิจ Startup ตั้งแต่ปี 2019 และภายหลัง IPO จะช่วยให้ฐานะทางการเงินและสภาพคล่องของบริษัทดีขึ้นอย่างมาก เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2021 เท่ากับ 5.75 บาท (อิง PE 25 เท่า) ผู้ผลิตและส่งออกผลิตภัณฑ์ปรุงรสอาหาร และอาหารสำเร็จรูป

NRF เป็นผู้ผลิตและส่งออกผลิตภัณฑ์ปรุงรสอาหาร อาหารสำเร็จรูป และอาหารโปรตีนจากพืช โดยมีสินค้า 3 กลุ่มใหญ่ได้แก่ Ethnic Food (89% ของรายได้ 1H20) ประกอบด้วยธุรกิจ OEM และ NRF Brands เช่น ตราฟอชัวญ และ Lee Brand เป็นต้น Plant-Based Food (7%) และ Functional Product (4%) ส่วนใหญ่เป็นการส่งออกราว 85% ของรายได้รวม 1H20 อีก 15% เป็นการขายให้ผู้ซื้อในประเทศ ซึ่งนำไปขายส่งออกอีกทอดหนึ่ง ตลาดส่งออกหลักคือ ยุโรป สหรัฐ สัดส่วนรายได้รวมกันราว 65% ของรายได้จากการขาย 1H20

กำลังรุกเข้าสู่ Mega Trend ของโลก คือ Plant-Based Food

จากปี 2017 ที่ผู้บริหารชุดปัจจุบันนำโดย คุณแดน ปรุมาวัฒน์ ได้เข้าซื้อ NRF จากผู้ก่อตั้งรายเดิม ซึ่งได้ขยายธุรกิจอย่างต่อเนื่องทั้งธุรกิจเดิม (Ethnic Food) ล่าสตอยระหว่างเข้าซื้อซีฟู้ด (ธุรกิจคล้าย NRF) ซึ่งยังสามารถสร้างรายได้และกำไรได้สม่ำเสมอ ควบคู่ไปกับการขยายเข้าสู่ผลิตภัณฑ์อาหารโปรตีนจากพืช หรือ Plant-Based Food ที่กำลังได้รับความนิยมไปทั่วโลก โดยมีการจับมือกับพันธมิตร The Brecks, UK จัดตั้งบริษัทร่วมทุน P&B เพื่อผลิตสินค้า Plant-Based Food และ NRF ยังได้ลงทุนในธุรกิจ Startup รวมถึงกองทุนที่เข้าไปลงทุนใน Startup ที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจ Plant-Based Food อีกด้วย ปัจจุบันบริษัทมีรายได้จากธุรกิจนี้ราว 7% ของรายได้รวม รวมถึงส่วนแบ่งกำไรขาดทุนจากการถือ P&B ตัวอย่างสินค้าในกลุ่มนี้เช่น เนื้อที่ทำจากขนุน, เส้นบุก, ไล้กรอบหรือเนื้อมดที่ทำจากพืช และน้ำเต้าหู้ขึ้นไป เป็นต้น **คาดการณ์กำไรปกติปี 2020 - 2021 เติบโตแข็งแกร่ง**

บริษัทมีกำไรปกติ 1H20 เติบโตดี +52.8% Y-Y จากความนิยมประกอบอาหารทานเองที่บ้านสูงขึ้น จึงหนุนการเติบโตของรายได้กลุ่ม Ethnic Food รวมถึงการเพิ่มจำนวน Distributor และขยายตลาดอย่างต่อเนื่อง กอปรกับเริ่มรับรู้รายได้จาก Functional Product คือ เจลแอลกอฮอล์ล้างมือในบรรจุภัณฑ์ของ V-shape แนวโน้มจะเติบโตมากขึ้นใน 2H20 จากทั้งธุรกิจเดิม และอยู่ระหว่างการรวมซีฟู้ด คาดจะเริ่มรับรู้รายได้และกำไรได้อย่างเร็วภายใน 4Q20 ทั้งนี้คาดการณ์กำไรปกติปี 2020 เติบโต +45.1% Y-Y และคาดการณ์มากขึ้น +64.5% Y-Y ในปี 2021 จากการรวมซีฟู้ดเต็มปี, คาดเห็นการเติบโตของ Plant-Based Food อย่างมีนัยสำคัญมากขึ้น และคาดไม่มีการระดมเงินจ่ายอีก หลังจากนำเงินที่ได้จาก IPO ไปชำระหนี้

ประเมินราคาเป้าหมายปี 2021 เท่ากับ 5.75 บาท

เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2021 ของ NRF เท่ากับ 5.75 บาท (อิง PE 25 เท่า) โดยเทียบเคียงกับธุรกิจที่คล้ายคลึงกันอย่าง XO ที่มี PE เฉลี่ย 5 ปีย้อนหลังที่ 24 เท่า จะเห็นว่าเราให้ Premium กับ NRF เล็กน้อย เพราะกำลังอยู่ในช่วงของ Growth Stage และยังมีโอกาสในการเติบโตไปสู่ธุรกิจ Plant-Based Food ที่กำลังได้รับความนิยมในปัจจุบัน และถือเป็น Mega Trend ของโลก อย่างไรก็ตาม Target PE ที่เราให้กับ NRF ถือว่าสมเหตุสมผล ไม่ Aggressive จนเกินไป เพราะยังต่ำกว่าบริษัทในกลุ่มซอส และเครื่องปรุงอาหารทั่วโลกที่ปัจจุบันเทรดกันที่ PE เฉลี่ย 27.6 เท่า

ความเสี่ยง: การเปลี่ยนแปลงเทรนด์การบริโภค Plant-Based Food ไม่เป็นตามคาด หรือใช้เวลาดีเร็วกว่าคาด, กรณีค่าเงินบาทแข็งค่าเป็นลบต่อบริษัท, การแข่งขันในตลาดรับจ้างผลิตสูงขึ้น และความผันผวนของราคาวัตถุดิบ ซึ่งส่วนใหญ่เป็นผลผลิตทางการเกษตร

ลักษณะการประกอบธุรกิจ

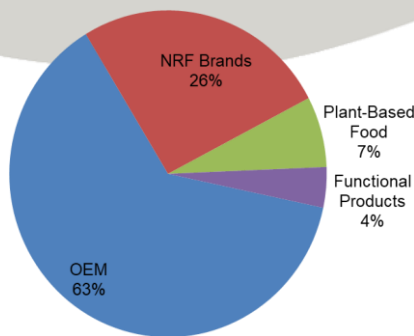
NRF ผู้ผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์ปรุงรสอาหาร และอาหารสำเร็จรูป

บริษัทจดทะเบียนจัดตั้งในปี 1991 โดยดำเนินธุรกิจเป็นผู้ผลิต จัดหา และจำหน่ายผลิตภัณฑ์ปรุงรสอาหาร อาหารสำเร็จรูป เครื่องปรุงสำหรับประกอบอาหาร และอาหารโปรตีนจากพืช เป็นต้น ปัจจุบันมีผลิตภัณฑ์กว่า 2,000 SKUs และมากกว่า 500 สูตรอาหาร ซึ่งสามารถแบ่งออกเป็น 3 กลุ่มธุรกิจ ดังนี้

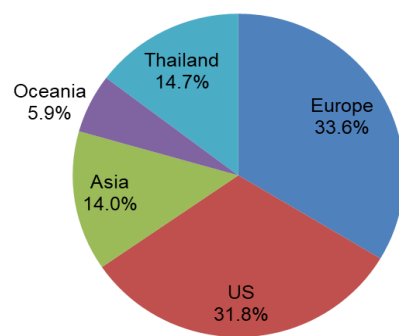
1. ธุรกิจ Ethnic Food สัดส่วน 89% ของรายได้จากการขาย 1H20 ได้แก่ เครื่องปรุงรสอาหาร อาหารสำเร็จรูปพร้อมปรุง และพร้อมรับประทาน อาหารมังสวิรัติ เครื่องดื่มสำเร็จรูปชนิดผงและน้ำ โดยแบ่งเป็นธุรกิจผลิตภัณฑ์รับจ้างผลิต (OEM) 63% และธุรกิจผลิตภัณฑ์ภายใต้ตราสินค้าของบริษัท (NRF Brands) อีก 26% ได้แก่ ตราฟอชวัญ (ตราสินค้าแรกของ บริษัท), Lee Brand, Thai Delight, Shanggie, DeDe, และ Sabzu เป็นต้น
2. ธุรกิจผลิตภัณฑ์อาหารโปรตีนจากพืช (Plant-Based Food) สัดส่วน 7% ของรายได้จากการขาย 1H20 โดยใช้วัตถุดิบธรรมชาติจากพืช เช่น ขนุน บุก มะเขือม่วง นำมาผลิตอาหารเพื่อสุขภาพและอาหารมังสวิรัติ ปัจจุบันเริ่มมีการรับรู้รายได้จากการผลิตและจำหน่าย และยังอยู่ระหว่างการลงทุนในหลายธุรกิจ รวมถึงกองทุน Startup Accelerators เพื่อสร้างโอกาสให้บริษัทได้เป็นผู้ผลิตและจัดจำหน่ายสินค้าอาหารโปรตีนจากพืชได้มากขึ้นในอนาคต
3. ธุรกิจ Functional Products สัดส่วน 4% ของรายได้จากการขาย 1H20 ซึ่งเป็นธุรกิจผลิตภัณฑ์ที่ทำหน้าที่เฉพาะด้าน รวมถึงสินค้าอุปโภคที่ไม่ใช่อาหาร อยู่ในบรรทัดฐานที่เป็นมิตรกับผู้บริโภคและสิ่งแวดล้อม (V-Shape) ปัจจุบันมีสินค้าหลักคือ เจลแอลกอฮอล์ล้างมือในบรรทัดฐาน V-Shape และยังมีแผนขยายไปยังผลิตภัณฑ์อื่นๆ ในอนาคตทั้งในกลุ่ม Food และ Non-Food

บริษัทจำหน่ายสินค้าไปกว่า 25 ประเทศทั่วโลก และกระจายไปหลายทวีปได้แก่ ยุโรป (สัดส่วนรวม 33.6% ของรายได้รวม) รองมาคือ สหรัฐอเมริกา (31.8%), เอเชีย (14%), โอเชียเนีย (5.9%) และไทย (14.7%) โดยได้รับการรับรองมาตรฐานการผลิตในระดับสากล ได้แก่ IFS Food, BRC Global Standard for food Safety, GMP, HACCP, HALAL และ SEDEX เป็นต้น

โครงสร้างรายได้แบ่งตามประเภทสินค้าและภูมิศาสตร์ 1H20



Source: Company Data



Source: Company Data

ช่องทางการจัดจำหน่ายหลักแบ่งเป็น 3 ช่องทางได้แก่ 1) บริษัทนำเข้าสินค้า หรือ Importer สัดส่วนรวม 77% - 79% ของรายได้ในปี 2019 โดยลูกค้าจะสั่งซื้อผลิตภัณฑ์ทั้งแบบจ้างผลิต และผลิตภัณฑ์ภายใต้ตราสินค้าของบริษัท เพื่อนำไปขายต่อผ่านร้านค้าและ Supermarkets 2) ตัวแทนจำหน่าย หรือ Agent สัดส่วนรวม 6% - 8% ของรายได้รวม โดยบริษัทได้รับการแนะนำลูกค้าจากตัวแทนจำหน่าย ซึ่งบริษัทจะจ่ายค่านายหน้าให้กับตัวแทนจำหน่าย และ 3) บริษัทส่งออกสินค้าจากไทย หรือ Trader สัดส่วนรวม 14% - 15% ของรายได้รวม โดยลูกค้ากลุ่มนี้จะซื้อสินค้าจากบริษัทและนำไปขายส่งออกอีกทอดหนึ่ง

ตัวอย่างสินค้าภายใต้แบรนด์ของบริษัท

NRF Brands	ตัวอย่างสินค้า
	
	
	
	
	
	

Source: Company Data

บริษัทสร้างคามยั่งยืนด้วย R&D และเป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม

