

NTF INTERGROUP (THAILAND)

THAILAND AGRIBUSINESS

NTF TB

เติบโตบนกระแสความต้องการทุเรียนในจีน

- เป็นผู้ส่งออกผลไม้สดและแปรรูปคุณภาพพรีเมียมจากไทยสู่ตลาดโลกโดยเฉพาะจีนซึ่งเป็นตลาดหลัก สร้างรายได้กว่า 97% ของรายได้ทั้งหมด
- อุตสาหกรรมมีศักยภาพสูงโดยเฉพาะตลาดทุเรียนในจีน แต่การแข่งขันสูงขึ้นต่อเนื่องเช่นกัน
- ประเมินมูลค่าเหมาะสม 22 บาท อิง 2026E P/E 11 เท่า สูงกว่าค่าเฉลี่ยของผู้ประกอบการไทยแต่ต่ำกว่าผู้เล่นระดับโลก

ผู้ส่งออกผลไม้สดและแปรรูปคุณภาพพรีเมียมจากไทยสู่ตลาดโลกโดยเฉพาะจีน

NTF เป็นผู้ส่งออกผลไม้สดและแปรรูปคุณภาพพรีเมียมจากไทยสู่ตลาดโลกโดยเฉพาะตลาดจีนซึ่งเป็นตลาดหลักที่สร้างรายได้กว่า 97% ของยอดขายทั้งหมด บริษัทก่อตั้งในปี 2020 โดยคุณวิชัย ศิริมานะกุล และคุณนิตรา ภาววิเชียรฉาย ผู้บริหารที่มีประสบการณ์กว่า 10 ปีในธุรกิจผลไม้ไทยและเข้าใจเชิงลึกในพฤติกรรมผู้บริโภคจีน จุดเด่นของ NTF อยู่ที่การบริหารห่วงโซ่อุปทานแบบครบวงจร ทำให้บริษัทสามารถส่งออกผลไม้สดคุณภาพสูงได้อย่างสม่ำเสมอ

ผลประกอบการเติบโตเร็วตามความต้องการบริโภคทุเรียนของชาวจีน

รายได้หลักของ NTF มาจากการส่งออกผลไม้พรีเมียม โดยเฉพาะ “ทุเรียน” ซึ่งคิดเป็นกว่า 80-97% ของรายได้รวมในช่วงปี 2023-1H25 และเป็นสินค้าหลักที่สร้างการเติบโตให้บริษัทอย่างก้าวกระโดด รายได้จากการขายเพิ่มขึ้นจาก 347 ล้านบาทในปี 2022 เป็น 1,115 ล้านบาทในปี 2024 (+79% CAGR) และเพิ่มขึ้น 189% y-y ใน 1H25 กำไรสุทธิเพิ่มขึ้นจาก 8 ล้านบาทในปี 2022 เป็น 166 ล้านบาทใน 1H25 บริษัทใช้โมเดล “Asset-light” โดยไม่ลงทุนในโรงคัดบรรจุของตนเอง แต่ทำสัญญาแบบ Exclusive กับผู้ผลิตทุเรียนทั่วประเทศ ทำให้ต้นทุนคงที่ต่ำและปรับกำลังการผลิตได้ยืดหยุ่นตามคำสั่งซื้อ เราคาดการณ์ในปี 2025 ขยายตัว 160% y-y และต่อเนื่อง 53% y-y ในปี 2026 และคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2025 ที่ 238 ล้านบาท (+270% y-y) และ +68% y-y และ 401 ล้านบาทในปี 2026

อยู่ในอุตสาหกรรมที่มีศักยภาพเติบโตสูง แต่ภาวะการแข่งขันสูงขึ้น

NTF อยู่ในอุตสาหกรรมที่มีศักยภาพสูง โดยเฉพาะตลาดทุเรียนในจีนซึ่งมีมูลค่าการนำเข้าทุเรียนสูงที่สุดในโลก (USD7 พันล้านในปี 2024) และยิ่งเติบโตต่อเนื่องจากกระแสนิยมบริโภคผลไม้เพื่อสุขภาพในกลุ่มชนชั้นกลาง บริษัทมีส่วนแบ่งตลาดเพียง 0.3% ของตลาดนำเข้าทุเรียนในจีน จึงยังมีโอกาสขยายตัวได้อีกมากในระยะยาว อย่างไรก็ตาม การแข่งขันสูงขึ้นมากอย่างต่อเนื่อง ทั้งจากเวียดนาม มาเลเซีย ฟิลิปปินส์ กัมพูชา และแม้แต่จีนเอง เราคาดว่า NTF จะยังรักษาการเติบโตที่สูงในระยะ 1-2 ปีข้างหน้าหลังจากได้รับเงินจาก IPO เพิ่มเงินทุนหมุนเวียนและลงทุนในเครื่องมือและอุปกรณ์เพื่อเพิ่มความเร็วในการเตรียมสินค้า

คาดการณ์กำไรเติบโต 99% CAGR (2025-27) ประเมินราคาเป้าหมาย 22 บาท

เราประเมินมูลค่าอิง P/E Multiple 11.0 เท่า มี premium จากผู้ประกอบการในไทยที่มี 2026E P/E เฉลี่ย 9.3 เท่า แต่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของผู้เล่นระดับโลกที่มี 2026E P/E เฉลี่ย 12.1 เท่า เราอิงคาดการณ์ 2026E EPS ของ NTF ที่ 2.01 บาท จึงประเมินมูลค่าเหมาะสมของ NTF ในปี 2026 ที่ 22.00 บาท

TARGET PRICE
IPO PRICE

THB22.00
THB6.00

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	1,115	2,898	4,434	5,676
Net profit	64	238	401	507
EPS (THB)	0.46	1.19	2.01	2.53
vs Consensus (%)	-	-	-	-
EBITDA	94	315	516	649
Recurring net profit	64	238	401	507
Core EPS (THB)	0.46	1.19	2.01	2.53
Core EPS growth (%)	184.2	159.6	68.4	26.3

Core P/E (x)	13.1	5.0	3.0	2.4
Dividend yield (%)	9.1	7.9	13.4	16.9
EV/EBITDA (x)	10.1	3.0	2.1	1.7
Price/book (x)	10.1	1.8	1.4	1.1
Net debt/Equity (%)	133.5	(39.1)	(16.6)	(11.3)
ROE (%)	72.2	63.9	52.7	52.7

Sources: Bloomberg; FSSIA estimates

NTF's IPO summary

รายละเอียด	
Pre-IPO shares	140.00 ล้านหุ้น
Share offering	60.00 ล้านหุ้น คิดเป็น 30.00% ของจำนวนหุ้นหลัง IPO
Use of proceeds	1) ใช้ในการลงทุนในเครื่องมือและอุปกรณ์การผลิต 2) ชำระคืนเงินกู้ยืมจากสถาบันการเงิน 3) สำรองไว้เป็นเงินทุนหมุนเวียน
Financial advisor	บริษัทหลักทรัพย์เคจีไอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
Lead Underwriter	บริษัทหลักทรัพย์เคจีไอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)

NOTE: FINANSIA SYRUS SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACT AS A CO-UNDERWRITER OF THE INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO) OF NTF INTERGROUP (THAILAND) PUBLIC COMPANY LIMITED

ALL RECIPIENTS HEREOF, TO THE EXTENT THAT THEY ARE CONSIDERING MAKING AN INVESTMENT IN UNITS OF NTF'S BUSINESS, SHOULD READ THE PROSPECTUS PREPARED BY KGI SECURITIES (THAILAND).



Jitra Amornthum

Fundamental Investment Analyst on Securities; License no. 014530
jitra.a@fssia.com, +66 2646 9966

สารบัญ

ลักษณะการประกอบธุรกิจ	3
โครงสร้างรายได้.....	5
อุตสาหกรรมและการแข่งขัน.....	7
ผลการดำเนินงานทางการเงิน.....	10
โครงสร้างเงินทุน	13
ประเด็นการลงทุน และคาดการณ์ผลประกอบการ	15
คาดการณ์กำไรปี 2025-2027 เติบโตสูงเฉลี่ย 31% CAGR	16
ประเมินมูลค่าเหมาะสม	18
โครงสร้างการถือหุ้น และนโยบายการจ่ายเงินปันผล	19
เป้าหมายการจัดการด้านความยั่งยืน	20
ปัจจัยความเสี่ยง.....	22

ลักษณะการประกอบธุรกิจ

บริษัท เอ็นทีเอฟ อินเตอร์กรุ๊ป (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) หรือ “NTF” ดำเนินธุรกิจส่งออกผลไม้สดและผลไม้แปรรูปคุณภาพพรีเมียมจากประเทศไทยไปยังตลาดต่างประเทศ โดยเฉพาะประเทศจีนซึ่งเป็นตลาดหลักที่มีศักยภาพการเติบโตสูง บริษัทก่อตั้งขึ้นเมื่อวันที่ 14 ก.ย. 2020 โดยคุณวิชัย ศิริมานะกุล ประธานเจ้าหน้าที่บริหาร และคุณอิตรา ภูววิเชียรฉาย ประธานเจ้าหน้าที่ฝ่ายปฏิบัติการ สองผู้บริหารที่มีประสบการณ์ยาวนานกว่า 10 ปีในอุตสาหกรรมผลไม้ไทยและความเข้าใจพฤติกรรมผู้บริโภคจีน จุดเริ่มต้นของ NTF มาจากความตั้งใจที่จะยกระดับผลไม้ไทยสู่ตลาดโลกด้วยมาตรฐานคุณภาพระดับพรีเมียม ภายใต้กระบวนการดำเนินงานที่โปร่งใส เป็นระบบ และมีประสิทธิภาพสูง

ในช่วงเริ่มต้น บริษัทมุ่งเน้นการส่งออกลำไยสด ไปยังมณฑลหูหนานของประเทศจีน โดยเฉพาะตลาดฉางซา ซึ่งเป็นศูนย์กลางกระจายสินค้าผลไม้ที่สำคัญของจีนตอนใต้ จากความสำเร็จในการส่งออกลำไยสด บริษัทได้ขยายสายผลิตภัณฑ์ไปสู่ทุเรียนสด ซึ่งเป็นผลไม้ไทยที่ได้รับความนิยมสูงสุดในตลาดจีน รวมถึงมะพร้าว และผลไม้อื่นๆ การขยายตลาดสู่การส่งออกทุเรียนเกรดพรีเมียม (Premium) ไปยังตลาดเจียงซี และตลาดกวางเจาซึ่งเป็นตลาดผลไม้ขนาดใหญ่ที่มีความต้องการผลไม้คุณภาพจากต่างประเทศในช่วงปี 2021-22 ได้สร้างการเติบโตแบบก้าวกระโดดให้กับบริษัท

NTF ให้ความสำคัญกับคุณภาพและความตรงต่อเวลาซึ่งเป็นหัวใจของธุรกิจ โดยพัฒนามาตรฐานคุณภาพภายในของตนเองในชื่อ “2Q2T Standard” ซึ่งหมายถึง Quality – Quantity – Time – Temperature เพื่อใช้เป็นกรอบควบคุมคุณภาพในทุกกระบวนการ ตั้งแต่การคัดเลือกแหล่งเพาะปลูก การเก็บเกี่ยว การคัดแยกและบรรจุผลไม้ ไปจนถึงการควบคุมอุณหภูมิระหว่างการขนส่ง เพื่อให้สินค้าถึงมือลูกค้าด้วยสภาพสมบูรณ์ที่สุด

NTF มีความเชี่ยวชาญด้านการจัดการห่วงโซ่อุปทาน (Supply Chain Management) แบบครบวงจร บริษัททำงานร่วมกับเครือข่ายโรงคัดบรรจุผลไม้ (ล้าง) ที่ได้รับการรับรองมาตรฐาน GMP (Good Manufacturing Practice) และ GAP (Good Agricultural Practice) จากกรมวิชาการเกษตร และหน่วยงานของจีน (GACC) โดยบริษัทมีทีมควบคุมคุณภาพ (QC) ลงพื้นที่ตรวจสอบกระบวนการผลิตและการบรรจุสินค้าอย่างใกล้ชิด เพื่อให้มั่นใจว่าผลไม้ทุกกล่องตรงตามมาตรฐานที่ลูกค้ากำหนด รวมถึงการส่งทดสอบตัวอย่างสินค้าในห้องแล็บที่ได้รับการรับรองมาตรฐานจากสำนักงานมาตรฐานสินค้าเกษตรและอาหารแห่งชาติ เพื่อยืนยันความปลอดภัยจากสารตกค้าง เช่น Basic Yellow 2 และ แคดเมียม ซึ่งเป็นเงื่อนไขสำคัญของการนำเข้าผลไม้ไทยไปยังประเทศจีน

ในด้านการจัดหาสินค้า บริษัทมีความสัมพันธ์ระยะยาวกับโรงคัดบรรจุผลไม้ชั้นนำทั่วประเทศ โดยเฉพาะในพื้นที่ที่เป็นแหล่งปลูกผลไม้คุณภาพ เช่น จันทบุรี ระยอง ตราด ชุมพร และราชบุรี ซึ่งเป็นภูมิภาคสำคัญสำหรับทุเรียน มะพร้าว และลำไย บริษัทใช้ระบบสัญญาซื้อขายแบบ Exclusive Contract เพื่อให้แน่ใจว่ามีปริมาณผลไม้เพียงพอต่อการส่งออกตามคำสั่งซื้อ และกำหนดเงื่อนไขด้านคุณภาพไว้อย่างชัดเจนในทุกสัญญา ซึ่งช่วยสร้างความมั่นใจให้ทั้งลูกค้าและลูกค้านปลายทาง

ในด้านการส่งออก นอกจาก NTF จะส่งออกผลไม้สดคัดเกรดพรีเมียมภายใต้แบรนด์ของลูกค้าพันธมิตรแล้ว บริษัทได้สร้างแบรนด์ของตนเองเพื่อใช้ในตลาดต่างประเทศ โดยแบรนด์แบ่งออกเป็น 2 ลักษณะ ได้แก่

- แรนด์ที่อยู่ภายใต้ลิขสิทธิ์ของบริษัททั้งในไทยและจีน เช่น MEILI (เหมยลี่) ซึ่งเป็นแบรนด์พรีเมียมที่เน้นทุเรียนคุณภาพสูง TAITINGHAO (ไทถึงหัว) และ MOMANTAI (โมมันไท) ที่สื่อถึงภาพลักษณ์ความเป็นผลไม้ไทยระดับพรีเมียมในสายตาผู้บริโภคจีน
- แรนด์ที่บริษัทได้ร่วมออกแบบกับลูกค้าจีนโดยใช้ระบบการถือครองลิขสิทธิ์ร่วมกัน เช่น JINYAN (จินเยียน) และ TAIJI (ไทจี)

