

NEO CORPORATE NEO TB

THAILAND / PERSONAL PRODUCTS & PHARMACEUTICALS

ผู้นำสินค้าอุปโภคบริโภคของไทย

- NEO ผู้นำตลาดสินค้าอุปโภคบริโภค เป็นเจ้าของแบรนด์ดัง Finline, D-nee, BeNice
- จะนำเงิน IPO ไปใช้ขยายกำลังการผลิต เพื่อให้โตทันกับอุตสาหกรรมที่คาดโตเฉลี่ย 5-7% ใน 4 ปีข้างหน้า รวมถึงขยายตลาดส่งออก
- เรามองเป็นหุ้นที่จะมีการเติบโตสม่ำเสมอ โดยประเมินเป้าปี 2024 ที่ 58 บาท

TARGET PRICE
IPO PRICE

THB58.00
THB39.00

รู้จักกับ NEO เจ้าของ 8 แบรนด์ดังในไทย

NEO เป็นผู้ทำการตลาด ผลิต และจำหน่ายสินค้าอุปโภคบริโภคชั้นนำของไทย โดยดำเนินธุรกิจมากกว่า 34 ปี และมี 8 แบรนด์ดังได้แก่ Finline, D-nee, BeNice, Smart, Tomi, TROS, Eversense และ Vivite สามารถแบ่งรายได้ออกเป็น 3 กลุ่มคือ กลุ่มของใช้ในครัวเรือนของใช้ส่วนบุคคล และของใช้สำหรับเด็ก โดยมีสัดส่วนรายได้ 9M23 อยู่ที่ 44%/25%/32% ของรายได้จากการขายรวม ส่วนใหญ่เป็นการขายในประเทศ 87% และอีก 13% เป็นการส่งออกไป 16 ประเทศ ซึ่งมี CLMV เป็นตลาดหลัก

เป็นผู้นำด้วยส่วนแบ่งการตลาดอันดับ 1 และ 2 ในหลายผลิตภัณฑ์

แม้อุตสาหกรรมจะมีการแข่งขันสูง แต่บริษัทสามารถนำเสนอผลิตภัณฑ์ที่โดดเด่น มีเอกลักษณ์อยู่ที่กลิ่นของผลิตภัณฑ์ และครอบคลุมผู้บริโภคทุกกลุ่ม ทำให้แบรนด์มีชื่อเสียง และได้รับการยอมรับอย่างดีมาก เรียกได้ว่าเป็นผู้นำติดอันดับแทบทุกกลุ่มผลิตภัณฑ์ เช่น D-nee เป็นอันดับ 1 ในน้ำยาซักผ้าและน้ำยาปรับผ้านุ่ม, Finline อยู่อันดับ 2 ในน้ำยาซักผ้า และ BeNice เป็นอันดับ 2 ในครีมอาบน้ำ ทำให้กำลังการผลิตปัจจุบันถูกใช้เกือบเต็มที่ระดับ 82% บริษัทจึงต้องการนำเงินจาก IPO ไปใช้ขยายกำลังการผลิตเพิ่มปีละ 15% CAGR จนถึงปี 2027 เพื่อให้ทันกับแนวโน้มการเติบโตของอุตสาหกรรมที่คาดเติบโต 5-7% CAGR ในอีก 4 ปีข้างหน้า

คาดการณ์ปี 2024 จะโตต่อเนื่อง แม้มีฐานกำไรสูงในปี 2023

คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2023 จะโตสูงราว 49% y-y (บริษัทมีกำไร 9M23 โต 125% y-y) จากรายได้ฟื้นตัวทั้งในประเทศและส่งออก และอัตรากำไรขั้นต้นฟื้นตัวแรงจากแนวโน้มราคาวัตถุดิบที่ปรับลดลง เราคาดว่ากำไรสุทธิปี 2024 จะโตต่อเนื่อง +9.6% y-y จากการเติบโตของรายได้ในประเทศที่กลับสู่อัตราปกติ หลังผ่านโควิด และคาดการณ์ส่งออกจะเติบโตได้มากขึ้น ตามการฟื้นตัวของกำลังซื้อใน CLMV ทั้งนี้เราประเมินกำไร 3 ปีข้างหน้า (2025-27) จะโตเฉลี่ย 8% CAGR สอดคล้องกับการเติบโตของอุตสาหกรรมในประเทศและคาดการณ์ส่งออกจะโตได้มากกว่า เพราะฐานยังเล็ก และอยู่ระหว่างการขยายตลาด

ประเมินราคาเหมาะสมปี 2024 ที่ 58 บาท

เราประเมินราคาเหมาะสมของ NEO สิ้นปี 2024 ที่ 58 บาท อิง PE 19x โดย Discount จากค่าเฉลี่ย PE ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาด. ซึ่งมีลักษณะธุรกิจคล้ายคลึงกัน ทั้งการเป็นเจ้าของแบรนด์ที่มีชื่อเสียงในไทย, มีส่งออกไป CLMV, มีโรงงานของตนเอง และมีโครงสร้างอัตรากำไรที่คล้ายคลึง ได้แก่ OSP BJC SNNP TKN KAMART ทั้ง 5 บริษัท มี PE เฉลี่ยปัจจุบันที่ 21.4x

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2022	2023E	2024E	2025E
Revenue	8,301	9,382	10,326	11,216
Net profit	565	841	922	981
EPS (THB)	2.54	3.79	3.07	3.27
vs Consensus (%)	-	-	-	-
EBITDA	1,070	1,472	1,696	1,999
Recurring net profit	565	841	922	981
Core EPS (THB)	2.54	3.79	3.07	3.27
EPS growth (%)	(21.5)	49.0	(18.9)	6.5
Core P/E (x)	15.3	10.3	12.7	11.9
Dividend yield (%)	6.6	12.7	3.9	4.2
EV/EBITDA (x)	9.2	7.5	7.5	7.5
Price/book (x)	4.0	4.1	2.1	1.9
Net debt/Equity (%)	35.9	90.2	12.4	48.2
ROE (%)	28.0	39.5	23.7	16.6

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates

NEO's IPO summary

รายละเอียด	
Pre-IPO shares	222 ล้านหุ้น
Share offering	87.5 ล้านหุ้น คิดเป็น 29.17% ของจำนวนหุ้นหลัง IPO ที่ 300 ล้านหุ้น
Use of proceeds	1) เพื่อลงทุนขยายกำลังการผลิต และคลังสินค้า 2) ชำระคืนเงินกู้ยืมสถาบันการเงิน 3) ใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนในกิจการ
Financial advisor	TISCO Securities
Lead Underwriter	TISCO Securities

NOTE: FINANSIA SYRUS SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED JOIN AS A CO-UNDERWRITER OF THE INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO) OF NEO CORPORATION PUBLIC COMPANY LIMITED

ALL RECIPIENTS HEREOF, TO THE EXTENT THAT THEY ARE CONSIDERING MAKING AN INVESTMENT IN UNITS OF NEO BUSINESS, SHOULD READ THE PROSPECTUS PREPARED BY TISCO SECURITIES



Sureeporn Teewasuwet

Fundamental Investment Analyst on Securities; License no. 040694
sureeporn.t@fssia.com, +66 2646 9972

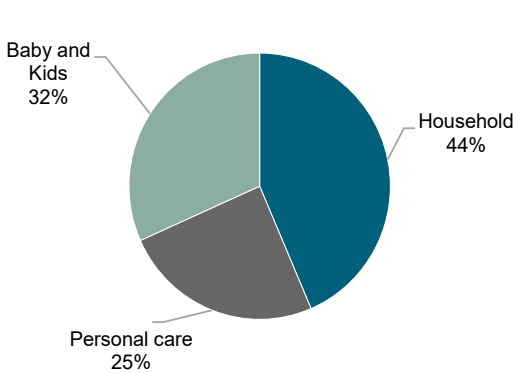
สารบัญ

ลักษณะการประกอบธุรกิจ	3
ผลการดำเนินงานในอดีต.....	6
ประเด็นการลงทุน และคาดการณ์ผลกระทบ 8	8
เป้าหมายการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน ESG	21
ประเมินมูลค่าเหมาะสม.....	23
โครงสร้างการถือหุ้น และนโยบายการจ่ายเงินปันผล.....	25
ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ	27
Appendix	28

ลักษณะการประกอบธุรกิจ

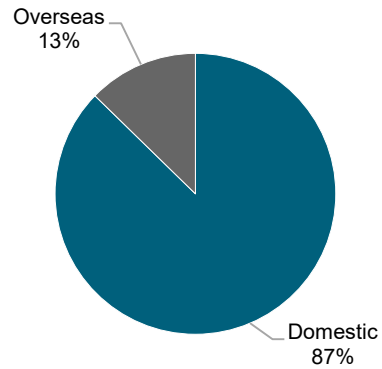
บริษัท นีโอ คอร์ปอเรท จำกัด (มหาชน) หรือ NEO ดำเนินธุรกิจทำการตลาด ผลิตภัณฑ์และจำหน่ายสินค้าอุปโภคบริโภคชั้นนำของประเทศ บริษัทดำเนินธุรกิจมานานกว่า 34 ปี กลุ่มผลิตภัณฑ์แบ่งออกเป็น 3 กลุ่มหลัก ได้แก่ 1) ผลิตภัณฑ์ของใช้ในครัวเรือน 2) ผลิตภัณฑ์ของใช้ส่วนบุคคล และ 3) ผลิตภัณฑ์ของใช้สำหรับเด็ก โดยงวด 9M23 บริษัทมีสัดส่วนรายได้จากทั้ง 3 กลุ่มราว 44%/25%/32% ของรายได้จากการขายรวม ตามลำดับ ส่วนใหญ่เป็นการขายในประเทศเป็นหลักสัดส่วนราว 87% ของรายได้จากการขาย และอีก 13% เป็นรายได้ส่งออก บริษัทมีการส่งออกไปยัง 16 ประเทศ โดยประเทศส่งออกหลักคือ CLMV (กัมพูชา ลาว เมียนมาร์ และเวียดนาม)

Exhibit 1: Revenue breakdown by product segment in 9M23



Sources: NEO, FSSIA's compilation

Exhibit 2: Revenue breakdown by destination in 9M23



Sources: NEO, FSSIA's compilation

บริษัทก่อตั้งในปี 1989 โดยมีพัฒนาการสำคัญ ดังนี้

Exhibit 3: พัฒนาการสำคัญของ NEO

เหตุการณ์สำคัญ	
1989	ก่อตั้งบริษัท นีโอ คอร์ปอเรท โดยมีผลิตภัณฑ์แรกคือ โคลโลญสำหรับผู้หญิงแบรนด์ Eversense
1990	พัฒนาผลิตภัณฑ์ของใช้ส่วนบุคคลสำหรับผู้ชายแบรนด์ TROS ถือเป็นโคลโลญผู้ชายแบรนด์แรกของไทย
1991	ขยายไปยังกลุ่มผลิตภัณฑ์ของใช้ในครัวเรือน แบรนด์ Finline
1997	ต่อยอดไปยังกลุ่มผลิตภัณฑ์สำหรับเด็ก โดยเปิดตัวแบรนด์ D-nee เป็นครั้งแรก
2002	เริ่มทำการตลาดผลิตภัณฑ์แบรนด์ BeNice ผลิตภัณฑ์ทำความสะอาดผิว มีจุดเด่นที่ส่วนผสมมีสารสกัดเข้มข้นจากผลไม้
2005	นำเสนอแบรนด์ Smart ผลิตภัณฑ์ของใช้ในครัวเรือน เป็นผลิตภัณฑ์ที่มีคุณภาพ คู่แข่ง ในราคาประหยัด
2007	เริ่มขยายตลาดส่งออก โดยทำการตลาดในกลุ่มประเทศ CLMV
2010	ทำการตลาดผลิตภัณฑ์ทำความสะอาดผิวภายในบ้าน แบรนด์ Tomi
2016	คุณสุทธิเดช ถกลศรี ได้โอนหุ้น 25% ให้กับบจ. นิว ชิค อินเวสเมนต์ ซึ่งถือหุ้นโดยคุณสุทธิเดช ถกลศรี 100% จากนั้น New Chic ได้ทำสัญญากู้ยืมเงินกับบจ. ฟินันซ่า ฟินด์ แมนเนจเม้นท์ (FFM) 200 ลบ. โดยมีเงื่อนไขรับชำระคืนเป็นเงินสดหรือหุ้นของบริษัท
2020	ถัดมา FFM ตกลงรับชำระคืนเงินกู้ยืมเป็นหุ้นของบริษัทที่ 283,716 หุ้น (พาร์ 100 บาท/หุ้น) คิดเป็น 12.78% ของทุนชำระแล้ว

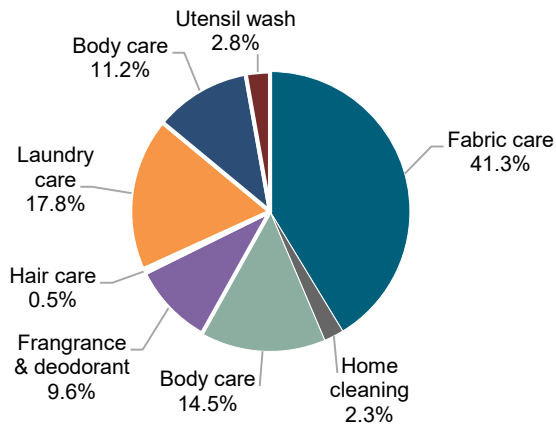
Source: NEO, FSSIA's compilation

รู้จักกับ 8 แแบรนด์ดังของบริษัท

ปัจจุบันบริษัทมีทั้งหมด 8 แแบรนด์ โดย Finline และ D-nee มีสัดส่วนรายได้มากที่สุดราว 35% และ 35% ของรายได้การขายรวมปี 2020-9M23 รองมาคือ BeNice 15% และอีก 5 แแบรนด์ที่เหลือ 15% สามารถแบ่งตามกลุ่มผลิตภัณฑ์ดังนี้

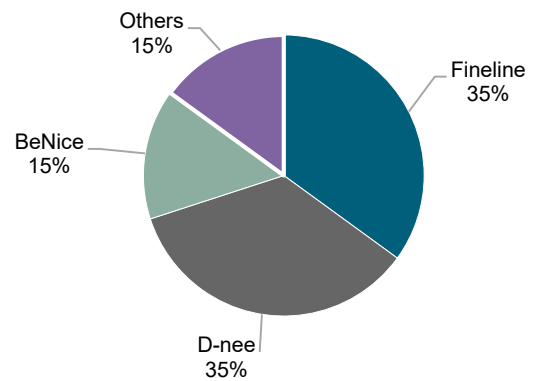
- 1) กลุ่มผลิตภัณฑ์ของใช้ในครัวเรือน (Household products) – ส่วนใหญ่อยู่ในกลุ่มผลิตภัณฑ์ซักผ้า และทำความสะอาดบ้าน มี 3 แแบรนด์คือ Finline, Smart และ Tomi
- 2) กลุ่มผลิตภัณฑ์ของใช้ส่วนบุคคล (Personal care products) – ประกอบด้วย กลุ่มผลิตภัณฑ์ทำความสะอาดผิว ระวังกลิ่นกาย จัดแต่งทรงผม โดยมี 4 แแบรนด์คือ BeNice, TROS, Eversense และ Vevite
- 3) กลุ่มผลิตภัณฑ์ของใช้สำหรับเด็ก (Baby and kids products) – ประกอบด้วยกลุ่มผลิตภัณฑ์ดูแลผ้า, บำรุงทำความสะอาดผิว, ผลิตภัณฑ์ล้างภาชนะ และของใช้สำหรับเด็ก แแบรนด์ D-nee

Exhibit 4: Revenue breakdown by products in 9M23



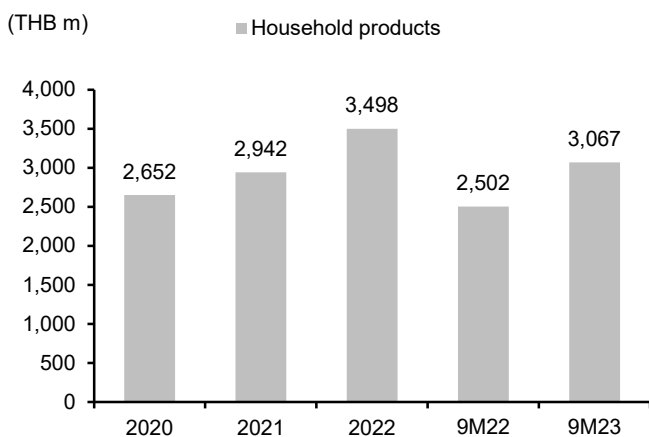
Sources: NEO, FSSIA's compilation

Exhibit 5: Revenue breakdown by brands in 2020-9M23



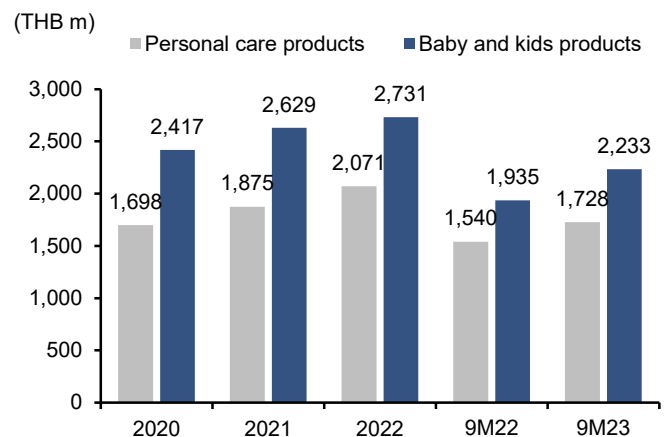
Sources: NEO, FSSIA's compilation

Exhibit 6: Household products revenue



Sources: NEO, FSSIA's compilation

Exhibit 7: Personal care and baby products revenue



Sources: NEO, FSSIA's compilation

Exhibit 8: แบรินด์และตัวอย่างผลิตภัณฑ์ของ NEO

โลโก้แบรนด์	ตัวอย่างผลิตภัณฑ์	รายละเอียด
กลุ่มผลิตภัณฑ์ของใช้ในครัวเรือน		
		<p>ไฟน์ไลน์ (Fineline) เป็นแบรนด์ผลิตภัณฑ์ดูแลผ้าครบทุกขั้นตอน ทั้งการซัก ปรับ รีด นำเสนอจุดเด่นด้านคุณภาพที่สามารถกำจัดกลิ่นอับชื้น โดยมีกลิ่นหอมที่โดดเด่นและเป็นเอกลักษณ์</p>
		<p>สมาร์ท (Smart) เป็นแบรนด์ผลิตภัณฑ์ดูแลผ้าเน้นการยับยั้งแบคทีเรีย โดยมีทั้งผลิตภัณฑ์ซักผ้าและปรับผ้านุ่ม</p>
		<p>โทมิ (Tomi) เป็นแบรนด์ผลิตภัณฑ์ทำความสะอาดพื้นผิวภายในบ้าน มีจุดเด่นด้านประสิทธิภาพในการทำความสะอาด และมีกลิ่นหอมเป็นเอกลักษณ์</p>
กลุ่มผลิตภัณฑ์ของใช้ส่วนบุคคล		
		<p>บีไนซ์ (BeNice) เป็นแบรนด์ผลิตภัณฑ์ทำความสะอาดที่มีจุดเด่นที่ส่วนผสมสารสกัดเข้มข้นจากผลไม้ ช่วยบำรุงผิว และมีกลิ่นหอมจากผลไม้ที่เป็นเอกลักษณ์</p>
		<p>ทรอส (TROS) เป็นแบรนด์ผลิตภัณฑ์ของใช้ส่วนบุคคลสำหรับผู้ชาย และมีผลิตภัณฑ์ครบวงจรทั้งโคโลญญ โรลออน แป้ง น้ำหอม และเจลแต่งผม</p>
		<p>เอเวอร์เซนส์ (Eversense) เป็นแบรนด์ผลิตภัณฑ์ให้ความหอมและระงับกลิ่นกายสำหรับผู้หญิง มีกลิ่นหอมเป็นเอกลักษณ์</p>
		<p>วีไวต์ (Vevite) เป็นแบรนด์ผลิตภัณฑ์ให้ความหอมและระงับกลิ่นกายสำหรับผู้หญิง เน้นจุดเด่นการใช้ส่วนผสมที่มาจากธรรมชาติ และเน้นเรื่องความขาวกระจ่างใส</p>
กลุ่มผลิตภัณฑ์ของใช้สำหรับเด็ก		
		<p>ดีนี่ (D-nee) เป็นแบรนด์ผลิตภัณฑ์สำหรับเด็กที่หลากหลาย มีจุดเด่นด้านคุณภาพ ความอ่อนโยน และมีกลิ่นหอมที่หลากหลาย</p>