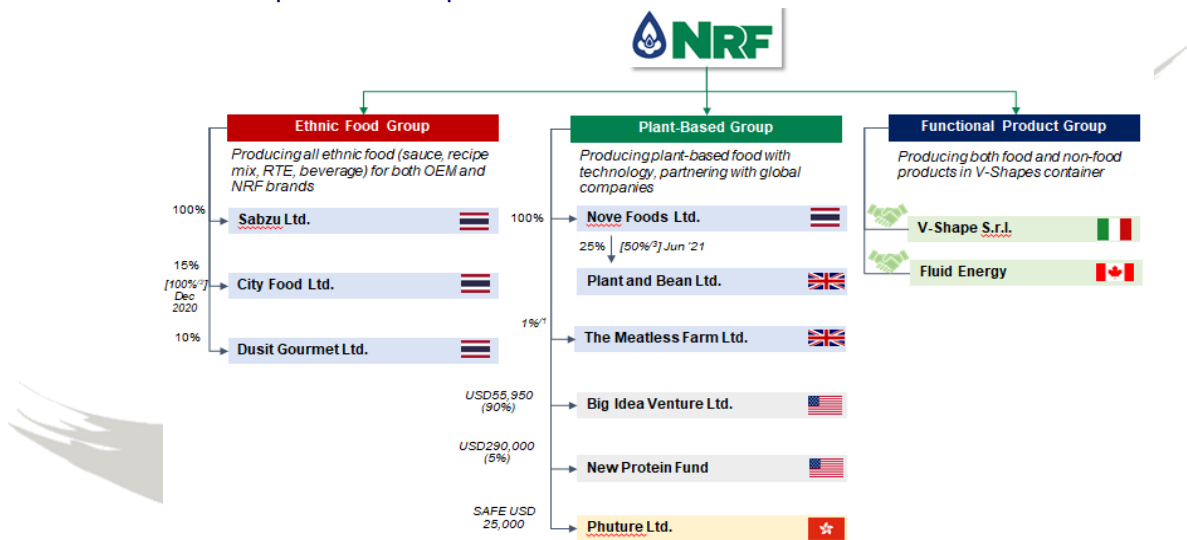
นอกจากประสบการณ์ และความสัมพันธ์ที่ดีกับลูกค้าอย่างยาวนานแล้ว บริษัทได้ให้ความสำคัญกับการวิจัยและพัฒนา เพื่อตอบสนองความต้องการของลูกค้าให้ได้มากที่สุด โดยได้มีการพัฒนาสูตรสินค้าร่วมกับลูกค้าปลายทางที่เป็นผู้ประกอบการ Modern trade ซึ่งทางลูกค้าจะมีการกำหนดคุณภาพที่ Supplier จัดหา และตรวจสอบคุณภาพสินค้าของบริษัทก่อนมีการสั่งซื้อ โดยกระบวนการดังกล่าวใช้เวลาราว 6 เดือน ทำให้ผู้ประกอบการ Modern Trade มักไม่เปลี่ยนผู้ผลิตสินค้าบ่อยนัก ถือว่ามีต้นทุนในการเปลี่ยนสินค้า (Switching Cost) สูงระดับหนึ่ง

บริษัทยังมีแนวทางดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนด้วยการให้ความสำคัญตั้งแต่ต้นต้นน้ำจนถึงปลายน้ำ เนื่องจากวัตถุประสงค์ส่วนใหญ่ของบริษัทมาจากผลผลิตทางการเกษตร จึงให้การสนับสนุนเกษตรกรต้นน้ำ รวมถึงให้ความสำคัญต่อปัญหา Climate Change เห็นได้จากการที่บริษัทเข้าร่วมเป็นสมาชิกอย่างเป็นทางการของ UN Global Compact และล่าสุดได้เข้าร่วม 1.5 Degree Pledge ด้วย ทั้งนี้ได้มีการนำแนวคิดดังกล่าวมาประยุกต์ใช้กับองค์กรด้วยการติดตั้งหลอดไฟ LED และเปลี่ยนหลังคาเป็น Solar Roof ทั้งหมด กอปรกับมีการเริ่มโครงการ Carbon Neutral ในปี 2019 ถือเป็นบริษัทที่ได้รับ Carbon Neutral Certificate รายเดียวในประเทศไทย สำหรับ Private Food Producer

การเปลี่ยนผู้บริหารในปี 2017 นำไปสู่การรุกเข้าสู่ห่วงโซ่อุปทานอาหาร

นับตั้งแต่เดือน เม.ย. 2017 บจ.แพนเธอร่า พาร์ทเนอร์ส ซึ่งเป็นบริษัทในกลุ่มของคุณแดน ปรุฆมาณิชย์ (ปัจจุบันดำรงตำแหน่งเป็นประธานเจ้าหน้าที่บริหารและกรรมการของ NRF) ได้เข้าถือหุ้นใน NRF และได้มีการวางนโยบายการก้าวขึ้นเป็นบริษัทผู้ผลิตผลิตภัณฑ์อาหารแห่งอนาคต โดยจะมุ่งเน้นการลงทุนในห่วงโซ่อุปทานอาหาร ส่วนหนึ่งเป็นการลงทุนผ่าน Startup Company ซึ่งบริษัทมีเป้าหมายที่จะเจาะตลาดอาหารในกลุ่ม Specialty Food โดยเฉพาะ ผลิตภัณฑ์อาหารไทย, อาหารท้องถิ่นในภูมิภาคเอเชีย และผลิตภัณฑ์อาหารโปรตีนจากพืช หรือที่เรียกว่า Plant-Based Food ที่กำลังมีกระแสได้รับความนิยมไปทั่วโลก โดยในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา บริษัทได้เริ่มลงทุนในธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับ Plant-Based Food โดยเริ่มจากการเข้าลงทุนกับ The Brecks Co.,Ltd ซึ่งได้จัดตั้งบริษัทร่วม Plant and Bean Ltd. (P&B) เป็นบริษัทในอังกฤษและเป็นผู้ผลิตและจำหน่ายสินค้า 2 กลุ่มคือ ซีเรียล (ตราสินค้าของตนเอง Honey Monster, Good Grain) และอาหารโปรตีนจากพืชมากกว่า 27 ปี เช่น ใส้กรอกที่ทำจากพืช โดยเป็นผู้รับจ้างผลิตสินค้าโปรตีนจากพืชให้กับตราสินค้าต่างๆ เช่น Quorn, The Vegetarian Butcher และ Cauldron Foods รวมถึง NRF ได้เข้าลงทุนในบริษัท Startup และกองทุนที่เข้าลงทุนในธุรกิจ Startup ที่เกี่ยวข้องกับห่วงโซ่อุปทานอาหาร โดยมีโครงสร้างธุรกิจและการลงทุนดังนี้

โครงสร้างธุรกิจและการลงทุนของบริษัท



Source: Company Data

กำลังการผลิตปัจจุบัน และโครงการลงทุนในอนาคต

ปัจจุบันบริษัทมีโรงงานผลิต 2 โรงงานอยู่ที่ สมุทรสาคร สำหรับผลิตเส้น และผลิตซอส เครื่องปรุง โดยมีกำลังการผลิตทั้งหมดอยู่ที่ 13,200 ตันต่อปี และมีอัตราการใช้กำลังการผลิตอยู่ที่ระดับ 96% (8 ชม.ต่อวัน และ 6 วันต่อสัปดาห์) จึงได้ตัดสินใจขยายกำลังการผลิตด้วยการเข้าซื้อธุรกิจซีตีฟู้ด (ช่วงแรกเข้าถือ 15% ใช้เงินลงทุน 30 ล้านบาท) ทำให้บริษัทจะได้รับทั้งกำลังการผลิตส่วนเพิ่ม และลูกค้าของซีตีฟู้ด อีกทั้งยังมีการขยายกำลังการผลิตเส้นบุก จากเดิมเป็นธุรกิจซื้อมาขายไป และเมื่อคำสั่งซื้อเพิ่มขึ้น จึงได้ทำการสั่งซื้อเครื่องจักรเพื่อผลิตเอง และมีการขยายธุรกิจไปสู่ธุรกิจบรรจุภัณฑ์ในรูปแบบใหม่ V-shape นอกจากนี้ยังมีโครงการลงทุนในธุรกิจ Plant-Based Meat มากขึ้น โดยที่ผ่านมามีการลงทุนในธุรกิจเหล่านี้ไปราว 250 ล้านบาท ทั้งนี้ยังมีแผนลงทุนเพิ่มเติมในช่วงที่เหลือของปีนี้ต่อเนื่องไปในปีหน้า (ภายใต้โครงการเดิม) อีกราว 363 ล้านบาท โดยประมาณ และในอนาคตน่าจะได้เห็นการลงทุนต่อเนื่องในธุรกิจ Startup ที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจ Plant-Based Food ต่อไป

รายละเอียดโครงการลงทุนของบริษัท

การลงทุน	รายละเอียด	สัดส่วนลงทุนปัจจุบัน	แผนลงทุนเพิ่มในอนาคต	ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ
กลุ่ม Ethnic Food				
ซีดีฟู้ด (ไทย) ผลิตและส่งออก เครื่องปรุงรสภายใต้ แบรนด์ คลาสสิก ไทย และน้ำนมถั่ว เหลือง ตรา ซินโป	มีแผนซื้อหุ้นส่วนที่เหลือ 85%	ถือหุ้นอยู่ 15% 30 ล้านบาท	จะเพิ่มอีก 85% 170 ล้านบาท	คาดว่าจะเข้าซื้อหุ้นที่เหลือ 85% แล้วเสร็จภายใน 4Q20 จะช่วยให้บริษัทที่กำลังการผลิตเพิ่มขึ้น และคาดว่าจะช่วยรวบรวมการเงินได้ทันที
	จะลงทุนระบบ ปรับปรุงกระบวนการผลิต คาดจะมีกำลังการผลิตเพิ่ม 35% จากปัจจุบันที่ 19,000 ตันต่อปี	--	100 ล้านบาท ภายในปี 2021-22	นอกจากช่วยสร้างการเติบโตของรายได้แล้ว คาดจะช่วยหนุนอัตรากำไรขั้นต้นให้สูงขึ้นด้วย
กลุ่ม Plant-based Food				
สร้างโรงงานผลิต Plant-Based Food ในไทย	มีแผนสร้างโรงงานใหม่ บนที่ดินเดิมหลังโรงงานปัจจุบัน เพื่อให้มีกำลังการผลิต 4,800 ตันต่อปี (8 ชั่วโมงต่อวัน) หรือ 7,200 ตันต่อปี (12 ชั่วโมงต่อวัน)	--	ไม่เกิน 200 ล้านบาท	คาดว่าจะมีการลงทุนช่วงปี 2021 – 2022 ช่วยรองรับการคำสั่งซื้อสินค้ากลุ่ม Plant-Based Food ในอนาคต
Plant and Bean Ltd, UK ผลิตและจำหน่าย เนื้อเทียม	มีแผนเข้าซื้อหุ้นเพิ่มอีก 25% จากปัจจุบัน 25% รวมจะเข้าถือหุ้น 50%	25% (5 ล้านปอนด์)	25% หรือราว 158 ล้านบาท คาดแล้ว เสร็จ มิ.ย. 2021	เป็นการลงทุนระหว่าง NRF และ Brecks โดยมีเงื่อนไขเพิ่มสัดส่วนลงทุนได้อีก 25% รวมเป็นการถือ 50% คาดจะได้รับทั้งองค์ความรู้ เทคโนโลยี และโอกาสในการผลิตสินค้าใหม่เกี่ยวกับกลุ่มอาหารโปรตีนจากพืช
ลงทุนธุรกิจ Startup ผ่าน Big Idea Ventures และ New Protein Fund	ทั้ง 2 กองทุนลงทุนใน Startup ที่เป็นต้นแบบของผลิตภัณฑ์และเทคโนโลยีใหม่ ราว 100 Startup	US\$55,950 US\$290,000	~30 ล้านบาท ใน 2 กองทุน	ทยอยลงทุนในช่วงปี 2019 – 2022 เพื่อได้รับความรู้ เข้าถึงเทคโนโลยีใหม่ๆ และสร้างโอกาสเพิ่มลูกค้าจากการเป็น preferred co-packer ให้กับ Startup เหล่านี้
ลงทุนเครื่องจักรผลิต เส้นบุก 2 เครื่อง	ซื้อเครื่องจักรเพื่อผลิตเส้นบุกเอง กำลังการผลิต 2,700 ตันต่อปี เพื่อผลิตและส่งออกผลิตภัณฑ์เส้นบุกทั้งแบบเส้นเปล่า และแบบพร้อมทาน	เครื่องที่ 1 – ลงทุนครบแล้ว คาดว่าจะเริ่มผลิต 4Q20	อยู่ระหว่างลงทุน เครื่องที่ 2 คาดใช้ เงินลงทุนราว 20 ล้านบาท	สำหรับเครื่องที่ 1 อยู่ระหว่างรอติดตั้ง และคาดว่าจะเริ่มผลิต 4Q20 และอยู่ระหว่างลงทุนเครื่องที่ 2 คาดจะเกิดขึ้นในปี 2022
กลุ่ม Functional Product				
เครื่องจักร V-shape เพื่อผลิต Functional Product	ลงทุน 1 เครื่องสำหรับผลิตภัณฑ์ของบริษัทหรือร่วมกับบริษัทอื่น	ลงทุนครบแล้ว	กำลังรอติดตั้ง เครื่องจักร และจะ เริ่มผลิตใน 4Q20	บริษัทเริ่มรับรู้รายได้จากการผลิตบรรจุภัณฑ์สำหรับเจลแอลกอฮอล์แล้วจากการจ้างผลิต และอยู่ระหว่างติดตั้งเครื่องจักรของตนเอง คาดจะเริ่มผลิตได้ภายใน 4Q20
	ลงทุน 7 เครื่อง ร่วมกับ Fluid Energy สำหรับผลิตภัณฑ์ทำความสะอาดในแคนาดา สหรัฐ และตะวันออกกลาง	--	- 2 เครื่อง คงเหลือ ชำระเงินเพิ่ม 9 ล้านบาท - 5 เครื่อง งบลงทุน 90 ล้านบาท	ปัจจุบันมีสัญญาระยะยาวกับ Fluid Energy ในการให้บริการเครื่องจักร V-shape ในแคนาดา, สหรัฐ และตะวันออกกลางราว 7 เครื่อง ซึ่งมีกำลังการผลิตราว 100 sachet ต่อเดือน และบริษัทจะได้รับค่า Royalty Fee ที่ US\$0.02 ต่อ sachet
E-Commerce Platform				
ขยายธุรกิจ Online	เข้าลงทุนใน Boosted Ecommerce Inc. (Boosted) และเพื่อลงทุนบริหารจัดการธุรกิจ E-Commerce ของ Third-party seller บน Amazon E-Commerce platform	--	US\$3 ล้าน	คาดว่าจะมีการลงทุนภายในปี 2020 โดยเป็นการลงทุนในหุ้นบุริมสิทธิ์ของ Boosted คาดหลังแปลงสภาพจะเป็นการถือหุ้นราว 4%
	บริษัทร่วมกับ Boosted จัดตั้งบริษัทร่วมทุนเข้าลงทุนซื้อธุรกิจเป้าหมาย เช่น Ethnic Food, Plant-Based Food, Functional Product เพื่อสุขภาพสำหรับคนและสัตว์เลี้ยงที่ขายบน Amazon E-Commerce Platform	--	US\$7 ล้าน	คาดว่าจะมีการลงทุนภายในปี 2022