ในปี 2024 บริษัทได้รับความไว้วางใจจากลูกค้าระดับโลกอย่าง Dole ซึ่งเป็นผู้จัดจำหน่ายผักและผลไม้รายใหญ่ของโลก ให้เป็นพันธมิตรในการจัดหาและส่งออกทุเรียนคัดเกรดพรีเมียมเข้าสู่ตลาดจีน ภายใต้แบรนด์ Dole เอง ถือเป็นการยืนยันศักยภาพของ NTF ในการยกระดับผลไม้ไทยให้ทัดเทียมมาตรฐานสากล

นอกจากการดำเนินงานเชิงพาณิชย์แล้ว บริษัทมีความมุ่งมั่นในการใช้เทคโนโลยีเพื่อพัฒนาคุณภาพและลดต้นทุน เช่น การลงทุนในเครื่องจักรอัตโนมัติสำหรับกระบวนการแปรรูปทุเรียน การคัดแยกน้ำหนัก และบรรจุสินค้า ซึ่งช่วยลดเวลาในการเตรียมสินค้าได้มากกว่า 50% และเพิ่มประสิทธิภาพการทำงานของโรงคัดบรรจุผลไม้คู่สัญญาในหลายภูมิภาค

ในเชิงกลยุทธ์ NTF มุ่งพัฒนาแบรนด์ให้เป็นที่รู้จักในตลาดโลก ควบคู่ไปกับการขยายฐานลูกค้าและตลาดใหม่ นอกจากตลาดจีนที่เป็นรายได้หลักแล้ว บริษัทได้เริ่มขยายตลาดไปยังฮ่องกงและสหรัฐอเมริกาในปี 2025 ซึ่งมีแนวโน้มความต้องการสินค้าผลไม้เพื่อสุขภาพเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง

Exhibit 1: NTF's exported fruits



Source: NTF's filing

Exhibit 2: NTF’s key milestones

Year	NTF’s key milestones
2020	NTF ถูกจัดตั้งขึ้นเมื่อวันที่ 14 ก.ย. 2020 ด้วยทุนจดทะเบียน 5.0 ล้านบาท เพื่อประกอบธุรกิจผลิตและส่งออกผลไม้ โดยเริ่มจากส่งออกลำไยสดไปยังตลาดฉางซา ประเทศจีน
2021	เพิ่มทุนเป็น 10.0 ล้านบาท และเริ่มส่งออกทุเรียนสดไปยังตลาดเจียซิงและกวางเจา
2022	เพิ่มทุนเป็น 40.0 ล้านบาท และย้ายสำนักงานใหญ่ไปยังโครงการ True Digital Park เพื่อรองรับการขยายธุรกิจ
2023	เพิ่มทุนเป็น 70.0 ล้านบาท จดทะเบียนเครื่องหมายการค้าในไทยและจีน และจัดทำมาตรฐาน 2Q2T (NTF Standard) เพื่อควบคุมคุณภาพสินค้า
	จ่ายเงินปันผล 12.0 ล้านบาท
2024	ปรับกลยุทธ์การสร้างแบรนด์และการส่งออกเป็นหลัก
	เริ่มส่งออกผลไม้ชนิดใหม่ ได้แก่ มะพร้าวและชมพู
	จ่ายเงินปันผลรวม 76.5 ล้านบาท
2025	แปรสภาพเป็นบริษัทมหาชน และเพิ่มทุนจดทะเบียนเป็น 100.0 ล้านบาท
	เริ่มส่งออกทุเรียนแกะเนื้อ
	ขยายตลาดไปยังฮ่องกงและสหรัฐอเมริกา
	ลงทุนในเครื่องจักรคัดแยกอัตโนมัติ และย้ายสำนักงานใหญ่ไปยังอาคารวัน แบงค็อก ทาวเวอร์ 4
	จ่ายเงินปันผล 167.5 ล้านบาท

Sources: NTF’s filing, FSSIA’s compilation

โครงสร้างรายได้

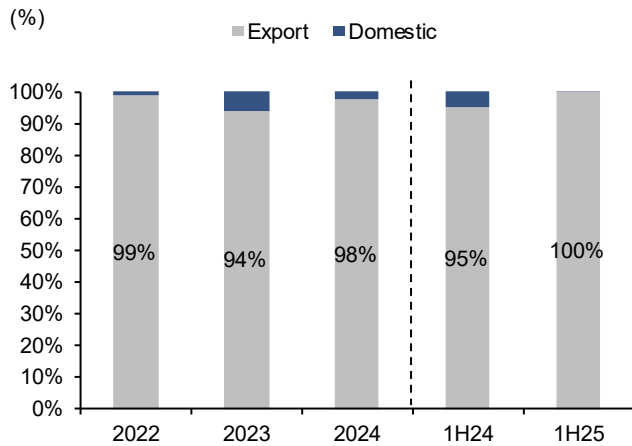
รายได้ของบริษัทมาจากการจำหน่ายผลไม้สดคัดเกรดพรีเมียมทั้งในประเทศและต่างประเทศ โดยรายได้จากการส่งออกเป็นหลักกว่า 94% ของรายได้รวมตลอด 3 ปีที่ผ่านมา (ปี 2022-24) งวด 1H25 รายได้จากการส่งออกเท่ากับ 99% ของรายได้รวม โดยในช่วงปี 2022-24 รายได้จากการส่งออกทั้งหมดมาจากประเทศจีน โดยเป็นการขายให้ลูกค้าจำนวนเพียงประมาณ 15 ราย (โดยที่ 4 รายแรกมีสัดส่วน 74% ของรายได้รวมในปี 2024 และมีสัดส่วน 65% ในงวด 1H25) ส่วนในงวด 1H25 บริษัทเริ่มมีรายได้จากการส่งออกไปยังสหรัฐ 0.2% ของรายได้รวม

ผลิตภัณฑ์หลักที่จำหน่าย คือ ทุเรียนสด ลำไย มะพร้าว และผลไม้อื่นๆ โดยมีทุเรียนเป็นแหล่งรายได้หลักกว่า 80% ตั้งแต่ปี 2023 ถึง 1H25 ทุเรียนที่บริษัทส่งออกเกือบทั้งหมดเป็นทุเรียนสด มีทุเรียนแช่แข็ง/แกะเนื้อเป็นส่วนน้อย โดยทุเรียนสดที่บริษัทส่งออกส่วนใหญ่เป็นทุเรียนสายพันธุ์หมอนทอง มาจากแหล่งปลูกที่มีคุณภาพในจังหวัดต่างๆ ทั่วประเทศ ได้แก่ จันทบุรี ระยอง ตราด ศรีสะเกษ บุรีรัมย์ อุบลราชธานี กาญจนบุรี พิจิตร อุตรดิตถ์แพร่ สุโขทัย นครศรีธรรมราช สุราษฎร์ธานี ระนอง และชุมพร ตามมาตรฐานที่ NTF กำหนดคือมีความหอม รสชาติหวาน รูปทรงกลมสวย มีหนามสมบูรณ์ ไม่มีตำหนิ มีขนาดต่อผลตั้งแต่ 1.2-5.5 กิโลกรัม

สำหรับลำไยสดซึ่งมีสัดส่วน 32% ของรายได้ในปี 2022 แต่สัดส่วนลดลงต่อเนื่องโดยในปี 2024 ถึง 1H25 มีสัดส่วน 5% และ 1% ตามลำดับ ลำไยส่งออกของบริษัทเป็นสายพันธุ์อู๊ดอ จากจังหวัดจันทบุรีและลำพูน มีขนาดเส้นผ่าศูนย์กลางตั้งแต่ 25 มิลลิเมตร ถึง 31 มิลลิเมตรขึ้นไป

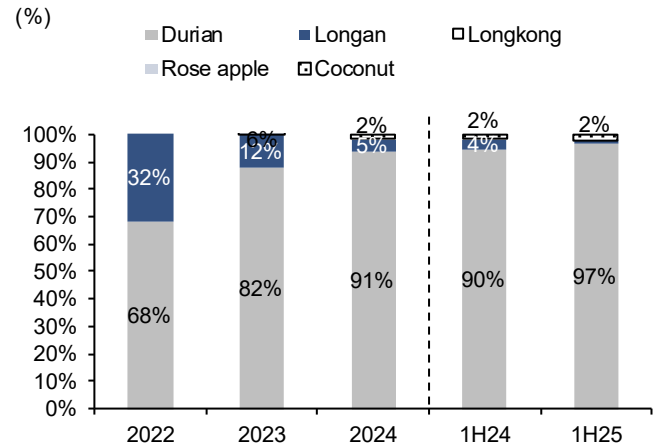
มะพร้าว บริษัทเริ่มส่งออกในปี 2024 มีสัดส่วนประมาณ 2% ของรายได้ในปี 2024 ถึง 1H25 มะพร้าวที่บริษัทส่งออกเป็นมะพร้าวน้ำหอมแบบควั่น มาจากจังหวัดราชบุรี รูปทรงที่เป็นที่นิยมของลูกค้าคือควั่นขาว ทั้งลูกมะพร้าว มีขนาดตั้งแต่ S ถึง XL โดยมีน้ำหนัก 750 กรัม ถึง 1.3 กิโลกรัม ต่อ 1 กล่อ่ง (9 ลูก)

Exhibit 3: Sales revenue by markets



Sources: NTF's filing, FSSIA's compilation

Exhibit 4: Sales revenue by fruit type



Sources: NTF's filing, FSSIA's compilation

ลูกค้าหลักของ NTF คือผู้ค้าส่งผลไม้ในประเทศจีน โดยบริษัทส่งออกให้ลูกค้าในเมืองเซี่ยงไฮ้ กวางโจว และเจิ้งโจว ซึ่งเป็นศูนย์กลางตลาดผลไม้ที่สำคัญของจีน โดยตลาดเซี่ยงไฮ้ที่ NTF ไปขายเป็นตลาดเจีย ซึ่งเป็นตลาดผลไม้ใหญ่อันดับต้นๆ ของจีน ฝั่งตะวันออก ส่วนกวางโจวมียตลาดเจียงหนานเป็นศูนย์กลางการค้าผลไม้ใหญ่ โดยเฉพาะผลไม้จากอาเซียน ซึ่งกว่า 60% นำเข้าจากประเทศไทย ส่วนเจิ้งโจวเป็นอีกเมืองที่มีความสำคัญในการกระจายสินค้าผลไม้ไปยังภูมิภาคอื่นๆ ของจีน

NTF กำหนดราคาขายแบบ Cost plus สำหรับผลไม้แต่ละชนิดอย่างชัดเจน ทำให้อัตรากำไรขั้นต้นค่อนข้างสม่ำเสมอ และไม่มียกเว้นนโยบายเก็บสต็อกสินค้า หลังจากที่ได้รับคำสั่งซื้อจากลูกค้าแล้ว บริษัทก็จะสั่งซื้อสินค้าจากแหล่งตามจำนวนที่ลูกค้าต้องการและชำระเงินค่าสินค้าล่วงหน้า

อุตสาหกรรมและการแข่งขัน

อุตสาหกรรมผลไม้สดของประเทศไทยยังคงเป็นหนึ่งในภาคการเกษตรที่มีศักยภาพสูงและมีบทบาทสำคัญต่อเศรษฐกิจไทย โดยเฉพาะในด้านการส่งออก เนื่องจากประเทศไทยมีจุดแข็งด้านภูมิอากาศที่เหมาะสมต่อการเพาะปลูกผลไม้เขตร้อน มีชื่อเสียงด้านคุณภาพสินค้าในตลาดโลก และมีรสชาติเป็นเอกลักษณ์ ปัจจุบันประเทศไทยเป็นผู้ส่งออกผลไม้สดรายใหญ่ของโลก โดยมีประเทศจีนเป็นตลาดหลักนับตั้งแต่ปี 2003 ที่จีนและไทยยกเลิกภาษีนำเข้าภายใต้ความตกลงการค้าเสรีอาเซียน-จีน ส่งผลให้การส่งออกผลไม้ไทยไปจีนขยายตัวอย่างรวดเร็ว และยังมีแนวโน้มขยายตัวต่อเนื่องจากการเติบโตของชนชั้นกลางในจีนที่มีกำลังซื้อสูงและนิยมบริโภคผลไม้พรีเมียมเพื่อสุขภาพ ปัจจุบันตลาดจีนคิดเป็นกว่า 70-80% ของมูลค่าการส่งออกผลไม้ทั้งหมดของไทย

ผลไม้เป็นสินค้าเกษตรส่งออกอันดับ 1 ของไทย แซงหน้าข้าวและยางพาราตั้งแต่ปี 2020 จนถึงปัจจุบัน (8M25) ในช่วง 4 ปีที่ผ่านมา นับตั้งแต่หลังโควิด-19 มูลค่าการส่งออกผลไม้ทั้งแบบสด แช่เย็น แช่แข็ง และแห้ง เติบโตเฉลี่ย 12% CAGR จาก USD4.1 พันล้านในปี 2020 เป็น USD6.5 พันล้านในปี 2024 คิดเป็นสัดส่วนเฉลี่ย 23% ของมูลค่าการส่งออกสินค้าเกษตรทั้งหมดของไทย สำหรับงวด 8M25 มูลค่าการส่งออกผลไม้สด แช่เย็น แช่แข็ง และแห้ง ยังขยายตัวได้ 10% y-y แต่การเติบโตชะลอกว่าในอดีต ตามการชะลอตัวของภาวะเศรษฐกิจโลก สงครามการค้า การแข่งขันที่สูงขึ้นโดยเฉพาะจากเวียดนามและมาเลเซีย สภาพอากาศที่แปรปรวน และต้นทุนการผลิตที่สูงขึ้น

