FINANSIA
ALWAYS A STEP AHEAD

28 January 2021

NRF (NRF TB)

บมจ. เอ็นอาร์ อินสแตนท์ โปรดิวซ์

BUY

Previous	BUY
2021 Target Price (Bt)	**9.00**
Price (27/01/2021)	7.90
up/downside (%)	+13.9
SET Index	1,498.13
Sector	Food & Beverage
Foreign limit/actual (%)	49.00/23.14
Free float (%)	27.54
Market cap (Bt m)	10,710.66
Avg daily T/O (Bt m) (2021 YTD)	106.92
hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD)	8.10, 6.05, 7.21
IOD 2020	N/R
THAI CAC	N/A

Consolidated earnings

BT (mn)	2019	2020E	2021E	2022E
Revenue	1,111	1,406	1,948	2,274
Normalized profit	133	207	357	459
Net profit	41	149	300	402
EPS (Bt) - norm	0.12	0.15	0.26	0.34
EPS (Bt)- reported	0.04	0.11	0.22	0.30
% growth y-y	-59.1	187.9	100.7	34.3
Dividend/share (Bt)	0.00	0.06	0.11	0.15
BV/share (Bt)	0.83	1.92	2.03	2.18
EV/EBITDA (x)	49.1	30.7	21.4	17.9
PER (x) - norm	63.4	51.7	30.0	23.3
PER (x)	206.6	71.8	35.8	26.6
PBV (x)	9.6	4.1	3.9	3.6
Dividend yield (%)	0.0	0.7	1.4	1.9
ROE (%)	11.3	8.0	12.9	15.5
YE No. of shares (million)	1,066	1,356	1,356	1,356
Par (Bt)	1.0	1.0	1.0	1.0

Source: Company data, FSS estimates

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

Finansia Syrus Securities
Finansia
@fnsyrus

NRF คือผู้นำ Mega Trend ด้านอาหาร

ปรับเพิ่มราคาเป้าหมายเป็น 9 บาท โดยปรับเพิ่มกำไรปี 2021 – 2022 ขึ้นเป็นโต 72.1% Y-Y และ 28.8% Y-Y ตามลำดับ มีปัจจัยหนุนจากการรวม City food เต็มปี และได้ลูกค้าใหม่ระดับโลก 2 ราย ในขณะที่ Plant-based Food เติบโตได้เร็วกว่าคาดถึง 58% ในปี 2020 และน่าจะโตเร่งตัวขึ้นในปี 2021 – 2022 โดยผู้บริหารมีเป้าหมายที่ Aggressive เพิ่มสัดส่วนรายได้เป็น 30% ในปี 2024 นอกจากนี้ได้รุกเข้าสู่ธุรกิจ E-commerce ผ่านการร่วมทุนกับ Boosted ซึ่งดีลแรกจะเข้าซื้อ Prime Labs ธุรกิจอาหารเสริมที่มียอดขายอันดับ 1 ใน Amazon.com ทั้งนี้เรามีการ Re-rate Target PE ขึ้นเป็น 35 เท่า จากเดิม 25 เท่า สะท้อนการเติบโตที่ดีกว่าคาด และปรับขึ้นให้เท่ากับค่าเฉลี่ยของบริษัททำซอส เครื่องปรุงอาหารทั่วโลก แต่ยังเป็น PE ที่ต่ำกว่าธุรกิจ Plant-based Food อยู่มาก ถือว่าเหมาะสมไม่ Aggressive จนเกินไป และคิดเป็น PEG เท่ากับ 1.2 เท่า อิงคาดการณ์อัตราการเติบโตของกำไร 3 ปีข้างหน้า CAGR 29%

คาดกำไร 4Q20 มีลุ้นทำ New High ต่อเนื่อง

ระยะสั้น คาดกำไรสุทธิ 4Q20 อยู่ที่ 60 ล้านบาท (+25% Q-Q, +650% Y-Y) หากไม่รวมค่าตัดจำหน่ายซื้อกิจการ คาดมีกำไรปกติที่ 74 ล้านบาท (+21.3% Q-Q, +23.3% Y-Y) ถือเป็นกำไร New High จากการรวม City Food เข้ามา 1 เดือน น่าจะช่วยหักล้างผลกระทบจากปัญหาขาดแคลนตู้คอนเทนเนอร์ได้ และคาดอัตรากำไรขั้นต้นจะปรับขึ้นจากปีก่อน จาก Product Mix ที่ดี และอัตราการใช้กำลังการผลิตสูงขึ้น รวมถึงภาระดอกเบี้ยจ่ายลดลงจากการนำเงิน IPO ไปชำระเงินกู้ยืมธนาคาร เราจึงปรับเพิ่มกำไรปกติปี 2020 ขึ้น 7.3% เป็น 207 ล้านบาท (+55.6% Y-Y)