Source: NEO, FSSIA's compilation

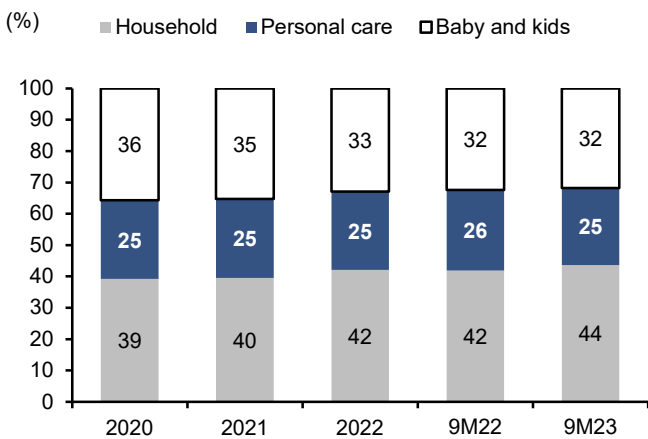
ผลการดำเนินงานในอดีต

รายได้ 3 ปี (2020-22) เติบโตได้ดี แต่กำไรถูกกดดันจากต้นทุนสูงขึ้น

เราวิเคราะห์ผลการดำเนินงานของบริษัท โดยพิจารณาข้อมูลงบการเงิน 3 ปีย้อนหลัง 2020-22 พบว่าบริษัทมีอัตราการเติบโตของรายได้ราว 10.7% CAGR เป็น 8.3 พันลพ. ในปี 2022 มาจากการเติบโตของรายได้ในประเทศเป็นหลัก +14% CAGR ขณะที่รายได้ส่งออก -4.8% CAGR เพราะถูกกระทบจากโควิดและปัญหาขาดแคลนเรือและตู้คอนเทนเนอร์ หากพิจารณาในแง่กลุ่มผลิตภัณฑ์พบว่า มีอัตราการเติบโตของรายได้ดีกว่าอุตสาหกรรมทั้ง 3 กลุ่ม แต่กำไรสุทธิปรับลง -22% y-y เป็น 565 ลพ. ในปี 2022 สาเหตุหลักมาจากต้นทุนที่ปรับตัวสูงขึ้นในช่วง 2H21 โดยต้นทุนหลักคือ สารเคมีและน้ำหอม คิดเป็นสัดส่วนราว 65% ของต้นทุนวัตถุดิบและบรรจุภัณฑ์ทั้งหมด ซึ่งสารเคมีที่บริษัทมีการใช้ปริมาณมากคือ สารลดแรงตึงผิว (Surfactant) ซึ่งมีน้ำมันปาล์มเป็นวัตถุดิบตั้งต้น และในปี 2021 ราคาปาล์มน้ำมันปรับตัวสูงขึ้นจาก El Nino กระทบต่อปริมาณผลผลิตปาล์ม ขณะที่ต้นทุนน้ำหอมและบรรจุภัณฑ์ปรับตัวขึ้นเช่นเดียวกัน ส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นในปี 2022 ลดลงเป็น 37.6% จาก 42.1% ในปี 2021

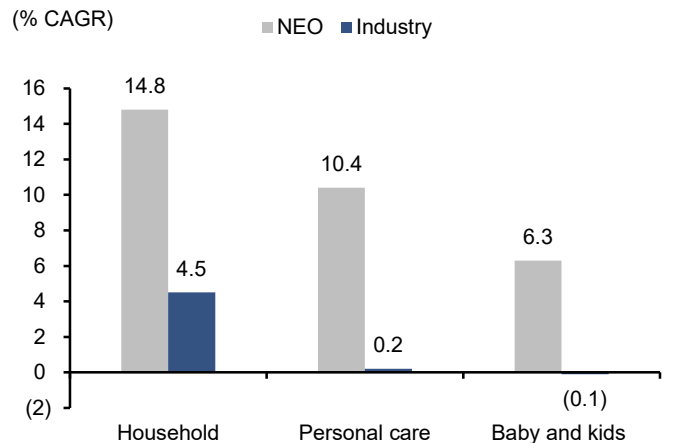
บริษัทบริหารค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารได้ดี โดยในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา มี SG&A to sales ปรับตัวลดลงเนื่องจาก 31.7% ในปี 2020 ขยับลงเป็น 28.9% ในปี 2022 โดยค่าใช้จ่ายหลักส่วนใหญ่เป็นค่าใช้จ่ายคงที่ ได้แก่ ค่าใช้จ่าย A&P ราว 10-11% และค่าใช้จ่ายพนักงานราว 8-9% ของรายได้รวม

Exhibit 9: Revenue proportion by product



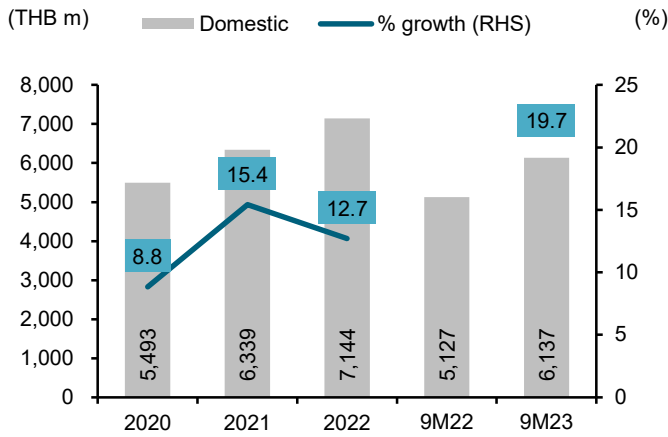
Sources: NEO, FSSIA's compilation

Exhibit 10: 2020-22 NEO's revenue growth vs industry growth



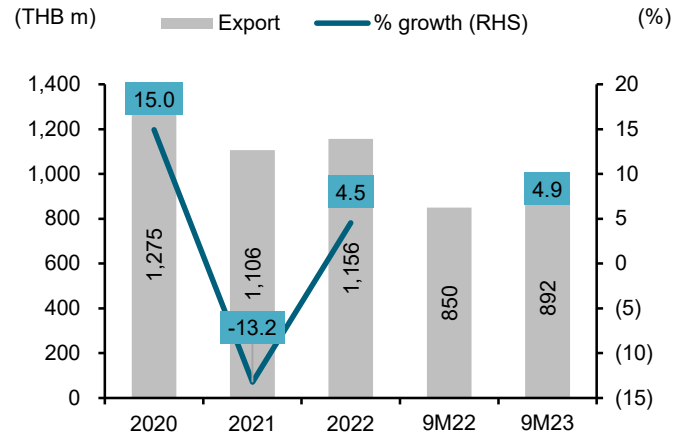
Sources: NEO, FSSIA's compilation

Exhibit 11: Domestic revenue and growth



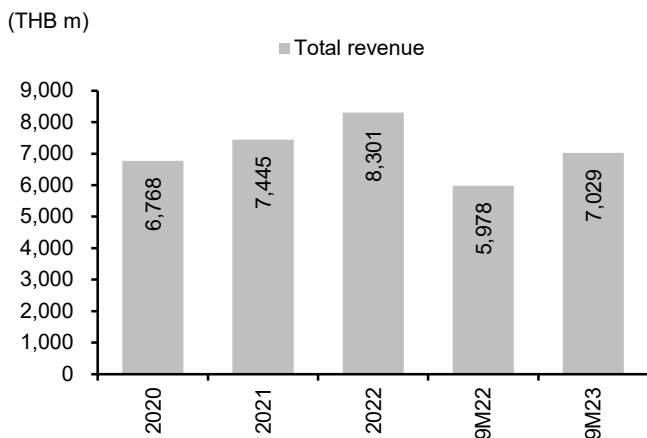
Sources: NEO, FSSIA's compilation

Exhibit 12: Export revenue and growth



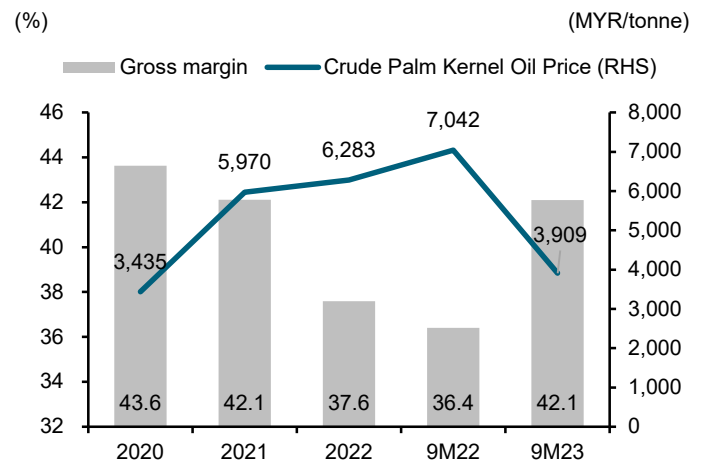
Sources: NEO, FSSIA's compilation

Exhibit 13: Total revenue



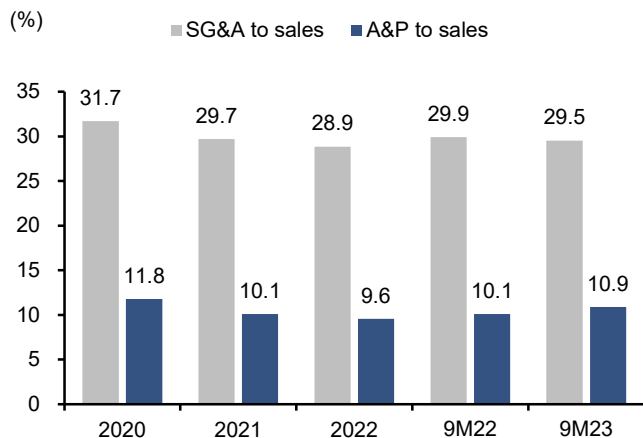
Sources: NEO, FSSIA's compilation

Exhibit 14: Gross margin and crude palm oil price



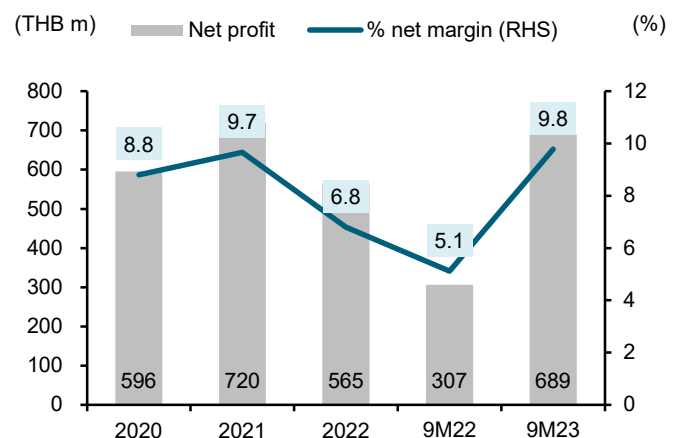
Sources: NEO, Bloomberg, FSSIA's compilation

Exhibit 15: SG&A to sales and A&P to sales



Sources: NEO, FSSIA's compilation

Exhibit 16: Net profit and net margin



Sources: NEO, FSSIA's compilation

ประเด็นการลงทุน และคาดการณ์ผลประกอบการ

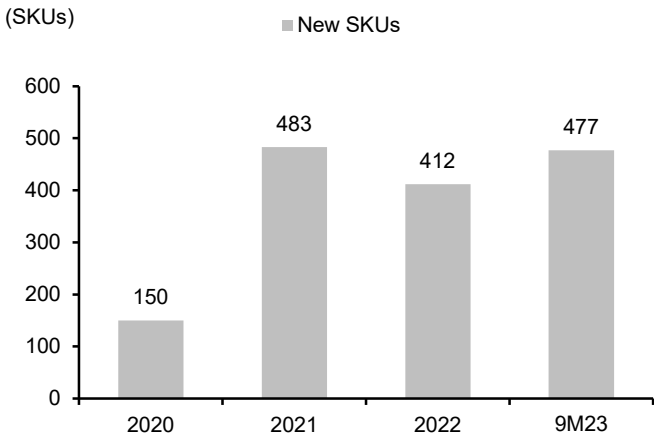
แบรนด์และผลิตภัณฑ์เป็นที่รู้จัก และได้รับการยอมรับจากผู้บริโภคในระดับที่ดีมาก

แบรนด์ของบริษัทเป็นแบรนด์ที่มีชื่อเสียง และเป็นที่รู้จัก ได้รับการยอมรับติดตลาดมายาวนาน ไม่ว่าจะเป็น Fineline, D-nee, BeNice, Eversense, TROS, Vivite, Smart, Tomi รวมทั้ง 8 แบรนด์ เรามองว่า จุดเด่นของผลิตภัณฑ์ นอกจากเป็นผลิตภัณฑ์ที่มีคุณภาพ ภายใต้อาชีพที่เหมาะสมแล้ว ยังมีเอกลักษณ์ หลักอยู่ที่กลิ่นของผลิตภัณฑ์ ซึ่งมีกลิ่นหอมเป็นที่ชื่นชอบของผู้บริโภค กอปรกับความหลากหลายของ ผลิตภัณฑ์ที่สามารถครอบคลุมการดำเนินชีวิตประจำวันของผู้บริโภคได้ รวมถึงครอบคลุมกลุ่มผู้บริโภค ตั้งแต่ Mass ไปจนถึง Premium และครอบคลุมฐานลูกค้าตั้งแต่ทารกแรกเกิด ไปจนถึงผู้ใหญ่

บริษัทได้คิดค้นพัฒนาสูตรผลิตภัณฑ์ รวมถึงบรรจุภัณฑ์ให้อยู่ในกระแสความนิยมตลาดและความ ต้องการของผู้บริโภคอย่างต่อเนื่อง เช่น ผลิตภัณฑ์ที่ใช้แนวกลิ่น และส่วนผสมหลักจากสารสกัด ธรรมชาติ (Natural and Organic) ปัจจุบันบริษัทมีทีมงาน R&D ราว 90 คน ซึ่งเป็นบุคลากรที่มีความรู้ ความเชี่ยวชาญ ส่วนใหญ่จบการศึกษาจากสาขาที่เกี่ยวข้องกับวิทยาศาสตร์ และมีความประสบการณ์ใน ธุรกิจสินค้าอุปโภคมากกว่า 10 ปี นอกจากนี้ทั้ง 8 แบรนด์ของบริษัทได้มีการใช้ Brand Ambassador ที่ เป็นที่รู้จัก และสะท้อนภาพลักษณ์ของแต่ละแบรนด์ รวมถึงมีช่องทางสื่อสารที่หลากหลายและครอบคลุม ทั้งการเข้าถึงผู้บริโภคในวงกว้าง เช่น โทรทัศน์ สื่อออนไลน์ และเข้าถึงผู้บริโภคเฉพาะกลุ่ม เช่น สื่อ สังคมออนไลน์ เพื่อสร้างความน่าสนใจและกระตุ้นการซื้อของผู้บริโภค

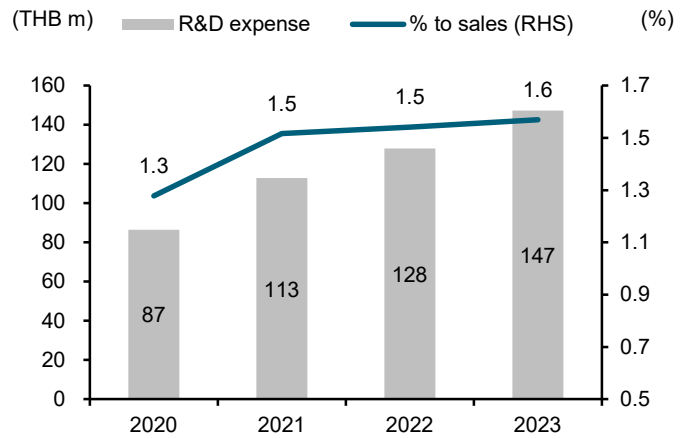
บริษัทมีการออกผลิตภัณฑ์ใหม่อย่างต่อเนื่องในทุกปี โดยในช่วงปี 2020-2023 มีการออกผลิตภัณฑ์ใหม่ เท่ากับ 150/483/412/477 SKUs ตามลำดับ เพื่อรองรับความต้องการของผู้บริโภคที่มีการเปลี่ยนแปลง บริษัทจึงต้องการนำเสนอสินค้าที่มีความแปลกใหม่ให้กับผู้บริโภคอย่างต่อเนื่อง และมีเป้าหมายเพิ่ม ส่วนแบ่งการตลาด