ในกลุ่มผลไม้สด แช่เย็น แช่แข็ง และแห้งทั้งหมด “ทุเรียน” เป็นผลไม้ส่งออกที่มีมูลค่าสูงสุดอันดับ 1 ติดต่อกันหลายปี สร้างรายได้เข้าประเทศสูงถึงปีละประมาณ 1.1—1.4 แสนล้านบาท ในปี 2024 ทุเรียนมีมูลค่าการส่งออก USD3.8 พันล้าน ลดลง 9% y-y เนื่องจากผลผลิตออกมาน้อยเพราะสภาพอากาศที่ร้อนแล้ง รวมถึงการแข่งขันที่สูงขึ้นโดยเฉพาะจากเวียดนาม แต่มูลค่าการส่งออกทุเรียนยังคิดเป็นสัดส่วนถึง 58% ของมูลค่าการส่งออกผลไม้สด แช่เย็น แช่แข็ง และแห้งทั้งหมด และในงวด 8M25 การส่งออกทุเรียนมีมูลค่าเพิ่มขึ้นเป็น USD3.6 พันล้าน ครองสัดส่วนเพิ่มขึ้นเป็น 65%

ทุเรียนเป็นสินค้าที่พึ่งพาตลาดส่งออกประมาณ 75% และบริโภคในประเทศ 25% ของปริมาณผลผลิตทั้งหมด โดยมีจีนเป็นตลาดหลัก มีสัดส่วนกว่า 90% ของมูลค่าการส่งออกทุเรียนทั้งหมด ประเทศไทยขยายพื้นที่เพาะปลูกทุเรียนเพิ่มขึ้นต่อเนื่องตามความต้องการของตลาด ปัจจุบันการปลูกทุเรียนสามารถให้ผลผลิตได้ตลอดทั้งปีและสามารถปลูกได้ทั่วทุกภาค โดยฤดูที่ให้ผลผลิตมากที่สุด อยู่ในช่วงเดือน เม.ย.-ก.ย. โดยภาคตะวันออกและภาคใต้ยังคงเป็นพื้นที่ที่เหมาะสมที่สุดเนื่องจากความชื้นสูง

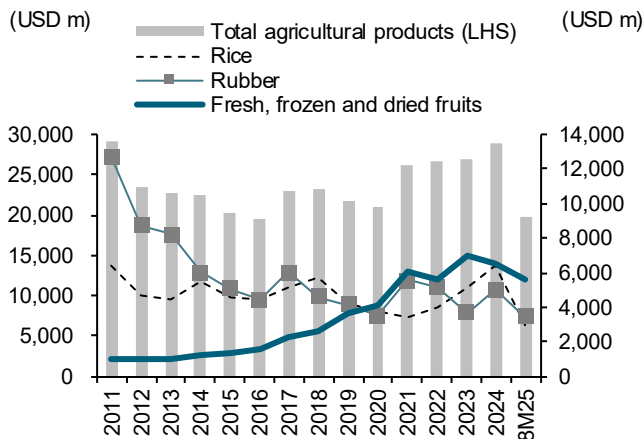
อย่างไรก็ตาม การแข่งขันของทุเรียนในตลาดจีนมีความรุนแรงอย่างต่อเนื่องจากคู่แข่งที่เพิ่มขึ้น จีนอนุญาตให้นำเข้าทุเรียนจากไทยอย่างเป็นทางการตั้งแต่ปี 2003 แต่ในช่วงไม่กี่ปีที่ผ่านมา จีนอนุญาตให้นำเข้าทุเรียนสดจากเวียดนาม (ได้ใบอนุญาต ก.ค. 2022) ฟิลิปปินส์ (ม.ค. 2023) มาเลเซีย (ก.ค. 2023) และกัมพูชา (เม.ย. 2025) โดยเวียดนามเป็นประเทศที่ส่งออกทุเรียนสดไปยังจีนมากเป็นอันดับ 2 รองจากไทย นอกจากนี้ ประเทศจีนเองมีความพยายามปลูกทุเรียนและประสบความสำเร็จจนมีผลผลิตในมณฑลไห่หนาน แม้ว่ายังต้องพัฒนาคุณภาพต่อไปเพราะสภาพภูมิอากาศที่ไม่เหมาะสมต่อการปลูกทุเรียนซึ่งเป็นผลไม้เมืองร้อน แต่หากจีนประสบความสำเร็จในการพัฒนาคุณภาพทุเรียน ทุเรียนไทยอาจเผชิญกับความท้าทายครั้งสำคัญในอนาคต

นอกจากนี้ ยังมีกฎระเบียบการนำเข้าผลไม้ที่จีนเข้มงวดมากขึ้น หากเกิดปัญหาเกี่ยวกับการส่งออก อาจทำให้ทุเรียนในประเทศล้นตลาดและส่งผลต่อราคาทุเรียนในประเทศ กระทรวงพาณิชย์จึงให้ความสำคัญกับการดูแลตลาดเพราะทุเรียนเป็นสินค้าเกษตรที่สำคัญ และกระทรวงเกษตรและสหกรณ์มีบทบาทในการช่วยพัฒนาเกษตรกร กระบวนการผลิต มาตรฐานสินค้าตั้งแต่สวน โรงคัดบรรจุ ตลอดจนห่วงโซ่อุปทาน

“ลำไย” เป็นผลไม้ส่งออกที่มีมูลค่าเป็นอันดับ 2 รองจากทุเรียน แต่มูลค่าการส่งออกน้อยกว่าทุเรียนหลายเท่า ลำไยทั้งแบบสดและอบแห้งสร้างรายได้เข้าประเทศปีละประมาณ 2.5-2.8 หมื่นล้านบาท กว่าครึ่งหนึ่งของการผลิตลำไยในประเทศ ถูกส่งออกไปยังต่างประเทศ เช่น จีน ฮองกง อินโดนีเซีย มาเลเซีย เป็นต้น ลำไยเป็นผลไม้อีกชนิดหนึ่งชาวจีนนิยมบริโภคทั้งลำไยสดและลำไยอบแห้ง ประเทศไทยครองส่วนแบ่งการนำเข้าลำไยของจีนมากกว่า 95% ในปี 2024 มูลค่าการส่งออกลำไยของไทยเพิ่มขึ้น 20.5% y-y เป็น USD571.2 ล้าน แต่ในช่วง 8M25 การส่งออกลำไยมีมูลค่าลดลงเหลือเพียง USD289.4 ล้าน จากราคาลำไยที่ปรับลดต่ำที่สุดในรอบกว่า 10 ปีเนื่องจากผลผลิตที่เพิ่มสูงขึ้นโดยเฉพาะจากภาคเหนือซึ่งเป็นแหล่งเพาะปลูกหลัก

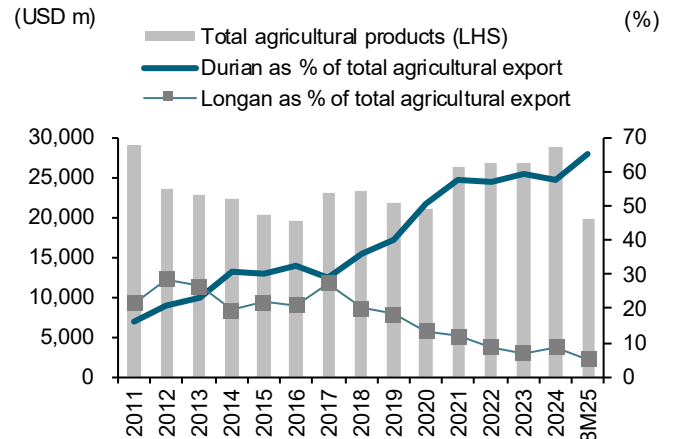
“มะพร้าวน้ำหอม” เป็นสินค้าดาวรุ่งของกลุ่มผลไม้ไทย ปริมาณการส่งออกเติบโตเฉลี่ยปีละกว่า 50% ในช่วงปี 2018-24 จากความนิยมของผู้บริโภคชาวจีนและชาวต่างชาติอื่นที่มองหาผลิตภัณฑ์ธรรมชาติและเครื่องดื่มเพื่อสุขภาพ โดยประเทศไทยเป็นผู้ส่งออกมะพร้าวรายใหญ่ที่สุดในโลก ครองตลาดจีนกว่า 80% ของการนำเข้ามะพร้าวผลปอกเปลือกทั้งหมด

Exhibit 5: Value of agricultural exports by product group



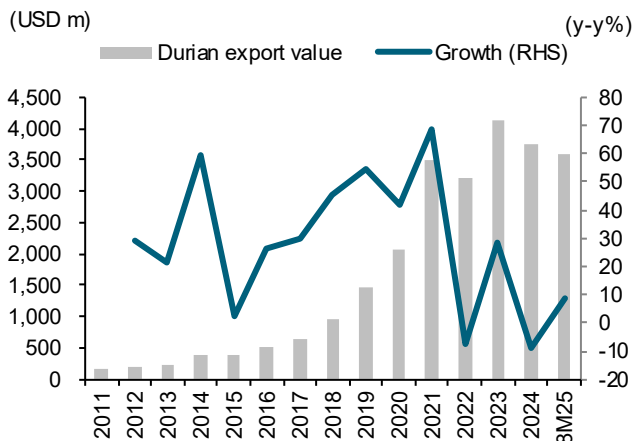
Sources: Ministry of Commerce, Bank of Thailand, FSSIA's compilation

Exhibit 6: Thailand's fresh durian and longan exports



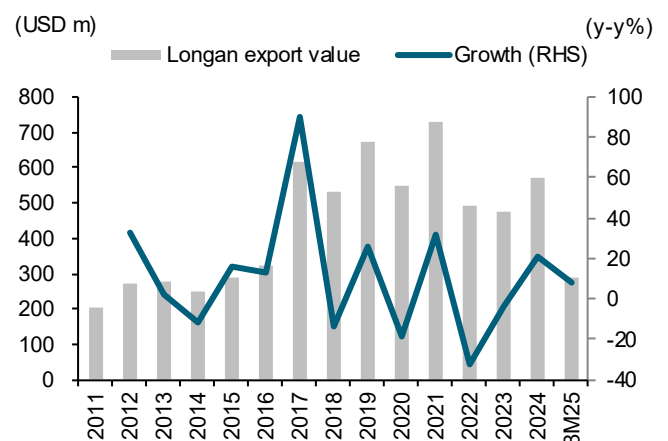
Sources: Ministry of Commerce, Bank of Thailand, FSSIA's compilation

Exhibit 7: Thailand's durian export value and growth



Sources: Ministry of Commerce, Bank of Thailand, FSSIA's compilation

Exhibit 8: Thailand's longan export value



Sources: Ministry of Commerce, Bank of Thailand, FSSIA's compilation

สรุป สินค้าเกษตรของไทยโดยเฉพาะผลไม้ยังมีโอกาสในตลาดโลก โดยเฉพาะทุเรียนสดที่มีความต้องการเพิ่มขึ้นอย่างแข็งแกร่งในตลาดจีน การขยายฐานของชาวจีนบางส่วนขึ้นเป็นชนชั้นกลาง การขยายความเจริญสู่เมืองรอง การเติบโตของช่องทางการค้าปลีกแบบดั้งเดิมเป็น Online platform ล้วนเป็นปัจจัยที่ส่งผลให้ผู้บริโภคชาวจีนจำนวนมากปรับเปลี่ยนพฤติกรรมการใช้จ่าย มีความเต็มใจที่จะจ่ายในราคาสูงขึ้นเพื่อผลไม้คุณภาพสูง

อย่างไรก็ตาม ในเชิงการแข่งขัน เนื่องจากจีนเป็นตลาดหลักของผลไม้ไทยและเป็นตลาดนำเข้าผลไม้ที่ใหญ่ที่สุดในโลก การแข่งขันในตลาดจีนจึงสูงมากทั้งจากผู้ส่งออกผลไม้ในไทยเอง และจากต่างประเทศ เช่น เวียดนาม มาเลเซีย ฟิลิปปินส์ และอินเดีย ตลอดจนกระแสการไหลเข้ามาลงทุนของกลุ่มทุนจีนในหลายอุตสาหกรรมในไทย แม้ว่าผลไม้ไทยยังคงครองความได้เปรียบจากรสชาติที่เป็นที่นิยมและสายพันธุ์ที่หลากหลาย แต่ยังคงมีความจำเป็นในการเร่งขยายตลาด แสวงหาตลาดใหม่ๆ พัฒนาผลผลิต ปรับปรุงกระบวนการผลิต และสร้างแบรนด์ให้เป็นที่จดจำ

ผลการดำเนินงานทางการเงิน

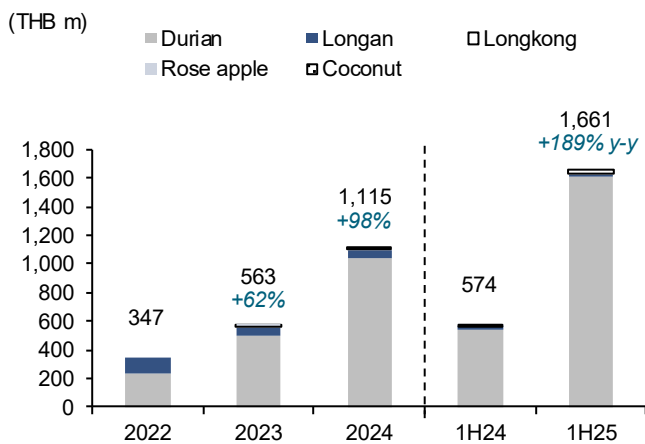
NTF ดำเนินธุรกิจจำหน่ายผลไม้สดและผลไม้แช่แข็งทั้งในและต่างประเทศ โดยสินค้าหลักคือ ทุเรียน ลำไย และมะพร้าวน้ำหอม ซึ่งเป็นสินค้าส่งออกที่ได้รับความนิยมสูงในตลาดจีน สินค้าส่วนใหญ่จัดจำหน่ายภายใต้แบรนด์ของบริษัท เช่น Meili, Taithinghao, Momantai, และ Mini บริษัทมีรายได้หลักจากการส่งออก และการส่งออกทั้งหมดเป็นการส่งออกไปยังประเทศจีน คิดเป็นกว่า 97% ของรายได้จากการขายตลอดช่วงปี 2022–24 ส่วนการขายในประเทศเป็นการขายทุเรียนแช่แข็งให้ผู้ประกอบการในประเทศ ในช่วง 1H25 บริษัทเริ่มทดลองส่งออกทุเรียนแกะเนื้อไปยังสหรัฐเพื่อกระจายความเสี่ยงจากการพึ่งพาดตลาดจีนเพียงแห่งเดียว ทั้งนี้ การส่งออกผลไม้ไปยังประเทศจีนทั้งหมดเป็นการขายในรูปแบบเงินสดยกเว้น ส่วนการส่งออกผลไม้ไปยังสหรัฐ อยู่ในรูปเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐ บริษัทบริหารความเสี่ยงผ่านสัญญา Forward Contract เพื่อให้ผลกระทบจากอัตราแลกเปลี่ยนอยู่ในระดับจำกัด