รายได้ปรับฐานใหม่หลังรวม City Food และรุกธุรกิจ E-Commerce

บริษัทจะรับรู้รายได้จาก City Food เต็มปีในปี 2021 จะช่วยสร้างการเติบโตให้กับ NRF อย่างมีนัยสำคัญ เพราะ City Food มีรายได้ปี 2019 และ 9M20 คิดเป็นสัดส่วน 27% และ 32% ของรายได้ NRF ตามลำดับ นอกจากช่วยเพิ่มกำลังการผลิตแล้ว ยังมีช่องว่างในการเพิ่มประสิทธิภาพการผลิต และเพิ่มความสามารถทำกำไรให้สูงขึ้นในอนาคตได้ และล่าสุดบริษัทได้เข้าร่วมทุนกับ Boosted เพื่อขยายสู่ธุรกิจที่มีกลุ่มสินค้าคล้ายคลึงกับบริษัท แต่มีจุดเด่นอยู่ที่การขายในระบบ E-Commerce บน Amazon โดยอยู่ระหว่างเตรียมเข้าซื้อ Prime Labs ทำธุรกิจอาหารเสริม ซึ่งมีรายได้อันดับ 1 ในหมวดสินค้าเดียวกันตามการจัดอันดับของ Amazon.com และเป็นบริษัทที่มีรายได้และกำไรจะเข้ามาช่วยหนุนได้ทันทีเมื่อดีลแล้วเสร็จ

รายได้ Plant-Based Food ทำได้ดีกว่าที่เราคาดไว้

จบปี 2020 เราคาดจะมีรายได้จาก Plant-based Food ราว 122 ล้านบาท +57.6% Y-Y (ดีกว่าที่เราคาด 58%) คิดเป็นสัดส่วนราว 8.7% ของรายได้ และมีเป้าหมายต้องการเพิ่มสัดส่วนขึ้นเป็น 30% ในปี 2024 ถือว่าค่อนข้าง Aggressive โดยมีแผนขยายไปยังสินค้าใหม่ผ่านทั้งบริษัทร่วมทุน และบริษัท Startup ต่างๆที่บริษัทได้ทยอยเข้าไปลงทุนในช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมา และอยู่ระหว่างเข้าลงทุนเพิ่มใน Plant and Bean (มีความสามารถในการผลิตอาหารโปรตีนจากพืช) เป็น 50% จากปัจจุบัน 25% คาดจะแล้วเสร็จภายในกลางปี 2021 และคาดส่วนแบ่งจาก P&B จะพลิกเป็นกำไรตั้งแต่ 3Q21 เป็นต้นไป นอกจากช่วยสร้างกำไรให้กับบริษัทแล้ว ยังต่อยอดไปยังสินค้า Plant-based Food ใหม่ๆในอนาคตได้อีกด้วย