Exhibit 17: New SKUs in 2020-9M23



Source: NEO

Exhibit 18: R&D expense and % to sales



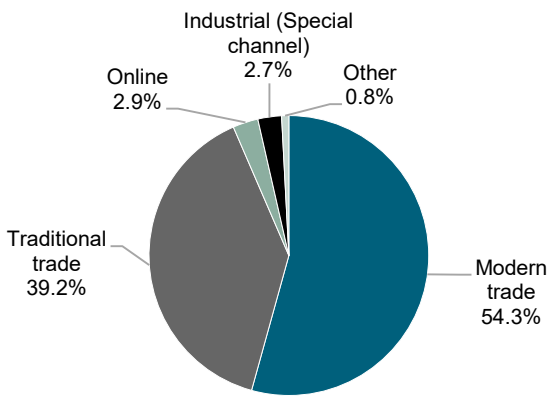
Sources: NEO, FSSIA's compilation

มีช่องทางจัดจำหน่ายที่หลากหลาย

บริษัทมีการขายผลิตภัณฑ์ครอบคลุมทั่วประเทศ โดยผ่านทั้งผู้จัดจำหน่าย Modern trade และ Traditional trade ในสัดส่วน 54.3% และ 39.2% ตามลำดับ ของรายได้จากการขายในประเทศในปี 2022 ตามลำดับ หากพิจารณาอัตราการเติบโตของรายได้ในช่วงปี 2020-22 พบว่ารายได้ที่ผ่านช่องทาง Modern trade กว่า 20,000 ร้านค้า มีอัตราการเติบโตเฉลี่ย 18.5% CAGR สูงกว่า Traditional trade ที่โตเฉลี่ย 5.6% ต่อปี นอกจากนี้บริษัทยังมีการขายตรงไปยังผู้ประกอบการอื่นๆ อาทิ ร้านค้าเฉพาะอย่าง (เช่น Boots, Watsons) ร้านซักรีด โรงแรม ร้านอาหาร และโรงพยาบาล ที่มีการใช้ผลิตภัณฑ์ของบริษัท ในปริมาณมาก คิดเป็นสัดส่วนราว 2.7% รวมถึงมีการขายโดยตรงให้กับผู้บริโภคผ่านช่องทาง Online อีกราว 2.9% ของรายได้จากการขายในประเทศในปี 2022

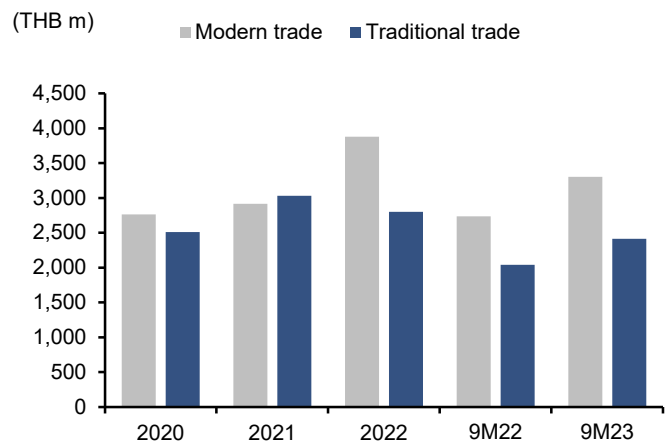
ส่วนตลาดต่างประเทศ บริษัทมีการขายไปยัง Distributor ในแต่ละประเทศ ซึ่งจะนำไปทำการตลาด และกระจายสินค้าผ่านช่องทางการจัดจำหน่ายต่างๆต่อไป ส่วนใหญ่เป็นการวางจำหน่ายผ่านช่องทาง Traditional trade เป็นหลัก

Exhibit 19: Domestic revenue breakdown by sales channel in 2022



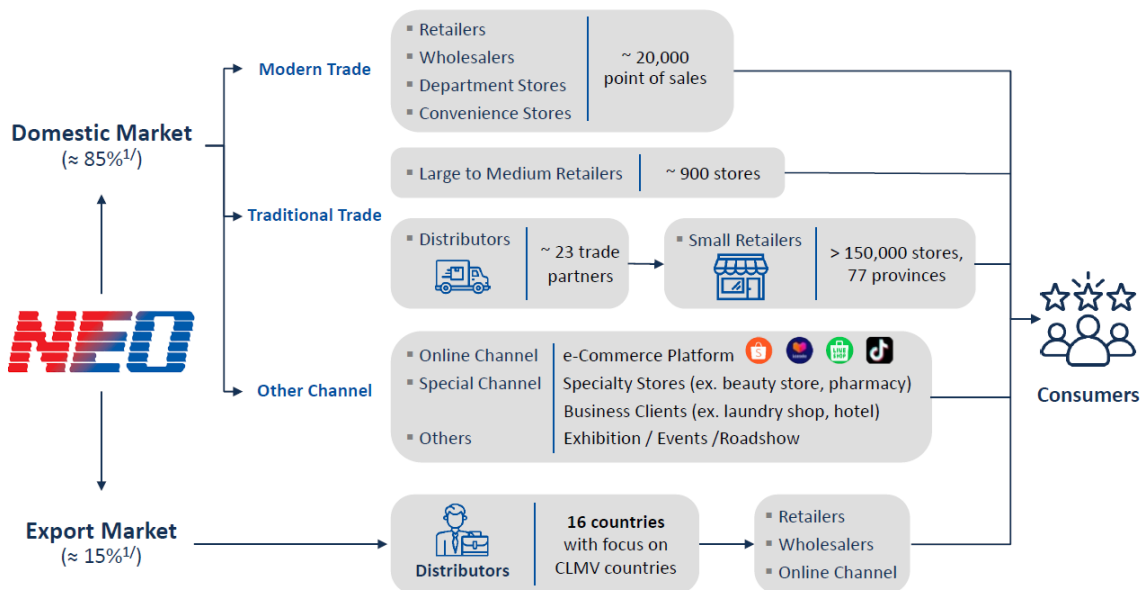
Sources: NEO, FSSIA's compilation

Exhibit 20: Domestic revenue breakdown by sales channel



Sources: NEO, FSSIA's compilation

Exhibit 21: NEO's distribution channels



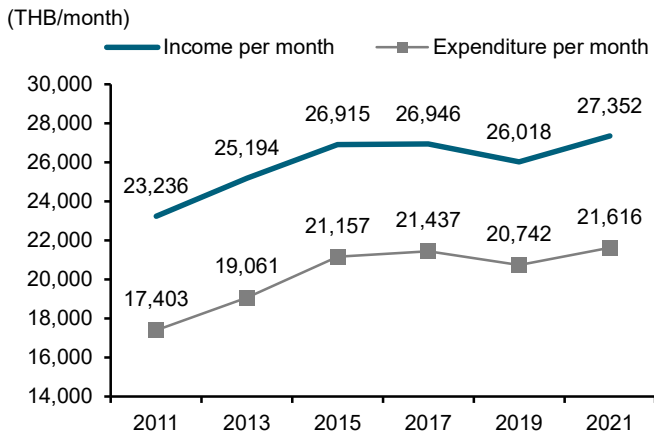
Source: NEO / Note: Proportion is calculated on total sales revenue for 2020-9M23.

หลายปัจจัยมหภาค สนับสนุนการเติบโตของอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภค

แนวโน้มของผลิตภัณฑ์ของใช้ในครัวเรือนและของใช้ส่วนบุคคลยังมีการเติบโตที่ดี โดยมีหลายปัจจัยสนับสนุน อาทิ จำนวนประชากรและครัวเรือนที่สูงขึ้น การเพิ่มขึ้นของรายได้ และรายจ่ายสำหรับผลิตภัณฑ์ดังกล่าวมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง รวมไปถึงพฤติกรรมการใช้ชีวิตที่เปลี่ยนแปลงไปหลังเกิดโรคระบาดโควิด ที่ให้ความสำคัญกับการรักษาสุขภาพในครัวเรือนมากขึ้น

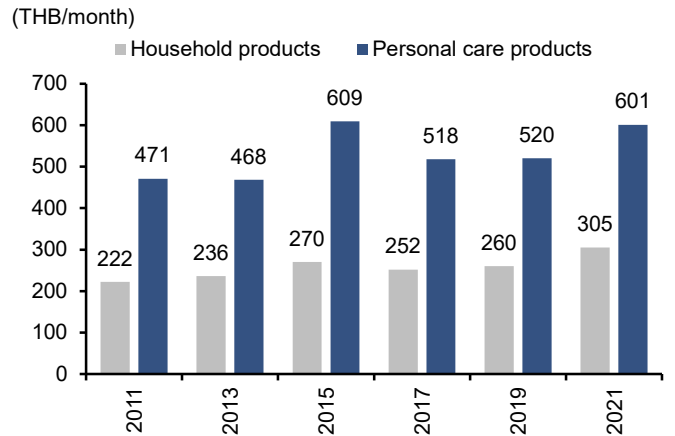
- 1) เนื่องจากจำนวนประชากร และจำนวนครัวเรือนในประเทศเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยจำนวนประชากรในปี 2018 อยู่ที่ 69.4 ล้านคน และเพิ่มขึ้นเป็น 70.1 ล้านคนในปี 2022 ทั้งนี้ IMF คาดการณ์จำนวนประชากรไทยจะเพิ่มขึ้นเป็น 70.4 ล้านคนในปี 2027 ขณะที่สำนักงานสถิติแห่งชาติระบุว่าจำนวนครัวเรือนในไทยเพิ่มขึ้นจาก 20.1 ล้านครัวเรือนในปี 2012 เป็น 23.6 ล้านครัวเรือนในปี 2022 คิดเป็นอัตราการเพิ่มขึ้น 1.6%
- 2) สำนักงานสถิติแห่งชาติ (ข้อมูลจากหนังสือชี้ชวนของ NEO) ระบุว่าในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา (2011-2021) ประชากรไทยมีรายได้เฉลี่ยต่อเดือนในปี 2021 เท่ากับ 27,352 บาท เพิ่มขึ้นจาก 23,236 บาท ในปี 2011 คิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ย 1.6% CAGR ขณะที่รายจ่ายต่อเดือนของคนไทยเพิ่มขึ้นมากกว่าอยู่ที่ 2.2% CAGR เป็น 21,616 บาท จาก 17,403 บาท ในปี 2011
- 3) หากพิจารณาค่าใช้จ่ายต่อเดือนในกลุ่มผลิตภัณฑ์ของใช้ในครัวเรือนและของใช้ส่วนบุคคล ในช่วง 10 ปีที่ผ่านมาของคนไทย (2011-2021) พบว่ามีอัตราการเพิ่มขึ้นเฉลี่ย 3.2% และ 2.5% CAGR ตามลำดับ มาอยู่ที่ 305 บาทต่อเดือน สำหรับของใช้ในครัวเรือน และ 601 บาทต่อเดือน สำหรับของใช้ส่วนบุคคลในปี 2021

Exhibit 22: Average monthly income and expenditure per household in Thailand



Sources: NEO filing (National Statistical Office Thailand)

Exhibit 23: Average monthly expenditure of household and personal care products in Thailand



Sources: NEO filing (National Statistical Office Thailand, Frost & Sullivan)

แนวโน้มตลาดสินค้าอุปโภคของไทยจะโตเฉลี่ย 5-7% ในอีก 4 ปีข้างหน้า

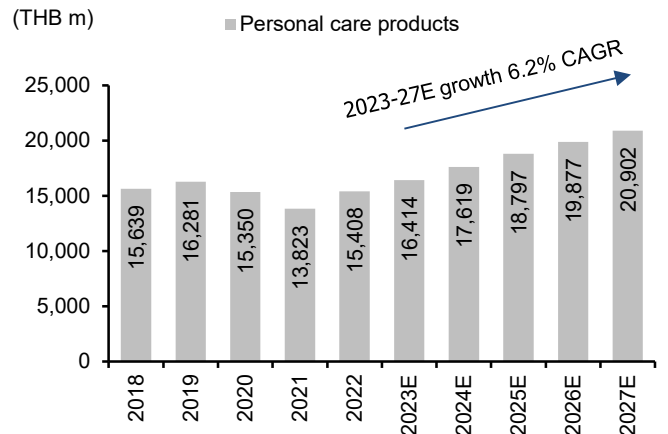
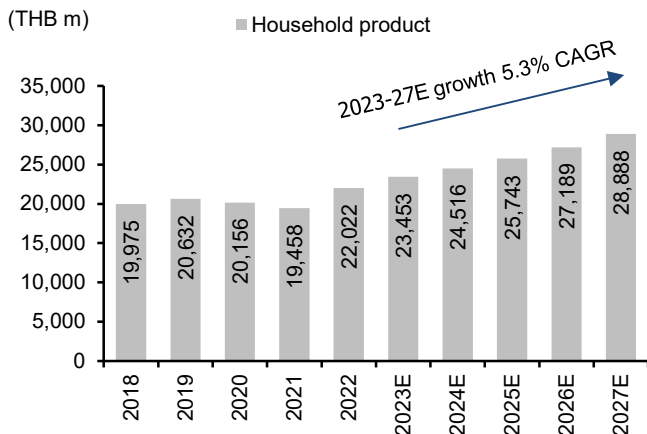
อ้างอิงข้อมูลจาก Frost & Sullivan คาดการณ์มูลค่าตลาดค้าปลีกของผลิตภัณฑ์ในกลุ่มของใช้ครัวเรือนของไทยในปี 2023-27E เติบโตเฉลี่ยราว 5.3% CAGR โดยมูลค่าตลาดผลิตภัณฑ์ซักผ้าชนิดน้ำจะมีอัตราการเติบโตสูงราว 8.1% CAGR รองมาคือผลิตภัณฑ์ทำความสะอาดพื้น 5.6%, น้ำยาปรับผ้านุ่ม 4.1% และผลิตภัณฑ์ทำความสะอาดห้องน้ำ 2.8%

ส่วนคาดการณ์มูลค่าตลาดผลิตภัณฑ์ของใช้ส่วนบุคคลจะเติบโตเฉลี่ย 6.2% CAGR โดยกลุ่มผลิตภัณฑ์โรลออนถูกคาดการณ์อัตราการเติบโตสูง 7.7% รองมาคือ ผลิตภัณฑ์โคโลญญ์ 7% สะท้อนว่าผู้บริโภคยังให้ความสำคัญกับการเสริมสร้างรูปลักษณ์อย่างต่อเนื่อง ขณะที่คาดการณ์ครีมอาบน้ำ, น้ำยาทำความสะอาดจุดซ่อนเร้น และผลิตภัณฑ์แป้งจะเติบโตในอัตรา 5.6%/4.3%/3.9% CAGR ตามลำดับ

ขณะที่คาดการณ์มูลค่าตลาดผลิตภัณฑ์ของใช้สำหรับเด็กจะเติบโตเฉลี่ยราว 6.6% CAGR โดยกลุ่มผลิตภัณฑ์บำรุงผิวเด็กจะมีอัตราการเติบโตมากที่สุดราว 8.5% CAGR รองมาคือ ผลิตภัณฑ์อาบน้ำและสระผมเด็ก 7.3%, น้ำยาซักผ้าเด็ก 7.3%, แป้งเด็ก 5.3% และผลิตภัณฑ์ล้างภาชนะสำหรับเด็ก 2.8%

Exhibit 24: Thailand household products market value

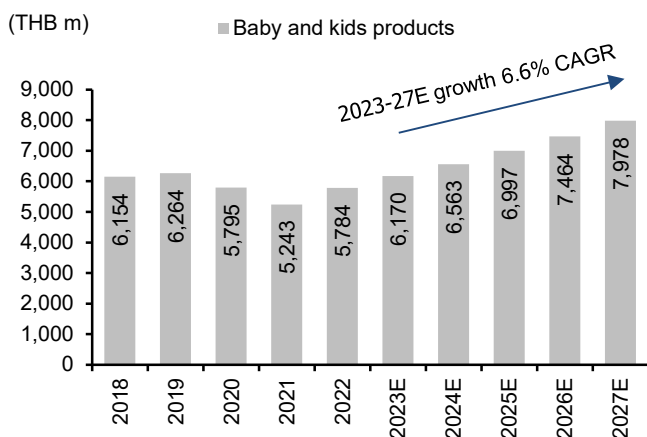
Exhibit 25: Thailand personal care products market value



Sources: NEO filing (Nielsen, Frost & Sullivan), FSSIA's compilation

Sources: NEO filing (Nielsen, Frost & Sullivan), FSSIA's compilation

Exhibit 26: Thailand baby and kids products market value



Sources: NEO filing (Nielsen, Frost & Sullivan), FSSIA's compilation

บริษัทเป็นผู้นำด้วยส่วนแบ่งการตลาดอยู่ใน 3 อันดับแรกหลายผลิตภัณฑ์หลัก

ตลาดสินค้าอุปโภคบริโภคของไทยมีจำนวนผู้ประกอบการหลายราย ทั้งสัญชาติไทย อาทิ I.P.ONE (แบรนด์ Hygiene, Vixol) และมีที่เป็น listed company อย่าง OSP TB (Babi Mild, Twelve Plus), BJC TB (Dermapon) รวมถึงบริษัทต่างชาติที่เข้ามาทำการตลาดในไทย อาทิ P&G (Downy), Unilever (Breeze, Comfort), KAO (Attack, Magiclean), Johnson & Johnson เป็นต้น ขณะที่ NEO ถือเป็นผู้ประกอบการสัญชาติไทยที่ประสบความสำเร็จเป็นอย่างดี เห็นได้จากการเป็นผู้นำด้วยส่วนแบ่งการตลาดที่ติด Top 3 ในหลายผลิตภัณฑ์ โดยผลิตภัณฑ์ซักผ้าและปรับผ้านุ่มสำหรับเด็ก แบรนด์ D-nee ในปี 2022 มีส่วนแบ่งการตลาดเป็นอันดับ 1 ราว 70.6% และ 79% ตามลำดับ ขณะที่ผลิตภัณฑ์ซักผ้าชนิดน้ำ แบรนด์ Fineline และผลิตภัณฑ์ครีมอาบน้ำ BeNice มีส่วนแบ่งการตลาดเป็นอันดับ 2 ราว 20.4% และ 18% ตามลำดับ และผลิตภัณฑ์โคโลญญ บริษัทมีส่วนแบ่งการตลาดอยู่ในอันดับ 1 สำหรับผู้ชาย และอันดับ 2 สำหรับผู้หญิง