ในช่วงกว่า 3 ปีที่ผ่านมา รายได้จากการขายของ NTF เติบโตอย่างรวดเร็วจาก 347.7 ล้านบาทในปี 2022 เป็น 1,114.7 ล้านบาทในปี 2024 คิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ย 79% CAGR (ปี 2022-24) และในช่วง 1H25 ยังเพิ่มขึ้นอีก 189% y-y เป็น 1,661.0 ล้านบาท สูงกว่าทั้งปี 2024 การเติบโตทั้งหมดมาจากทุเรียน

โดยรายได้จากการขายทุเรียนเกรดพรีเมียมทั้งแบบสด แช่แข็ง และแกะเนื้อ มีอัตราการเติบโตเฉลี่ย 110% CAGR ในช่วงปี 2022-24 จาก 237.0 ล้านบาทในปี 2022 เป็น 1,045.8 ล้านบาทในปี 2024 และในช่วง 1H25 รายได้จากการขายทุเรียนเพิ่มขึ้น 196% y-y เป็น 1,607.3 ล้านบาท คิดเป็น 97% ของรายได้จากการขายรวม

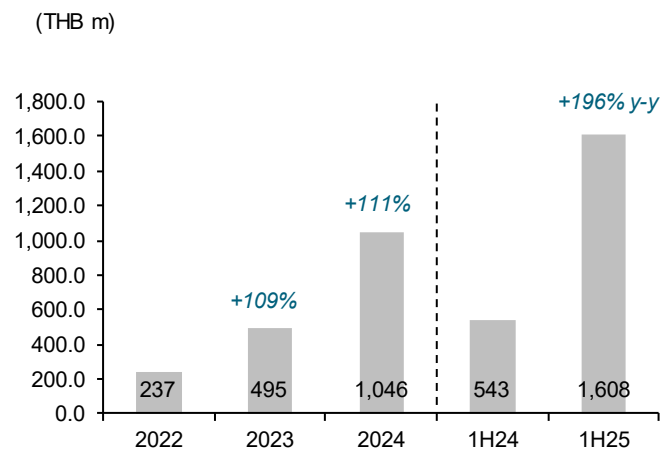
รายได้รองลงมาคือลำไย แต่รายได้จากการขายลำไยลดลงอย่างต่อเนื่องจาก 109.7 ล้านบาทในปี 2022 เหลือ 50.9 ล้านบาทในปี 2024 และในช่วง 1H25 ยังคงหดตัว 21% y-y เหลือเพียง 16.6 ล้านบาท เนื่องจากความต้องการทุเรียนสดจากจีนเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ บริษัทได้จัดสรรกำลังการผลิตโดยเน้นทุเรียนเป็นหลัก สำหรับมะพร้าวน้ำหอม บริษัทเริ่มมีรายได้จากการขายมะพร้าวน้ำหอมแบบควนในปี 2024 ตามคำสั่งซื้อของลูกค้าในประเทศจีน

Exhibit 9: Revenue structure



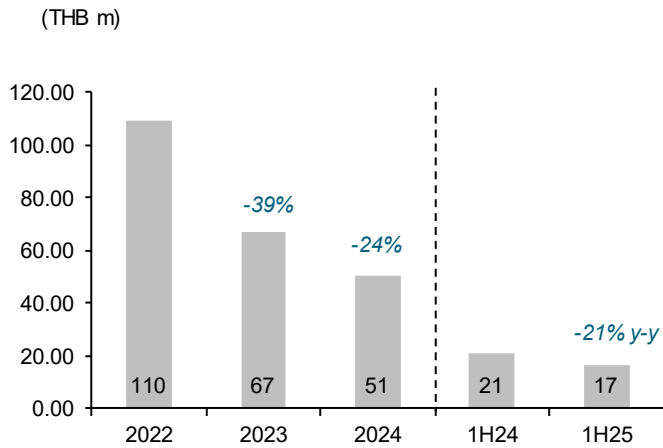
Sources: NTF's filing, FSSIA's compilation

Exhibit 10: Revenue from durian



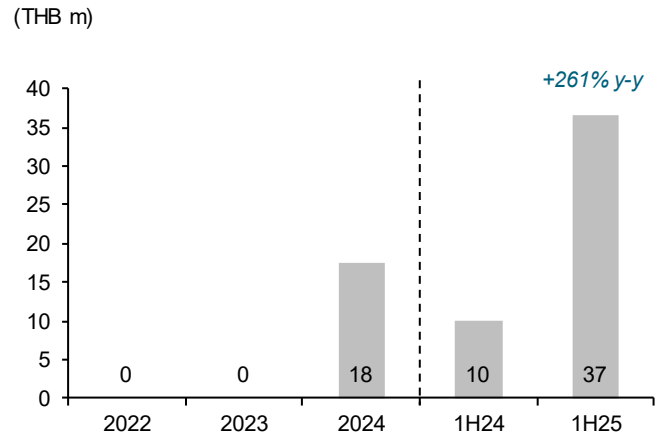
Sources: NTF's filing, FSSIA's compilation

Exhibit 11: Revenue from longan



Sources: NTF's filing, FSSIA's compilation

Exhibit 12: Revenue from coconut

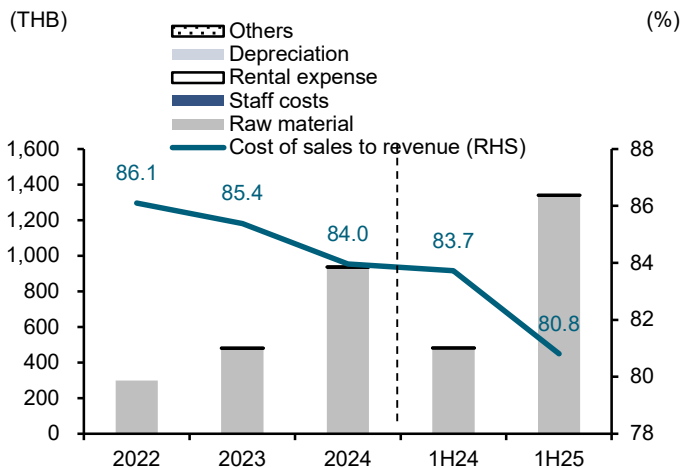


Sources: Name of source

ต้นทุนขายคิดเป็นประมาณ 81-86% ของรายได้ในช่วงปี 2022-1H25 โดยเกือบทั้งหมดเป็นต้นทุนผลไม้ และบรรจุภัณฑ์ ส่วนที่เหลือเป็นต้นทุนพนักงาน ค่าเช่า ค่าเสื่อมราคา การกำหนดราคาขายแบบ Cost plus โดยกำหนดอัตรากำไรขั้นต้นของผลไม้แต่ละชนิดอย่างชัดเจน ทำให้อัตรากำไรขั้นต้นค่อนข้างสม่ำเสมอในกรอบ 13.9%-16.0% แต่ในงวด 1H25 ที่อัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มสูงขึ้นไปถึง 19.2% เนื่องจากจากผลผลิตทุเรียนในประเทศที่เพิ่มขึ้นอย่างมาก ประกอบกับการเข้มงวดตรวจสอบสารเคมี เช่น สาร BY2 (Basic Yellow 2) และสารแคดเมียมของจีน ทำให้หลังจีนชะลอการรับซื้อ กดดันให้ราคาทุเรียนในประเทศตกต่ำลง แต่ราคาทุเรียนปลายทางลดลงช้ากว่า ทำให้ NTF มีอัตรากำไรขั้นต้นที่สูงขึ้น

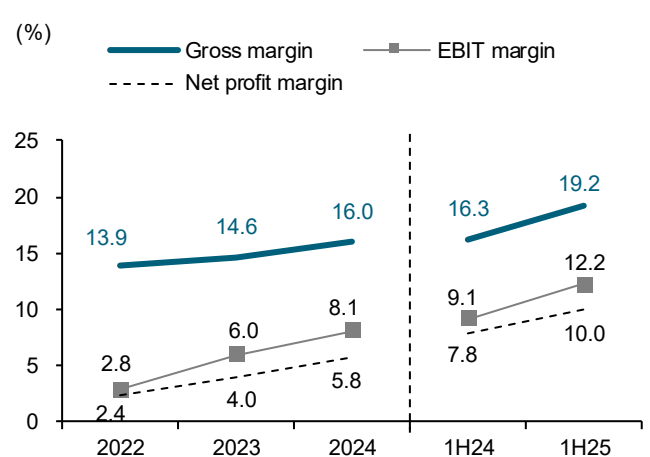
สำหรับค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารมีสัดส่วน 8.3%-11.9% ของรายได้จากการขายในช่วงปี 2022-24 ในงวด 1H25 แม้ว่าค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารจะเพิ่มก้าวกระโดด 166% y-y แต่สัดส่วนต่อรายได้ลดลงเป็น 7.0% เพราะรายได้เติบโตเร็วกว่ามาก ค่าใช้จ่ายส่วนใหญ่เป็นค่าขนส่งทางรถบรรทุก รองลงมาเป็นผลตอบแทนผู้บริหารและพนักงานซึ่งเพิ่มขึ้นตามการเพิ่มของจำนวนพนักงานและการปรับเพิ่มผลตอบแทน ตลอดจนค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับการเตรียมตัวเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

Exhibit 13: Cost of good sold



Sources: NTF's filing, FSSIA's compilation

Exhibit 14: Margins



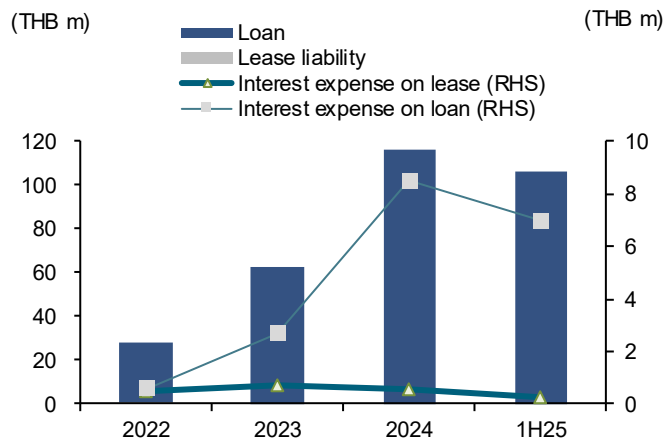
Sources: NTF's filing, FSSIA's compilation

ดอกเบี้ยจ่ายแม้จะเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วแต่มีสัดส่วนเพียง 1% ของต้นทุนและค่าใช้จ่ายรวมทั้งหมด ดอกเบี้ยจ่ายดังกล่าวเกิดจากเงินกู้ธนาคารซึ่งบริษัทกู้เงินระยะสั้นเป็นหลัก โดยเป็นสินเชื่อแพ็คเกจเพื่อจัดหาสินค้าส่งให้แก่ลูกค้าตามคำสั่งซื้อ บริษัทยังมีดอกเบี้ยที่เกิดจากสัญญาเช่าแต่ไม่มีนัยสำคัญต่อ ต้นทุนและค่าใช้จ่ายรวม ต้นทุนของเงินกู้ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมาอยู่ที่ระดับ 5%-6%

ในช่วงปี 2022-24 NTF มีกำไรสุทธิ 8.2 ล้านบาทในปี 2022 เพิ่มขึ้นเป็น 22.6 ล้านบาทในปี 2023 และเป็น 64.3 ล้านบาทในปี 2024 คิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ย 181% CAGR (ปี 2022-24) หากตัดผลกำไรขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน NFT จะมีกำไรปกติ 6.7 ล้านบาทในปี 2022 เพิ่มขึ้นเป็น 24.1 ล้านบาทในปี 2023 (+262% y-y) และเป็น 64.5 ล้านบาทในปี 2024 (+168% y-y) คิดเป็นอัตรากำไรปกติต่อรายได้ 1.9% 4.3% และ 5.8% ตามลำดับ

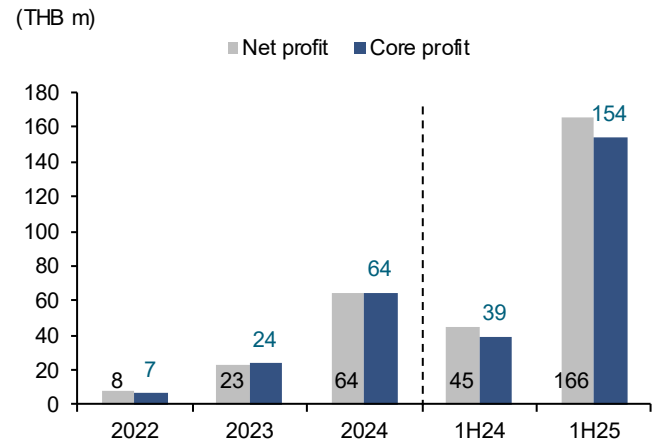
สำหรับงวด 1H25 กำไรสุทธิก้าวกระโดดเป็น 165.8 ล้านบาท (+268% y-y) หักผลกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน 11.6 ล้านบาท เป็นกำไรปกติ 154.2 ล้านบาท (+294% y-y) ตามรายได้ที่เติบโต 189% y-y และอัตรากำไรขั้นต้นที่เพิ่มขึ้นเป็น 19.2% จาก 16.3% ใน 1H24 คิดเป็นอัตรากำไรปกติต่อรายได้ 9.3%