ปรับเพิ่มกำไรปี 2021 – 2022 ขึ้น 12% - 25%

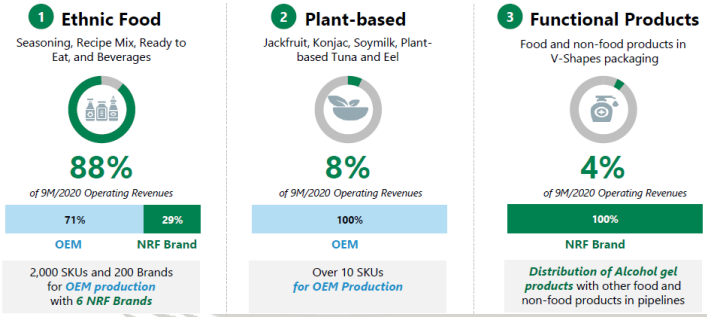
แนวโน้มรายได้ Ethnic Food และ Plant-based Food ยังดูสดใสต่อเนื่อง ล่าสุดได้ลูกค้า 2 รายใหญ่ระดับโลก คาดจะรับรู้รายได้มากขึ้นในปี 2021 รวมถึงการปรับเพิ่มรายได้ Plant-based Food เติบโต 30% Y-Y และ 40% Y-Y ในปี 2021 - 2022 สะท้อนคำสั่งซื้อที่สูงขึ้นกว่าคาด และคาดสัดส่วนรายได้จะขยับขึ้นเป็น 9.8% ในปี 2022 ถือว่า Conservative รวมถึงเริ่มรวมรายได้จากธุรกิจ E-Commerce แม้ช่วงแรกอาจจะยังไม่ส่งผลบวกต่อกำไรอย่างมีนัยสำคัญ แต่หากมีการลงทุนในธุรกิจอื่นๆเพิ่มเติม จะเป็น Upside ต่อประมาณการในอนาคต เราปรับเพิ่มกำไรปกติปี 2021-2022 ขึ้น 12% - 25% โต 72.1% Y-Y และ 28.8% Y-Y ตามลำดับ เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2021 เท่ากับ 9 บาท โดย Re-rate target PE ของ NRF ขึ้นเป็น 35 เท่า (เดิม 25 เท่า) ปรับขึ้นให้เท่ากับค่าเฉลี่ยของบริษัทที่ทำซอส และเครื่องปรุงอาหารทั่วโลก

Company Overview

NRF ดำเนินธุรกิจเป็นผู้ผลิต จัดหา และจำหน่ายผลิตภัณฑ์ปรุงรสอาหาร อาหารสำเร็จรูป เครื่องปรุงสำหรับประกอบอาหาร และอาหารโปรตีนจากพืช สามารถแบ่งออกเป็น 3 กลุ่มธุรกิจ

1. ธุรกิจ Ethnic Food 88% ของรายได้รวม ปัจจุบันมีผลิตภัณฑ์กว่า 2,000 SKUs และมากกว่า 500 สูตรอาหาร ของทั้งสินค้าภายใต้ตราสินค้าของบริษัท และสินค้ารับจ้างผลิต
2. ธุรกิจ Plant-Based Food 8% ของรายได้รวม เป็น OEM ทั้งหมด เช่น เนื้อจากขนุน เส้นบุก นมถั่วเหลือง
3. ธุรกิจ Functional Products 4% ของรายได้รวม ปัจจุบันมีผลิตภัณฑ์เจลแอลกอฮอล์ในบรรจุภัณฑ์ V-Shapes

บริษัทจำหน่ายสินค้าไปกว่า 25 ประเทศทั่วโลก และกระจายไปหลายทวีปได้แก่ สหรัฐ ยุโรป เอเชีย โอเชียเนีย และไทย โดยได้รับการรับรองมาตรฐานการผลิตในระดับสากล ได้แก่ IFS Food, BRC Global Standard for food Safety, GMP, HACCP, HALAL และ SEDEX



นอกจากนี้บริษัทยังมุ่งเน้นลงทุนในนวัตกรรมอาหาร ด้วยการเข้าลงทุนผ่าน Startup Company มีเป้าหมายเจาะตลาดอาหารในกลุ่ม Specialty Food และ Plant-based Food ล่าสุดได้เข้าร่วมทุนกับ Boosted เพื่อลงทุนในธุรกิจ Branded e-commerce บน Amazon.com ที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจ Ethnic Food, Plant-based Food และ Functional Product

Valuation Methodology

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ NRF โดยอิง PE ที่ 35 เท่า เท่ากับค่าเฉลี่ยของบริษัทที่ทำซอส และเครื่องปรุงอาหารทั่วโลก สะท้อนถึงแนวโน้มการเติบโตของกำไรที่คาดดีต่อเนื่องในช่วง 3 ปีข้างหน้าราว 29% CAGR และยังมี Upside จากทั้งกลุ่มสินค้า Plant-based Food และ E-Commerce ที่เริ่มมีการลงทุนให้เห็นอย่างชัดเจน แม้ระยะสั้นธุรกิจนวัตกรรมเหล่านี้อาจจะยังไม่ส่งผลกำไรต่อภาพรวมได้อย่างมีนัยสำคัญ แต่ถือเป็น Mega Trend ที่จะมีการเติบโตอย่างเร่งตัวและชัดเจนต่อไปในอนาคตระยะยาว