Exhibit 27: คู่แข่งของบริษัททั้ง 3 กลุ่มผลิตภัณฑ์

Company	Head office	Major brands	Company	Head office	Major brands
Household product segment			Personal care segment		
Procter & Gamble (P&G)	US	Downy, Tide, Bounce	Reckitt Benckiser	UK	Dettol
I.P.ONE	Thailand	Hygiene, Vixol, Whiz	Beiersdorf AG	Germany	Nivea, Eucerin
Unilever Thai Trading	UK	Breeze, Comfort, Omo, Vim	Lion Corporation	Japan	Shokubutsu, Kirei Kirei
Lion Corporation	Japan	Pao, Essence, Pro, Hi-Class	Colgate-Palmolive (Thailand)	US	Protex, Palmolive
KAO Industrial	Japan	Attack, Magiclean	Unilever Thai Trading	UK	AXE, Rexona, Citra, Dove, Lux
SC Johnson & Son	US	Mr.Muscle, Duck	Osotspa (OSP TB)	Thailand	Twelve Plus, Exit
Baby and kids product segment			Berli Jucker (BJC TB)	Thailand	Parrot
Lion Corporation	Japan	Kodomo, Enfant	The British Dispensary (L.P.)	Thailand	Sanake
Colgate-Palmolive (Thailand)	US	Care	I.P.ONE	Thailand	Dance, Focus
Johnson & Johnson Consumer	US	Johnson, Aveeno	Ruamchai Products	Thailand	Bhaesaj
Berli Jucker (BJC TB)	Thailand	DMP, Dermapon	Sanofi-Aventis	France	Lactacyd
Unilever Thai Trading	UK	Breeze Baby			
Procter & Gamble (P&G)	US	Downy			
Osotspa (OSP TB)	Thailand	Babi Mild			

Source: NEO filing, FSSIA's compilation

Exhibit 28: Thailand market share of FMCG products in 2022

	Mkt value in 2022 (THB m)	#1	#2	#3	#4	#5
Household						
Liquid detergents	6,265	Unilever (42.7%)	NEO (21.6%)	Lion (15%)	P&G (7.8%)	KAO (7.6%)
Fabric softener	12,847	P&G (38.6%)	I.P.ONE (31.4%)	Unilever (16.3%)	NEO (9.1%)	
Fabric starch	318	NEO (60.3%)	I.P.ONE (33.8%)	Lion (5.8%)		
Floor cleaner	979	KAO (59.1%)	NEO (12.5%)	KCCP (12.2%)	I.P.ONE (6.0%)	SC Johnson (2.4%)
Bathroom cleaner	1,613	SC Johnson (47.3%)	I.P.ONE (31%)	KAO (12.3%)	NEO (3.7%)	
Personal care						
Shower cream	6,297	Lion (24.6%)	NEO (18.5%)	Unilever (17.8%)	Reckitt Benckiser (11.6%)	Colgate (8.2%)
Deodorant - Men	2,501	Beiersdorf (68.6%)	Unilever (11.6%)	NEO (7.8%)	OSP (6.4%)	
Deodorant - Women	2,829	Beiersdorf (60.1%)	Unilever (22.7%)	OSP (6.9%)	NEO (6.3%)	
Powder	2,183	Colgate (39.4%)	Ruamchai (15%)	Snake (10.9%)	OSP (5.9%)	NEO (5.2%)
Cologne - Men	260	NEO (71.0%)	OSP (18.0%)	I.P.ONE (9.4%)		
Cologne - Women	561	OSP (45.7%)	NEO (26.7%)	Cosmonation (5.4%)	I.P.ONE (5.4%)	
Feminine wash	433	Sanofi (40.9%)	NEO (37.1%)	Better way (11.1%)	Lion (2.6%)	
Baby and kids						
Baby and kids products	5,783	NEO (26.0%)	OSP (24.3%)	Johnson (17.4%)	Colgate (14.6%)	Lion (7.0%)

Sources: NEO filing (Nielsen), FSSIA's compilation

Exhibit 29: ผู้ประกอบการรายสำคัญในไทยที่ดำเนินธุรกิจใกล้เคียง NEO

บริษัท	ปีที่ก่อตั้ง	รายได้ปี 2022 (THB m)	กำไรสุทธิปี 2022 (THB m)	อัตรากำไร ขั้นต้นปี 2022 (%)	อัตรากำไรสุทธิ ปี 2022 (%)	สินทรัพย์รวม ปี 2022 (THB m)
บมจ.เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ (BJC TB)	1993	150,337	5,010	18.4	3.3	336,044
บจ.ยูนิลีเวอร์ ไทย เทรดดิ้ง	2005	45,668	5,013	36.4	11.0	32,918
บมจ.โอสภสกา (OSP TB)	1891	27,265	1,934	30.6	7.1	26,153
บจ.คอลเกต-ปาล์มโอลิฟ (ประเทศไทย)	1958	18,408	(828)	31.7	(4.5)	12,361
บจ.โลอ้อน (ประเทศไทย)	1967	17,766	457	38.3	2.6	10,912
บจ.คาโอ อินดัสตรีแยล (ประเทศไทย)	1964	15,176	562	31.2	3.7	9,649
บจ.พรอคเตอร์ แอนด์ แกมเบิล เทรดดิ้ง	1966	13,637	353	18.0	2.6	3,494
บจ.ไบเออร์สตือรฟ (ประเทศไทย)	1972	11,603	1,656	50.5	14.3	10,331
บมจ.นีโอ คอร์ปอเรท (NEO)	1989	8,301	565	37.6	6.8	6,335
บจ.ไอ.พี.วัน	1983	7,334	311	49.3	4.2	3,856
บจ.เรกิตท์ เบนคีเซอร์ (ประเทศไทย)	1983	5,358	480	51.1	9.0	4,190
บจ.จอห์นสัน แอนด์ จอห์นสัน คอนซูเมอร์	2006	3,643	162	47.8	4.4	1,838
บจ.เอส.ซี.ยอห์นสัน แอนด์ ซัน	1968	3,435	486	38.7	14.1	1,642
บจ.ซานฟี่-อเวนตีส (ประเทศไทย)	1965	2,893	81	25.6	2.8	2,134
บจ.รวมใจ โปรดัคส์	1983	1,038	58	N/A	5.6	707
บจ.อังกฤษตรางู (แอล.พี.)	1963	455	(230)	16.3	-50.7	406

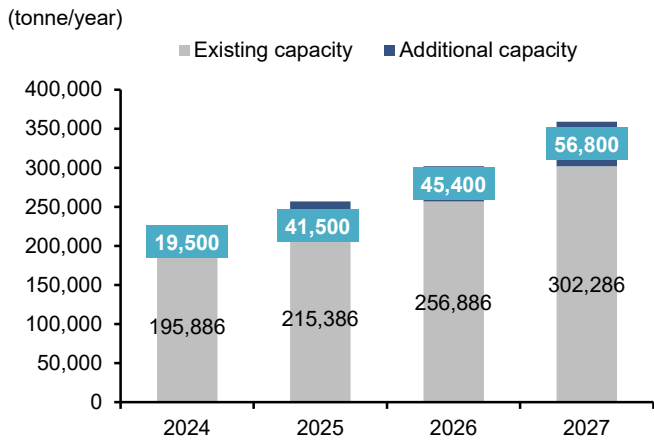
Source: BOL, Data warehouse, NEO, FSSIA's compilation

อยู่ระหว่างขยายกำลังการผลิต และปรับใช้สายการผลิตแบบอัตโนมัติมากขึ้น

บริษัทมีโรงงานผลิตตั้งอยู่ที่คลอง 13 ลำลูกกา จ.ปทุมธานี โดยมีเนื้อที่รวม 229 ไร่ ในช่วงปี 2020-23 บริษัทได้มีการขยายกำลังการผลิตและปรับปรุงสายการผลิตอย่างต่อเนื่อง ทำให้มีกำลังการผลิตรวมสิ้นปี 2023 อยู่ที่ 234,782 ตันต่อปี แบ่งเป็นกำลังการผลิตของใช้ในครัวเรือน 159,166 ตันต่อปี, ของใช้ส่วนบุคคล 33,383 ตันต่อปี และของใช้สำหรับเด็ก 42,233 ตันต่อปี และมีแผนขยายกำลังการผลิตต่อเนื่องไปจนถึงปี 2027 เฉลี่ยต่อปี 15% CAGR คาดใช้เงินลงทุนรวม 5,700 ลบ. แหล่งที่มาของเงินทุนจะมาจากทั้งเงินที่ได้รับจาก IPO, เงินกู้ยืมธนาคาร และกระแสเงินสดในกิจการ

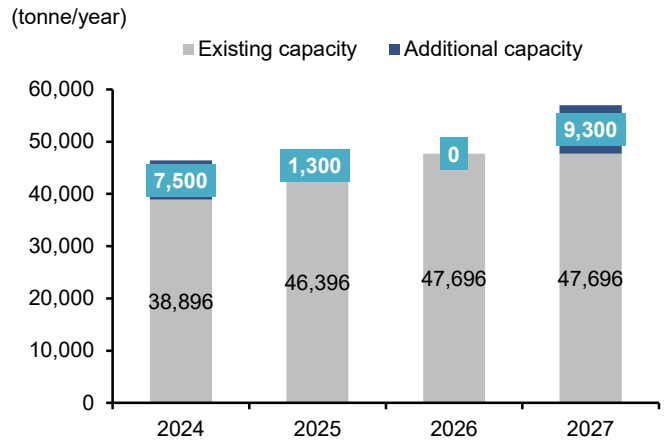
นอกจากนี้บริษัทได้มีการนำเครื่องจักรอัตโนมัติมาใช้ในกระบวนการผลิต เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพ รวมถึงมีคลังจัดเก็บสินค้าสำเร็จรูป (ASRS) สามารถรองรับได้กว่า 45,700 พาเลท และจะลงทุนขยายคลังวัตถุดิบและบรรจุภัณฑ์ รวมถึงระบบบริหารจัดการคลังสินค้า คาดว่าจะเพิ่มกำลังการจัดเก็บได้อีกราว 18,200 พาเลท เป็น 29,620 พาเลท ในปี 2027 คาดใช้เงินลงทุนราว 830 ลบ.

Exhibit 30: Production capacity expansion for household plant (include baby and kids)



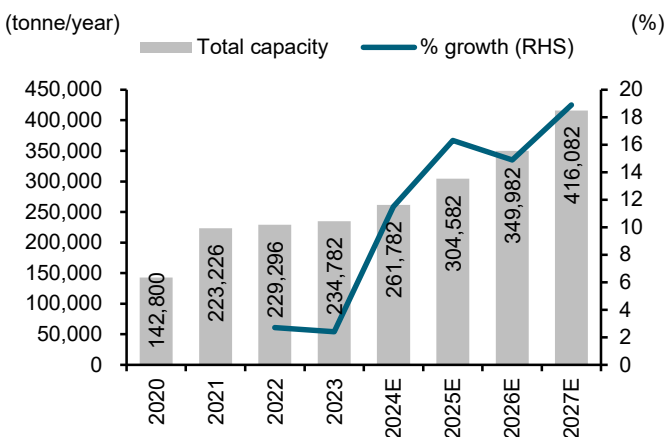
Sources: NEO, FSSIA's compilation

Exhibit 31: Production capacity expansion for personal care plant (include baby and kids)



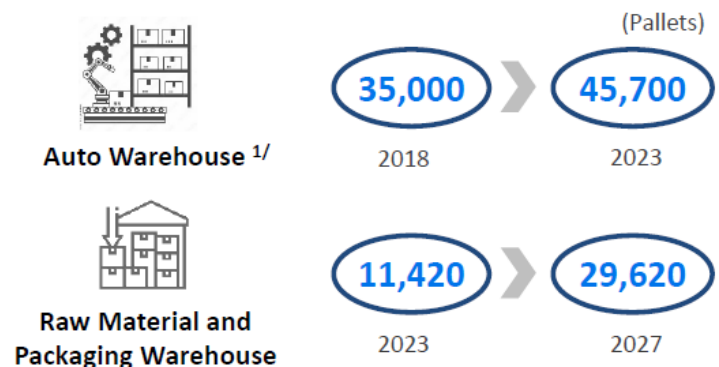
Sources: NEO, FSSIA's compilation

Exhibit 32: Total production capacity expansion



Sources: FSSIA; FSSIA's compilation

Exhibit 33: Warehouse capacity expansion



Sources: NEO, FSSIA's compilation

คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2023 จะโตแรง 49% y-y

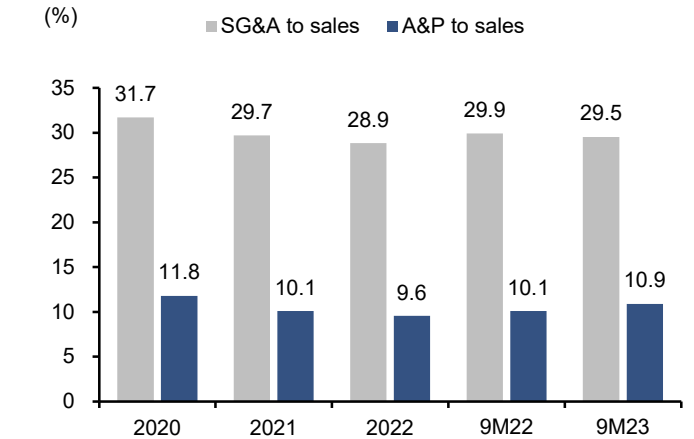
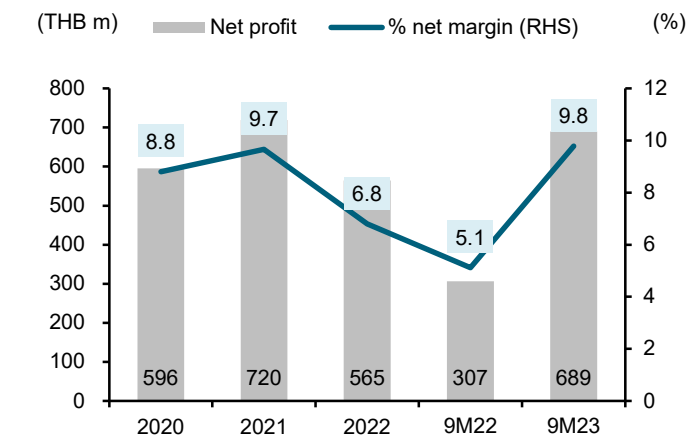
บริษัทมีกำไรสุทธิ 9M23 เท่ากับ 689 ลบ. (+125% y-y) เติบโตสูงเนื่องจากรายได้กลับมาฟื้นตัว +17.6% y-y จากรายได้ในประเทศฟื้นตัว +19.7% y-y ส่วนส่งออก +4.9% y-y ขณะที่เมื่อพิจารณาเป็นรายกลุ่มผลิตภัณฑ์พบว่าเติบโตดีทั้ง 3 กลุ่ม นำโดยของใช้ในครัวเรือน +22.6% y-y รองมาคือ ของใช้สำหรับเด็ก +15.4% y-y และของใช้ส่วนบุคคล +12.2% y-y ซึ่งมาจากทั้งปริมาณขายที่ดี และมีการปรับขึ้นราคาสินค้าในทุกช่องทางการขายตั้งแต่ 1Q23 เป็นต้นมา เพื่อสะท้อนต้นทุนที่สูงขึ้น

อัตรากำไรขั้นต้น 9M23 ฟื้นตัวแรง +5.7% ขยับขึ้นเป็น 42.1% จาก 36.4% ใน 9M22 ภายหลังต้นทุนวัตถุดิบและบรรจุกภัณฑ์เริ่มปรับลดลง กอปรกับอัตรากำไรใช้กำลังการผลิตสูงขึ้นเป็น 85% จาก 78% สิ้นปี 2022 แม้ค่าใช้จ่ายโดยรวมปรับตัวสูงขึ้น +16% y-y จากค่าใช้จ่าย A&P และค่าขนส่งที่สูงขึ้น แต่ด้วยรายได้ที่เติบโตมากกว่า ทำให้ SG&A to sales งวด 9M23 ลดลงราว 40 bps มาอยู่ที่ 29.5%

เรคาดกำไรสุทธิปี 2023 อยู่ที่ 841 ลบ. (+49% y-y) กลับมาฟื้นตัวทั้งในส่วนของรายได้ +13% y-y และอัตรากำไรขั้นต้นที่เพิ่มขึ้นเป็น 42% จาก 37.6% ในปี 2022 คาดว่าสามารถหักล้างค่าใช้จ่ายที่ปรับขึ้นได้ทั้งหมด ซึ่งเป็นค่าใช้จ่ายการโฆษณาเพื่อกระตุ้นยอดขายและสำหรับผลิตภัณฑ์ใหม่ รวมถึงครอบคลุมภาระดอกเบี้ยจ่ายที่สูงขึ้น จากหนี้เงินกู้ยืมที่สูงขึ้นสำหรับการขยายคลังสินค้า และเงินทุนหมุนเวียน

Exhibit 34: Net profit and net margin

Exhibit 35: SG&A to sales vs A&P to sales

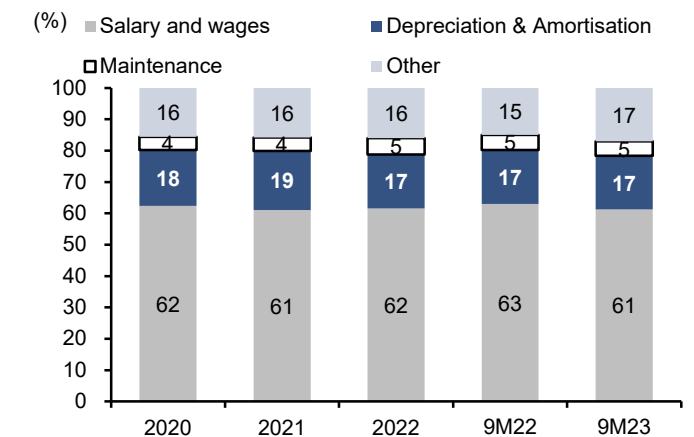
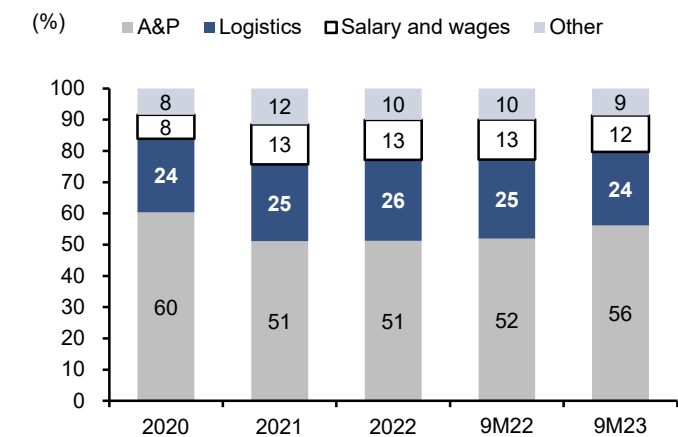