Exhibit 15: Loan and interest expense



Sources: NTF's filing, FSSIA's compilation

Exhibit 16: Core profit and net profit



Sources: NTF's filing, FSSIA's compilation

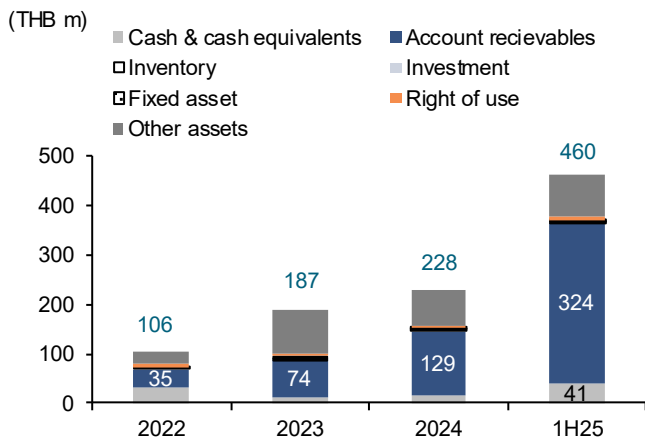
โครงสร้างเงินทุน

สินทรัพย์รวมของ NTF เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วในช่วงกว่า 3 ปีที่ผ่านมา จาก 106.2 ล้านบาทในปี 2022 เป็น 460.5 ล้านบาทในงวด 1H25 จากการเพิ่มขึ้นของลูกหนี้การค้าซึ่งมีส่วนต่อสินทรัพย์รวม 70% ในงวด 1H25 เพิ่มขึ้นจาก 33% ในปี 2022 โดยลูกหนี้การค้าเกือบทั้งหมดเป็นลูกหนี้ในประเทศจีน ซึ่งบริษัทให้ระยะเวลาในการชำระหนี้ (Credit term) ประมาณ 90 วัน แต่การเก็บหนี้จริงอยู่ที่ประมาณ 30-40 วัน สำหรับสินค้าคงคลัง มีจำนวนน้อยมากเนื่องจากบริษัทไม่มีนโยบายเก็บสต็อกสินค้า แต่จะสั่งซื้อผลไม้จากต่างประเทศเมื่อได้รับคำยืนยันการสั่งซื้อผลไม้จากลูกค้า

ในส่วนของหนี้สินรวม มีสัดส่วน 49-64% ของสินทรัพย์รวมในช่วงปี 2022-1H25 หนี้สินเกือบทั้งหมดเป็นเงินกู้ยืมจากสถาบันการเงิน และส่วนใหญ่เป็นเงินกู้ระยะสั้นสำหรับเป็นทุนหมุนเวียนในการจัดซื้อวัตถุดิบเพื่อดำเนินการส่งออก (Packing credit)

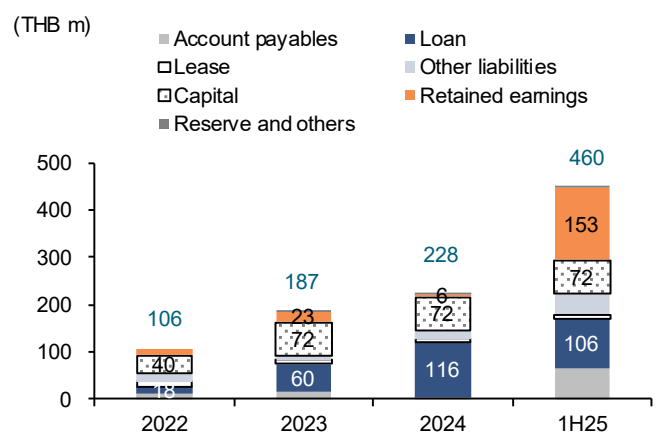
ส่วนของผู้ถือหุ้นในช่วงปี 2022-23 เพิ่มขึ้นจากการเพิ่มทุนและการเพิ่มขึ้นของกำไรสะสม แต่ส่วนของผู้ถือหุ้นหลังเดือน มิ.ย. 2025 ลดลงเป็น 81.1 ล้านบาทภายหลังการจ่ายเงินปันผล

Exhibit 17: Assets



Sources: WASH's filing, FSSIA's compilation

Exhibit 18: Liabilities and equities

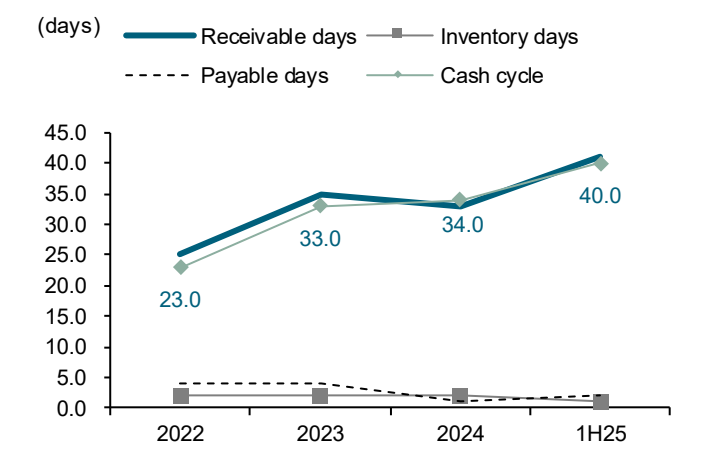


Sources: WASH's filing, FSSIA's compilation

อัตราส่วน D/E อยู่ในระดับ 1.0 เท่าตลอดช่วงปี 2022-1H25 ยกเว้นปี 2024 ที่ปรับขึ้นไปเป็น 1.7 เท่าชั่วคราวจากการเพิ่มขึ้นของเงินกู้ระยะสั้น อัตราส่วนความสามารถในการชำระหนี้ (DSCR: Debt Service Coverage Ratio) อยู่ในระดับต่ำกว่า 1.0 เท่าในช่วงปี 2022-24 จากเงินกู้ที่เพิ่มขึ้นเร็ว แต่อัตราส่วนดังกล่าวปรับขึ้นมาเป็น 2.3 เท่าในงวด 1H25 จาก EBITDA ที่เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ

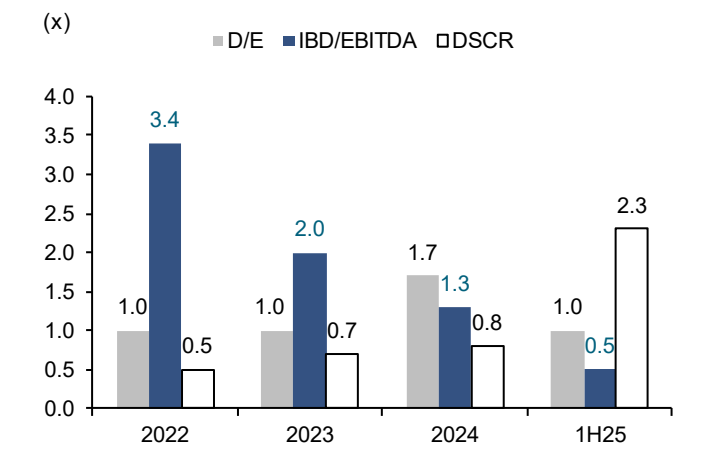
วงจรเงินสด (Cash cycle) ของ NTF อยู่ในกรอบประมาณ 1 เดือน โดยระยะเวลาในการเก็บหนี้ในช่วง 30-40 วัน น้อยกว่า Credit Term ที่บริษัทให้ที่ 90 วัน ส่วนระยะเวลาขายสินค้าค่อนข้างเร็ว 1-2 วัน เนื่องจากบริษัทไม่ได้เก็บสต็อกสินค้า หลังจากบริษัทสั่งซื้อสินค้าจากต่างประเทศผ่านขั้นตอนการตรวจสอบคุณภาพและบรรจุสินค้าแล้ว จะส่งออกทันที ระยะเวลาในการขนส่งต้องเร็วเพราะสินค้าเกือบทั้งหมดเป็นผลไม้สด ส่วนระยะเวลาในการชำระหนี้ค่อนข้างสั้นเช่นกัน 2-4 วัน เพราะเจ้าหนี้การค้ามีเพียงผู้ขายบรรจุภัณฑ์ ผู้ให้บริการขนส่ง เป็นต้น ในส่วนของค่าผลไม้สด หลังจากผลไม้ถูกนำเข้าตู้คอนเทนเนอร์แล้ว ก็จะแจ้งยอดหนี้ของสินค้าตัวนั้นๆ ซึ่ง NTF จะนำไปหักกลบกับเงินมัดจำค่าสินค้าล่วงหน้าที่ยังเรียกเก็บก่อนส่งสินค้า บริษัทจึงไม่มีเงินค้างชำระค่าผลไม้กับคลัง

Exhibit 19: Efficiency ratios



Sources: NTF's filing, FSSIA's compilation

Exhibit 20: Solvency ratios



Note: DSCR คำนวณจากหนี้ที่มีภาระดอกเบี้ยหารด้วย EBITDA
Sources: NTF's filing, FSSIA's compilation

ประเด็นการลงทุน และคาดการณ์ผลกระทบ

อยู่ในธุรกิจและตลาดที่มีศักยภาพในการเติบโต

NTF อยู่ในอุตสาหกรรมส่งออกผลไม้โดยเฉพาะทุเรียนซึ่งมีศักยภาพในการเติบโตสูง ด้วยแนวโน้มความต้องการผลไม้เพื่อสุขภาพที่เพิ่มขึ้นทั่วโลก โดยเฉพาะในตลาดจีนซึ่งถือได้ว่าเป็นผู้บริโภคหลักของทุเรียน และเป็นตลาดหลักของบริษัท โดยในปี 2024 จีนนำเข้าทุเรียนสด 1.6 ล้านตัน (+9.4% y-y) คิดเป็นมูลค่าสูงสุดเป็นประวัติการณ์ USD7.0 พันล้าน (+4.1% y-y) (ที่มา: Produce Report, 12 ก.พ. 2025) ขณะที่ NTF ส่งออกทุเรียนไปยังประเทศจีน 5,094 ตันในปี 2024 คิดเป็นส่วนแบ่งตลาดเพียง 0.3% ของตลาดนำเข้าทุเรียนในจีน

ความต้องการทุเรียนของชาวจีนยังมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นโดยเฉพาะในเมืองใหญ่และกลุ่มชนชั้นกลาง ในปี 2024 การบริโภคทุเรียนเฉลี่ยต่อหัวสำหรับชาวจีนอยู่ที่ 1 กิโลกรัมต่อปี ต่ำกว่ามาเลเซียที่บริโภคทุเรียน 12.6 กิโลกรัมต่อคนต่อปี ไทย 4.8 กิโลกรัมต่อคนต่อปี (ที่มา: Trademap 2021, Bangkok Post - Southeast Asian durian growers shrug off threat of Chinese competition)

แม้ทุเรียนไทยจะเผชิญกับการแข่งขันที่สูงขึ้นมาก แต่ในระยะ 2-3 ปีข้างหน้ายังไม่น่าเป็นห่วงนัก เพราะไทยยังมีข้อได้เปรียบในด้านปริมาณ คุณภาพ และรสชาติอันเป็นเอกลักษณ์ ซึ่งยังเอื้อต่อธุรกิจของ NTF ที่มีความชำนาญในผลไม้ทุเรียนและในตลาดจีน แต่ไทยไม่สามารถประมาทได้เพราะส่วนแบ่งตลาดของทุเรียนไทยแม้จะยังคงอันดับ 1 ของตลาดจีน แต่มีส่วนแบ่งลดลงตั้งแต่ปี 2024 ดังนั้น NTF จึงมีความท้าทายรออยู่ข้างหน้า ความพยายามลดการพึ่งพาผลไม้อื่นนอกจากทุเรียน ทำได้ยาก ส่วนความพยายามในการขยายตลาดไปยังประเทศอื่น บริษัทเพิ่งเริ่มต้น เราเชื่อว่ายังไม่มีนัยสำคัญต่อรายได้ในระยะ 5 ปีข้างหน้า

ทีมผู้บริหารมีประสบการณ์และความเชี่ยวชาญในธุรกิจ

คุณวิชัย ศิริมานะกุล ประธานเจ้าหน้าที่บริหาร และคุณอิศรา ภูววิเชียรฉาย ประธานเจ้าหน้าที่ฝ่ายปฏิบัติการ เป็นผู้ก่อตั้งบริษัทและเป็นผู้บริหารที่มีประสบการณ์ยาวนานกว่า 10 ปีในอุตสาหกรรมผลไม้ไทย มีความเข้าใจพฤติกรรมผู้บริโภคจีน นอกจากนี้ บริษัทยังมีทีมผู้บริหารที่มีความเชี่ยวชาญในสายงานต่างๆ และบริษัทยังมีระบบการควบคุมคุณภาพสินค้าในทุกขั้นตอน ตั้งแต่การคัดเลือกสวนผลไม้ที่ผ่านการรับรองมาตรฐาน GAP และโรงคัดบรรจุที่ได้รับการรับรอง GMP จนถึงการจัดส่งด้วยระบบควบคุมอุณหภูมิ (Cold Chain) ซึ่งเป็นสิ่งสำคัญในการรักษาความสดและคุณภาพสินค้า ผ่านการควบคุมภายในภายใต้ที่เรียกว่า "NTF Standard: 2Q2T" (Quality – Quantity – Time – Temperature)

สร้างโมเดลธุรกิจที่ยืดหยุ่น และบริหารห่วงโซ่อุปทานครบวงจร

NTF ดำเนินธุรกิจด้วยโมเดล "Asset-light" ไม่ได้ลงทุนในโรงคัดบรรจุ (ล้าง) ของตนเอง แต่สร้างพันธมิตรกับคลังที่มีมาตรฐานทั่วประเทศ ผ่านสัญญาแบบ Exclusive เป็นระยะเวลาอย่างน้อย 1 ปี ทำให้สามารถบริหารต้นทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพและเพิ่มขีดความสามารถในการขยายกำลังการผลิตได้อย่างเร็วตามความต้องการของตลาด และการที่บริษัทไม่ได้ลงทุนในสินทรัพย์ถาวรขนาดใหญ่ ทำให้มีค่าเสื่อมราคาต่ำ อัตรากำไรของ NTF จึงค่อนข้างสูงกว่าค่าเฉลี่ยของผู้ส่งออกผลไม้ด้วยกัน

นอกจากนี้ บริษัทมีการลงทุนในเครื่องจักรที่เคลื่อนย้ายได้ เช่น เครื่องจักรคัดแยกและบรรจุผลไม้อัตโนมัติ ซึ่งช่วยลดระยะเวลาการเตรียมสินค้ากว่า 50% และคงคุณภาพสินค้าได้ดียิ่งขึ้น และมีแผนร่วมมือกับโรงคัดบรรจุผลไม้ในเวียดนาม เพื่อขยายแหล่งวัตถุดิบและเพิ่มความสามารถในการจัดหาสินค้าตลอดทั้งปี