ESG

Environment

- NRF ให้ความสำคัญกับสิ่งแวดล้อมอย่างมาก เข้าร่วมเป็นอนุกรรมการด้านสิ่งแวดล้อมของ Global Compact Network Thailand และเป็นสมาชิกของ UN Global Impact เข้าร่วมในการเคลื่อนไหวเรื่องภาวะโลกร้อนในโครงการ 1.5 Degree Pledge เพื่อดำเนินธุรกิจในรูปแบบ Low Carbon และ Clean Energy โดยเริ่มโครงการ Carbon Footprint ในปี 2019 มุ่งหวังเป็นองค์กร Zero Carbon
- ทำกิจกรรมร่วมกับชุมชน โดยมีการรณรงค์ให้มีการคัดแยกขยะเพื่อนำไป Recycle รวมถึงมีการนำกล่องนมและกล่องเครื่องดื่ม นำไป Recycle กลับมาใช้สร้างเป็นหลังคาแผ่นใหม่ และยังช่วยลดการปล่องก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ได้ด้วย

Social

- ปี 2018 บริษัทได้เริ่มจัดทำรายงานความยั่งยืนให้กับ United Nations Global Compact และปัจจุบันได้ดำเนินการตามเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืนของสหประชาชาติ 9 เป้าหมายได้แก่ No Poverty, Zero Hunger, Good Health and Well-being, Decent Work and Economic Growth, Sustainable Cities and Communities, Responsible consumption and Production, Climate Action, Life on Land และ Partnerships
- บริษัทให้ความสำคัญกับชุมชนและสังคมโดยรอบ โดยมีนโยบายการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคม CSR อย่างชัดเจน ให้ความร่วมมือในกิจกรรมต่าง ๆกับชุมชนโดยรอบในพื้นที่ที่บริษัทเข้าไปดำเนินธุรกิจอยู่ และมีโครงการสำคัญเช่น การทำฟาร์มเพื่อให้เกษตรมีชีวิตที่ยั่งยืน (Green Farmer Green Army), พัฒนากระบวนการผลิต (ติดตั้ง Solar Rooftop, ใช้หลอดไฟ LED, ลดการใช้พลาสติก), โครงการ Carbon Footprint เป็นต้น