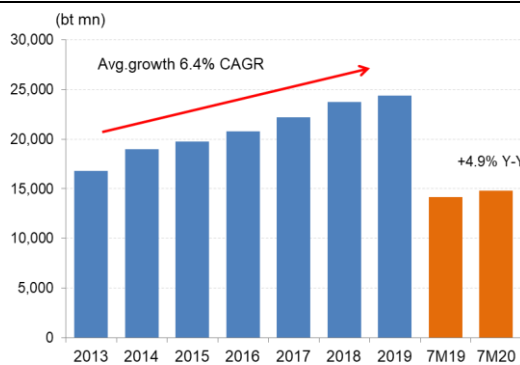
Source: Company Data, FSS Research

แนวโน้มอุตสาหกรรม และการแข่งขัน

มูลค่าส่งออกสิ่งปรุงรสอาหารของไทยยังเติบโตต่อเนื่อง

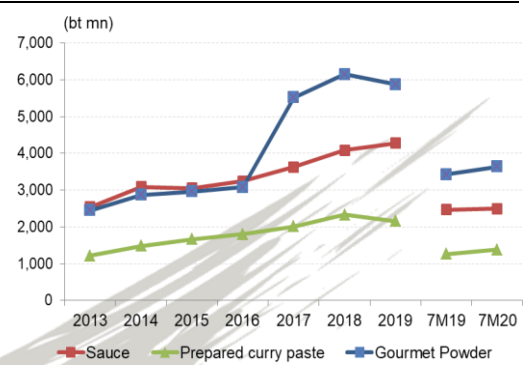
จากตัวเลขส่งออกของกระทรวงพาณิชย์พบว่า ในช่วง 6 ปีที่ผ่านมา 2013-2019 มูลค่าส่งออกสิ่งปรุงรสของไทยเติบโตเฉลี่ย 6.4% CAGR จาก 1.68 หมื่นล้านบาทในปี 2013 เติบโตขึ้นทุกปีจนมาอยู่ที่ 2.44 หมื่นล้านบาทในปี 2019 และข้อมูลล่าสุดในช่วง 7 เดือนแรกของปีนี้พบว่ามูลค่าส่งออกสิ่งปรุงรสยังเติบโตต่อเนื่อง 4.9% Y-Y และเมื่อพิจารณารายละเอียดแยกประเภทสินค้าซึ่งประกอบด้วย ซอส, เครื่องแกงสำเร็จ และผงปรุงรส พบว่าทั้ง 3 กลุ่มสินค้ามีอัตราการเติบโตต่อเนื่องเช่นเดียวกัน โดยในช่วงปี 2013-2019 เติบโตเฉลี่ย 9.1%, 10.1% และ 15.7% CAGR ตามลำดับ และในช่วง 7M20 ยังเติบโตได้ 1% Y-Y, 9.8% Y-Y และ 6% Y-Y ตามลำดับ ส่วนหนึ่งคาดว่าได้รับอานิสงส์จาก COVID-19 ทำให้ผู้บริโภคหันมาซื้อสิ่งปรุงรสเพื่อปรุงอาหารทานเองที่บ้าน

มูลค่าส่งออกสิ่งปรุงรสโดยรวมของไทย



Source: MOC, FSS Research

มูลค่าส่งออกสิ่งปรุงรสของไทยแบ่งตามประเภท

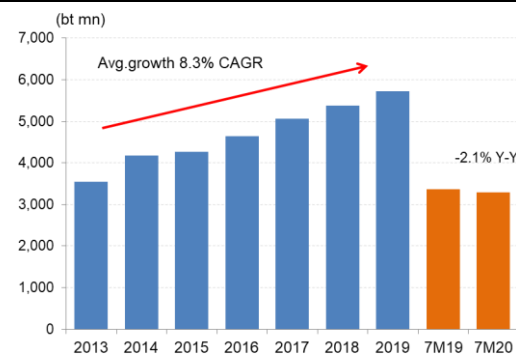


Source: MOC, FSS Research

ตลาดส่งออกหลักอย่างยุโรปและสหรัฐเติบโตได้ดี

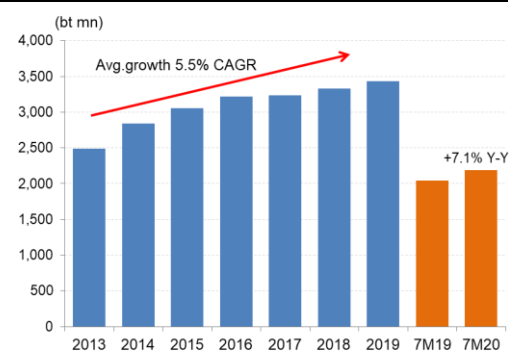
ตลาดหลักของบริษัทคือ ยุโรปและสหรัฐ ซึ่งถือเป็นตลาดส่งออกสำคัญของประเทศไทย โดยไทยมีส่วนส่งออกสิ่งปรุงรสไปยังยุโรปและสหรัฐ สัดส่วนราว 23% และ 14% ของมูลค่าส่งออกสิ่งปรุงรสในปี 2019 ตามลำดับ จากข้อมูลตัวเลขส่งออกในช่วงปี 2013 – 2019 พบว่าทั้ง 2 ตลาดมีอัตราการเติบโตที่ดี โดยยุโรปโต 8.3% CAGR และสหรัฐโต 5.5% CAGR แต่ในช่วง 7M20 พบว่ามูลค่าส่งออกสิ่งปรุงรสไปยุโรปหดตัวลงเล็กน้อย -2.1% Y-Y (ในขณะที่บริษัททำได้ดีกว่า โดยรายได้ส่งออกไปยุโรป 1H20 ยังเติบโตได้ 12% Y-Y) ส่วนตลาดสหรัฐโดยรวมยังเติบโตได้ต่อเนื่อง 7.1% Y-Y แนวโน้มในช่วง 2H20 เรายังมองว่าจะได้เห็นการเติบโตได้ดี และต่อเนื่องไปในปี 2021

มูลค่าส่งออกสิ่งปรุงรสไปยุโรป



Source: MOC, FSS Research

มูลค่าส่งออกสิ่งปรุงรสไปสหรัฐ

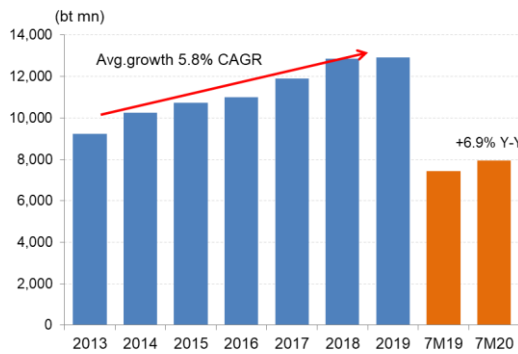


Source: MOC, FSS Research

ตลาดส่งออกสิ่งปฐrusไปเอเชียยังเป็นอันดับ 1 ส่วนเอเชียเนี่ยมีการเติบโตที่ดี

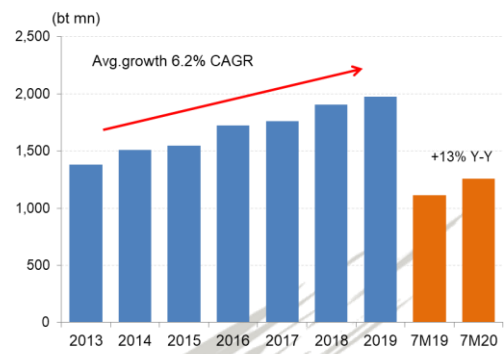
ตลาดส่งออกสิ่งปฐrusของไทยอันดับ 1 คือ เอเชีย สัดส่วนราว 53% ของมูลค่าส่งออกในปี 2019 โดยในช่วงปี 2013 – 2019 ไทยมีมูลค่าส่งออกไปเอเชียเติบโตในอัตรา 5.8% CAGR และในช่วง 7M20 พบว่ายังมีการเติบโตต่อเนื่อง 6.9% Y-Y โดยตลาดส่งออกที่สำคัญได้แก่ CLMV, ญี่ปุ่น และจีน เป็นต้น ในขณะที่ตลาดโอเชียเนี่ย (ออสเตรเลียและนิวซีแลนด์) แม้สัดส่วนมูลค่าส่งออกจากไทยอาจไม่มากนักอยู่ที่ราว 8% ของมูลค่าส่งออกสิ่งปฐrusในปี 2019 แต่เป็นตลาดที่มีความต้องการสิ่งปฐrusเติบโตต่อเนื่อง โดยมีอัตราการเติบโตในช่วงปี 2013 – 2019 ราว 6.2% CAGR และโดยเฉพาะใน 7M20 มีอัตราการเติบโตที่สูงถึง 13% Y-Y โดยมาจากนิวซีแลนด์ที่เพิ่มขึ้น 28% Y-Y แต่ตลาดถือว่ายังเล็ก ในขณะที่ตลาดใหญ่กว่าอย่างออสเตรเลียก็เพิ่มขึ้นอยู่ในระดับที่ดี 12% Y-Y

มูลค่าส่งออกสิ่งปฐrusไปเอเชีย



Source: MOC, FSS Research

มูลค่าส่งออกสิ่งปฐrusไปโอเชียเนี่ย



Source: MOC, FSS Research

แนวโน้มอุตสาหกรรมอาหารสำเร็จรูป

ในปี 2019 มูลค่าตลาดอาหารสำเร็จรูปของโลกมีมูลค่าราว US\$2,368 พันล้าน เติบโตราว 1.6% Y-Y และคาดการณ์ว่าจะมีอัตราการเติบโตต่อเนื่องไปจนถึงปี 2024 ราว 2.3% CAGR ทั้งนี้ทวีปเอเชียมีการเติบโตเร็วที่สุดราว 3.5% CAGR รองมาคือทวีปยุโรป และอเมริกาเหนือ และในช่วงที่ผ่านมาปี 2015 – 2018 มูลค่าส่งออกอาหารสำเร็จรูปของไทยไปยังตลาดโลกอยู่ที่ราว 3.6 – 4.3 หมื่นล้านบาทต่อปี และมีอัตราการเติบโตในช่วงเวลาดังกล่าวราว 4.5% CAGR สำหรับปี 2020 คาดการณ์อัตราการเติบโตของมูลค่าตลาดอาหารสำเร็จรูปของไทยอยู่ที่ 4.8 แสนล้านบาท เพิ่มขึ้น 5% Y-Y โดยมีปัจจัยหนุนจากความต้องการสินค้าเชิงสุขภาพ สินค้า Premium รวมถึงสินค้าที่อำนวยความสะดวกให้กับผู้บริโภค (เช่น อาหารไมโครเวฟ) สูงขึ้น

แนวโน้มอุตสาหกรรมอาหารโปรตีนจากพืช (Plant-Based Food)