Sources: NEO, FSSIA's compilation

Sources: NEO, FSSIA's compilation

Exhibit 36: Selling expenses breakdown

Exhibit 37: Administration expenses breakdown



Sources: NEO, FSSIA's compilation

Sources: NEO, FSSIA's compilation

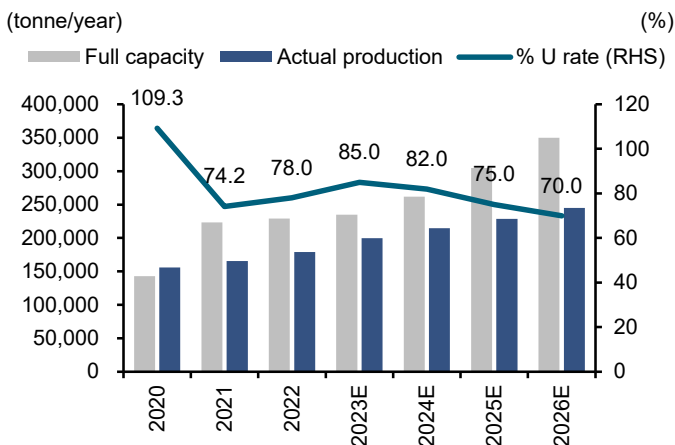
คาดการณ์ปี 2024-27 จะเติบโตสม่ำเสมอเฉลี่ย 8% CAGR

เราคาดการณ์ว่าปี 2024 จะเติบโตต่อเนื่องราว 9.6% y-y เป็น 922 ลบ. และคาดการณ์การเติบโตเฉลี่ย 3 ปีข้างหน้า (2025-27) จะเติบโตเฉลี่ย 8% CAGR โดยเราใช้สมมติฐานที่ค่อนข้าง Conservative โดยกำหนดให้รายได้ในประเทศเติบโตในอัตราที่ใกล้เคียงอุตสาหกรรม ซึ่งอ้างอิง Frost & Sullivan ที่คาดการณ์สินค้าอุปโภคบริโภคในไทยในอีก 4 ปีข้างหน้า จะโตเฉลี่ย 5-7% CAGR และเราคาดการณ์ได้ส่งออกจะเติบโตในอัตราที่สูงกว่าเป็นตัวเลขสองหลัก ซึ่งสัดส่วนของรายได้ส่งออกจะทยอยเพิ่มขึ้นเป็น 13.8% ของรายได้จากการขายรวมในปี 2027 จาก 12.8% ในปี 2023 ทั้งนี้คาดว่าจะมีกำลังการผลิตรองรับอย่างเพียงพอ ตามแผนขยายกำลังการผลิตของบริษัทที่จะเพิ่มขึ้นราว 15.4% CAGR

สำหรับอัตรากำไรขั้นต้น เราประมาณการอย่างระมัดระวังให้ปรับขึ้นเพียงเล็กน้อยเฉลี่ย 10-20 bps ต่อปี และคาดว่าปี 2027 จะมีอัตรากำไรขั้นต้นที่ 42.5% เพิ่มขึ้นจาก 42% ในปี 2023 ซึ่งยังเป็นระดับที่ต่ำกว่า 43.6% ที่เคยทำได้ในปี 2020 แม้เราคาดหวังผลิตภัณฑ์ใหม่ที่มีนวัตกรรม และสร้างความแปลกใหม่ให้กับผู้บริโภคได้มากขึ้น รวมถึงการเติบโตของรายได้ส่งออก ซึ่งในปี 2020 บริษัทมีสัดส่วนรายได้ส่งออกสูงถึง 18.8% ของรายได้รวม แต่เราคงมุมมอง Conservative ต่อแนวโน้มต้นทุนวัตถุดิบ (เช่น Surfactant ที่มีสารตั้งต้นมาจากกระบวนการผลิตน้ำมันปาล์ม) และบรรจุภัณฑ์ ซึ่งส่วนใหญ่เป็นผลิตภัณฑ์พลาสติก และยังมีเป้าหมายที่ต้องใช้เปลี่ยนเป็นบรรจุภัณฑ์ที่รีไซเคิลได้ 100% ภายในปี 2030 กอปรกับค่ามีค่าเสื่อมราคาสูงขึ้น จากการขยายกำลังการผลิตต่อเนื่อง

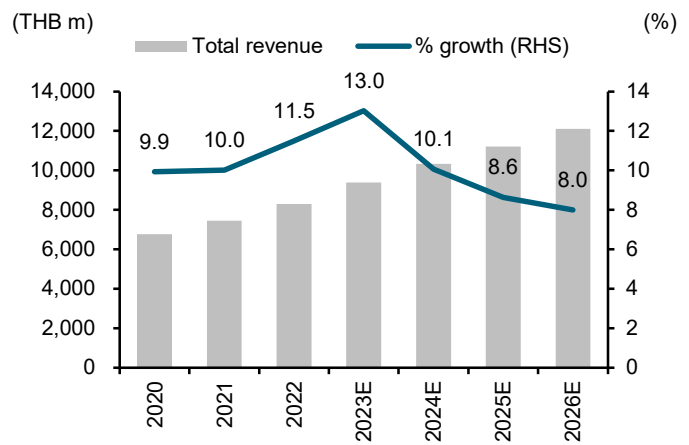
สำหรับ NEO เรามองว่าแม้การเติบโตอาจไม่หวือหวา แต่คาดเห็นการเติบโตที่สม่ำเสมอจากการเป็นผู้นำในตลาดสินค้าอุปโภคบริโภคของไทย และเป็นแบรนด์ที่มีชื่อเสียงเป็นที่รู้จัก อยู่ในใจของผู้บริโภคอยู่แล้ว จึงคาดว่าจะเติบโตได้ใกล้เคียงอุตสาหกรรม หรืออาจเติบโตได้มากกว่า อย่างที่ทำได้ในอดีต หากผลิตภัณฑ์ใหม่ประสบความสำเร็จ นอกจากนี้บริษัทยังมีแผนขยายตลาดต่างประเทศมากขึ้น โดยเฉพาะกลุ่มประเทศหลักอย่าง CLMV ซึ่งนิยมสินค้าอุปโภคบริโภคแบรนด์ไทย หากเติบโตได้ดีกว่าคาด จะเป็น Upside ต่อประมาณการของเรา

Exhibit 38: Capacity production and utilization rate



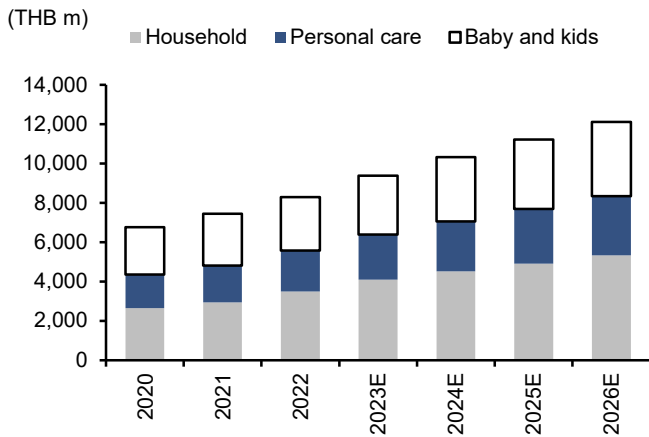
Sources: NEO; FSSIA estimates

Exhibit 39: Yearly total revenue and growth



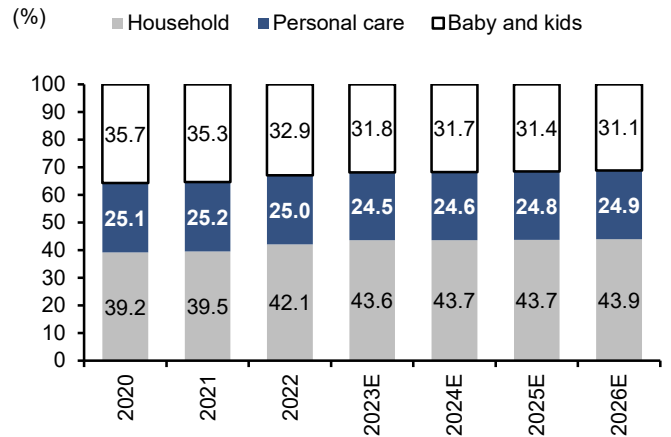
Sources: NEO; FSSIA estimates

Exhibit 40: Revenue breakdown by product



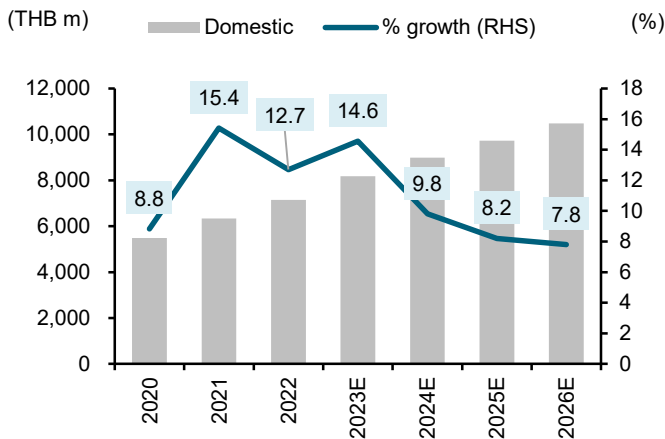
Sources: NEO; FSSIA estimates

Exhibit 41: Revenue proportion breakdown by product



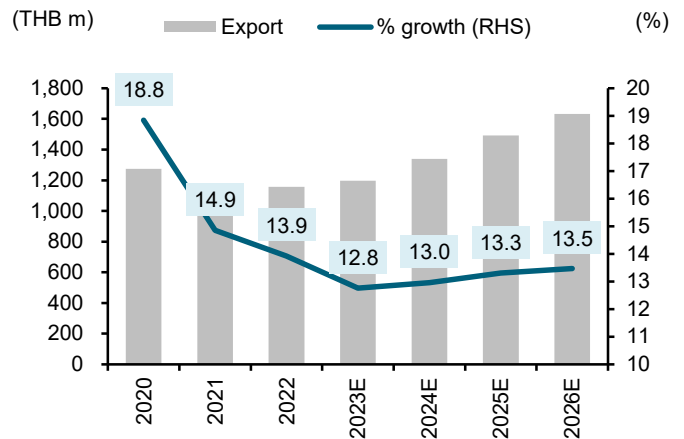
Sources: NEO; FSSIA estimates

Exhibit 42: Yearly domestic revenue and growth



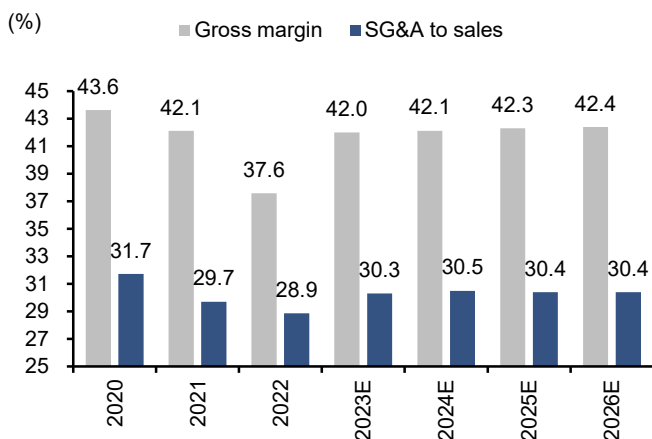
Sources: NEO; FSSIA estimates

Exhibit 43: Yearly export revenue and growth



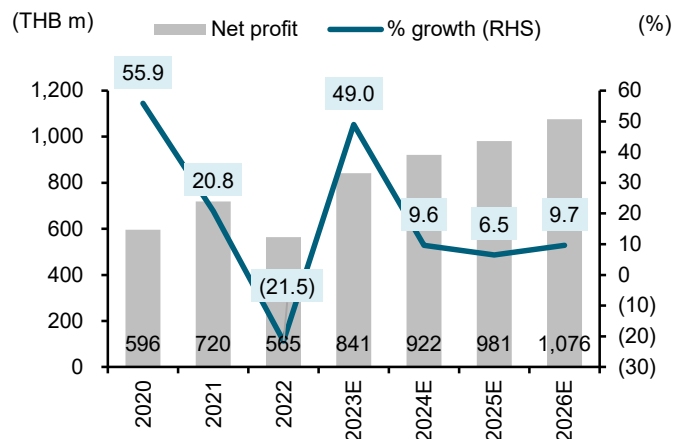
Sources: NEO; FSSIA estimates

Exhibit 44: Yearly gross margin and SG&A to sales



Sources: NEO; FSSIA estimates

Exhibit 45: Yearly net profit and growth



Sources: NEO; FSSIA estimates

Exhibit 46: Key assumptions for NEO

	Actual	Forecast			Growth		
	2022 (THB m)	2023E (THB m)	2024E (THB m)	2025E (THB m)	2023E (%)	2024E (%)	2025E (%)
Sales revenue	8,301	9,382	10,326	11,216	13.0	10.1	8.6
Costs	5,181	5,442	5,976	6,472	5.0	9.8	8.3
Gross profit	3,120	3,940	4,349	4,744	26.3	10.4	9.1
SG&A expense	2,395	2,843	3,149	3,410	18.7	10.8	8.3
Interest expense	36	60	67	124	65.9	11.9	84.6
Tax expense	142	213	232	247	50.1	9.0	6.6
Reported net profit	565	841	922	981	49.0	9.6	6.5
Core profit	565	841	922	981	49.0	9.6	6.5
Key ratios (%)							
Sales revenue growth	11.5	13.0	10.1	8.6			
Net profit growth	(21.5)	49.0	9.6	6.5			
Core profit growth	(21.5)	49.0	9.6	6.5			
Gross margin	37.6	42.0	42.1	42.3	4.4	0.1	0.2
SG&A to sales	28.9	30.3	30.5	30.4	1.4	0.2	(0.1)
Net margin	6.8	9.0	8.9	8.7	2.2	(0.0)	(0.2)
Core margin	6.8	9.0	8.9	8.7	2.2	(0.0)	(0.2)
Operating statistics (THB m)							
Household products revenue	3,498	4,092	4,509	4,906	17.0	10.2	8.8
Personal care products revenue	2,071	2,303	2,543	2,784	11.2	10.4	9.5
Baby and kids products revenue	2,731	2,987	3,274	3,526	9.4	9.6	7.7
Domestic revenue	7,144	8,185	8,987	9,724	14.6	9.8	8.2
Export revenue	1,156	1,197	1,339	1,492	3.5	11.8	11.5
Revenue proportion (%)							
Household products revenue	42.1	43.6	43.7	43.7			
Personal care products revenue	25.0	24.5	24.6	24.8			
Baby and kids products revenue	32.9	31.8	31.7	31.4			
Domestic revenue	86.1	87.2	87.0	86.7			
Export revenue	13.9	12.8	13.0	13.3			

Source: FSSIA estimates

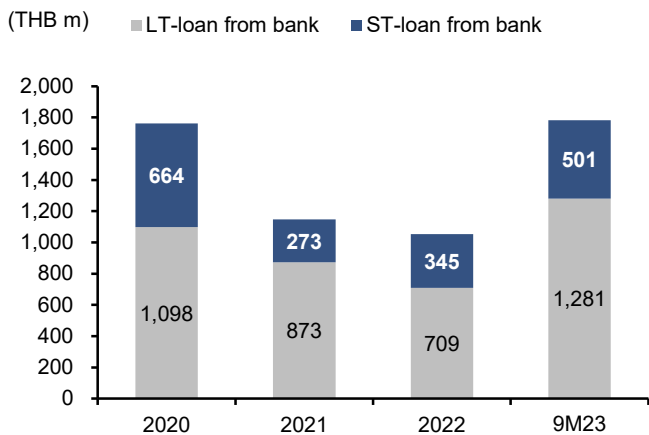
ฐานะทางการเงินอยู่ในระดับที่ดี

สิ้นปี 2022 NEO มี D/E ratio และ IBD/E ratio เท่ากับ 1.83x และ 0.51x ตามลำดับ และงวด 9M23 D/E ratio ขยับขึ้นเป็น 2x และ IBD/E ratio อยู่ที่ 0.78x ทั้งนี้บริษัทได้ระบุในหนังสือชี้ชวนว่าได้มีการจ่ายปันผลระหว่างกาลของปี 2023 เท่ากับ 200.02 ลบ. ต่อมาวันที่ 30 พ.ย. 23 ได้อนุมัติจ่ายปันผลระหว่างกาลครั้งที่ 2 ของปี 2023 อีก 899.10 ลบ. ซึ่งได้จ่ายแล้วในช่วงต้นเดือน ธ.ค. 23 โดยมาจากการกู้ยืมธนาคารทั้งจำนวน และบริษัทคาดว่าจะชำระคืนเงินกู้ยืมดังกล่าวจากเงินที่ขาย IPO ครั้งนี้บางส่วน และจ่ายด้วยกระแสเงินสดของกิจการบางส่วน ดังนั้นเราจึงคาดการณ์ส่วน D/E ratio และ IBD/E ratio สิ้นปี 2023 จะขยับขึ้นเป็น 2.72x และ 1.25x ตามลำดับ โดยจะเป็นการสูงขึ้นชั่วคราว และเมื่อบริษัทได้ชำระหนี้ ภายหลังจากได้รับเงินจาก IPO จึงคาดการณ์ปี 2024 จะมี D/E ratio และ IBD/E ratio ลดลงมาอยู่ที่ 0.93x และ 0.34x ตามลำดับ

คาด ROE และ ROA ปี 2023 จะอยู่ที่ 39.8% และ 10.3% ถือเป็นอัตราผลตอบแทน (ก่อน IPO) อยู่ในระดับที่ดี และหลัง IPO เมื่อส่วนทุนเพิ่มขึ้น คาด ROE ปี 2024 จะลดลงเป็น 16.3% ส่วน ROA คาดลดลงเล็กน้อยอยู่ที่ 8.2% จากสินทรัพย์ที่สูงขึ้นทั้งเงินสด และอาคารอุปกรณ์จากการขยายกำลังการผลิต

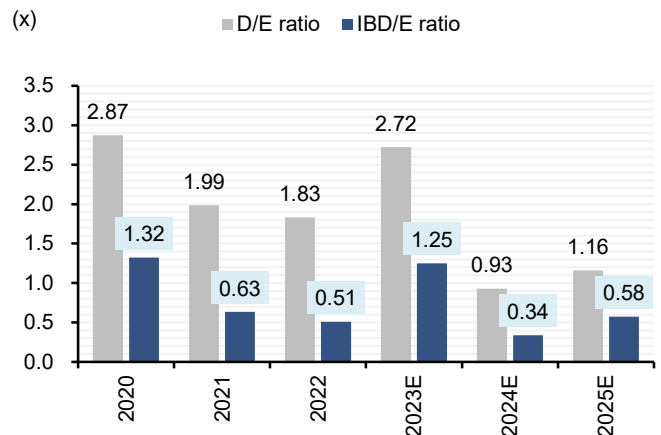
บริษัทมี Cash cycle days อยู่ที่ราว 50-55 วัน โดยมีการบริหารจัดการสินค้าคงคลังได้ดี มีวันหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ ราว 55-60 วัน และมีการให้เครดิตเทอมกับคู่ค้าจำหน่าย ซึ่งส่วนใหญ่เป็นผู้ประกอบการ Modern trade และ Traditional trade โดยมีนโยบายให้เครดิตเทอมกับคู่ค้าในประเทศ 15-75 วัน และต่างประเทศบางส่วน 20-60 วัน จึงมีวันหมุนเวียนลูกหนี้การค้าราว 70-75 วัน และบริษัทได้รับเครดิตเทอมจาก Suppliers ทั้งในส่วนของวัตถุดิบและบรรจุภัณฑ์ราว 60-90 วัน