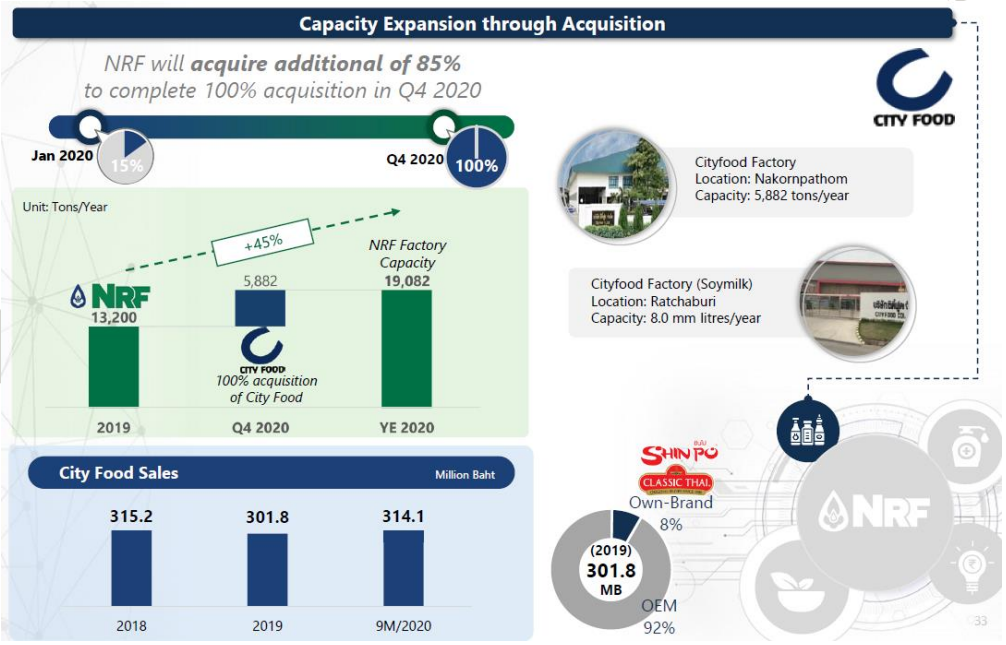
Governance

- บริษัทกำหนดแนวทางการดำเนินธุรกิจตามที่จัดทำโดยตลท. กลต. รวมถึงหลักเกณฑ์ ASEAN CG Scorecard โดยมีหลักปฏิบัติ 8 ข้อ ได้แก่ ตระหนักถึงบทบาทและความรับผิดชอบของคณะกรรมการ, กำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมายของกิจการตามหลักความยั่งยืน, เสริมสร้างคณะกรรมการที่มีประสิทธิผล, สรรหาและพัฒนาผู้บริหารระดับสูง, ส่งเสริมนวัตกรรมและประกอบธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบ, ดูแลให้มีระบบบริหารความเสี่ยงภายในที่เหมาะสม, รักษาความน่าเชื่อถือทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูล และสนับสนุนการมีส่วนร่วมและการสื่อสารกับผู้ถือหุ้น
- บริษัทมีนโยบายไม่ให้พนักงาน ผู้บริหาร และผู้รับทราบข้อมูลระดับบริหารในสายงานบัญชีการเงิน ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทเป็นเวลาอย่างน้อย 30 วัน ก่อนการเปิดเผยข้อมูลสู่สาธารณชนและและ 24 ชั่วโมง ภายหลังจากเปิดเผยข้อมูลแล้ว

รายได้ปรับฐานใหม่ หลังรวม City Food

บริษัทได้เข้าซื้อ City Food ในสัดส่วน 100% แล้วเสร็จเมื่อ 30 พ.ย. 2020 และเริ่มรวมงบการเงินเข้ามาใน 4Q20 ราว 1 เดือน โดย City Food เป็นผู้ผลิตและส่งออกเครื่องพริกแกงไทย เครื่องปรุงรส ซอสพริก น้ำจิ้มไก่ แบบ OEM สัดส่วนราว 92% ของรายได้รวม และภายใต้แบรนด์ตนเองอีก 8% เช่น Classic Thai และยังมีสินค้าน้ำนมถั่วเหลือง ตราชินโป โดยมีโรงงาน 2 แห่งตั้งอยู่ที่ จ.นครปฐม และจ.ราชบุรี ซึ่งมีระบบการผลิตแบบอัตโนมัติ ทำให้สามารถผลิตสินค้าจำนวนมากได้ อีกทั้งยังสามารถเป็นฐานการผลิตอาหารโปรตีนจากพืชได้ในอนาคต บริษัทจะรับรู้ผลการดำเนินงานได้เต็มปีในปี 2021 เรามองว่าการรวม City Food จะช่วยสร้างการเติบโตให้กับ NRF อย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจาก City Food มีรายได้ปี 2019 และ 9M20 เท่ากับ 302 ล้านบาท และ 314 ล้านบาท คิดเป็นสัดส่วน 27% และ 32% ของรายได้ NRF ตามลำดับ อีกทั้งยังเป็นธุรกิจที่มีกำไร นอกจากช่วยเพิ่มกำลังการผลิตให้กับบริษัทแล้ว เราคาดบริษัทจะช่วยปรับปรุงโรงงานของ City Food ให้มีความพร้อมสำหรับการผลิตอาหารที่หลากหลายมากขึ้น เช่น อาหารโปรตีนจากพืช แม้ปัจจุบันอัตรากำไรขั้นต้นของซิตี้ฟูดจะต่ำกว่า NRF แต่ส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากค่าเสื่อมราคา เนื่องจากอัตราการใช้กำลังการผลิตยังอยู่ในระดับต่ำราว 67% สำหรับโรงงานอาหาร และเพียง 20% สำหรับโรงงานน้ำนมถั่วเหลือง ทั้งนี้ NRF อยู่ระหว่างปรับปรุงประสิทธิภาพการผลิตและเพิ่มการใช้กำลังการผลิตโรงงานของ City Food จึงคาดเห็นพัฒนาการความสามารถทำกำไรของ City Food ปรับตัวดีขึ้นในระยะถัดไป