สร้างแบรนด์เพื่อความแตกต่าง

NTF มุ่งมั่นในการสร้างแบรนด์เพื่อสร้างความแตกต่างจากผู้เล่นรายอื่นในตลาดผลไม้ทั่วไป และเพื่อให้สะท้อนถึงมาตรฐานพรีเมียมของบริษัท โดยมีการออกแบบแบรนด์และบรรจุภัณฑ์ร่วมกับลูกค้าเพื่อให้โลโก้ สี ภาพลักษณ์ของแบรนด์ตรงกับค่านิยมของลูกค้าในแต่ละพื้นที่ เพื่อสร้างการรับรู้ในเชิงบวกและเพิ่มมูลค่าของสินค้า เช่น แบรนด์ MEILI (เหมยลี่) TAITINGHAO (ไท่ ถึง ห่าว) และ LIUMEIMEI (หลิวเมย์เมย์) เจาะกลุ่มลูกค้าในตลาดเจียงหนานและกวางโจว ส่วนแบรนด์ JINYAN (จินเยี่ยน) TAIJI (ไท่จี) DOLE (โดล) และ RUNKONG (รุ่งคง) เจาะกลุ่มลูกค้าในตลาดเจียงชิ่งและเซี่ยงไฮ้ เป็นต้น

คาดการณ์กำไรปี 2025-27 เติบโตสูงเฉลี่ย 99% CAGR

บริษัทจะนำเงินส่วนหนึ่งจาก IPO ในครั้งนี้เข้ามาซื้อเครื่องจักรเป่าแห้งทุเรียน อุปกรณ์คัดแยกน้ำหนักและบรรจุสินค้า บริษัทตั้งเป้าลดระยะเวลาในการเตรียมสินค้าให้เหลือสูงสุดเพียง 4 ชั่วโมง จากปัจจุบันที่ใช้เวลาประมาณ 24-48 ชั่วโมงตั้งแต่การเป่าแห้ง ชุบน้ำยาป้องกันเชื้อรา เป่าแห้งอีกครั้ง และคัดแยกขนาดเพื่อบรรจุสินค้าลงกล่อง ทำให้ต้นทุนบรรจุสินค้าได้เพิ่มขึ้น และด้วยเงินทุนที่เพิ่มขึ้น บริษัทมีโอกาสเพิ่มจำนวนคลังเพื่อจัดหาผลไม้เพิ่ม

เงินสดเป็นหนึ่งในปัจจัยสำคัญของ NTF เนื่องจากบริษัทต้องชำระเงินค่ามัดจำค่าผลไม่ให้แก่ผู้ตั้งแต่นั้นฤดูกาล และทยอยชำระค่าผลไม่เป็นระยะจนกว่าจะได้รับสินค้าเมื่อจบฤดูกาล (ปิดตู้คอนเทนเนอร์พร้อมส่ง) วงจรเงินสดของบริษัทปัจจุบันอยู่ที่ 40 วัน ใน 1 ปีหมุนได้ประมาณ 9 รอบ เราคาดว่า NTF จะสามารถสร้างการเติบโตที่สูงได้อีกอย่างน้อย 2 ปีหลังจากได้รับเงินจาก IPO เราจึงคาดการณ์ได้ปี 2025-26 เติบโตสูง 160% y-y และ 53% y-y ตามลำดับ แต่คาดโตคาดชะลอในปี 2027 เป็น 28% y-y เช่นเดียวกับกำไรปกติที่คาดโตก้าวกระโดด 270% y-y และ 68% y-y ในปี 2025-26 ก่อนจะชะลอเป็น +26% y-y ในปี 2027 บนสมมติฐานดังนี้

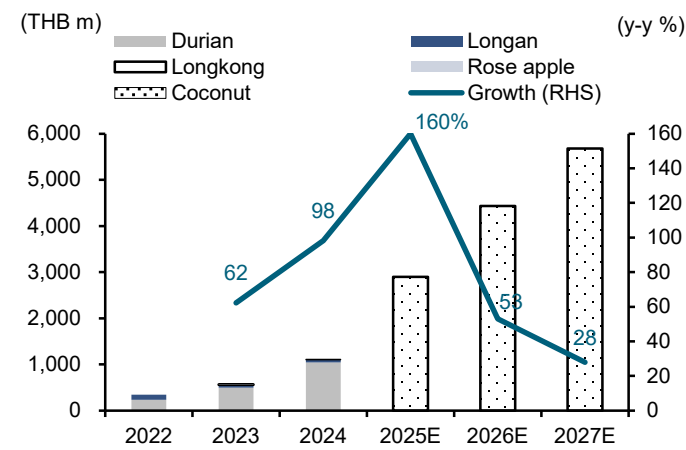
- บริษัทตั้งเป้ารายได้ในปี 2025 ไม่ต่ำกว่า 2,900 ล้านบาท โดยใน 1H25 สร้างรายได้แล้ว 1,661 ล้านบาท (+189% y-y) เท่ากับใน 2H25 ต้องมีรายได้ไม่ต่ำกว่า 1.2 พันล้านบาท คิดเป็นสัดส่วนรายได้ 1H : 2H เท่ากับ 57 : 43 ไกลเคียงปี 2024 ที่มีสัดส่วนรายได้ 52 : 48 เราจึงเชื่อว่ามีความเป็นไปได้ท่ามกลางความต้องการทุเรียนของชาวจีนที่มีสูง
- เราคาดการณ์ได้ปี 2025 เป็นไปตามเป้าหมายของบริษัทที่ 2.9 พันล้านบาท เติบโต 160% y-y และตั้งสมมติฐานอัตรากำไรขั้นต้น 18.6% ชะลอลงจากครึ่งปีแรกตามฤดูกาล และคาดว่าค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร รวมถึงดอกเบี้ยจ่ายจะใกล้เคียงกับในช่วง 1H25 ส่งผลให้ค่าดักกำไรสุทธิที่ 238.4 ล้านบาท เติบโต 270% y-y
- ปี 2026 เราคาดการณ์ได้จากการขายจะขยายตัวสูง 53% y-y จากเงินทุนหมุนเวียนของบริษัทที่เพิ่มขึ้น การเพิ่มจำนวนคลัง ระยะเวลาในการเตรียมสินค้าลดลงหลังติดตั้งเครื่องมือเครื่องจักรเพิ่ม และคาดว่า Cash cycle จะสั้นลงเป็น 36-38 วัน อย่างไรก็ตาม เราคาดการณ์ได้จากการขายในปี 2027 เติบโตชะลอเป็น 28% y-y จากฐานรายได้ที่สูงในปีก่อนหน้า และการแข่งขันที่ทวีความรุนแรงแม้ว่าตลาดทุเรียนในประเทศไทยจะยังเติบโตสูงก็ตาม
- อัตรากำไรขั้นต้นคาดว่าจะยกระดับขึ้นมาอยู่ในกรอบ 18.6-18.7% ในช่วงปี 2025-27 สูงกว่าในช่วง 3 ปีก่อนหน้าที่อยู่ในระดับ 13.9-16.0% และเป็นระดับที่บริษัทเคยทำได้ใน 1H25 จากรอบการขนส่งสินค้าเร็วขึ้นหลังจากการลงทุนในอุปกรณ์และเครื่องจักรเพิ่มเติม การประหยัดต่อขนาด และยังคงเน้นขายผลไม้ที่มีมาร์จิ้นสูงคือทุเรียน
- ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารคาดว่าจะเพิ่มเฉลี่ย 65% CAGR (ปี 2025-27) จากการเพิ่มขึ้นของค่าโลจิสติกส์และค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวกับพนักงาน ตามยอดขาย อย่างไรก็ตาม เมื่อคิดเป็นสัดส่วนต่อรายได้จากการขาย คาดลดลงเป็น 7.2-7.9% จากในช่วง 3 ปีที่ผ่านมาที่มีสัดส่วน 8.3-11.9%
- จากสมมติฐานดังกล่าว เราคาดว่า NTF มีกำไรปกติ 401.3 ล้านบาทในปี 2026 (+68% y-y) และปี 2027 คาดกำไรปกติ 506.8 ล้านบาท (+26% y-y) คิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ย 99% CAGR (ปี 2025-27) และคิดเป็นอัตรากำไรปกติต่อยอดขาย 8.2% 9.0% และ 8.9% ในปี 2025-27 ตามลำดับ

Exhibit 21: Key assumptions

	2025E	2026E	2027E
	(%)	(%)	(%)
Revenue growth	160.0	53.0	28.0
Gross margin	18.6	18.7	18.7
SG&A to sales	7.9	7.2	7.4
Effective cost of fund	5.8	5.6	5.6

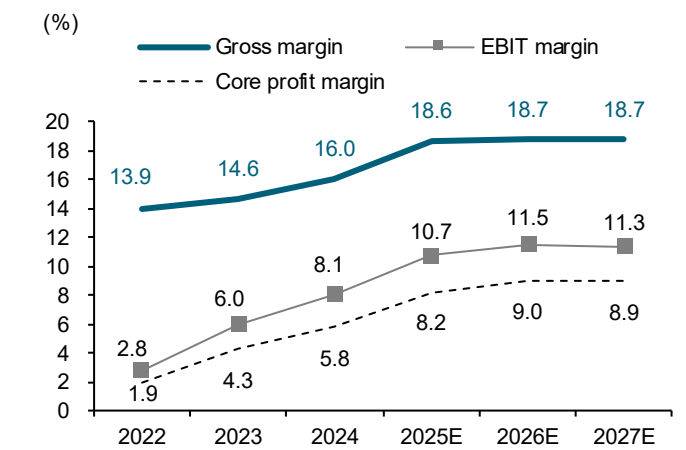
Source: FSSIA estimates

Exhibit 22: Sales revenue



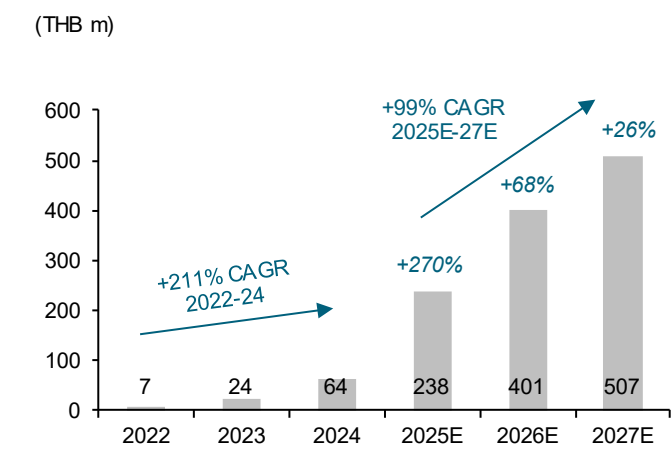
Sources: NTF, FSSIA estimates

Exhibit 23: Margins



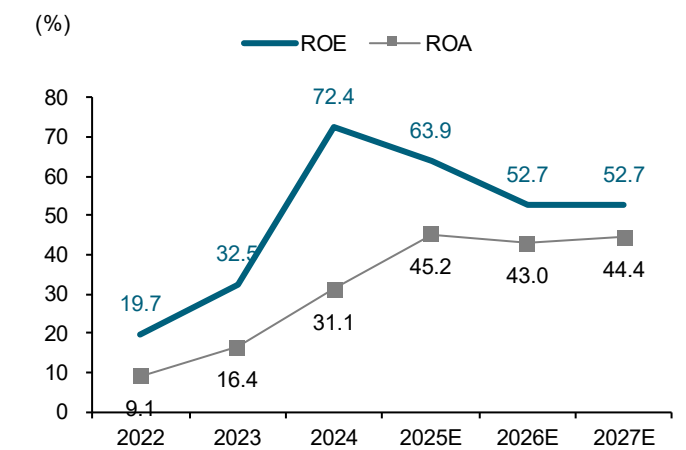
Sources: NTF, FSSIA estimates

Exhibit 24: Core profit



Sources: NTF, FSSIA estimates

Exhibit 25: ROA & ROE



Sources: NTF, FSSIA estimates

ประเมินมูลค่าเหมาะสม

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ NTF ด้วยวิธี P/E multiple ที่ 11.0 เท่า โดยเทียบเคียงกับธุรกิจที่ใกล้เคียงกันทั้งในและต่างประเทศ ได้แก่ COCOCO MALEE PLUS ซึ่งจำหน่ายผลไม้แปรรูป มีแบรนด์เป็นของตัวเอง มีรายได้จากการส่งออกกว่า 85% และผู้ประกอบการระดับโลก ได้แก่ Dole, Fresh Del Monte Produce, Calavo Growers และ Scales Corporation ซึ่งจำหน่ายผลไม้สด ผลไม้แปรรูป และอาหารพร้อมทาน ทั้งหมดนี้มี Business model ใกล้เคียงกัน คืออยู่ในห่วงโซ่เกษตร-อาหารสดหรือแปรรูปจากผลไม้ มีการทำงานร่วมกับเกษตรกร คัดคุณภาพ เพิ่มมูลค่าให้กับสินค้า และให้ความสำคัญกับความยั่งยืน

บริษัทที่เรานำมาเทียบเคียงทั้งหมด 7 หลักทรัพย์ มี P/E เฉลี่ยในปี 2026 ที่ 10.9 เท่า มาจากค่าเฉลี่ยของผู้ประกอบการในไทยที่ 9.3 เท่าและค่าเฉลี่ยของผู้ประกอบการระดับโลกที่ 12.1 เท่า แม้ว่าอัตราการเติบโตของกำไรของ NTF ในช่วง 1-2 ปีข้างหน้าอาจสูงกว่าผู้ประกอบการรายอื่น แต่จะเห็นว่าการเติบโตของผู้ประกอบการแต่ละรายค่อนข้างผันผวน ตามธรรมชาติของราคาสินค้าเกษตรซึ่งผันผวนตามฤดูกาลและสภาพภูมิอากาศที่เปลี่ยนแปลงเร็ว เราให้ Target P/E 11.0 เท่าสำหรับ NTF มี premium จากผู้ประกอบการในไทยแต่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของผู้เล่นระดับโลก

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ NTF ในปี 2026 ที่ 22.00 บาท อิงคาดการณ์ EPS ปี 2026 ที่ 2.01 บาท และ Target P/E 11.0 เท่า