ปัจจุบันมีประชากรราว 750 ล้านคน หรือ 10% ของประชากรโลก บริโภคอาหารที่ทำมาจากพืช ซึ่งตลาดยุโรปและสหรัฐถือเป็นผู้นำเทรนด์ โดยมีผลิตภัณฑ์อาหารโปรตีนจากพืชถูกพัฒนาและนำออกสู่ตลาดหลากหลายรูปแบบ ถือเป็นตลาดที่มีอัตราการเติบโตก้าวกระโดดในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา เรียกได้ว่าเป็น Mega Trend ของโลกอย่างแท้จริง ไม่เพียงแต่พฤติกรรมของผู้บริโภคขยายโดยเฉพาะกลุ่มที่เปลี่ยนไป โดยหันมานิยมบริโภคอาหารวีแกน และโปรตีนจากพืช แทนการบริโภคเนื้อสัตว์เท่านั้น แต่ร้านอาหาร Fast Food รายใหญ่ของโลก ต่างก็เทรนด์ดังกล่าว จึงได้มีการนำเสนอเมนูที่ทำมาจากพืช หรือเนื้อสัตว์สังเคราะห์มากขึ้น เช่น Burger King, Dunkin Donuts, McDonald's และ KFC รวมถึงบริษัทยักษ์ใหญ่ด้านอาหารของโลกสัญชาติสวิตเซอร์แลนด์อย่าง Nestle และบริษัทยักษ์ใหญ่ด้าน Consumer Product อย่าง Unilever

ข้อมูลจากสถาบันอาหารระบุว่า ในช่วงปี 2014 – 2018 มูลค่าตลาดอาหารวีแกนและโปรตีนจากพืชของโลกมีอัตราการเติบโตสูงถึง 31% โดยยุโรปถือเป็นตลาดอาหารประเภทนี้ที่ใหญ่ที่สุดในโลก และมีจำนวนผลิตภัณฑ์ที่ออกวางจำหน่ายในตลาดมากถึง 9,396 ผลิตภัณฑ์ คิดเป็น 60% ของผลิตภัณฑ์ทั้งหมด รองมาลงคือ อเมริกาเหนือ 15%, เอเชียแปซิฟิก 13%, ลาตินอเมริกา 7% และตะวันออกกลาง-แอฟริกา 4%

ขณะที่ Euromonitor คาดการณ์มูลค่าตลาดโลกของ Plant-Based Meat ในปี 2023 จะอยู่ที่ US\$2.8 พันล้าน เพิ่มขึ้นจาก US\$1.7 พันล้าน ในปี 2019 ทั้งนี้มูลค่าตลาดโลกของ Plant-Based Meat ในปัจจุบันยังไม่ถึง 1% ของมูลค่าตลาดเนื้อโลก

ผลการดำเนินงานในอดีต

สรุปเหตุการณ์สำคัญในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา

- 1.) ปี 2017 บจ.แพนเธอร่า พาร์ทเนอร์ส ได้เข้าซื้อหุ้นทั้งหมดของ NRF จากผู้ก่อตั้งบริษัท และได้มีการควบรวมกิจการระหว่างกัน โดยจัดตั้งบริษัทขึ้นใหม่ แต่ยังคงใช้ชื่อเดิม บจ.เอ็นอาร์ อินสแตนทีโปรดัคส์
- 2.) ปี 2019 บริษัทได้เข้าทำสัญญาร่วมทุนกับ The Brecks Co.,Ltd และมีการจัดตั้งบริษัทร่วมทุนขึ้นใหม่ชื่อ Plant and Bean Co.,Ltd (P&B)

ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา กำไรสุทธิและการปรับปรุงสายการผลิต บาทแข็ง และค่าใช้จ่ายพิเศษ

ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา 2017 – 2019 บริษัทมีกำไรสุทธิไม่สโตไลน์อยู่ที่ 62 ล้านบาท, 96 ล้านบาท และ 41 ล้านบาท ตามลำดับ จะเห็นว่าคิดเป็นอัตราการลดลงราว -19% CAGR แต่ส่วนใหญ่มาจากรายการพิเศษ 3 รายการหลักได้แก่ กำไรขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน, ค่าตัดจำหน่ายจากการเข้าซื้อกิจการ (Purchase Price Allocation หรือ PPA) ปีละ 57 ล้านบาท ซึ่งต้องมีการตัดจำหน่ายเป็นเวลา 25 ปี เริ่มตัดตั้งแต่ปี 2017 เป็นต้นมา และค่าใช้จ่ายที่ปริศนารวมถึงค่าใช้จ่ายเตรียมเข้าตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งส่วนใหญ่เป็นรายการ Non Cash และ One Time หากไม่รวมรายการพิเศษดังกล่าว พบว่ามีกำไรปกติปี 2018 เท่ากับ 160 ล้านบาท (+15.9% Y-Y) ส่วนปี 2019 อ่อนตัวลง -16.9% Y-Y มาอยู่ที่ 133 ล้านบาท

รายได้จากการขายในช่วงที่ผ่านมาอยู่ที่ระดับ 1 – 1.1 พันล้านบาท โดยมีอัตราการเติบโตเฉลี่ย 3% CAGR ทั้งนี้รายได้หลักยังมาจากธุรกิจ Ethnic Food และเมื่อพิจารณาในแง่ปริมาณขายพบว่ายังมีอัตราการเติบโตต่อเนื่องจาก 11,999 ตัน ในปี 2017 เพิ่มขึ้นเป็น 12,654 ตัน ในปี 2019 ทั้งนี้เมื่อพิจารณารายได้จากการขายในปี 2019 พบว่าปรับลดลงเล็กน้อย -1.2% Y-Y ส่วนอัตรากำไรขั้นต้นปรับลดลงมาอยู่ที่ 29.4% จาก 32.2% ใน ปี 2018 สาเหตุหลักมาจาก 1) มีการย้ายโรงงานผลิตอาหารประเภทเส้น ให้เป็น Specialized Production Line เพื่อเพิ่มกำลังการผลิตประสิทธิภาพการผลิตของโรงงานเส้นบะหมี่ ทำให้รายได้ลดลงราว 19% Y-Y และยังคงจัดปัญหาขอควดสายการผลิตอื่นด้วย 2) มีการปรับเปลี่ยนการตรวจสอบสินค้านำเข้าบางประเภท ทำให้กระทบต่อรายได้ในโซนอเมริกาเหนือ 3) ต้นทุนแรงงานปรับตัวสูงขึ้นจากการประกาศขึ้นค่าแรงขั้นต่ำของภาครัฐ และ 4) ได้รับผลกระทบจากค่าเงินบาทแข็งค่าเมื่อเทียบกับ USD เนื่องจากรายได้ของบริษัทมาจากการส่งออกราว 85% ของรายได้รวม และส่วนใหญ่เป็นการขายในสกุลเงิน USD โดยค่าเงินบาทเมื่อเทียบกับ USD พบว่ามีการแข็งค่าต่อเนื่องในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา +4.8% Y-Y ในปี 2018 และ +3.9% Y-Y ในปี 2019 ในส่วนของค่าใช้จ่ายถือว่าควบคุมได้ดี หากไม่รวมค่าใช้จ่ายพิเศษ พบว่าสัดส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้จะอยู่ในกรอบ 10% - 12% และสัดส่วนในปี 2019 ขยับขึ้นจากปี 2018 มาอยู่ที่ 11.9% โดยมาจากค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับพนักงานขายที่สูงขึ้นตามแผนการขยายตลาด และค่าใช้จ่ายวิจัยด้านการตลาด ดังนั้นจึงสรุปได้ว่ากำไรปกติปี 2019 ที่ลดลงนั้นมาจากผลกระทบของการปรับปรุงสายการผลิตประเภทเส้น และค่าเงินบาทแข็งค่า

2017-2019 NRF's Performance

(Bt=mn)	2017	2018	% Y-Y	2019	% Y-Y
Sales revenue	1,048	1,124	7.3	1,111	-1.2
- Sales Volume (tons)	11,999	12,142	1.2	12,654	4.2
Costs	697	763	-8.7	784	2.8
Gross profit	351	361	-2.8	327	-9.4
SG&A costs	179	175	-2.2	218	24.6
Interest charge	73	78	6.8	61	-21.8
Net profit	62	96	54.8	41	-57.3
Extra Items	76	64	-15.8	92	43.8
Norm profit	138	160	15.9	133	-16.9
Gross margin %	33.5	32.2	-1.3	29.4	-2.8
FX Rate (bt/usd)	33.94	32.31	4.8	31.05	3.9
SG&A as % of Sales	17.1	15.6	-1.5	19.6	4.0
SG&A to Sales - excl. extra items	11.0	9.4	-1.6	11.9	2.5
Net margin %	5.9	8.5	2.6	3.7	-4.8
Norm margin %	13.2	14.2	1.0	12.0	-2.2

Source: Company Data, FSS Research

ประเด็นการลงทุน และคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคต

ธุรกิจหลักเดิมจะใหญ่และแข็งแกร่งขึ้นหลังรวมซีดีฟูต

ปัจจุบันบริษัทมีรายได้จากธุรกิจหลัก Ethnic Food สัดส่วนราว 89% ของรายได้จากการขาย 1H20 ถือเป็นธุรกิจเดิมที่ยังสร้างรายได้และกำไรได้ต่อเนื่อง และมีฐานลูกค้าที่มีความสัมพันธ์ที่ดีมายาวนาน และทั้ง 2 โรงงานหลักของบริษัทที่สมุทรสาครได้ถูกใช้เต็มกำลังการผลิตอยู่ที่ระดับ 96% ในขณะที่บริษัทยังต้องการขยายธุรกิจเดิมให้เติบโตมากขึ้น จึงได้เข้าลงทุนในหุ้นสามัญของ บจ.ซีดีฟูต ในสัดส่วน 15% ในเดือน ม.ค. 2020 ที่ผ่านมา และมีการทำสัญญาจ้างผลิตกับซีดีฟูต อีกทั้งบริษัทยังมีสิทธิในการซื้อหุ้นส่วนที่เหลืออีก 85% ภายใน 31 ธ.ค. 2020 เพื่อขยายกำลังการผลิตและรองรับการเติบโตของบริษัทในอนาคต โดยซีดีฟูตเป็นผู้ผลิตและส่งออกเครื่องพริกแกงไทย เครื่องปรุงรส ซอสพริก น้ำจิ้มไก่ แบบ OEM และภายใต้ตราสินค้า Classic Thai และยังมีสินค้าน้ำนมถั่วเหลือง ตราชินโป โดยมีโรงงาน 2 แห่งตั้งอยู่ที่ จ.นครปฐม และจ.ราชบุรี ซึ่งมีระบบการผลิตแบบอัตโนมัติ ทำให้สามารถผลิตสินค้าจำนวนมากได้ อีกทั้งยังสามารถเป็นฐานการผลิตอาหารโปรตีนจากพืชได้ ในอนาคต ปัจจุบันซีดีฟูตมีอัตราการใช้กำลังการผลิตโรงงานอาหาร และน้ำนมถั่วเหลืองอยู่ที่ราว 67.6% และ 20.6% ตามลำดับ จะเห็นว่ายังมีกำลังการผลิตส่วนเหลือที่สามารถรองรับคำสั่งซื้อของ NRF ในอนาคตได้อีกพอสมควร

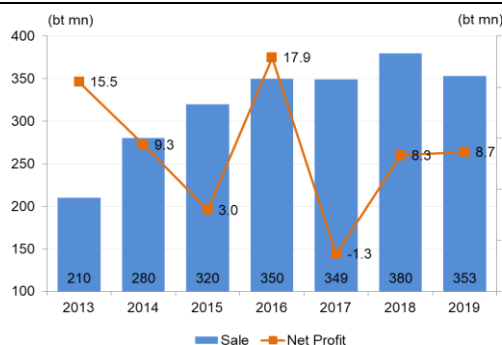
ตัวอย่างสินค้าของซีดีฟูต



Source: City Food's website

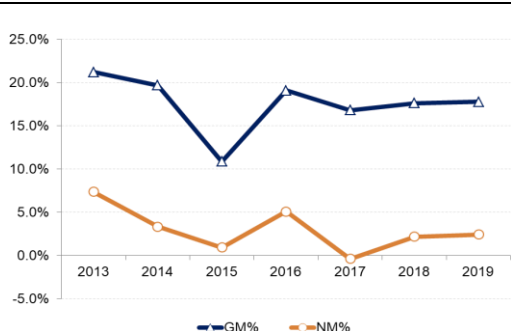
เราคาดจะรวมซีดีฟูตแล้วเสร็จในช่วง 4Q20 และรับรู้ผลการดำเนินงานได้เต็มปีในปี 2021 เรามองว่าการรวมซีดีฟูตจะช่วยสร้างการเติบโตให้กับ NRF อย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากซีดีฟูตมีรายได้และกำไรสุทธิปี 2019 เท่ากับ 353 ล้านบาท และ 8.7 ล้านบาท คิดเป็นสัดส่วน 32% และ 21% ของรายได้และกำไรสุทธิของ NRF ตามลำดับ นอกจากนี้ช่วยเพิ่มกำลังการผลิตให้กับบริษัทแล้ว เราคาดบริษัทจะช่วยปรับปรุงโรงงานของซีดีฟูต ให้มีความพร้อมสำหรับการผลิตอาหารที่หลากหลายมากขึ้น เช่น อาหารโปรตีนจากพืช แม้อัตราส่วนอัตรากำไรขั้นต้นของซีดีฟูตจะต่ำกว่า NRF แต่ส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากค่าเสื่อมราคา เนื่องจากอัตราการใช้กำลังการผลิตยังอยู่ในระดับต่ำราว 67% สำหรับโรงงานอาหาร และเพียง 20% สำหรับโรงงานน้ำนมถั่วเหลือง จึงเชื่อว่าเมื่อ NRF เข้าถือหุ้น 100% จะช่วยเพิ่มรายได้ นำไปสู่การการใช้กำลังการผลิตที่สูงขึ้น และคาดเห็นพัฒนาการของความสามารถทำกำไรของซีดีฟูตปรับตัวดีขึ้นใกล้เคียงกับบริษัทได้ไม่ยาก