Exhibit 47: Outstanding loan from bank



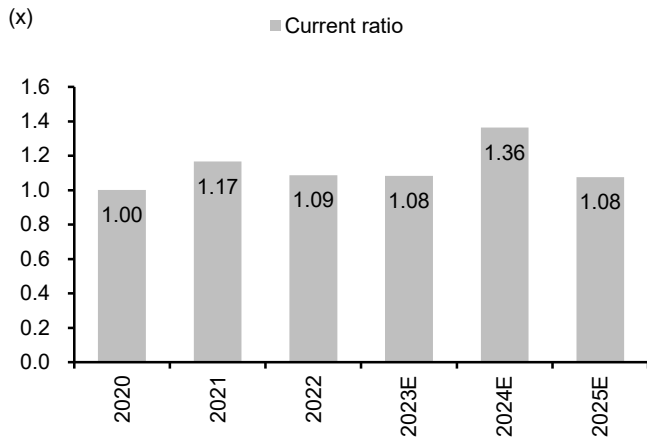
Source: NEO

Exhibit 48: D/E ratio and IBD/E ratio



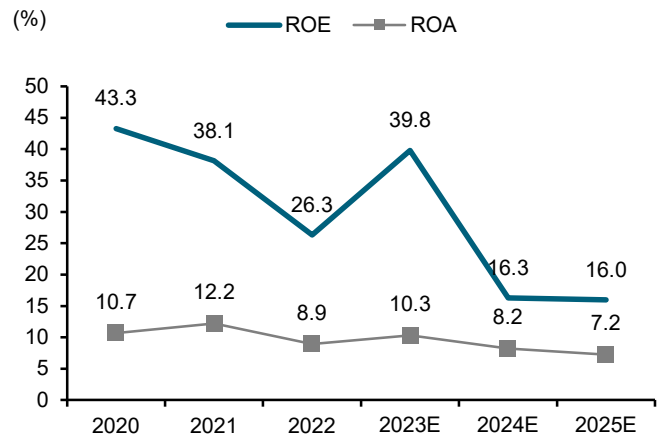
Sources: NEO, FSSIA estimates

Exhibit 49: Current ratio



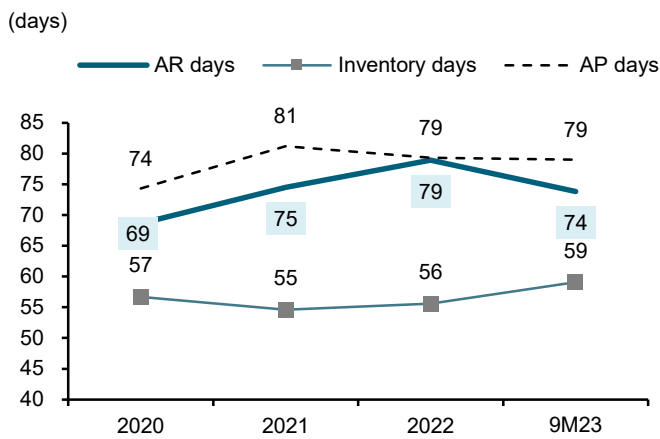
Sources: NEO, FSSIA estimates

Exhibit 50: ROE and ROA



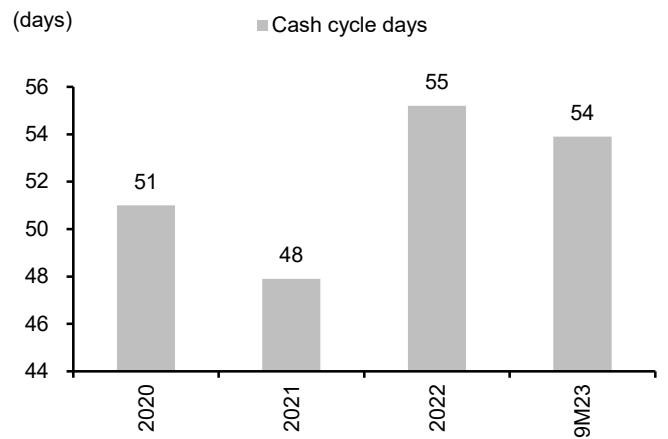
Sources: NEO, FSSIA estimates

Exhibit 51: AR days, AP days and Inventory days



Source: NEO

Exhibit 52: Cash cycle days



Source: NEO

เป้าหมายการดำเนินงานธุรกิจอย่างยั่งยืน ESG

เราขอแผนการดำเนินงานธุรกิจของบริษัทที่กำหนดเป้าหมายด้านความยั่งยืนอย่างชัดเจน โดยมี การกำหนดเป้าหมายระยะสั้น กลาง และยาว ให้เป็นรูปธรรม เพื่อใช้เป็นแรงขับเคลื่อนให้เกิดกิจกรรมด้านความยั่งยืนอย่างต่อเนื่อง และเพื่อให้นักลงทุนสามารถติดตามความคืบหน้า รวมถึงเพื่อให้มั่นใจว่าบริษัทจะสามารถบรรลุเป้าหมายและสร้างการเติบโตได้อย่างยั่งยืน และมีเสถียรภาพ ทั้งนี้บริษัทได้แบ่งเป้าหมายออกเป็น 3 มิติดังนี้

Exhibit 53: เป้าหมายด้าน ESG ของ NEO

ด้านสิ่งแวดล้อม	ด้านสังคม	ด้านธรรมาภิบาล
- การใช้พลังงานสีเขียว 40% ภายในปี 2030	- ตั้งเป้าอุบัติเหตุรุนแรงเป็นศูนย์ และอุบัติเหตุโดยรวมลดลง 10% ต่อปี	- ได้รับการจัดอันดับการกำกับดูแลกิจการระดับดีมาก
- ลดการใช้ PVC 100% ภายในปี 2025	- มีโครงการสำหรับการพัฒนาชุมชนเป็นประจำทุกปี	- รางวัล Best Sustainability Awards
- ตั้งเป้าการปล่อยน้ำเสียเป็นศูนย์	- ปราศจากการละเมิดด้านสิทธิมนุษยชน	- ไม่มีกรณีการไม่ปฏิบัติตามกฎระเบียบจากหน่วยงานผู้กำกับดูแล
- ลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกลง 20% ภายใน 2030	- ความพึงพอใจของพนักงานอยู่ระดับ 80%	- 100% ของพนักงานทั้งหมดรับทราบและปฏิบัติตามคู่มือจริยธรรม
- บรรลุเป้าหมายความเป็นกลางทางคาร์บอนภายในปี 2050	- ลดอัตราการลาออกโดยสมัครใจน้อยกว่า 5%	- 100% ของจำนวนลูกค้าทั้งหมดรับทราบจรรยาบรรณการดำเนินงานที่ผนวกแนวคิดเรื่อง ESG
- มีโครงการที่เกี่ยวข้องกับการพัฒนาความหลากหลายทางชีวภาพเป็นประจำทุกปี		

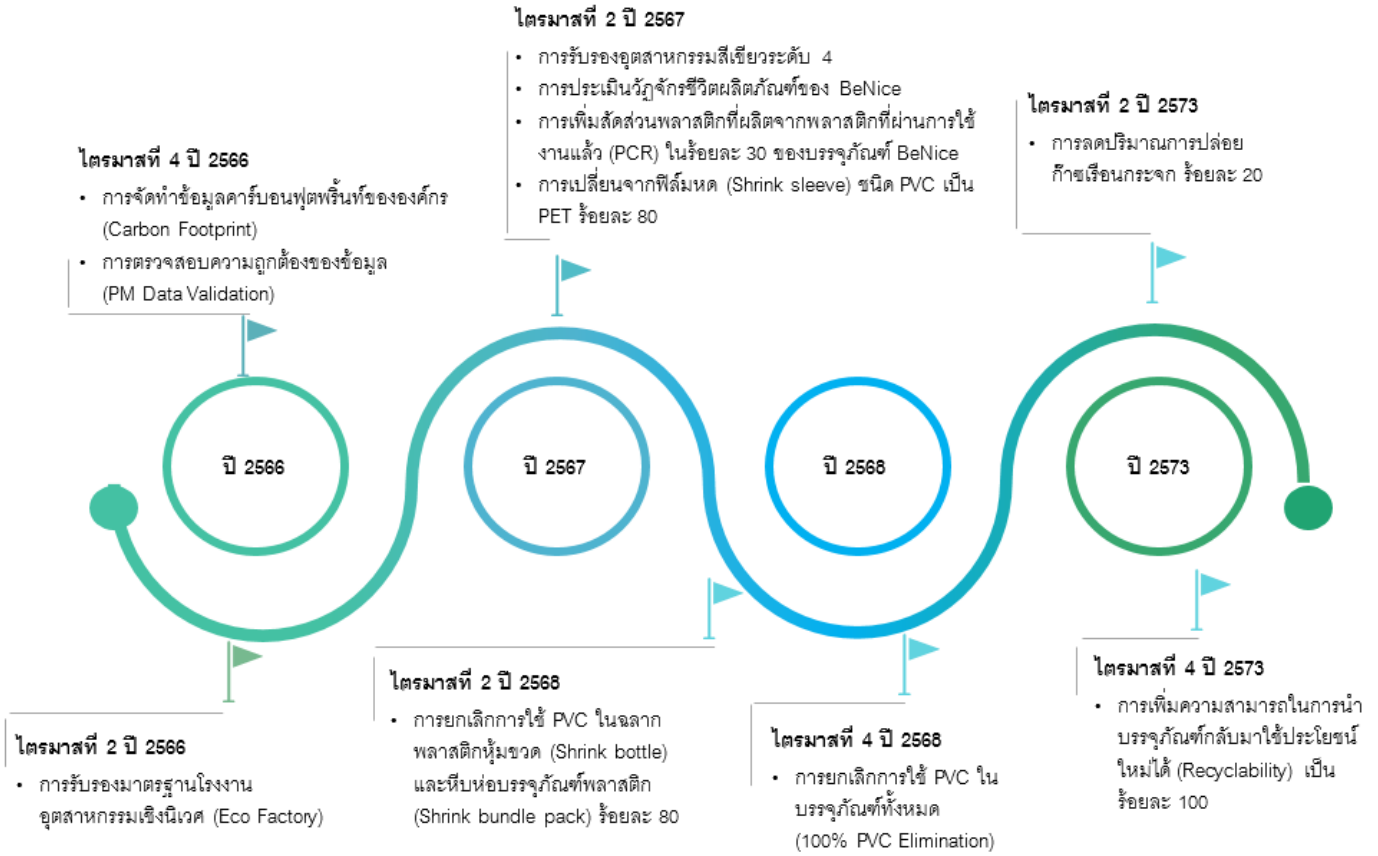
Source: NEO

Exhibit 54: ปริมาณการปล่อย GHG คาร์บอนไดออกไซด์ปี 2020-23

Scope	ปริมาณการปล่อย GHG คาร์บอนไดออกไซด์ (tonneCO2eq)			แผนการดำเนินงาน
	2020	2021	2022	
Scope 1	3,825	4,493	4,836	ลดปริมาณการใช้น้ำมันเชื้อเพลิงด้วยการเพิ่มประสิทธิภาพขนส่ง
Scope 2	4,006	4,912	5,800	ติดตั้งแผง Solar Cell บนหลังคาโรงงาน ลดการซื้อไฟฟ้าจากภายนอก
Scope 3	140,814	168,215	180,352	เพิ่มประสิทธิภาพการผลิต ช่วยลดการใช้วัสดุบรรจุภัณฑ์
Scope 1+2	7,831	9,405	10,636	
Scope 1+2+3	148,645	177,620	190,988	
Actual capacity (tonne)	156,011	165,648	178,889	
GHG (1+2) / capacity	0.0502	0.0568	0.0595	

Source: NEO, FSSIA's compilation

Exhibit 55: ESG Activity Roadmap



Source: NEO

ประเมินมูลค่าเหมาะสม

เราประเมินมูลค่าเหมาะสม NEO สิ้นปี 2024 เท่ากับ 58 บาท ใช้ Target PE ที่ 19x เรารองวิธี Relative PE โดยเทียบกับกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภคที่มีลักษณะคล้ายคลึงกัน กล่าวคือ เป็นธุรกิจทำการตลาดผลิตและจัดจำหน่ายสินค้าภายใต้แบรนด์ของตนเอง และเป็นแบรนด์ที่มีชื่อเสียง เป็นบริษัทชั้นนำของประเทศไทย และเป็นสินค้าที่ผู้บริโภคต้องซื้ออย่างสม่ำเสมอ รวมถึงมีการขยายโอกาสในการเติบโตด้วยการส่งออกสินค้าไปในต่างประเทศ เราเลือกเทียบกับ 5 บริษัทได้แก่ OSP BJC SNNP TKN และ KAMART อาจไม่มีบริษัทมีรายได้จากสินค้าอุปโภค 100% เหมือน NEO จะมีเพียง OSP และ BJC ที่มีรายได้กลุ่มของใช้ส่วนบุคคล และหลายแบรนด์ก็เป็นคู่แข่งของ NEO แต่มีสัดส่วนรายได้เพียง 9% และ 6% ของรายได้รวม ตามลำดับ นอกจากนี้ เรายังเทียบกับบริษัทที่คล้ายคลึงกันด้วยการเป็นเจ้าของแบรนด์ที่มีชื่อเสียงในไทย, มีการส่งออกไปใน CLMV, มีโรงงานผลิตของตนเอง และมีโครงสร้างอัตราทำกำไรใกล้เคียงกัน ได้แก่ SNNP TKN และ KAMART พบว่าทั้ง 5 บริษัทมี PE เฉลี่ยปัจจุบันอยู่ที่ 21.4x และมี PE เฉลี่ยในอดีต 5 ปีย้อนหลังที่ 31x

อย่างไรก็ตาม ด้วยแนวโน้มการเติบโตของ NEO ที่อาจไม่หวือหวานัก โดยมองเป็นกำไรที่เติบโตสม่ำเสมอ กอปรกับอยู่ระหว่างทำการตลาดขยายฐานลูกค้าไปในต่างประเทศ นอกเหนือจาก CLMV ซึ่งคาดว่าจะใช้เวลา เพราะมีคู่แข่งระดับโลกอยู่ค่อนข้างมาก เราจึงเลือกใช้ PE ที่ 19x เป็นการ discount จาก 5 บริษัทที่เราเทียบเคียง

ส่วนบริษัทคู่แข่งระดับโลกที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในต่างประเทศที่เราศึกษา รวม 7 บริษัท ซึ่งถือเป็นคู่แข่งโดยตรงในตลาดไทย ได้แก่ Procter & Gamble (PG US), Johnson & Johnson (JNJ US), Unilever (ULVR LN), Lion (4912 JP), KAO (4452 JP), Colgate-Palmolive (CL US) และ Beiersdorf AG (BEI GY) มี PE เฉลี่ยปัจจุบันที่ 22.5x และมี PE เฉลี่ย 5 ปีย้อนหลังที่ 26.2x

อย่างไรก็ตาม กรณีประเมินด้วย DCF valuation โดยนำ FCFF มาคิดลดด้วย WACC 6.8%, Beta 0.9 (สูงกว่ากลุ่มของใช้ส่วนตัวและเวชภัณฑ์ที่มี Beta เพียง 0.6), Risk premium 8.5%, Terminal Growth 2% จะได้ราคาเหมาะสมด้วยวิธี DCF ที่ 57.8 บาท

Exhibit 56: Peers comparison as of 20 Feb 2023

Company	BBG	Market Cap (USD m)	Gross margin	Net margin	PE		ROE		PBV		EV/EBITDA	
			24E (%)	24E (%)	5Y-avg (x)	24E (x)	24E (%)	25E (%)	24E (x)	25E (x)	24E (x)	25E (x)
Thailand												
Osotspa*	OSP TB	2,726	41.1	9.6	34.3	23.7	16.2	17.0	3.8	3.7	13.3	12.6
Srinanaporn Marketing*	SNNP TB	644	32.2	11.5	28.9	22.0	24.4	25.7	5.2	4.9	14.8	13.2
Berli Jucker	BJC TB	2,854	19.4	3.4	28.4	18.5	4.5	5.0	0.8	0.8	12.1	11.5
Taokaenoi Food&Marketing	TKN TB	405	31.1	12.6	43.0	18.1	32.6	34.1	5.9	5.4	13.9	12.6
Karmarts	KAMART TB	467	47.5	23.2	20.0	24.5	31.4	30.8	5.6	5.0	18.4	15.7
Thailand average		7,095			30.9	21.4	21.8	22.5	4.3	4.0	14.5	13.1
Regional												
Procter & Gamble	PG US	372,977	50.7	18.6	24.7	24.6	32.7	33.2	7.6	6.9	17.5	16.3
Johnson & Johnson	JNJ US	380,248	74.9	29.3	20.2	14.8	32.3	30.6	4.5	4.1	11.5	11.2
Unilever	ULVR LN	127,862	43.2	11.3	20.2	17.2	35.6	35.0	6.0	5.5	11.9	11.3
Lion Corporation	4912 JP	2,607	45.5	4.5	22.9	19.8	7.0	7.2	1.4	1.3	7.5	7.1
KAO Corporation	4452 JP	17,544	39.0	6.4	34.3	25.6	10.7	12.0	2.7	2.6	12.1	11.0
Colgate-Palmolive	CL US	69,647	59.3	14.2	26.7	24.3	354.7	299.6	73.6	49.0	15.7	14.7
Beiersdorf AG	BEI GY	37,889	57.7	10.2	34.3	31.1	11.6	11.8	3.6	3.3	17.5	16.2
Regional average		1,008,775			26.2	22.5	69.2	61.3	14.2	10.4	13.4	12.6
Overall average		1,015,870			28.2	22.0	49.5	45.2	10.0	7.7	13.8	12.8

Sources: Bloomberg, *FSSIA estimates

Exhibit 57: NEO – DCF valuation table

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)
EBIT	1,226	1,359	1,478	1,600	1,710	1,790
FCFF	(1,088)	(1,812)	661	858	1,148	1,301
Risk premium	8.5					
Beta	0.9					
WACC (%)	6.8					
Terminal growth (%)	2.0					
Terminal value (THB m)	29,066					
NPV (value of the firm)	21,408					
Equity values (THB m)	17,346					
No. of shares	300					
Share price (THB/share)	57.8					

Source: FSSIA estimates

โครงสร้างการถือหุ้น และนโยบายการจ่ายเงินปันผล

NEO ขายหุ้นสามัญให้กับประชาชนครั้งแรกจำนวน 87.5 ล้านหุ้น (มูลค่าพาร์ 1.0 บาท/หุ้น) คิดเป็น 29.17% ของหุ้นสามัญที่ชำระแล้วหลัง IPO จำนวนหุ้นที่เสนอขายประกอบด้วย

Exhibit 58: รายละเอียดและจำนวนหุ้นที่เสนอขาย

ประเภทหลักทรัพย์	จำนวนหุ้นจัดสรร (ล้านหุ้น)	% ของหุ้น IPO
1. หุ้นสามัญเพิ่มทุนที่เสนอขายโดยบริษัท	78.0	26.00
2. หุ้นสามัญเดิมที่เสนอขายโดยบมจ.เอฟเอ็นเอส โฮลดิ้งส์ (FNS)	9.5	3.17
รวม	87.5	29.17

Source: NEO

ทั้งนี้จะเสนอขายให้แก่ประเภทนักลงทุนดังนี้

- 1) กรรมการ ผู้บริหาร และพนักงานของบริษัท และบริษัทย่อย ไม่เกิน 5 ล้านหุ้น
- 2) ผู้มีอุปการคุณของบริษัท ไม่เกิน 13.1 ล้านหุ้น
- 3) นักลงทุนสถาบัน และบุคคลตามดุลยพินิจของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ไม่เกิน 69.4 ล้านหุ้น

บริษัทมีจำนวนหุ้นหลัง IPO เพิ่มขึ้นเป็น 300 ล้านหุ้น (ทุนจดทะเบียน 300 ลบ.) จาก 222 ล้านหุ้น (ทุนจดทะเบียนชำระแล้วก่อน IPO 222 ลบ.)