Exhibit 26: Peers comparison

Company	BBG	Market Cap (USD m)	- EPS growth -		----- PE -----		----- ROE -----		----- PBV -----		-- EV/EBITDA --	
			25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E
			(%)	(%)	(x)	(x)	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)
Thailand												
Thai Coconut	COCOCO TB	334	(34.3)	77.1	23.7	13.4	12.3	20.0	2.9	2.6	18.8	13.1
Malee Group	MALEE TB	75	7.9	20.9	7.1	5.9	13.1	14.5	1.0	0.9	5.4	4.6
Royal Plus	PLUS TB	43	41.3	166.7	23.3	8.8	4.5	11.4	1.1	1.0	7.2	4.2
Thailand average		452	(0.9)	43.0	18.1	9.3	10.0	15.3	1.7	1.5	10.5	7.3
Global												
Dole	DOLE US	1,243	(20.3)	25.7	10.9	8.7	9.1	10.0	0.9	0.8	5.6	5.4
Fresh Del Monte Produce	FDP US	1,653	7.3	12.5	12.6	11.2	n/a	n/a	n/a	n/a	7.2	6.5
Calavo Growers	CVGW US	424	264.5	22.1	15.4	12.6	n/a	n/a	n/a	n/a	7.7	6.9
Scales Corporation	SCL NZ	503	75.2	(0.8)	15.6	15.7	15.2	14.0	2.3	2.2	8.4	8.1
Global average		3,388	24.8	16.8	13.6	12.1	12.1	12.1	1.6	1.5	7.2	6.7
Overall average		4,274	19.8	21.1	15.5	10.9	10.8	14.0	1.6	1.5	8.6	7.0

Note: price as of 23 October 2025
Sources: Bloomberg

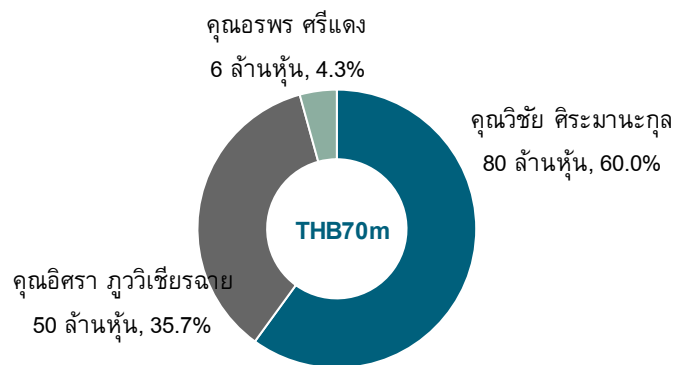
โครงสร้างการถือหุ้น และนโยบายการจ่ายเงินปันผล

NTF มีทุนจดทะเบียนชำระแล้วก่อน IPO จำนวน 70.0 ล้านบาท แบ่งเป็นหุ้นสามัญ 140.0 ล้านหุ้น พาร์ 0.50 บาท บริษัทจะเสนอขายหุ้นสามัญแก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก (IPO) ในครั้งนี้จำนวน 60.0 ล้านหุ้น (พาร์ 0.50 บาท) คิดเป็น 30.0% ของทุนจดทะเบียนชำระแล้วหลัง IPO ภายหลังการเสนอขายหุ้นในครั้งนี้ บริษัทจะมีทุนจดทะเบียนชำระแล้ว 100.0 ล้านบาท แบ่งเป็นหุ้นสามัญ 200.0 ล้านหุ้น (พาร์ 0.50 บาท)

วัตถุประสงค์การเพิ่มทุนครั้งนี้

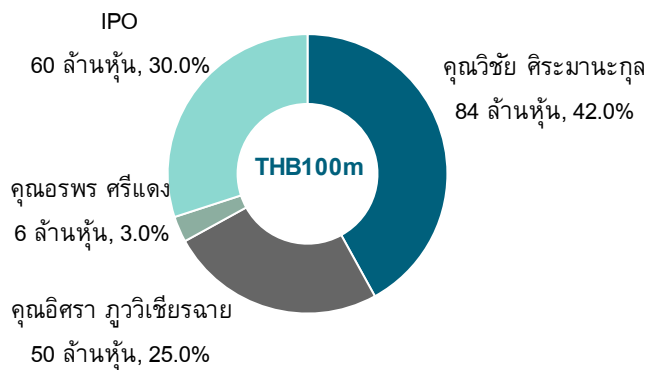
- 1) บริษัทจะนำไปลงทุนในเครื่องจักรกระบวนการแปรรูปทุเรียน และกระบวนการคัดแยกน้ำหนั และบรรจุสินค้า เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพและลดต้นทุนการผลิต
- 2) ชำระคืนเงินกู้ยืมธนาคารบางส่วน
- 3) สำรองไว้เป็นเงินทุนหมุนเวียนของบริษัท

Exhibit 27: โครงสร้างผู้ถือหุ้นก่อน IPO (ทุนชำระแล้ว 70 ลบ.)



Sources: NTF, FSSIA's compilation

Exhibit 28: โครงสร้างผู้ถือหุ้นหลัง IPO (ทุนชำระแล้ว 100 ลบ.)



Sources: NTF, FSSIA's compilation

นโยบายการจ่ายเงินปันผล

บริษัทมีนโยบายจ่ายเงินปันผลไม่ต่ำกว่า 40% ของกำไรสุทธิหลังการหักภาษีเงินได้นิติบุคคลและการจัดสรรทุนสำรองตามกฎหมาย และเงินสำรองอื่นๆ (ถ้ามี) ทั้งนี้ ขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานและฐานะทางการเงิน กระแสเงินสด สภาพคล่อง แผนการขยายธุรกิจ ความจำเป็นและความเหมาะสมอื่นใดในอนาคตและปัจจัยอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องในการบริหารงานของบริษัท

เป้าหมายการจัดการด้านความยั่งยืน

NTF ดำเนินธุรกิจโดยยึดหลัก “การเติบโตอย่างยั่งยืนควบคู่ความรับผิดชอบต่อสังคม” มีนโยบายด้านความยั่งยืนที่ได้รับอนุมัติจากคณะกรรมการบริษัทตั้งแต่เดือน พ.ค. 2024 และทบทวนเป็นประจำทุกปี แนวทางดังกล่าวบูรณาการอยู่ในกระบวนการดำเนินงานทุกขั้นตอน เพื่อสร้างสมดุลในสามมิติหลัก คือ เศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อม พร้อมส่งเสริมให้เกิดการพัฒนาตลอดห่วงโซ่อุปทานอย่างเป็นรูปธรรม

มิติสิ่งแวดล้อม

บริษัทให้ความสำคัญต่อการดำเนินธุรกิจควบคู่กับการดูแลสิ่งแวดล้อม โดยกำหนดหลักการจัดการด้านสิ่งแวดล้อมที่ชัดเจน ครอบคลุมตั้งแต่การใช้พลังงาน การจัดการขยะ ไปจนถึงการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก

1. การใช้พลังงานและทรัพยากร – รมรณรงค์ให้พนักงานใช้ไฟฟ้าและน้ำอย่างมีประสิทธิภาพ เช่น ปิดไฟและเครื่องใช้ไฟฟ้าเมื่อไม่ใช้งาน และลดการใช้น้ำเกินความจำเป็น
2. การจัดการของเสียและบรรจุภัณฑ์ – ประสานงานกับโรงรวบรวมผลไม้มั้ให้จัดเก็บกล่องบรรจุภัณฑ์และสติ๊กเกอร์อย่างเป็นระเบียบ เพื่อลดของเสียที่เกิดจากการผลิต
3. การลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก – นำเทคโนโลยีดิจิทัลมาใช้แทนกระดาษ การประชุมออนไลน์แทนการเดินทาง และเลือกใช้เครื่องใช้ไฟฟ้าประหยัดพลังงาน บริษัทได้จัดทำรายงานคาร์บอนฟุตพริ้นท์องค์กรสำหรับปี 2024 โดยผ่านการตรวจสอบและรับรองจากองค์การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก (อบก.) พบว่าบริษัทปล่อยก๊าซเรือนกระจกทั้งหมดประมาณ 3,963 ตันคาร์บอนไดออกไซด์เทียบเท่า และตั้งเป้าลดการปล่อยในปี 2025 ให้ดีกว่าปีก่อนหน้า

โดยสรุป บริษัทมุ่งลดผลกระทบสิ่งแวดล้อมในทุกมิติ ผ่านแนวทาง “ใช้พลังงานอย่างคุ้มค่า ลดของเสีย ใช้เทคโนโลยีเพื่อสิ่งแวดล้อม” เพื่อให้การเติบโตของธุรกิจสอดคล้องกับเป้าหมายการพัฒนาอย่างยั่งยืน

มิติสังคม

บริษัทให้ความสำคัญกับการดำเนินธุรกิจภายใต้ความรับผิดชอบต่อสังคมและจรรยาบรรณทางธุรกิจ โดยมุ่งเน้นการปฏิบัติอย่างเป็นธรรม โปร่งใส และคำนึงถึงสิทธิมนุษยชนของผู้มีส่วนเกี่ยวข้องทุกฝ่าย

1. การกำกับดูแลกิจการและความโปร่งใส – ดำเนินธุรกิจอย่างถูกต้องตามกฎหมาย เปิดเผยข้อมูลอย่างโปร่งใส มีนโยบายธรรมาภิบาลที่ชัดเจน เพื่อกำหนดผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น พนักงาน และลูกค้า
2. การต่อต้านการทุจริตคอร์รัปชัน – วางระบบควบคุมภายใน แบ่งหน้าที่ความรับผิดชอบอย่างชัดเจน มีโครงสร้างองค์กรที่ป้องกันความขัดแย้งทางผลประโยชน์ และห้ามให้หรือรับสินบนทุกรูปแบบ
3. การเคารพสิทธิมนุษยชนและแรงงาน – ปฏิบัติต่อพนักงานอย่างเท่าเทียม ไม่เลือกปฏิบัติ ส่งเสริมการพัฒนาศักยภาพ การฝึกอบรม การให้สวัสดิการเกินกว่าที่กฎหมายกำหนด เช่น ประกันสุขภาพและอุบัติเหตุ และจัดให้มีช่องทางร้องเรียนอย่างปลอดภัย
4. ความรับผิดชอบต่อลูกค้า – ให้บริการด้วยความซื่อสัตย์ โปร่งใส ไม่บิดเบือนข้อมูล รักษาความลับของลูกค้า และพัฒนามาตรฐานความปลอดภัยในกระบวนการส่งออกให้สอดคล้องกับข้อกำหนดสากล
5. ความสัมพันธ์กับคู่ค้าและเจ้าหนี้ – ใช้หลักความเป็นธรรม โปร่งใส และยึดมั่นในข้อตกลงทางธุรกิจ ปฏิบัติตามเงื่อนไขการชำระหนี้อย่างเคร่งครัด
6. การพัฒนาชุมชนและสังคม – สนับสนุนกิจกรรมเพื่อชุมชน เช่น การทำความสะอาดสวนสาธารณะ และกิจกรรมบริจาคโลหิต รวมถึงส่งเสริมอาชีพและรายได้แก่เกษตรกรผู้ปลูกผลไม้ เพื่อสร้างความมั่นคงให้แก่ชุมชนโดยรอบ

แนวทางด้านสังคมของ NTF มุ่งเน้นให้ “เติบโตไปพร้อมกับผู้มีส่วนได้เสีย” สร้างคุณค่าทั้งในระดับองค์กรและชุมชน โดยใช้ความรับผิดชอบต่อสังคม การพัฒนาอย่างต่อเนื่องเป็นหลัก

มิติธรรมาภิบาล

ในด้านการกำกับดูแลกิจการ บริษัทได้วางระบบธรรมาภิบาลที่ครอบคลุมตั้งแต่ระดับคณะกรรมการถึงพนักงาน เพื่อให้การดำเนินธุรกิจโปร่งใส ตรวจสอบได้ และยึดหลักจริยธรรม โดยมีสาระสำคัญดังนี้

- กำหนดนโยบายการบริหารความเสี่ยงและทบทวนเป็นระยะ เพื่อป้องกันผลกระทบต่อผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสีย
- กำหนดจรรยาบรรณธุรกิจให้ผู้บริหารและพนักงานถือปฏิบัติอย่างเคร่งครัด
- สนับสนุนให้ทุกหน่วยงานปฏิบัติตามกฎหมาย กฎระเบียบ และข้อบังคับของหน่วยงานกำกับดูแล
- ส่งเสริมวัฒนธรรมองค์กรที่ยึดมั่นในความซื่อสัตย์ โปร่งใส และความรับผิดชอบต่อสังคม

บทสรุป

แนวทาง ESG ของ NTF แสดงให้เห็นถึงความตั้งใจที่จะเป็นองค์กรส่งออกผลไม้ไทยที่ยั่งยืน โดยใช้การดำเนินธุรกิจที่โปร่งใส รับผิดชอบต่อผู้มีส่วนได้เสีย และเคารพสิ่งแวดล้อมเป็นฐานการเติบโต บริษัทไม่ได้เพียงคำนึงถึงผลประโยชน์ทางการเงิน แต่ยังคำนึงถึงผลกระทบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อมในทุกกระบวนการ เพื่อสร้างคุณค่าร่วม (Shared Value) และความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุน คู่ค้า และชุมชนในระยะยาว

ปัจจัยความเสี่ยง

ความเสี่ยงจากการพึ่งพาลูกค้ารายใหญ่น้อยราย

NTFG มีความเสี่ยงจากการพึ่งพาลูกค้ารายใหญ่น้อยราย โดยในปี 2024 บริษัทมีลูกค้าหลัก 2 รายที่คิดเป็นสัดส่วนถึง 68.0% ของรายได้จากการขายทั้งหมด ซึ่งทั้งสองรายเป็นผู้นำเข้าผลไม้ในประเทศจีน หากลูกค้ารายใดรายหนึ่งยุติการสั่งซื้อ หรือชะลอคำสั่งซื้อ จะกระทบต่อรายได้ทันที บริษัทจึงตั้งเป้าลดการพึ่งพาลูกค้ารายเดียวลงไม่เกิน 30% ภายใน 1-2 ปี ผ่านการขยายตลาดไปยังประเทศใหม่ๆ เช่น ฮองกงและสหรัฐอเมริกา รวมถึงขยายฐานลูกค้าในจีนตอนเหนือเพิ่มเติม

นอกจากนั้น บริษัทยังมีความเสี่ยงจากการมีลูกค้ารายน้อยรายและการพึ่งพิงตลาดจีนเป็นหลัก โดยกว่า 97% ของรายได้ทั้งหมดในช่วงปี 2022–2024 มาจากลูกค้าในจีนเพียงราว 13 ราย แม้ตลาดจีนมีศักยภาพสูง แต่ความเสี่ยงจากนโยบายการค้าของรัฐบาลจีนหรือภาวะเศรษฐกิจในประเทศนั้นอาจส่งผลกระทบต่อขยายโดยตรง บริษัทจึงมีแผนกระจายตลาดและขยายฐานลูกค้าในประเทศอื่นเพื่อลดการพึ่งพิง