ซีดีฟูต – รายได้และกำไรสุทธิในอดีต



Source: DBD, FSS Research

ซีดีฟูต – อัตรากำไรในอดีต



Source: DBD, FSS Research

ควบคู่ไปกับการรุก Plant-Based Food ซึ่งเป็น Food Mega Trend ของโลก

เราปฏิเสธไม่ได้ว่า Plant-Based Food ซึ่งเป็นหนึ่งใน Food Mega Trend ใหญ่ของโลก กำลังได้รับความนิยมเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะทางฝั่งสหรัฐฯ และยุโรป ที่มีการตื่นตัวในเรื่องนี้เร็วกว่าประเทศอื่นๆ และยังได้มาเผชิญกับโรคระบาดครั้งใหญ่อย่าง COVID-19 รวมถึงโรคระบาดในหมู ASF ที่ลุกลามไปทั่วโลก ยิ่งเป็นแรงกระตุ้นให้ผู้บริโภคหันมาบริโภคโปรตีนจากพืชมากขึ้น ถือเป็นโอกาสสำคัญของบริษัทที่ได้มีการขยายสินค้ากลุ่มนี้เพื่อสร้างความได้เปรียบการเป็นหนึ่งในผู้ผลิตอาหารของไทยรายแรกในการเข้าสู่ตลาดผลิตภัณฑ์ใหม่ โดยผ่านการร่วมลงทุนในบริษัทต่างๆ ซึ่งทำให้ปัจจุบันบริษัทมีรายได้จากกลุ่มนี้ราว 7% ของรายได้รวม 1H20 ในขณะที่มีการลงทุนมาเพียง 3 ปี จึงคาดการณ์ว่ากลุ่มนี้จะเติบโตได้อีกมากในระยะถัดไป โดยบริษัทตั้งเป้าเพิ่มสัดส่วนรายได้กลุ่มนี้มาอยู่ที่ราว 30% - 40% ของรายได้รวม ภายในปี 2024 ปัจจุบันบริษัทได้มีการลงทุนในโครงการต่างๆ ดังต่อไปนี้

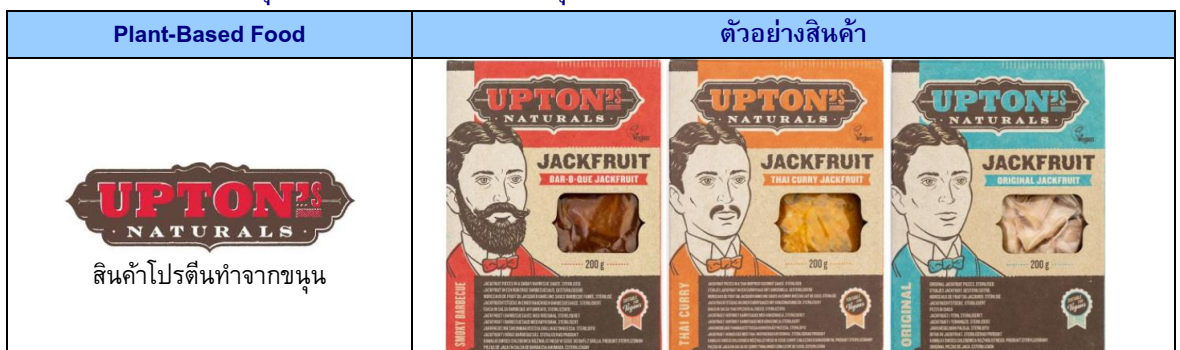
Plant and Bean Ltd (P&B) ที่มีความสามารถในการผลิตอาหารโปรตีนจากพืช ได้แก่ ไส้กรอก และเนื้อเทียม เป็นต้น เมื่อเดือน พ.ค. 2020 บริษัทได้ลงทุนใน P&B สัดส่วนราว 25% มูลค่า 5 ล้านปอนด์ หรือราว 198 ล้านบาท (เป็นการร่วมลงทุนกับพันธมิตร The Brecks Co.,Ltd ซึ่งถือหุ้นใน P&B อีก 75% ที่เหลือ) เพื่อรองรับการขยายกำลังการผลิตจาก 3,400 ตันต่อปีในปัจจุบันเป็น 36,000 ตันต่อปี ภายในปี 2024 และบริษัทมีสิทธิซื้อหุ้นของ P&B เพิ่มอีก 25% เป็น 50% ภายใน 12 มิ.ย. 2021 มูลค่าราว 4 ล้านปอนด์ โดยราคาขายสามารถเจรจาปรับลดได้อีก หาก P&B ไม่สามารถบรรลุผลกำไรที่กำหนดไว้ได้ ทั้งนี้ในอนาคต P&B มีแผนเพิ่มสายการผลิตสำหรับกระบวนการ High Moisture Extrusion (วิธีผลิตที่เพิ่มความชื้นด้วยน้ำและน้ำมันเข้าไปในวัตถุดิบ ทำให้ผลิตภัณฑ์มีรสชาติและสัมผัสใกล้เคียงกับเนื้อสัตว์จริง) และมีแผนผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์ภายใต้แบรนด์ของตนเองด้วย

The Meatless Farm Limited เป็นบริษัทที่อยู่ในอังกฤษ และดำเนินธุรกิจในการผลิตอาหารโปรตีนจากพืชเพื่อทดแทนเนื้อสัตว์ เช่น เนื้อสำหรับแฮมเบอร์เกอร์ และเนื้อบด โดยมีการร่วมมือกับ 2 มหาวิทยาลัยในอังกฤษคือ University of Leeds และ University of Reading ซึ่งในเดือน ก.ค. 2019 บริษัทได้เข้าลงทุนใน Meatless Farm ด้วยการเข้าลงทุนตราสารหนี้แปลงสภาพมูลค่า 5 แสนปอนด์ ปัจจุบันได้แปลงเป็นหุ้นสามัญในสัดส่วนราว 1% ของ Meatless Farm แล้วในเดือน ก.ค. ที่ผ่านมามีบริษัทอยู่ระหว่างเจรจากับ Modern Trade ในไทย เพื่อนำสินค้าของ Meatless Farm เข้าไปวางจำหน่าย ทั้งนี้บริษัทได้ตั้งเป้าหมายเป็นผู้รับจ้างผลิตให้กับ Meatless Farm สำหรับตลาดไทย และภูมิภาคเอเชียในอนาคตด้วย

Big Idea Venture LLC และ New Protein Fund I เมื่อเดือน ต.ค. 2019 บริษัทได้เข้าลงทุนในฐานะนักลงทุนที่ไม่ได้มีส่วนร่วมในการบริหารและจำกัดความรับผิดชอบใน Big Idea Venture และกองทุน New Protein ซึ่งเป็นกองทุนที่ลงทุนใน Startup ที่เป็นต้นแบบของผลิตภัณฑ์และเทคโนโลยีใหม่ๆ โดยกองทุน New Protein บริหารจัดการโดย Big Idea Venture (สำนักงานอยู่ที่นิวยอร์ก และสิงคโปร์) ถือเป็นกลยุทธ์หนึ่งของบริษัทในการติดตามและเข้าถึงเทคโนโลยีที่จะเข้ามามีบทบาทต่ออุตสาหกรรมอาหารในอนาคต ผ่านการลงทุนในกองทุนต่างๆที่เกี่ยวข้อง และเปิดโอกาสให้กับบริษัทในการเป็นโรงงานผู้ผลิตรายแรกที่มีสิทธิเข้าเจรจาเป็นผู้ผลิตให้กับ Startup ที่กองทุนเข้าไปลงทุน ตัวอย่าง Startup ที่กองทุนเข้าลงทุนได้แก่ เนื้อแกะเทียม, เนื้อหมูเทียม, เนื้อวัวเทียม และขนมขบเคี้ยวผลิตจากพืช เป็นต้น

Phuture เป็น Startup ที่มุ่งเน้นการพัฒนาหมูสับเทียมที่ผลิตจากโปรตีนจากถั่วเหลืองเป็นหลัก ถือเป็นหนึ่งใน Startup ด้าน Food Tech ในทวีปเอเชีย ปัจจุบันยังอยู่ในช่วงของการพัฒนาผลิตภัณฑ์เพื่อนำออกสู่ตลาดในอนาคต

ตัวอย่างสินค้าภายใต้กลุ่ม Plant-Based Food ในปัจจุบันของบริษัท



Plant-Based Food	ตัวอย่างสินค้า
 <p>เส้นบุก (Konjac)</p>	
 <p>ไส้กรอกที่ทำจากพืช ข้าวปั้นหน้าปลาไหลทำจากมะเขือม่วง</p>	
 <p>เนื้อเทียม ก้อน/บด</p>	

Source: Company Data

อยู่ระหว่างขยายกำลังการผลิตเส้นบุก หนึ่งในผลิตภัณฑ์อาหารเพื่อสุขภาพ

Konjac หรือเส้นบุก บริษัทรับจ้างผลิตสินค้าที่มีเส้นบุกเป็นส่วนประกอบ ที่ผ่านมาใช้วิธีสั่งซื้อเส้นบุกสำเร็จเพื่อใช้เป็นวัตถุดิบในการผลิตผลิตภัณฑ์ อาทิ เส้นบุกรสต้มยำ เส้นบุกรสผัดไท เส้นบุกรสเจแปนนิส แต่ด้วยแนวโน้มการเติบโตของผลิตภัณฑ์ที่ได้รับความนิยมเพิ่มมากขึ้น และบริษัทได้รับคำสั่งซื้อจากลูกค้ามากขึ้น จึงมีแผนขยายกำลังการผลิตสำหรับผลิตภัณฑ์เส้นบุกด้วยการสั่งซื้อเครื่องจักรเพื่อผลิตเส้นบุกเอง เพื่อรองรับข้อตกลง MOU ในการรับจ้างผลิตเป็นระยะเวลา 3 ปี กับบริษัทผู้จัดจำหน่ายเส้นบุกชั้นนำของโลก แปรนต์ Miracle Noodle, US โดยคาดว่าจะสามารถติดตั้งเครื่องจักรได้แล้วเสร็จและเริ่มผลิตเชิงพาณิชย์ได้ภายใน 4Q20

แตกไลน์ขยายสู่ธุรกิจผลิตภัณฑ์ที่เป็นมิตรต่อผู้ใช้งาน หรือ Functional Products

บริษัทได้ขยายเข้าไปในธุรกิจบรรจุภัณฑ์ V-shape ซึ่งเป็นบรรจุภัณฑ์สำหรับการบริโภคเพียงครั้งเดียวในรูปแบบใหม่ที่มีคุณภาพสูง และเป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม ซึ่งสามารถย่อยสลายตามธรรมชาติที่เป็นไปตามมาตรฐานของยุโรป และสามารถบรรจุได้ทั้ง อาหาร ยา เครื่องสำอาง และเวชภัณฑ์ต่างๆ เพื่อวัตถุประสงค์ที่หลากหลายเช่น สินค้าทดลอง ขนาดประหยัด และขนาดพกพา เป็นต้น บริษัทได้เข้าลงทุนสั่งซื้อเครื่องจักร V-shape จากประเทศอิตาลี ตั้งแต่ต้นปี 2020 แต่เนื่องด้วยปัญหา COVID-19 ทำให้เจ้าหน้าที่ยังไม่สามารถเข้ามาติดตั้งได้ ในขณะที่บริษัทได้รับคำสั่งซื้อจากลูกค้าแล้ว ทำให้บริษัทจำเป็นต้องจ้างเจ้าของเครื่องจักรทำการผลิตสินค้าให้ก่อน ซึ่งบริษัทเริ่มรับรู้รายได้จากผลิตภัณฑ์ดังกล่าวตั้งแต่เดือน มี.ค. 2020 โดยในช่วง 1H20 มีสัดส่วนรายได้รวม 4% ของรายได้รวม ทั้งนี้คาดว่าจะสามารถดำเนินการติดตั้งเครื่องจักรได้แล้วเสร็จภายใน 2H20 โดยสินค้าที่บริษัทดำเนินการผลิตคือ ผลิตภัณฑ์เจลแอลกอฮอล์ทำความสะอาดมือในบรรจุภัณฑ์ของ V-shape และมีแผนที่จะขยายรายได้กลุ่มนี้ภายใต้บรรจุภัณฑ์ V-shape ทั้งในรูปแบบ Food และ Non-food ต่อไปในอนาคต นอกจากนี้บริษัทยังได้ทำบันทึกข้อตกลงการให้สิทธิในการปฏิเสศก่อน สำหรับการให้บริการบรรจุภัณฑ์ V-shape ในภูมิภาค ASEAN ทั้งการรับจ้างผลิต และเป็นตัวแทนจำหน่ายเครื่องจักร ปัจจุบันมีสัญญาระยะยาวกับ Fluid Energy ในการให้บริการเครื่องจักร V-shape ในแคนาดา, สหรัฐฯ และตะวันออกกลางรวม 7 เครื่อง ซึ่งมีกำลังการผลิตรวม 100 sachet ต่อเดือน และบริษัทจะได้รับค่า Royalty Fee ที่ US\$0.02 ต่อ sachet