สำหรับเงื่อนไข Silent Period กำหนดว่าห้ามผู้ถือหุ้นที่มีส่วนร่วมในการบริหารก่อนวันที่เสนอขายหุ้น IPO นำหุ้นหรือหลักทรัพย์ที่อาจเป็นหุ้นรวม 55% ของทุนชำระแล้วหลัง IPO (หรือ 165 ล้านหุ้น) ออกขายภายในระยะเวลา 1 ปี ตั้งแต่วันที่เริ่มทำการซื้อขายในตลาดฯ เมื่อครบ 6 เดือน สามารถขายหุ้นได้ไม่เกิน 25% ของจำนวนหุ้นทั้งหมดที่ติด Silent (หรือ 41.25 ล้านหุ้น) และสามารถขายหุ้นส่วนที่เหลือได้เมื่อครบกำหนด 1 ปี

Exhibit 59: โครงสร้างผู้ถือหุ้นของ NEO

ลำดับ	รายชื่อผู้ถือหุ้น	ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2023		ภายหลังเสนอขายหุ้นต่อประชาชน	
		จำนวน (หุ้น)	สัดส่วน (%)	จำนวน (หุ้น)	สัดส่วน (%)
1	กลุ่มครอบครัวคุณสุทธิเดช	193,628,400	87.22	195,863,900	65.29
	- น.ส.ณิชนน ถกสิทธิ์	66,600,000	30.00	67,158,900	22.20
	- น.ส.ณิศรา ถกสิทธิ์	66,600,000	30.00	67,158,900	22.20
	- นายสุทธิเดช ถกสิทธิ์	49,328,400	22.22	49,887,400	16.44
	- นางปัทมา ถกสิทธิ์	11,100,000	5.00	11,658,800	3.70
2	กลุ่มบมจ. เอฟเอ็นเอส โฮลดิ้งส์	28,371,600	12.78	18,871,600	6.29
	- บจ.ฟินันซ่า ฟินด์ แมนเนจเม้นท์ (FFM)	18,871,600	8.50	18,871,600	6.29
	- บจ.เอฟเอ็นเอส โฮลดิ้งส์ (FNS)	9,500,000	4.28	--	--
	เสนอขายต่อประชาชนทั่วไป	--	--	85,264,500	28.42
	รวมจำนวนหุ้นทั้งหมด	222,000,000	100.00	300,000,000	100.00

Sources: NEO; FSSIA's compilation

Exhibit 60: ผู้ถือหุ้น FFM

ผู้ถือหุ้น	จำนวนหุ้น	% ของหุ้นทั้งหมด
1. บจ.เอฟเอ็นเอส โฮลดิ้งส์ (FNS)	128,368.66	100.00
รวม	128,368.66	100.00

Source: NEO

Exhibit 61: ผู้ถือหุ้น 10 รายแรกของ FNS ณ วันที่ 16 ต.ค. 2023 (เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาด.)

ผู้ถือหุ้น	จำนวนหุ้น	% ของหุ้นทั้งหมด
1. นายวรสิทธิ์ โภคาชัยวัฒน์	247,587,922	49.45
2. ม.ล.สุทธิมาน โภคาชัยวัฒน์	42,000,000	8.39
3. นายวชิระ ทยานาราพร	16,000,000	3.20
4. นายวิเชียร ศรีมุนินทร์นิมิต	13,558,300	2.71
5. บมจ.วิริยประกันภัย	10,000,000	2.00
6. น.ส.ญานินี อภิธโนทัย	8,527,200	1.70
7. นายวุฒกร จีรอลงกรณ์	6,605,700	1.32
8. นางประกายคำ ไบแก้ว	6,302,000	1.26
9. นายระเศียร ศรีมงคล	3,500,000	0.70
10. นายเกียรติ ศรีจอมขวัญ	3,410,000	0.68
รวม	357,491,122	71.41

Source: NEO (set.or.th)

หมายเหตุ - กลุ่ม FNS ยังไม่มีแผนจำหน่ายเงินลงทุนที่เหลือในบริษัทภายในระยะเวลาอันใกล้ และจะยังคงถือหุ้นส่วนที่เหลือในบริษัทต่อไป รวมถึงไม่มีการลงทุนในธุรกิจที่แข่งขันกับบริษัท

วัตถุประสงค์การใช้เงินที่ได้รับจาก IPO ครั้งนี้ (ได้รับรวม 2.93 พันลพ.)

- 1) เพื่อลงทุนในโครงการขยายกำลังการผลิตสินค้ากลุ่มผลิตภัณฑ์ของใช้ในครัวเรือน รวมถึงการขยายคลังวัตถุดิบ บรรจุภัณฑ์ ระบบบริหารจัดการคลังสินค้า
- 2) เพื่อชำระคืนเงินกู้ยืมจากสถาบันการเงิน
- 3) เพื่อใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนในการดำเนินธุรกิจ

นโยบายการจ่ายปันผล

บริษัทมีนโยบายจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นในอัตราไม่น้อยกว่าร้อยละ 40 ของกำไรสุทธิของงบการเงิน เฉพาะกิจการ หลังหักภาษีเงินได้นิติบุคคล เงินทุนสำรองตามกฎหมาย และภาระผูกพันตามเงื่อนไขของสัญญาทางการเงิน (ถ้ามี)

ทั้งนี้ การจ่ายเงินปันผลจะไม่เกินกำไรสะสมที่ปรากฏในงบการเงินเฉพาะกิจการของบริษัท รวมถึงอาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานและฐานะทางการเงิน สภาพคล่อง แผนการขยายธุรกิจ ความจำเป็น และความเหมาะสมอื่นใดในอนาคตและปัจจัยอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องในการบริหารงานของบริษัท ตามความเห็นสมควรหรือเหมาะสมของคณะกรรมการบริษัท

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากการแข่งขันสูงในอุตสาหกรรม

ธุรกิจสินค้าอุปโภคบริโภคมีการแข่งขันที่สูงจากผู้ประกอบการจำนวนมาก ทั้งในและต่างประเทศ ด้วยวัตถุประสงค์การใช้งานของผลิตภัณฑ์ที่คล้ายคลึงกัน ผู้ประกอบการแต่ละรายจึงต้องพัฒนาและนำเสนอผลิตภัณฑ์ที่มีจุดเด่น และมีคุณภาพเพื่อสนองความต้องการของกลุ่มลูกค้าเป้าหมายของตน รวมถึงการจัดกิจกรรมสื่อสารทางการตลาดและส่งเสริมการขายอย่างสม่ำเสมอ ดังนั้นบริษัทจึงมีความเสี่ยงที่ต้องเผชิญการแข่งขันทั้งด้านราคา คุณภาพ และการนำเสนอทางการตลาดที่หลากหลาย

ความเสี่ยงจากรายได้กระจุกตัวอยู่ในบางแบรนด์และบางผลิตภัณฑ์

บริษัทมีการจัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์ภายใต้ 8 แบรนด์ โดยมีสัดส่วนรายได้มากกว่า 60% ของรายได้รวมมาจาก 2 แบรนด์หลักคือ Finline และ D-nee หากพิจารณาเป็นรายผลิตภัณฑ์พบว่า บริษัทมีการจำหน่ายทั้งหมด 16 ประเภทผลิตภัณฑ์ และรายได้หลักมาจากผลิตภัณฑ์ซักผ้าสัดส่วนราว 36% ของรายได้รวม ดังนั้นจึงมีความเสี่ยงจากรายได้ที่กระจุกอยู่ใน 2 แบรนด์หลัก และ 1 กลุ่มผลิตภัณฑ์

ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงช่องทางการจัดจำหน่าย ซึ่งเป็นบุคคลภายนอก

เนื่องจากรายได้ของบริษัท เป็นการจำหน่ายผ่านช่องทางที่เป็นบุคคลภายนอก อาทิ Modern Trade และ Traditional Trade คิดเป็นสัดส่วน 45% และ 35% ของรายได้จากการขายทั้งหมด ตามลำดับ จึงมีความเสี่ยงหากบริษัทไม่สามารถจำหน่ายผ่านช่องทางใดช่องทางหนึ่งได้ โดยเฉพาะ Modern trade ซึ่งเป็นลูกค้ารายใหญ่ของบริษัท ส่วนการขายต่างประเทศ บริษัทมีสัดส่วนรายได้ราว 13% ของรายได้จากการขาย ซึ่งมีตลาดหลักคือ CLMV (กัมพูชา ลาว เมียนมาร์ และเวียดนาม) โดยเป็นการขายผ่านผู้จัดจำหน่ายในต่างประเทศ ทำให้ผลการดำเนินงานในต่างประเทศขึ้นอยู่กับความสามารถของผู้จัดจำหน่ายเป็นสำคัญ ดังนั้นจึงมีความเสี่ยงหากผู้จัดจำหน่ายสินค้าในต่างประเทศไม่สามารถรักษาความสามารถในการทำการตลาดและกระจายผลิตภัณฑ์ให้ครอบคลุมพื้นที่ได้

ความเสี่ยงจากการจัดหาวัตถุดิบ และความผันผวนของราคาวัตถุดิบ

วัตถุดิบหลักในการผลิตคือ น้ำหอม และสารลดแรงตึงผิว (Surfactant) ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนต้นทุนราว 40-45% ของต้นทุนการผลิตรวม ในส่วนของน้ำหอม บริษัทมีการพัฒนากลิ่นเฉพาะตัวร่วมกับผู้พัฒนาและผลิตกลิ่น เพื่อให้เป็นเอกลักษณ์เฉพาะตัว บริษัทมีการจัดซื้อน้ำหอมจากผู้ผลิตรายหลัก 2 รายในช่วงปี 2020-23 คิดเป็นสัดส่วน 40% และ 30% ของมูลค่าจัดซื้อน้ำหอมทั้งหมด เพื่อป้องกันความเสี่ยงและมั่นใจว่าจะสามารถผลิตได้ตามแผน ในปี 2023 บริษัทได้ทำสัญญาซื้อขายน้ำหอมล่วงหน้าเฉลี่ย 3 เดือน

สำหรับสารลดแรงตึงผิว เป็นวัตถุดิบที่ได้จากการสกัดน้ำมันปาล์ม หรือผลพลอยได้จากการกลั่นน้ำมันปิโตรเลียม ส่งผลให้ราคาสารลดแรงตึงผิวมีความผันผวนปรับขึ้นลงไปในทิศทางเดียวกัน ดังนั้นหากต้นทุนสารลดแรงตึงผิวปรับตัวสูงขึ้น และบริษัทไม่สามารถปรับขึ้นราคาผลิตภัณฑ์ได้ครอบคลุมต้นทุนที่ขึ้นได้ อาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทได้

ความเสี่ยงจากการถูกเรียกคืนผลิตภัณฑ์ หรือข้อร้องเรียนจากผู้บริโภค

เนื่องด้วยการใช้ผลิตภัณฑ์กลุ่มอุปโภค ต้องสัมผัสกับร่างกายโดยตรงหรือโดยอ้อม ขณะที่ผลิตภัณฑ์บางประเภทมีส่วนผสมของสารเคมีที่อาจก่อให้เกิดอันตรายต่อสุขภาพได้ เช่น กรดไฮโดรคลอริก ดังนั้น จึงมีความเสี่ยง หากผลิตภัณฑ์ของบริษัทก่อให้เกิดความกังวลด้านความปลอดภัยของผู้บริโภค เช่น การระคายเคืองและการแพ้ จนนำไปสู่การถูกร้องเรียนจากผู้บริโภค หรืออาจต้องเรียกคืนผลิตภัณฑ์จากการวางจำหน่ายในตลาด

Appendix

Company Overview

NEO เป็นผู้ทำการตลาด ผลิตและจำหน่ายสินค้าอุปโภค (Consumer Products) ชั้นนำของประเทศ โดยมี 3 กลุ่มผลิตภัณฑ์หลัก ประกอบด้วย 1) ผลิตภัณฑ์ของใช้ในครัวเรือน 2) ผลิตภัณฑ์ของใช้ส่วนบุคคล และ 3) ผลิตภัณฑ์ของใช้สำหรับเด็ก บริษัทมี 8 แแบรนด์หลัก และถือเป็นแบรนด์ที่มีชื่อเสียง และเป็นผู้นำในตลาดสินค้าอุปโภค อาทิ Fineline, D-nee, BeNice, Eversense, TROS, Vivite, Smart และ Tomi และสามารถแบ่งผลิตภัณฑ์ออกเป็น 16 ประเภท ผลิตภัณฑ์ ได้แก่ ผลิตภัณฑ์ซักผ้าชนิดน้ำ, ผลิตภัณฑ์ปรับผ้านุ่ม, ผลิตภัณฑ์ซักผ้าเด็ก ผลิตภัณฑ์ครีมอาบน้ำ, ผลิตภัณฑ์โรลออน และ โคลโลญ เป็นต้น

หากพิจารณากลุ่มลูกค้าปลายทาง ส่วนใหญ่เป็นการขายในประเทศ สัดส่วนราว 87% ของรายได้จากการขายงวด 9M23 โดยขายผ่านทั้งช่องทาง Modern Trade และ Traditional Trade เป็นส่วนใหญ่ และอีก 13% เป็นรายได้จากการส่งออก โดยมีตลาดหลักคือ CLMV (กัมพูชา ลาว เมียนมาร์ และเวียดนาม)

Valuation Methodology

เราประเมินราคาเหมาะสมของ NEO สิ้นปี 2024 ที่ 58 บาท อิง PE 19x โดย Discount จากค่าเฉลี่ย PE ของ 5 บริษัทที่ใกล้เคียงกัน ทั้งการเป็นเจ้าของแบรนด์ที่มีชื่อเสียงในไทย, มีส่งออกไป CLMV, มีโรงงานของตนเอง และมีโครงสร้างอัตรากำไรที่คล้ายคลึงกันรวม ได้แก่ OSP BJC SNNP TKN และ KAMART

ESG

Environment

- บริษัทให้ความสำคัญต่อการบริหารจัดการด้านสิ่งแวดล้อม โดยมุ่งมั่นที่จะเป็นบริษัท FMCG แห่งนวัตกรรมของเอเชีย ที่ช่วยยกระดับคุณภาพชีวิตที่ดีให้กับผู้บริโภค ตั้งเป้าลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก 20% ภายในปี 2030 และบรรลุเป้าหมาย Carbon Neutral ภายในปี 2050
- บริษัทมีระบบการจัดการของเสียจากกระบวนการผลิตที่ได้มาตรฐาน และมีระบบนำน้ำเสียที่ผ่านการบำบัดมาใช้ประโยชน์ (Zero Discharge) รวมถึงให้ความสำคัญในการจัดการพลังงาน โดยมีการติดตั้งระบบผลิตไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์บนหลังคาโรงงาน (Solar Rooftop)
- บริษัทยังได้ปรับเปลี่ยนบรรจุภัณฑ์ให้เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม เช่น การพัฒนาบรรจุภัณฑ์ที่สามารถ Recycle ได้มากขึ้น รวมถึงมีการศึกษาเรื่องการนำฟิล์มหัดที่ทำจากพลาสติก PET มาใช้แทน PVC ตั้งเป้าลดการใช้ PVC 100% ภายในปี 2025

Social

- บริษัทมีความมุ่งมั่นในการขับเคลื่อนการพัฒนาเพื่อยกระดับคุณภาพชีวิต และความเป็นอยู่ที่ดีให้กับชุมชน และสังคมโดยรอบ บริษัทได้ดำเนินงานด้านกิจกรรมเพื่อสังคมอย่างต่อเนื่อง และมุ่งหวังให้ชุมชนและสังคม เติบโตอย่างยั่งยืนควบคู่ไปกับการเจริญเติบโตของบริษัท
- บริษัทมุ่งมั่นในการพัฒนาความสามารถ สนับสนุนความหลากหลาย และเท่าเทียมกันของบุคลากร รวมถึงสร้างสภาพแวดล้อมในสถานที่ทำงานที่ดี ทั้งนี้บริษัทได้รับรางวัลองค์กรที่ทำงานมากที่สุดในเอเชีย (Best Companies to Work for in Asia) จัดโดยนิตยสาร HR Asia 4 ครั้ง (2019, 2021-24)
- ให้ความสำคัญกับการรักษาคุณภาพและมาตรฐานของสินค้า รวมถึงให้ข้อมูลเกี่ยวกับสินค้าและบริการที่ถูกต้องและครบถ้วนแก่ลูกค้า กอปรกับจัดให้มีช่องทางในการแจ้งปัญหาสินค้าและบริการที่ไม่เหมาะสม เพื่อป้องกันและแก้ไขปัญหาให้รวดเร็ว