ความเสี่ยงจากการพึ่งพาโรงคัดบรรจุผลไม้เพียงไม่กี่ราย

NTFG พึ่งพาโรงคัดบรรจุผลไม้ (ล้าง) 2 รายหลัก โดยในปี 2024 บริษัทซื้อสินค้าจากโรงคัดบรรจุ 2 รายหลัก คิดเป็นกว่า 70% ของยอดซื้อทั้งหมด หากโรงคัดบรรจุใดไม่สามารถส่งมอบผลผลิตตามมาตรฐานหรือปริมาณที่ตกลงไว้ อาจกระทบต่อการส่งออกและชื่อเสียงของบริษัท บริษัทได้จัดทำสัญญาซื้อขายแบบ Exclusive ระยะเวลาอย่างน้อยหนึ่งปี และอยู่ระหว่างสรรหาโรงคัดบรรจุเพิ่มเติมเพื่อกระจายความเสี่ยง

ความเสี่ยงจากการแข่งขันในการจัดหาผลไม้คุณภาพในประเทศ

เนื่องจากผลไม้เป็นสินค้าเกษตรตามฤดูกาลที่ขึ้นอยู่กับสภาพภูมิอากาศ ทำให้ผลผลิตและคุณภาพไม่แน่นอน ผู้ส่งออกจำนวนมากต่างแข่งขันกันจัดหาผลไม้เกรดพรีเมียมจากแหล่งปลูกหลัก เช่น จันทบุรีและชุมพร ซึ่งอาจส่งผลให้ต้นทุนวัตถุดิบผันผวนและกระทบต่ออัตรากำไรของบริษัท

ความเสี่ยงจากการผลิตสินค้าไม่ตรงตามความต้องการของลูกค้า

บริษัทเผชิญความเสี่ยงจากการผลิตสินค้าที่ไม่ตรงตามความต้องการของลูกค้า โดยเฉพาะตลาดจีนที่มีมาตรฐานสูงในด้านลักษณะภายนอกและคุณภาพผลไม้ หากควบคุมคุณภาพไม่ได้อาจเกิดความเสียหายและสูญเสียความเชื่อมั่นจากลูกค้า บริษัทจึงเน้นการควบคุมคุณภาพในทุกขั้นตอน ตั้งแต่คัดเลือกโรงคัดบรรจุ ตรวจสอบสินค้า ไปจนถึงการติดตามหลังการขาย

ความเสี่ยงจากการขาดแคลนแรงงานที่มีความชำนาญ

ความเสี่ยงจากการขาดแคลนแรงงานที่มีความชำนาญ โดยเฉพาะพนักงานฝ่ายคัดแยกผลไม้และฝ่ายควบคุมคุณภาพ (QC) หากขาดบุคลากรที่มีทักษะเฉพาะทางอาจส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพการผลิตและคุณภาพสินค้า บริษัทจึงดำเนินแผนพัฒนาทักษะและสืบทอดตำแหน่ง รวมถึงปรับค่าตอบแทนและสวัสดิการเพื่อรักษามูลค่าไว้ในระยะยาว

ความเสี่ยงทางการเงิน

NTFG มีความเสี่ยงจากเงินจ่ายล่วงหน้าและเงินมัดจำที่จ่ายให้แก่โรงคัดบรรจุ ซึ่งมีมูลค่าสูงถึง 64.3 ล้านบาทในปี 2024 หรือ 28.3% ของสินทรัพย์รวม หากลูกค้าไม่สามารถส่งมอบสินค้าได้ตามสัญญา บริษัทอาจสูญเสียเงินมัดจำบางส่วน บริษัทจึงมีการกำหนดสัญญาแบบทยอยชำระและตรวจสอบการผลิตอย่างเข้มงวด

อีกด้านคือความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน เนื่องจากรายได้ส่วนใหญ่มาจากการส่งออก บริษัทจึงทำสัญญาป้องกันความเสี่ยง (Forward Contract) และพยายามใช้การซื้อขายในสกุลเงินบาทเพื่อลดผลกระทบ

รวมถึงมีความเสี่ยงจากอัตราดอกเบี้ยลอยตัวและสภาพคล่องทางการเงิน เนื่องจากบริษัทใช้เงินกู้ระยะสั้น (Packing Credit) เพื่อหมุนเวียนธุรกิจ หากดอกเบี้ยปรับสูงขึ้นจะเพิ่มต้นทุนทางการเงิน บริษัทมีแผนลดหนี้บางส่วนหลังจากระดมทุน IPO และเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ mai

ความเสี่ยงด้านกฎหมายและการกำกับดูแล

บริษัทเผชิญความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายของภาครัฐในประเทศคู่ค้า โดยเฉพาะประเทศจีนซึ่งเป็นคู่ค้าหลัก โดยอาจเพิ่มมาตรการควบคุมการนำเข้า เช่น การตรวจสอบศุลกากรในผลไม้ (เช่น กรณีสารยับยั้งเชื้อหรือ Basic Yellow 2) ที่อาจทำให้ขั้นตอนการส่งออกล่าช้าและต้นทุนสูงขึ้น บริษัทจึงติดตามกฎหมายและประสานงานกับหน่วยงานที่เกี่ยวข้องอย่างใกล้ชิด

ความเสี่ยงจากการพึ่งพาผู้บริหาร

การเติบโตของ NTFG เกิดขึ้นอย่างรวดเร็วภายใต้การบริหารของผู้บริหารหลัก 2 ท่านคือคุณวิชัย ศิริमानะกุล ผู้ก่อตั้งและประธานเจ้าหน้าที่บริหาร และคุณอิศรา ภูววิเชียรฉาย ประธานเจ้าหน้าที่ฝ่ายปฏิบัติการ หากผู้บริหารเหล่านี้ไม่สามารถปฏิบัติหน้าที่ได้หรือมีการเปลี่ยนแปลงกะทันหัน อาจกระทบต่อการดำเนินงาน บริษัทจึงจัดทำแผนสืบทอดตำแหน่ง (Succession plan) และสร้างโครงสร้างบริหารที่เป็นระบบมากขึ้น

Financial Statements

NTF Intergroup (Thailand)

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	563	1,115	2,898	4,434	5,676
Cost of goods sold	(480)	(936)	(2,359)	(3,605)	(4,615)
Gross profit	82	179	539	829	1,061
Other operating income	1	4	1	1	1
Operating costs	(50)	(93)	(229)	(319)	(419)
Operating EBITDA	37	94	315	516	649
Depreciation	(3)	(4)	(4)	(5)	(5)
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	33	90	311	511	643
Net financing costs	(3)	(9)	(13)	(9)	(10)
Associates	0	0	0	0	0
Recurring non-operating income	(1)	0	0	0	0
Non-recurring items	0	0	0	0	0
Profit before tax	29	81	298	502	633
Tax	(6)	(16)	(60)	(100)	(127)
Profit after tax	23	64	238	401	507
Minority interests	0	0	0	0	0
Preferred dividends	-	-	-	-	-
Other items	-	-	-	-	-
Reported net profit	23	64	238	401	507
Non-recurring items & goodwill (net)	0	0	0	0	0
Recurring net profit	23	64	238	401	507
Per share (THB)					
Recurring EPS *	0.16	0.46	1.19	2.01	2.53
Reported EPS	0.16	0.46	1.19	2.01	2.53
DPS	0.09	0.55	0.48	0.80	1.01
Diluted shares (used to calculate per share data)	140	140	200	200	200
Growth					
Revenue (%)	62.3	98.2	160.0	53.0	28.0
Operating EBITDA (%)	247.0	157.4	235.5	63.6	25.7
Operating EBIT (%)	240.8	168.3	246.1	64.2	25.9
Recurring EPS (%)	(20.9)	184.2	159.6	68.4	26.3
Reported EPS (%)	(20.9)	184.2	159.6	68.4	26.3
Operating performance					
Gross margin inc. depreciation (%)	14.6	16.0	18.6	18.7	18.7
Gross margin exc. depreciation (%)	15.2	16.4	18.7	18.8	18.8
Operating EBITDA margin (%)	6.5	8.4	10.9	11.6	11.4
Operating EBIT margin (%)	6.0	8.1	10.7	11.5	11.3
Net margin (%)	4.0	5.8	8.2	9.0	8.9
Effective tax rate (%)	20.8	20.2	20.0	20.0	20.0
Dividend payout on recurring profit (%)	53.1	119.0	40.0	40.0	40.0
Interest cover (X)	9.2	9.8	23.7	55.0	66.0
Inventory days	1.6	1.7	1.3	1.7	1.8
Debtor days	35.2	33.1	28.6	33.9	36.5
Creditor days	9.9	4.1	5.5	5.8	4.0
Operating ROIC (%)	28.5	44.7	86.0	73.7	62.6
ROIC (%)	24.1	40.3	81.6	71.8	61.1
ROE (%)	30.6	72.2	63.9	52.7	52.7
ROA (%)	17.4	34.5	47.2	43.8	45.1

* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted

Revenue by Division (THB m)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
-----------------------------	------	------	-------	-------	-------

Sources: NTF Intergroup (Thailand) ; FSSIA estimates

Financial Statements

NTF Intergroup (Thailand)

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Recurring net profit	23	64	238	401	507
Depreciation	3	4	4	5	5
Associates & minorities	0	0	0	0	0
Other non-cash items	11	28	(81)	(11)	(64)
Change in working capital	(105)	(63)	(239)	(344)	(260)
Cash flow from operations	(69)	33	(78)	52	188
Capex - maintenance	-	-	-	-	-
Capex - new investment	(2)	(1)	(4)	(5)	(6)
Net acquisitions & disposals	-	-	-	-	-
Other investments (net)	0	0	7	(5)	(4)
Cash flow from investing	(1)	(1)	2	(10)	(9)
Dividends paid	(12)	(77)	(95)	(161)	(203)
Equity finance	32	0	538	0	0
Debt finance	30	53	(58)	1	(1)
Other financing cash flows	(5)	(11)	3	2	2
Cash flow from financing	44	(35)	388	(158)	(202)
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	0	0	24	0
Net other adjustments	(2)	0	0	24	0
Movement in cash	(28)	(3)	312	(92)	(23)
Free cash flow to firm (FCFF)	(66.54)	40.98	(62.41)	51.09	188.41
Free cash flow to equity (FCFE)	(47.43)	73.84	(130.87)	68.67	179.59
Per share (THB)					
FCFF per share	(0.33)	0.20	(0.31)	0.26	0.94
FCFE per share	(0.24)	0.37	(0.65)	0.34	0.90
Recurring cash flow per share	0.26	0.69	0.81	1.98	2.24
Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Tangible fixed assets (gross)	3	4	8	14	19
Less: Accumulated depreciation	(1)	(2)	(6)	(11)	(16)
Tangible fixed assets (net)	3	2	2	2	3
Intangible fixed assets (net)	0	1	1	1	1
Long-term financial assets	6	12	0	0	0
Invest. in associates & subsidiaries	0	0	0	0	0
Cash & equivalents	8	5	317	226	203
A/C receivable	74	129	326	498	638
Inventories	4	4	13	20	25
Other current assets	83	68	157	276	353
Current assets	169	207	812	1,019	1,219
Other assets	9	6	12	17	21
Total assets	187	228	827	1,039	1,243
Common equity	95	83	663	859	1,063
Minorities etc.	0	0	0	0	0
Total shareholders' equity	95	83	663	859	1,063
Long term debt	11	0	0	0	0
Other long-term liabilities	7	5	8	11	13
Long-term liabilities	18	5	8	11	13
A/C payable	15	6	65	49	51
Short term debt	51	116	58	83	82
Other current liabilities	8	18	34	37	33
Current liabilities	74	140	156	169	166
Total liabilities and shareholders' equity	187	228	827	1,039	1,243
Net working capital	139	178	397	707	932
Invested capital	157	199	412	728	956
* Includes convertibles and preferred stock which is being treated as debt					
Per share (THB)					
Book value per share	0.68	0.59	3.31	4.30	5.32
Tangible book value per share	0.68	0.58	3.31	4.29	5.31
Financial strength					
Net debt/equity (%)	57.4	133.5	(39.1)	(16.6)	(11.3)
Net debt/total assets (%)	29.3	48.6	(31.3)	(13.7)	(9.7)
Current ratio (x)	2.3	1.5	5.2	6.0	7.3
CF interest cover (x)	(12.1)	9.2	(8.6)	8.9	20.0
Valuation	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Recurring P/E (x) *	37.1	13.1	5.0	3.0	2.4
Recurring P/E @ target price (x) *	136.2	47.9	18.5	11.0	8.7
Reported P/E (x)	37.1	13.1	5.0	3.0	2.4
Dividend yield (%)	1.4	9.1	7.9	13.4	16.9
Price/book (x)	8.8	10.1	1.8	1.4	1.1
Price/tangible book (x)	8.8	10.3	1.8	1.4	1.1
EV/EBITDA (x) **	24.5	10.1	3.0	2.1	1.7
EV/EBITDA @ target price (x) **	85.9	33.9	13.1	8.3	6.6
EV/invested capital (x)	5.7	4.8	2.3	1.5	1.1
* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted ** EBITDA includes associate income and recurring non-operating income					

Sources: NTF Intergroup (Thailand) ; 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.																				
SET ESG Ratings List (SETESG) by The Stock Exchange of Thailand (SET)	SET ESG 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 SETESG 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. SETESG Index is extended from the SET ESG Ratings 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 Sustainabilitycs	The Sustainabilitycs' 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><tr><th>NEGL</th><th>Low</th><th>Medium</th><th>High</th><th>Severe</th></tr><tr><td>0-10</td><td>10-20</td><td>20-30</td><td>30-40</td><td>40+</td></tr></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><tr><td>AAA</td><td>8.571-10.000</td><td rowspan="3">Leader:</td><td rowspan="3">leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities</td></tr><tr><td>AA</td><td>7.143-8.570</td></tr><tr><td>A</td><td>5.714-7.142</td></tr><tr><td>BBB</td><td>4.286-5.713</td><td rowspan="3">Average:</td><td rowspan="3">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></tr><tr><td>B</td><td>1.429-2.856</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) "**SETESG**". 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

Jitra Amornthum FSS International Investment Advisory Securities Co., Ltd

Finansia Syrus Securities Public Company Limited and FSS International Investment Advisory Securities Company Limited are subsidiaries of Finansia X Public Company Limited, with shared directors or executives.

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 (target price* - current price) / 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.