ตัวอย่างผลิตภัณฑ์บรรจุภัณฑ์เครื่องจักร V-shape (เจลแอลกอฮอล์สำหรับทำความสะอาดมือ)



Source: Company Data

บริษัทมี R&D ที่แข็งแกร่ง

จากการเน้นการสร้างจุดแข็งผ่านการทำ R&D สร้างความหลากหลายในผลิตภัณฑ์ และมีการพัฒนารสชาติอย่างต่อเนื่อง ทำให้บริษัทสามารถตอบสนองความต้องการของลูกค้า OEM ได้ดีมาโดยตลอด ปัจจุบันมีผลิตภัณฑ์มากกว่า 2,000 SKU และมากกว่า 500 สูตร รวมถึงมีความยืดหยุ่นของสายการผลิต สามารถผลิตได้ทั้งจำนวนที่มีขนาดเล็ก และขนาดใหญ่ ตามที่ลูกค้าต้องการ ส่งผลให้มีความสัมพันธ์ที่ดีและยาวนานกับลูกค้า นอกจากนี้ ด้วยกลยุทธ์ของบริษัทในการขยายเข้าสู่นวัตกรรมอาหารอย่าง Plant-Based Food ด้วยการลงทุนในธุรกิจ Startup ต่างๆที่อยู่ระหว่างการคิดค้นและพัฒนาผลิตภัณฑ์อาหารโปรตีนจากพืช ทำให้บริษัทได้รับความรู้ความชำนาญในการผลิตอาหารโปรตีนจากพืชในระดับมาตรฐานสากล สามารถเข้าถึงเทคโนโลยีใหม่ๆ และยังสร้างโอกาสในการเติบโตอย่างก้าวกระโดดให้กับบริษัทด้วยการทำสัญญากับบริษัทร่วมทุนที่ระบุให้บริษัทเป็นโรงงานผู้ผลิตรายแรกที่มีสิทธิเข้าเจรจาเป็นผู้ผลิต (Preferred Co-Packer) ให้กับ Startup ที่กองทุนลงทุนเมื่อ Startup เหล่านั้นมีความต้องการผู้ผลิตทั้งในจำนวนผลิตแบบทดลองตลาด และผลิตแบบเชิงพาณิชย์

กำไรปกติ 1H20 เติบโตได้ดี โดยได้ปัจจัยหนุนจาก COVID-19 และเริ่มรับรู้รายได้จากสิ่งที่ลงทุนในช่วงก่อนหน้า

บริษัทมีกำไรสุทธิ 1H20 เท่ากับ 41 ล้านบาท (+156% Y-Y) หากไม่รวมรายการพิเศษขาดทุนอัตราแลกเปลี่ยน, ค่าตัดจำหน่ายจากการเข้าซื้อกิจการ และค่าใช้จ่ายในการเตรียมเข้าตลาดหลักทรัพย์ จะมีกำไรปกติ 1H20 เท่ากับ 82 ล้านบาท (+52.8% Y-Y) ถือเป็นเติบโตที่ดี โดยมาจาก 1) รายได้ Ethnic Food เติบโตดีจากกระแสความนิยมที่สูงขึ้น โดยเติบโตทั้งธุรกิจ OEM และ NRF Brands +14.1% Y-Y และ +15.6% Y-Y ตามลำดับ 2) รายได้กลุ่ม Functional Product ซึ่งปัจจุบันมีสินค้า 1 รายการคือ เจลแอลกอฮอล์ล้างมือในบรรจุภัณฑ์ของ V-shape ที่ทำได้ราว 25 ล้านบาทใน 1H20 จากปีก่อนที่ยังไม่มีรายได้สินค้ากลุ่มนี้ 3) อัตรากำไรขั้นต้นปรับตัวดีขึ้นมาอยู่ที่ 31.1% จาก 29.6% ใน 1H19 จากทั้ง Product Mix ที่ดี และค่าเงินบาททรงตัวอยู่ที่ระดับ 31.6 บาท/USD ทำให้บริษัทสามารถบริหารจัดการอัตราแลกเปลี่ยนได้ดี และ 4) ดอกเบี้ยจ่ายปรับลดลง -21.6% มาจากอัตราดอกเบี้ยที่ลดลงตามนโยบายของ BOT รวมถึงมีการเจรจาต่อรองอัตราดอกเบี้ยด้วย

1H20 NRF's Performance

(Bt=mn)	1H20	1H19	% Y-Y	2020E	2019	% Y-Y
Sales revenue	592	513	15.4	1,300	1,111	17.0
- OEM	373	327	14.1	766	730	4.9
- NRF Brands	156	135	15.6	319	304	4.9
- Plant-Based Food	39	52	-25.0	77	77	0.0
- Functional Products	25	0	100.0	50	0	100.0
- City Food	0	0	0	88	0	100.0
Costs	408	361	13.0	893	784	13.9
Gross profit	184	152	21.1	407	327	24.5
SG&A costs	105	95	10.5	215	218	-1.4
Interest charge	25.8	32.9	-21.6	40.2	60.9	-34.0
Net profit	41	16	156.3	125	41	204.8
Extra Items	41	38	7.9	68	92	-26.1
Norm profit	82	54	51.9	193	133	45.1
Gross margin %	31.1	29.6	1.5	31.3	29.4	1.9
SG&A as % of Sales	17.8	18.6	-0.8	16.5	19.6	-3.1
SG&A to Sales - excl. extra items	11.3	12.5	-1.2	11.7	11.9	-0.2
Net margin %	6.9	3.2	3.7	9.5	3.7	5.8
Norm margin %	13.9	10.5	3.4	14.9	12.0	2.9

Source: Company Data, FSS Research

คาดการณ์กำไรปกติปี 2020 เติบโตโดดเด่น

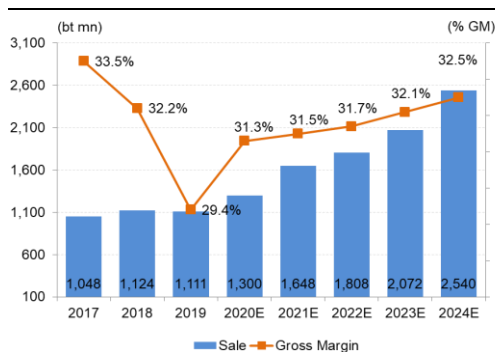
แนวโน้มกำไรจะเติบโตมากขึ้นใน 2H20 จากทั้งการเติบโตของรายได้ OEM และ NRF Brands ที่เชื่อว่าจะยังได้รับอานิสงส์เชิงบวกจากสถานการณ์ COVID-19 ทำให้ความต้องการซอส และสิ่งปรุงรสยังสูงต่อเนื่อง และคาดการณ์ได้จาก Plant-Based Food และ Functional Product จะดีต่อเนื่องในช่วงครึ่งปีหลัง รวมถึงคาดว่าจะสามารถรับรู้รายได้จากซีสต์ฟูดได้ทันภายใน 4Q20 ภายหลังจากเงินที่ได้รับจาก IPO มาซื้อหุ้นส่วนที่เหลืออีก 85% ได้แล้วเสร็จ จึงคาดการณ์ว่าปี 2020 จะเติบโต 17% Y-Y และคาดการณ์กำไรขั้นต้นปีนี้ที่ 31.3% สูงขึ้นจาก 29.4% ในปี 2019 นำไปสู่คาดการณ์กำไรปกติปี 2020 อยู่ที่ 193 ล้านบาท (+45.1% Y-Y) โดยกำไรปกติ 1H20 คิดเป็นสัดส่วน 42% ของประมาณการทั้งปี

คาดการณ์กำไรปกติปี 2021 – 2024 จะเติบโตเด่น 17.2% CAGR

เรามุ่งมองเชิงบวกต่อการเติบโตในปี 2021 - 2024 มาจากหลายปัจจัยดังนี้

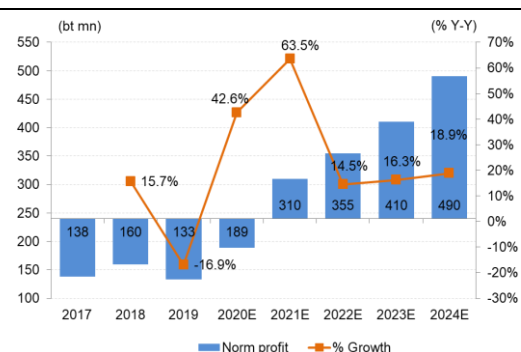
- 1.) คาดรายได้รวมปี 2021 จะเติบโตราว 26.7% Y-Y จากการรวมซีสต์ฟูดเต็มปี ซึ่งมีรายได้ต่อปีอยู่ที่ราว 355 ล้านบาท คิดเป็น 22% ของรายได้รวมของ NRF และมาจากการเติบโตของ Plant-Based Food +30% Y-Y ในปี 2021 ที่จะรับรู้รายได้จากธุรกิจเส้นบุกมากขึ้น หลังมีเครื่องจักรผลิตสินค้าเอง และเริ่มรับรู้รายได้จากสินค้าใหม่ๆ จากบริษัท Startup ที่ได้เข้าไปลงทุนในช่วงก่อนหน้า โดยคาดการณ์ว่าจะเติบโตปีละเท่าตัวในปี 2022 – 2024 ซึ่งจะทำให้สัดส่วนรายได้จาก Plant-Based Food ปรับขึ้นเป็น 32% ของรายได้รวมในปี 2024 จาก 5.9% ในปี 2020
- 2.) คาดเห็นพัฒนาการอัตรากำไรขั้นต้นปี 2021 – 2022 จะเพิ่มขึ้นปีละ 20 bps มาจากการเติบโตของกลุ่มที่มีอัตรากำไรดีอย่าง Plant-Based Food และภายหลังการรวมซีสต์ฟูด เราคาดว่า NRF จะสามารถเพิ่มความสามารถในการทำกำไรให้กับซีสต์ฟูดได้ โดยคาดการณ์กำไรขั้นต้นของซีสต์ฟูดจะสามารถปรับขึ้นมาใกล้เคียงกับที่ NRF ทำได้ราว 28% ตั้งแต่ปี 2021 เป็นต้นไป จากที่คาดไว้ 18.8% ในปี 2020 และในปี 2023 – 2024 คาดอัตรากำไรขั้นต้นจะปรับเพิ่มมากขึ้นได้เป็นปีละ 40 bps ภายหลังสัดส่วนรายได้จาก Plant-Based Food เพิ่มสูงขึ้น
- 3.) จากการที่ NRF จะเข้าถือหุ้นใน P&B เพิ่มเป็น 50% ภายในเดือน มิ.ย. 2021 กอปรกับ P&B อยู่ระหว่างขยายกำลังการผลิต จึงคาดว่าส่วนแบ่งกำไรจาก P&B จะเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 25 ล้านบาทในปี 2021 และขยับขึ้นต่อเนื่องเป็น 78 ล้านบาทในปี 2024 จากปี 2020 ที่ขาดขาดทุนราว -10 ล้านบาท ส่วนหนึ่งมาจากค่า Legal Fee ที่เกิดจากการร่วมทุน
- 4.) คาดดอกเบี้ยจ่ายจะหมดไปตั้งแต่ต้นปี 2021 โดยใช้สมมติฐานว่าบริษัทจะนำเงินที่ได้จาก IPO ไปชำระหนี้ธนาคารทั้งหมด จึงคาดการณ์กำไรปกติปี 2021 จะเติบโตสูง 64.5% Y-Y มาอยู่ที่ 318 ล้านบาท และต่อเนื่องในปี 2022 – 2024 โดยคิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ย 17.2% CAGR ทั้งนี้ความเสี่ยงหลักประการหนึ่งคือ ความผันผวนอัตราแลกเปลี่ยน ภายใต้ประมาณการปัจจุบันเราใช้สมมติฐานค่าเงินบาทที่ 31.5 บาท/USD ในกรณีที่ค่าเงินบาทแข็งค่าทุก 1 บาท หากบริษัทไม่ได้ใช้เครื่องมือป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน เราพบว่าจะกระทบอัตรากำไรขั้นต้นของบริษัทราว 1.8% และกระทบต่อกำไรปกติราว 11% อย่างไรก็ตาม ด้วยนโยบายของบริษัทที่มีการป้องกันความเสี่ยงด้วยการทำ Forward ราว 50% ของรายได้ USD จึงคาดการณ์ผลกระทบต่อกำไรปกติจะจำกัด