Governance

- บริษัทมุ่งมั่นดำเนินธุรกิจอย่างถูกต้อง ด้วยความสุจริต เป็นธรรม โปร่งใส เปิดเผยข้อมูลที่สำคัญ และสามารถตรวจสอบได้ ซึ่งจะคำนึงถึงผลประโยชน์ และผลกระทบต่อผู้ถือหุ้น ลูกค้า คู่ค้า พนักงาน และผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย รวมถึงมีการแบ่งปันผลประโยชน์อย่างเหมาะสม และเป็นธรรม
- ดำเนินธุรกิจด้วยความโปร่งใสและตระหนักถึงความสำคัญในเรื่องการต่อต้านการทุจริตคอร์รัปชันทุกรูปแบบ
- ห้ามมิให้กรรมการ ผู้บริหาร พนักงาน ลูกจ้าง บริษัทย่อย บริษัทร่วม ทำการซื้อขายหุ้น หรือชักชวนให้บุคคลอื่นซื้อขายหุ้นของบริษัท บริษัทย่อย บริษัทร่วม ที่จดทะเบียนในตลาด. ในขณะที่ยังครอบครองข้อมูลที่ยังไม่เปิดเผยต่อสาธารณชนอยู่

Financial Statements

Neo Corporate

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Revenue	7,445	8,301	9,382	10,326	11,216
Cost of goods sold	(4,310)	(5,181)	(5,442)	(5,976)	(6,472)
Gross profit	3,135	3,120	3,940	4,349	4,744
Other operating income	22	22	25	26	25
Operating costs	(2,212)	(2,395)	(2,843)	(3,149)	(3,410)
Operating EBITDA	1,261	1,070	1,472	1,696	1,999
Depreciation	(315)	(323)	(349)	(470)	(640)
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	946	746	1,123	1,226	1,359
Net financing costs	(37)	(36)	(60)	(67)	(124)
Associates	0	0	0	0	0
Recurring non-operating income	0	0	0	0	0
Non-recurring items	0	0	0	0	0
Profit before tax	909	710	1,063	1,159	1,235
Tax	(180)	(142)	(213)	(232)	(247)
Profit after tax	729	569	850	927	988
Minority interests	(10)	(4)	(9)	(5)	(7)
Preferred dividends	0	0	0	0	0
Other items	-	-	-	-	-
Reported net profit	720	565	841	922	981
Non-recurring items & goodwill (net)	-	-	-	-	-
Recurring net profit	720	565	841	922	981
Per share (THB)					
Recurring EPS *	3.24	2.54	3.79	3.07	3.27
Reported EPS	3.24	2.54	3.79	3.07	3.27
DPS	1.21	2.56	4.95	1.54	1.64
Diluted shares (used to calculate per share data)	222	222	222	300	300
Growth					
Revenue (%)	10.0	11.5	13.0	10.1	8.6
Operating EBITDA (%)	12.1	(15.2)	37.6	15.3	17.9
Operating EBIT (%)	15.2	(21.1)	50.4	9.2	10.9
Recurring EPS (%)	20.8	(21.5)	49.0	(18.9)	6.5
Reported EPS (%)	20.8	(21.5)	49.0	(18.9)	6.5
Operating performance					
Gross margin inc. depreciation (%)	42.1	37.6	42.0	42.1	42.3
Gross margin exc. depreciation (%)	46.3	41.5	45.7	46.7	48.0
Operating EBITDA margin (%)	16.9	12.9	15.7	16.4	17.8
Operating EBIT margin (%)	12.7	9.0	12.0	11.9	12.1
Net margin (%)	9.7	6.8	9.0	8.9	8.7
Effective tax rate (%)	19.8	19.9	20.0	20.0	20.0
Dividend payout on recurring profit (%)	37.4	100.8	130.7	50.0	50.0
Interest cover (X)	25.3	20.6	18.7	18.3	11.0
Inventory days	54.6	55.6	60.8	62.2	64.0
Debtor days	74.5	78.9	74.7	76.3	76.8
Creditor days	81.2	79.3	80.6	82.9	85.4
Operating ROIC (%)	25.1	18.3	21.9	17.1	13.2
ROIC (%)	23.7	17.5	20.7	16.2	12.7
ROE (%)	44.1	28.0	39.5	23.7	16.6
ROA (%)	13.2	9.8	12.4	10.1	8.8
* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted					
Revenue by Division (THB m)					
Household products	2,942	3,498	4,092	4,509	4,906
Personal care products	1,875	2,071	2,303	2,543	2,784
Baby and kids products	2,629	2,731	2,987	3,274	3,526

Sources: Neo Corporate; FSSIA estimates

Financial Statements

Neo Corporate

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Recurring net profit	720	565	841	922	981
Depreciation	315	323	349	470	640
Associates & minorities	-	-	-	-	-
Other non-cash items	5	4	4	12	5
Change in working capital	(79)	(152)	35	(36)	(34)
Cash flow from operations	960	740	1,229	1,368	1,592
Capex - maintenance	(226)	(663)	(1,579)	(2,512)	(3,488)
Capex - new investment	-	-	-	-	-
Net acquisitions & disposals	-	-	-	-	-
Other investments (net)	33	3	(150)	(12)	(12)
Cash flow from investing	(192)	(660)	(1,729)	(2,524)	(3,499)
Dividends paid	(209)	(307)	(1,099)	(453)	(491)
Equity finance	0	0	228	3,078	0
Debt finance	(622)	(106)	1,553	(724)	1,622
Other financing cash flows	7	79	86	(56)	36
Cash flow from financing	(824)	(335)	768	1,845	1,167
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	0	0	0	0
Net other adjustments	0	0	0	0	0
Movement in cash	(56)	(255)	267	689	(741)
Free cash flow to firm (FCFF)	805.46	116.06	(440.28)	(1,088.99)	(1,783.55)
Free cash flow to equity (FCFE)	152.68	52.45	1,138.81	(1,936.19)	(249.83)

Per share (THB)

FCFF per share	2.68	0.39	(1.47)	(3.63)	(5.95)
FCFE per share	0.51	0.17	3.80	(6.45)	(0.83)
Recurring cash flow per share	4.68	4.02	5.38	4.68	5.42

Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Tangible fixed assets (gross)	4,284	4,900	5,436	7,987	11,547
Less: Accumulated depreciation	(1,505)	(1,781)	(1,087)	(1,597)	(2,309)
Tangible fixed assets (net)	2,779	3,119	4,348	6,390	9,237
Intangible fixed assets (net)	48	35	47	47	47
Long-term financial assets	-	-	-	-	-
Invest. in associates & subsidiaries	12	11	136	136	136
Cash & equivalents	479	224	491	1,180	439
A/C receivable	1,740	1,929	2,056	2,263	2,458
Inventories	714	864	895	982	1,064
Other current assets	28	45	47	52	56
Current assets	2,961	3,061	3,489	4,477	4,017
Other assets	98	108	122	134	146
Total assets	5,898	6,335	8,143	11,184	13,584
Common equity	1,887	2,144	2,114	5,660	6,151
Minorities etc.	263	267	271	283	287
Total shareholders' equity	2,150	2,411	2,385	5,943	6,438
Long term debt	905	726	2,069	1,548	2,965
Other long-term liabilities	304	383	469	413	449
Long-term liabilities	1,209	1,108	2,538	1,961	3,414
A/C payable	1,088	1,162	1,193	1,310	1,418
Short term debt	291	364	573	370	575
Other current liabilities	1,161	1,290	1,454	1,600	1,738
Current liabilities	2,539	2,816	3,220	3,280	3,732
Total liabilities and shareholders' equity	5,898	6,335	8,143	11,184	13,584
Net working capital	234	386	351	387	421
Invested capital	3,171	3,659	5,005	7,094	9,988

* Includes convertibles and preferred stock which is being treated as debt

Per share (THB)

Book value per share	8.50	9.66	9.52	18.87	20.50
Tangible book value per share	8.28	9.50	9.31	18.71	20.35

Financial strength

Net debt/equity (%)	33.3	35.9	90.2	12.4	48.2
Net debt/total assets (%)	12.2	13.7	26.4	6.6	22.8
Current ratio (x)	1.2	1.1	1.1	1.4	1.1
CF interest cover (x)	5.1	2.5	20.0	(27.8)	(1.0)

Valuation	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Recurring P/E (x) *	12.0	15.3	10.3	12.7	11.9
Recurring P/E @ target price (x) *	17.9	22.8	15.3	18.9	17.7
Reported P/E (x)	12.0	15.3	10.3	12.7	11.9
Dividend yield (%)	3.1	6.6	12.7	3.9	4.2
Price/book (x)	4.6	4.0	4.1	2.1	1.9
Price/tangible book (x)	4.7	4.1	4.2	2.1	1.9
EV/EBITDA (x) **	7.6	9.2	7.5	7.5	7.5
EV/EBITDA @ target price (x) **	11.0	13.1	10.4	10.9	10.4
EV/invested capital (x)	3.0	2.7	2.2	1.8	1.5

* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted ** EBITDA includes associate income and recurring non-operating income

Sources: Neo Corporate; FSSIA estimates

Disclaimer for ESG scoring

ESG score	Methodology	Rating																											
The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) By S&P Global	The DJSI World applies a transparent, rules-based component selection process based on the companies' Total Sustainability Scores resulting from the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA). Only the top-ranked companies within each industry are selected for inclusion.	Be a member and invited to the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA) for DJSI. Companies with an S&P Global ESG Score of less than 45% of the S&P Global ESG Score of the highest scoring company are disqualified. The constituents of the DJSI indices are selected from the Eligible Universe.																											
Sustainability Investment List (THSI) by The Stock Exchange of Thailand (SET)	THSI quantifies responsibility in Environmental and Social issues by managing business with transparency in Governance, updated annually. Candidates must pass the preemptive criteria, with two crucial conditions: 1) no irregular trading of the board members and executives; and 2) free float of >150 shareholders, and combined holding must be >15% of paid-up capital. Some key disqualifying criteria include: 1) CG score of below 70%; 2) independent directors and free float violation; 3) executives' wrongdoing related to CG, social & environmental impacts; 4) equity in negative territory; and 5) earnings in red for > 3 years in the last 5 years.	To be eligible for THSI inclusion , verified data must be scored at a minimum of 50% for each indicator, unless the company is a part of DJSI during the assessment year. The scoring will be fairly weighted against the nature of the relevant industry and materiality. SETTHSI Index is extended from the THSI companies whose 1) market capitalization > THB5b (~USD150b); 2) free float >20%; and 3) liquidity >0.5% of paid-up capital for at least 9 out of 12 months. The SETTHSI Index is a market capitalisation-weighted index, cap 5% quarterly weight at maximum, and no cap for number of stocks.																											
CG Score by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)	An indicator of CG strength in sustainable development, measured annually by the Thai IOD, with support from the Stock Exchange of Thailand (SET). The results are from the perspective of a third party, not an evaluation of operations.	Scores are rated in six categories: 5 for Excellent (90-100), 4 for Very Good (80-89), 3 for Good (70-79), 2 for Fair (60-69), 1 for Pass (60-69), and not rated for scores below 50. Weightings include: 1) the rights; 2) and equitable treatment of shareholders (weight 25% combined); 3) the role of stakeholders (25%); 4) disclosure & transparency (15%); and 5) board responsibilities (35%).																											
AGM level By Thai Investors Association (TIA) with support from the SEC	It quantifies the extent to which shareholders' rights and equitable treatment are incorporated into business operations and information is transparent and sufficiently disclosed. All form important elements of two out of five the CG components to be evaluated annually. The assessment criteria cover AGM procedures before the meeting (45%), at the meeting date (45%), and after the meeting (10%). <i>(The first assesses 1) advance circulation of sufficient information for voting; and 2) facilitating how voting rights can be exercised. The second assesses 1) the ease of attending meetings; 2) transparency and verifiability; and 3) openness for Q&A. The third involves the meeting minutes that should contain discussion issues, resolutions and voting results.)</i>	The scores are classified into four categories: 5 for Excellent (100), 4 for Very Good (90-99), 3 for Fair (80-89), and not rated for scores below 79.																											
Thai CAC By Thai Private Sector Collective Action Against Corruption (CAC)	The core elements of the Checklist include corruption risk assessment, establishment of key controls, and the monitoring and developing of policies. The Certification is good for three years. <i>(Companies deciding to become a CAC certified member start by submitting a Declaration of Intent to kick off an 18-month deadline to submit the CAC Checklist for Certification, including risk assessment, in place of policy and control, training of managers and employees, establishment of whistleblowing channels, and communication of policies to all stakeholders.)</i>	The document will be reviewed by a committee of nine professionals. A passed Checklist will move for granting certification by the CAC Council approvals whose members are twelve highly respected individuals in professionalism and ethical achievements.																											
Morningstar Sustainalytics	The Sustainalytics' ESG risk rating provides an overall company score based on an assessment of how much of a company's exposure to ESG risk is unmanaged. <i>Sources to be reviewed include corporate publications and regulatory filings, news and other media, NGO reports/websites, multi-sector information, company feedback, ESG controversies, issuer feedback on draft ESG reports, and quality & peer reviews.</i>	A company's ESG risk rating score is the sum of unmanaged risk. The more risk is unmanaged, the higher ESG risk is scored. <table border="1" style="width: 100%; text-align: center;"> <thead> <tr> <th>NEGL</th> <th>Low</th> <th>Medium</th> <th>High</th> <th>Severe</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>0-10</td> <td>10-20</td> <td>20-30</td> <td>30-40</td> <td>40+</td> </tr> </tbody> </table>	NEGL	Low	Medium	High	Severe	0-10	10-20	20-30	30-40	40+																	
NEGL	Low	Medium	High	Severe																									
0-10	10-20	20-30	30-40	40+																									
ESG Book	The ESG score identifies sustainable companies that are better positioned to outperform over the long term. The methodology considers the principle of financial materiality including information that significantly helps explain future risk-adjusted performance. Materiality is applied by over-weighting features with higher materiality and rebalancing these weights on a rolling quarterly basis.	The total ESG score is calculated as a weighted sum of the features scores using materiality-based weights. The score is scaled between 0 and 100 with higher scores indicating better performance.																											
MSCI	MSCI ESG ratings aim to measure a company's management of financially relevant ESG risks and opportunities. It uses a rules-based methodology to identify industry leaders and laggards according to their exposure to ESG risks and how well they manage those risks relative to peers. <table border="0" style="width: 100%;"> <tr> <td style="width: 15%;">AAA</td> <td style="width: 25%;">8.571-10.000</td> <td style="width: 15%;">Leader:</td> <td style="width: 45%;">leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities</td> </tr> <tr> <td>AA</td> <td>7.143-8.570</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>A</td> <td>5.714-7.142</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>BBB</td> <td>4.286-5.713</td> <td>Average:</td> <td>a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers</td> </tr> <tr> <td>BB</td> <td>2.857-4.285</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>B</td> <td>1.429-2.856</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>CCC</td> <td>0.000-1.428</td> <td>Laggard:</td> <td>lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks</td> </tr> </table>	AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities	AA	7.143-8.570			A	5.714-7.142			BBB	4.286-5.713	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers	BB	2.857-4.285			B	1.429-2.856			CCC	0.000-1.428	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities																										
AA	7.143-8.570																												
A	5.714-7.142																												
BBB	4.286-5.713	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers																										
BB	2.857-4.285																												
B	1.429-2.856																												
CCC	0.000-1.428	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks																										
Moody's ESG solutions	Moody's assesses the degree to which companies take into account ESG objectives in the definition and implementation of their strategy policies. It believes that a company integrating ESG factors into its business model and relatively outperforming its peers is better positioned to mitigate risks and create sustainable value for shareholders over the medium to long term.																												
Refinitiv ESG rating	Designed to transparently and objectively measure a company's relative ESG performance, commitment and effectiveness across 10 main themes, based on publicly available and auditable data. The score ranges from 0 to 100 on relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly. <i>(Score ratings are 0 to 25 = poor; >25 to 50 = satisfactory; >50 to 75 = good; and >75 to 100 = excellent.)</i>																												
S&P Global	The S&P Global ESG Score is a relative score measuring a company's performance on and management of ESG risks, opportunities, and impacts compared to its peers within the same industry classification. The score ranges from 0 to 100.																												
Bloomberg	ESG Score	Bloomberg score evaluating the company's aggregated Environmental, Social and Governance (ESG) performance. The score is based on Bloomberg's view of ESG financial materiality. The score is a weighted generalized mean (power mean) of Pillar Scores, where the weights are determined by the pillar priority ranking. Values range from 0 to 10; 10 is the best.																											
Bloomberg	ESG Disclosure Score	Disclosure of a company's ESG used for Bloomberg ESG score. The score ranges from 0 for none to 100 for disclosure of every data point, measuring the amount of ESG data reported publicly, and not the performance on any data point.																											

Rating regarding the sustainable development of Thai listed companies, both on the SET and MAI, are publicly available on the website of the Securities and Exchange Commission of Thailand (SEC). Currently, ratings available are 1) "CG Score"; 2) "AGM Level"; 3) "Thai CAC"; and 4) THSI. The ratings are updated on an annual basis. FSSIA does not confirm nor certify the accuracy of such ratings.
 Source: FSSIA's compilation

GENERAL DISCLAIMER

ANALYST(S) CERTIFICATION

Sureporm Teewasuwet FSS International Investment Advisory Securities Co., Ltd

The individual(s) identified above certify(ies) that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal view of the analyst(s) with regard to any and all of the subject securities, companies or issuers mentioned in this report; and (ii) no part of the compensation of the analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed herein.

This report has been prepared by FSS International Investment Advisory Company Limited (FSSIA). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however FSSIA makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. FSSIA has no intention to solicit investors to buy or sell any security in this report. In addition, FSSIA does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making investment decisions. All rights are reserved.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without permission of FSSIA. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making investment decisions.

Additional Disclosures

Target price history, stock price charts, valuation and risk details, and equity rating histories applicable to each company rated in this report is available in our most recently published reports. You can contact the analyst named on the front of this note or your representative at Finansia Syrus Securities Public Company Limited

All share prices are as at market close on, unless otherwise stated.

RECOMMENDATION STRUCTURE

Stock ratings

Stock ratings are based on absolute upside or downside, which we define as $(\text{target price}^* - \text{current price}) / \text{current price}$.

BUY (B). The upside is 10% or more.

HOLD (H). The upside or downside is less than 10%.

REDUCE (R). The downside is 10% or more.

Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on market price and the formal recommendation.

* In most cases, the target price will equal the analyst's assessment of the current fair value of the stock. However, if the analyst doesn't think the market will reassess the stock over the specified time horizon due to a lack of events or catalysts, then the target price may differ from fair value. In most cases, therefore, our recommendation is an assessment of the mismatch between current market price and our assessment of current fair value.

Industry Recommendations

Overweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be positive over the next 12 months.

Neutral. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be maintained over the next 12 months.

Underweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be negative over the next 12 months.

Country (Strategy) Recommendations

Overweight (O). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on two or more of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Neutral (N). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on one of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Underweight (U). Over the next 12 months, the analyst does not expect the market to score positively on any of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.