คาดการณ์รายได้และอัตรากำไรขั้นต้น



Source: FSS Research

คาดการณ์กำไรปกติและอัตราการเติบโต



Source: FSS Research

สมมติฐานที่ใช้ในการคาดการณ์ผลการดำเนินงาน NRF

Assumptions	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Sale revenue (mb)	1,300	1,648	1,808	2,072	2,540
FX Rate (bt/usd)	31.5	31.5	31.5	31.5	31.5
- OEM	766	805	845	887	932
- NRF Brands	319	335	352	369	388
- Plant-Based Food	77	101	201	402	805
- Functional Products	50	53	55	58	61
- City Food	88	355	355	355	355
% Sale Growth Y-Y	17.0	26.7	9.7	14.6	22.6
- OEM	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
- NRF Brands	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
- Plant-Based Food	0.0	30.0	100.0	100.0	100.0
- Functional Products	100.0	5.0	5.0	5.0	5.0
- City Food	100.0	303.4	0.0	0.0	0.0
% Gross Margin	31.3	31.5	31.7	32.1	32.5
- OEM	32.0	32.0	32.0	32.0	32.0
- NRF Brands	32.0	32.0	32.0	32.0	32.0
- Plant-Based Food	33.0	35.0	35.0	35.0	35.0
- Functional Products	35.0	38.0	38.0	38.0	38.0
- City Food	18.8	28.0	28.0	28.0	28.0
% SG&A to Sales - excl. extra items	11.2	10.9	10.9	11.0	11.6
Profit Sharing from P&B (mb)	-10.0	25.0	48.0	62.0	78.0
Norm profit (mb)	193	318	367	430	512
% Norm Margin	14.9	19.3	20.3	20.7	20.1
% Norm Profit Growth Y-Y	45.4	64.5	15.5	17.1	19.1

Source: FSS Research

หลัง IPO ฐานะทางการเงินและสภาพคล่องจะดีขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ

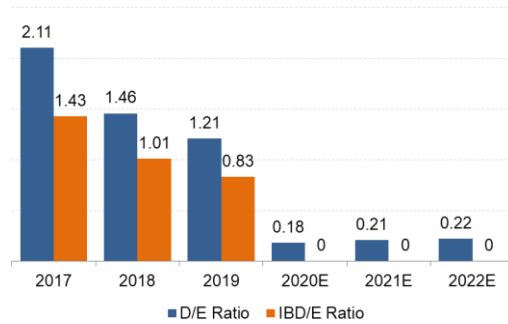
ปัจจุบันฐานะทางการเงินและสภาพคล่องของบริษัทถือว่าค่อนข้างดีแล้ว แม้สัดส่วน DE Ratio และ IBD Ratio สิ้นปี 2019 จะอยู่ที่ 1.21 เท่า และ 0.83 เท่า ซึ่งเป็นระดับที่ไม่สูงและยังเป็นระดับที่อยู่ในเงื่อนไขของธนาคาร แต่ในส่วนของความสามารถในการชำระหนี้ อย่าง DSCR ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมาอยู่ที่ราว 0.5 – 1.0 เท่า ต่ำกว่าเงื่อนไขของธนาคารที่กำหนดให้สูงกว่าหรือเท่ากับ 1.2 เท่า รวมถึง Net Debt / EBITDA ที่สูงกว่าเงื่อนไขของธนาคารอยู่เล็กน้อย อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าหลัง IPO บริษัทจะนำเงินไปชำระหนี้เงินกู้ธนาคารทั้งหมดที่มีอยู่ ณ สิ้น 2Q20 ที่ราว 1.1 พันล้านบาท นั่นหมายถึงอัตราส่วนทางการเงินต่างๆจะเป็นไปตามเงื่อนไขของธนาคารได้ ทั้งนี้ เราคาดว่าเงื่อนไขต่างๆของธนาคารจะหมดไป เมื่อบริษัทสามารถชำระหนี้ได้ทั้งหมด และทำให้บริษัทมีฐานะทางการเงิน รวมถึงสภาพคล่องดีขึ้น โดยคาด DE Ratio หลัง IPO จะลดลงมาอยู่ที่ 0.18 เท่า ณ สิ้นปี 2020 และคาด Current Ratio จะสูงขึ้นเป็น 5 เท่า จากสิ้นปี 2019 ที่ 0.89 เท่า

อัตราส่วนทางการเงินตามเงื่อนไขเงินกู้จากธนาคาร (วงกลมสีแดง คือ ส่วนที่เกินเงื่อนไข)

Bank's Covenant Ratios	2017	2018	2019
Net Debt / EBITDA (x)	≤ 4.0	≤ 4.0	≤ 3.5
DE Ratio (x)	--	≤ 2.0	≤ 2.0
DSCR (x)	≥ 1.2	≥ 1.2	≥ 1.2
CAPEX (mb)	≤ 50	≤ 30	≤ 30
Actual NRF's Ratios			
Net Debt / EBITDA (x)	4.7	3.5	4.3
DE Ratio (x)	2.1	1.5	1.2
DSCR (x)	0.7	1.0	0.5
CAPEX (mb)	43.5	19.5	116.8

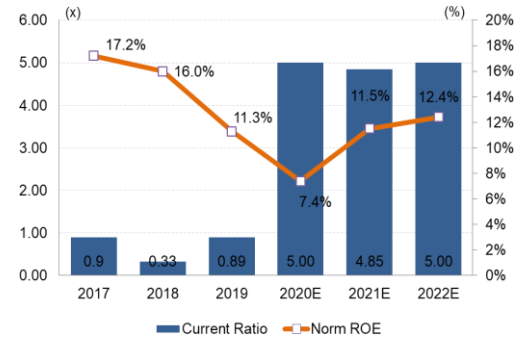
Source: Company Data

DE Ratio หลัง IPO จะลดลงอย่างมีนัยสำคัญ



Source: FSS Research

สภาพคล่องหลัง IPO จะดีขึ้นอย่างมาก



Source: FSS Research

ประเมินมูลค่าเหมาะสม

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมปี 2021 ของ NRF เท่ากับ 5.75 บาท อิง PE ที่ 25 เท่า โดยใช้วิธี Relative PE เทียบเคียงกับบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกันและมีลักษณะสินค้าคล้ายคลึงกับบริษัทมากที่สุด นั่นคือ XO ซึ่งมี PE เฉลี่ยในช่วง 5 ปีที่ผ่านมาเทรดอยู่ที่ 24 เท่า โดยเรามองว่า NRF ควรได้ Premium PE เพราะกำลังอยู่ในช่วงของ Growth Stage ทั้งในธุรกิจเดิมที่มาจากการขายกำลังการผลิตด้วยการเข้าซื้อกิจการ ซึ่งมีลูกค้ารองรับอยู่แล้ว และกำลังขยายธุรกิจเส้นบุกจากความต้องการของลูกค้ารายใหญ่ที่สูงขึ้น ในขณะที่ยังมีโอกาสในการเติบโตไปสู่ธุรกิจ Plant-Based Food ที่กำลังได้รับความนิยมในปัจจุบันและถือเป็น Mega Trend ของโลก เห็นได้จากตัวอย่างบริษัท Beyond Meat Inc. ที่ปัจจุบันอยู่ในช่วงของการเติบโต แม้จะยังมีผลขาดทุนอยู่ในปัจจุบัน แต่เป็นธุรกิจที่ตลาดให้ความสนใจเป็นอย่างมาก ทำให้ปัจจุบันมีการซื้อขายกันที่ระดับ Premium อย่างมาก ทั้งนี้ผู้บริหาร NRF ได้เปิดโอกาสให้ตัวบริษัทเองได้เข้าไปอยู่ในจุดที่มีความได้เปรียบในการได้สิทธิผลิตสินค้ากลุ่ม Plant-Based Meat เป็นรายแรกๆของบริษัทที่ได้เข้าไปลงทุน จึงมีโอกาสเติบโตในอนาคตได้อีกมาก อย่างไรก็ตาม Target PE ที่เราให้กับ NRF ถือว่าสมเหตุสมผล ไม่ Aggressive จนเกินไป และยังเป็นระดับ PE ที่ต่ำกว่าบริษัทในกลุ่มซอส และเครื่องปรุงอาหารทั่วโลกที่ปัจจุบันเทรดกันที่ PE เฉลี่ย 27.6 เท่า

เปรียบเทียบตัวเลขทางการเงินและมูลค่าหุ้นกับบริษัทในกลุ่มซอส เครื่องปรุงอาหาร ทั่วโลก (as of Aug 20)

Ticker	Company Name	Market Cap (US\$ mn)	Current PE (x)	Revenue 12M (US\$ mn)	2019 GM (%)	2019 NM (%)	2019 ROE (%)
KHC US	Kraft Heinz	42,643	12.4	25,417	32.8	13.5	3.8
CPB US	Campbell Soup	15,754	19.0	8,363	33.2	2.6	17.1
603317 CH	Sichuan Teway	6,250	108.5	286	37.3	17.2	20.0
2811 JP	Kagome	2,921	31.3	1,676	36.0	5.6	9.8
THS US	Treehouse Foods	2,433	18.2	4,324	18.6	-8.4	-18.1
603755 CH	Qingdao Richen	1,175	76.6	41	50.2	29.8	21.8
SAUCE TB	Thaitheparos	290	18.3	93	33.7	15.5	18.2
248170 KS	Sempio Foods	181	6.2	250	46.7	9.6	18.6
XO TB	Exotic Food	127	21.8	32	35.5	12.1	16.0
TIPI FP	Tipiak SA	63	22.8	217	60.3	1.2	4.4
Average		--	27.6	--	38.4	11.9	14.4
BYND US	Beyond Meat Inc	8,182	4,565	401	33.5	-4.2	nm

Source: Bloomberg, FSS Research

โครงสร้างการถือหุ้น และนโยบายการจ่ายเงินปันผลหลัง IPO

บริษัทมีแผนขายหุ้น IPO จำนวนไม่เกิน 340 ล้านหุ้น (พาร์ 1 บาท/หุ้น) แบ่งเป็นหุ้นสามัญเพิ่มทุน 290 ล้านหุ้น และหุ้นสามัญเดิมเสนอขายโดยผู้ถือหุ้นเดิมคือ บจ.ดีพีเอ ฟันด์ เอส จำนวน 50 ล้านหุ้น รวมที่ 340 ล้านหุ้น คิดเป็นสัดส่วน 25.08% ของจำนวนหุ้นสามัญที่ชำระแล้วหลัง IPO โดยภายหลัง IPO บริษัทจะมีทุนจดทะเบียนเพิ่มขึ้นจากปัจจุบัน 1,065.78 ล้านบาท เป็น 1,355.78 ล้านบาท ในส่วนของเงื่อนไข Silent Period กำหนดว่าห้ามผู้ถือหุ้นก่อนวันที่บริษัทเสนอขายหุ้น IPO นำหุ้นหรือหลักทรัพย์ที่อาจเป็นหุ้นรวมทั้งหมด 55% ของทุนชำระแล้วหลัง IPO (หรือ 745.679 ล้านหุ้น) ออกขายภายในระยะเวลา 1 ปี

นับตั้งแต่วันที่เริ่มทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ฯ โดยเมื่อครบกำหนด 6 เดือน สามารถทยอยขายหุ้นได้ไม่เกิน 25% ของจำนวนหุ้นทั้งหมดที่ถูกส่งขาย (หรือ 186.419 ล้านหุ้น) และสามารถขายหุ้นส่วนที่เหลือได้เมื่อครบกำหนดระยะเวลา 1 ปี บริษัทมีนโยบายจ่ายปันผลไม่น้อยกว่า 30% ของกำไรสุทธิ ภายหลังจากหักเงินสำรองตามกฎหมายต่างๆ และเงินสำรองอื่นๆ (ถ้ามี) ทั้งนี้ภายใต้สัญญาเงินกู้ยืมระยะยาวกับธนาคารพาณิชย์ปัจจุบันระบุให้บริษัทสามารถจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้นได้ก็ต่อเมื่อ 1) บริษัทสามารถแสดงให้เห็นว่าภายหลังการจ่ายเงินปันผล บริษัทสามารถดำรงอัตราส่วนความสามารถในการชำระหนี้ (DSCR) ได้มากกว่า 1.4 เท่า 2) ไม่มีเหตุผิดนัดเกิดขึ้นอันเนื่องมาจากการจ่ายเงินปันผล 3) สามารถดำรงเงินคงเหลือในบัญชีสำรองเพื่อการชำระหนี้ได้ตามจำนวนที่กำหนดไว้ในสัญญา อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าภายหลังขายหุ้น IPO แล้วเสร็จ บริษัทจะนำเงินไปชำระหนี้เงินกู้ธนาคารทั้งหมด และจะทำให้เงื่อนไขต่างๆจากธนาคารหมดไปด้วย นั่นหมายถึงบริษัทจะสามารถจ่ายเงินปันผลได้ตามนโยบายของบริษัท

โครงสร้างผู้ถือหุ้นของ NRF

รายชื่อผู้ถือ	ก่อน IPO	หลัง IPO
กลุ่มครอบครัวปฐมวณิชช์		
- บจ.เอเชียน ฟู้ด คอร์ปอเรชั่น	49.6%	39.0%
- บจ.ดี พี พาร์ทเนอร์	16.0%	12.6%
- บจ.ดีแอลเอ็น 2017	4.5%	3.5%
- บจ.ดีพีเอ ฟันด์ เอส	18.6%	10.9%
- นางสาวนิตนารา มินทะชิน	0.0%	0.0%
- นางสาวโสภิตา เชี่ยวชาญวลิชกิจ	1.2%	0.9%
- นางสาวนลินี ทวีสิน	0.2%	0.2%
- นายดำเกิง ปฐมวณิชช์	1.4%	1.1%
รวม กลุ่มครอบครัวปฐมวณิชช์	91.4%	68.2%
บจ.ดุสิต ฟู้ดส์	6.4%	5.0%
Black River Food 2 Pte.Ltd	2.2%	1.7%
ประชาชนทั่วไป	--	25.1%
จำนวนหุ้นรวม (ล้านหุ้น)	1,065.78	1,355.78

Source: Company Data

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของเทรนด์การบริโภค Plant-Based Food หากกระแสความนิยมการบริโภค Plant-Based Food มีการเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางตรงข้ามกับที่บริษัทคาดการณ์ไว้ หรือเป็นเพียงกระแสชั่วคราว อาจทำให้บริษัทเผชิญความเสี่ยงจากการสูญเสียเงินลงทุนในธุรกิจ Startup ต่างๆ รวมถึงกลยุทธ์การเข้าลงทุนในธุรกิจ Startup และกองทุนที่เข้าไปลงทุนในธุรกิจ Startup แม้มองมุมหนึ่งจะเป็นการสร้างโอกาสในการเติบโตในอนาคตของบริษัท แต่ด้วยสถิติที่ผ่านมา ต้องยอมรับว่าอัตราการประสบความสำเร็จของธุรกิจ Startup ไม่สูงนัก อีกทั้งยังมีความเสี่ยงหากการเติบโตช้ากว่าคาด นั่นหมายถึง อาจทำให้บริษัทประสบผลขาดทุนจากธุรกิจที่เข้าไปร่วมลงทุน หรือสูญเสียเงินลงทุน ปัจจุบันเรคาดการณ์รายได้จากธุรกิจ Plant-Based Food ในปี 2024 จะเติบโตเท่าตัวจากปี 2021 และทำให้กำไรปกติในช่วงเวลาเดียวกันเติบโตราว 17.2% CAGR ทั้งนี้ในกรณี Worst Case หากไม่สามารถประสบความสำเร็จได้ตามคาด และทำให้รายได้ Plant-Based Food ทำได้เพียงทรงตัวใกล้เคียงปี 2021 (รับรู้เฉพาะสินค้าเดิมที่ผลิตและมีรายได้อยู่แล้วในปัจจุบัน) พบว่าอัตราการเติบโตของกำไรปกติปี 2021 – 2024 จะเติบโตอยู่ที่ราว 6.5% CAGR

ความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน เนื่องจากรายได้ส่วนใหญ่ของบริษัทมาจากการส่งออกไปยังต่างประเทศ สัดส่วนราว 74% ของรายได้ปี 2019 ซึ่งเป็นการขายในรูปแบบ USD เป็นหลัก ในขณะที่ต้นทุนวัตถุดิบส่วนใหญ่เป็นการซื้อในประเทศ ทำให้บริษัทมีความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน โดยเฉพาะในกรณีที่ค่าเงินบาทแข็งค่าเมื่อเทียบกับ USD ในกรณีที่ค่าเงินบาทแข็งค่าทุก 1 บาท หากบริษัทไม่ได้ใช้เครื่องมือป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน เราพบว่าผลกระทบต่อกำไรขั้นต้นของบริษัทราว 1.8% และกระทบต่อกำไรปกติราว 11% อย่างไรก็ตาม ด้วยนโยบายของบริษัทที่มีการป้องกันความเสี่ยงด้วยการทำ Forward ราว 50% ของรายได้ USD จึงคาดผลกระทบต่อกำไรปกติจะจำกัด นอกจากนี้บริษัทยัง

มีแผนที่จะเพิ่มสัดส่วนรายได้สกุลเงินบาทให้มากขึ้น จากทั้งการรวมซัพพลายเชนที่มีรายได้เป็นสกุลเงินบาทค่อนข้างมาก และยังมีแผนการขาย NRF Brand และ น้ำมันถั่วเหลืองซินโป ในประเทศด้วย น่าจะช่วยให้บริษัทลดการพึ่งพิงรายได้สกุลเงิน USD ได้ระดับหนึ่ง

ความเสี่ยงจากการแข่งขันในตลาดรับจ้างผลิต ปัจจัยที่กระทบต่อความสามารถในการแข่งขันของบริษัทคือ ราคาขาย และราคาต้นทุนวัตถุดิบที่ผันผวนตามราคาตลาด โดยลูกค้าสามารถเปลี่ยนผู้รับจ้างผลิตรายอื่นแทนบริษัทได้ หากลูกค้าได้รับการเสนอราคาที่พอใจกว่า

ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาวัตถุดิบ วัตถุดิบหลักของบริษัทส่วนใหญ่เป็นผลผลิตทางการเกษตร เช่น พืชปศุสัตว์ และประมง ซึ่งมีราคาเปลี่ยนแปลงขึ้นอยู่กับ Demand Supply ของผลผลิตชนิดนั้นๆ ซึ่งเป็นปัจจัยภายนอกที่บริษัทไม่สามารถควบคุมได้ ทั้งนี้หากราคาวัตถุดิบเปลี่ยนแปลง และบริษัทไม่สามารถปรับขึ้นราคาขายเพื่อสะท้อนต้นทุนสินค้าได้ทันที อาจกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทได้



Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Revenue	1,124	1,111	1,300	1,648	1,808
Cost of sales	763	784	893	1,129	1,234
Gross profit	361	327	407	519	574
SG&A	175	218	215	239	258
Operating profit	186	109	192	280	316
Other income	9	9	10	13	14
EBIT	195	118	202	293	330
EBITDA	272	198	317	438	505
Interest charge	78	61	40	0	0
Tax on income	27	10	27	57	68
Earnings after tax	90	47	135	236	262
Minority interest	0	0	0	0	0
Normalized earnings	160	133	193	318	367
Extraordinary items	-64	-92	-68	-57	-57
Net profit	96	41	125	261	310

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Net profit	96	41	125	261	310
Deprec. & amortization	77	80	115	145	175
Change in working capital	-238	-43	-51	-54	-25
Other adjustments	105	75	10	-25	-48
Cash flow from operations	38	153	199	326	412
Capital expenditure	-76	-176	-350	-300	-300
Others	52	24	-1	54	38
Cash flow from investing	-21	-141	-351	-246	-262
Free cash flow	17	12	-152	80	149
Net borrowings	-133	-54	-965	0	0
Equity capital raised	100	135	1,358	0	0
Dividends paid	0	0	-50	-104	-124
Others	-9	3	4	87	40
Cash flow from financing	-42	84	348	-17	-84
Net change in cash	-25	97	195	63	66

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Cash	46	142	338	400	466
Accounts receivable	208	194	228	289	317
Inventory	92	85	98	124	135
Other current assets	21	10	13	16	18
Total current assets	368	432	677	830	936
Investments	21	47	91	115	181
Plant, property & equipment	279	375	610	766	891
Other assets	1,791	1,741	1,689	1,635	1,580
Total assets	2,459	2,596	3,067	3,346	3,588
Short-term loans	0	90	0	0	0
Accounts payable	101	126	122	155	169
Current maturities	1,011	256	0	0	0
Other current liabilities	18	11	13	16	18
Total current liabilities	1,130	483	135	171	187
Long-term debt	1	619	0	0	0
Other non-current liab.	330	321	325	412	452
Total non-current liab.	331	940	325	412	452
Total liabilities	1,461	1,423	460	583	639
Registered capital	1,021	1,421	1,356	1,356	1,356
Paid up capital	1,021	1,066	1,356	1,356	1,356
Share premium	66	156	1,224	1,224	1,224
Legal reserve	20	23	23	23	23
Retained earnings	182	219	294	451	637
Minority Interests	0	0	0	0	0
Shareholders' equity	998	1,173	2,606	2,763	2,949

Important Ratios (Consolidated)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Growth (%)					
Revenue	7.2	-1.2	17.0	26.7	9.7
EBITDA	12.5	-27.2	60.4	38.1	15.3
Net profit	53.7	-57.3	207.2	108.3	18.9
Normalized earnings	15.7	-16.9	45.4	64.5	15.5
Profitability (%)					
Gross profit margin	32.2	29.4	31.3	31.5	31.7
EBITDA margin	17.9	13.9	24.4	26.6	27.9
EBIT margin	17.4	10.6	15.6	17.8	18.3
Normalized profit margin	14.2	12.0	14.9	19.3	20.3
Net profit margin	8.5	3.7	9.6	15.8	17.1
Normalized ROA	6.5	5.1	6.3	9.5	10.2
Normalized ROE	16.0	11.3	7.4	11.5	12.4
Normalized ROCE	14.7	5.6	6.9	9.2	9.7
Risk (x)					
DE	1.5	1.2	0.2	0.2	0.2
Net D/E	1.4	1.1	0.0	0.1	0.1
Net debt/EBITDA	5.2	6.5	0.4	0.4	0.3
Per share data (Bt)					
Reported EPS	0.09	0.04	0.09	0.19	0.23
Normalized EPS	0.16	0.12	0.14	0.23	0.27
EBITDA	0.27	0.19	0.23	0.32	0.37
Book value	0.98	0.83	1.92	2.04	2.17
Dividend	0.05	0.00	0.04	0.08	0.09
Par	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Valuations (x)					
P/E	49.2	120.3	51.4	24.7	21.0
Norm P/E	29.4	36.9	32.9	20.1	17.6
P/BV	4.7	5.6	2.4	2.3	2.1
EV/EBITDA	22.5	31.3	20.3	15.0	13.1
Dividend yield (%)	1.0	0.0	0.8	1.6	1.9

Source: Company data, FSS research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

<p>สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-658-9000, 02-658-9500</p>	<p>สำนักงานเอ็ม บี เค ทาวเวอร์ ชั้น 15 อาคารเอ็ม บี เค ทาวเวอร์ เลขที่ 444 ถนนพญาไท แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-680-0700, 02-680-0777</p>	<p>สำนักงานอัลมาลิ่งค์ 25 อาคารอัลมาลิ่งค์ ชั้น 9,14,15 ช.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-646-9600, 02-646-9999</p>	<p>สำนักงานอัมรินทร์ ทาวเวอร์ 496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-660-5000, 02-264-6000</p>	<p>สาขา เซ็นทรัลพลาซ่า 1 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล พลาซ่า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร 02-878-5999</p>
<p>สาขา บางกระบือ 3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกระบือ จ.กรุงเทพมหานคร 02-378-4545</p>	<p>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 02-740-7100</p>	<p>สาขา สีลม 1 130-132 อาคารสีลม ทรทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100</p>	<p>สาขา เคียนทรวง (สีลม 2) 140/1 อาคารเคียนทรวง 2 ชั้น 18 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-254-1717</p>	<p>สาขา แจ้งวัฒนะ 99, 99/9 เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ ยูนิตเลขที่ 1904 ชั้น 19 หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี 02-005-4193</p>
<p>สาขา ประชาชื่น 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร 02-580-9130</p>	<p>สาขา รังสิต 1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17 ซอยพหลโยธิน 60 ถนนพหลโยธิน ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี 02-993-8180</p>	<p>สาขา รัตนาธิเบศร์ 576 ถ.รัตนธิเบศร์ ต.บางกระสอ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี 02-831-8300</p>		
<p>สาขา ขอนแก่น 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่งแก่นนคร) ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น 043-058-925</p>	<p>สาขา อุดรธานี 197/29, 213/3 ถ.อุดรธานี ต.หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี 042-245-589</p>	<p>สาขา เชียงใหม่ 2 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่ 053-235-889, 053-204-909</p>	<p>สาขา เชียงราย 353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย 053-750-120</p>	<p>สาขา แม่สาย 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย 053-640-599</p>
<p>สาขา นครราชสีมา 198/1 ต.ระกวมอร่าม ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา 044-288-700, 044-014-322, 044-014-323</p>	<p>สาขา ออนไลน์ภูเก็ต 22/18 ถ.หลวงพ่อดจลอง ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต 076-210-499</p>	<p>สาขา หาดใหญ่ 106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา 074-243-777</p>	<p>สาขา ตรัง 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง 075-211-219</p>	<p>สาขา สุราษฎร์ธานี 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี 077-222-595</p>
<p>สาขา บิดดาณี 300/69-70 หมู่ 4 ต.รุดสมิแล อ.เมือง จ.บิดดาณี 073-350-140-4</p>				

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 ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชักชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ตัดแปลง 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, TASCOS, 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 2019

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 ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)

- ข้อมูล CG Score ประจำปี 2562 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 30 พฤศจิกายน 2561) มี 2 กลุ่ม คือ
 - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
 - ได้รับการรับรอง CAC