โครงสร้างการลงทุนใน P&B



Source: NRF's Presentation

ตัวอย่างสินค้าของซิตี้ฟูด

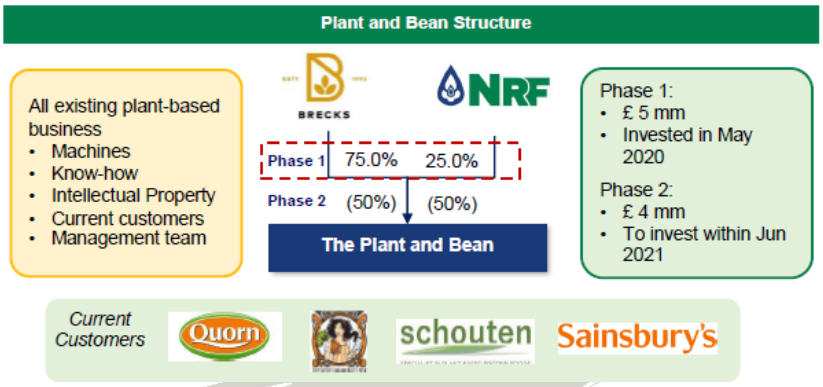
Brands	ตัวอย่างสินค้า
CLASSIC THAI ORIGINAL RECIPE SINCE 1988	
ชินโป SHIN PO	

Source: City Food's website

อยู่ระหว่างเพิ่มการลงทุนใน Plant and Bean

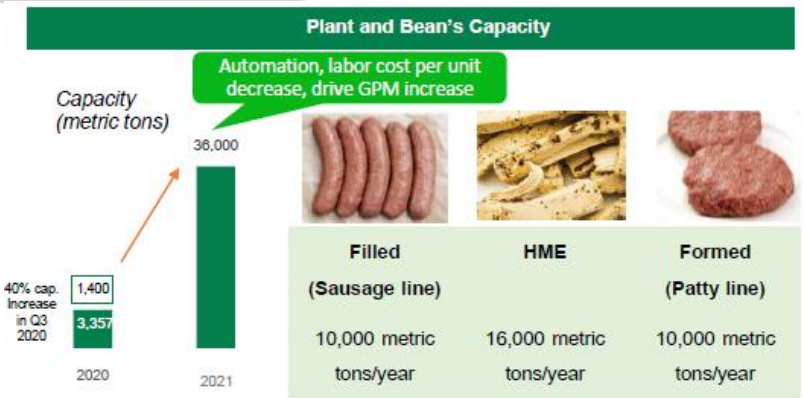
Plant and Bean Ltd (P&B) คือ บริษัทร่วมทุนระหว่าง NRF และพันธมิตร The Brecks Co Ltd ซึ่ง P&B มีความสามารถในการผลิตอาหารโปรตีนจากพืช ได้แก่ ไส้กรอก และเนื้อเทียม เป็นต้น เมื่อเดือน พ.ค. 2020 บริษัทได้ลงทุนใน P&B สัดส่วนราว 25% มูลค่า 5 ล้านปอนด์ หรือราว 198 ล้านบาท เพื่อรองรับการขยายกำลังการผลิตจาก 3,400 ตันต่อปีในปัจจุบันเป็น 36,000 ตันต่อปี ภายในปี 2024 และ NRF อยู่ระหว่างการเข้าลงทุนเพิ่มใน P&B อีก 25% เป็น 50% ภายในกลางปี 2021 ซึ่ง NRF จะยังคงรับรู้เป็นส่วนแบ่งกำไรขาดทุนตามเดิม โดย P&B อยู่ระหว่างขยายกำลังการผลิตเพิ่มขึ้นเป็น 36,000 ตันต่อปีภายในปี 2021 ทั้งนี้ในอนาคต P&B มีแผนเพิ่มสายการผลิตสำหรับกระบวนการ High Moisture Extrusion (วิธีผลิตที่เพิ่มความชื้นด้วยน้ำและน้ำมันเข้าไปในวัตถุดิบ ทำให้ผลิตภัณฑ์มีรสชาติและสัมผัสใกล้เคียงกับเนื้อสัตว์จริง) และมีแผนผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์ภายใต้แบรนด์ของตนเองด้วย สำหรับปี 2020 เราคาดบริษัทจะรับรู้ส่วนแบ่งขาดทุนจาก P&B ราว -12 ล้านบาท และคาดจะพลิกมีกำไรเล็กน้อยตั้งแต่ 3Q21 โดยทั้งปี 2021 คาดจะรับรู้ส่วนแบ่งขาดทุนลดลงมาอยู่ที่ -2 ล้านบาท และจะพลิกเป็นส่วนแบ่งกำไรได้เต็มปีในปี 2022 เป็นต้นไป

โครงสร้างการลงทุนใน P&B



Source: NRF's Presentation

แผนขยายกำลังการผลิตของ P&B



Source: NRF's Presentation

ยังเดินหน้าลงทุนต่อ ล่าสุดเข้าลงทุนใน Boosted Ecommerce

บริษัทได้จัดตั้งบริษัทร่วมทุนกับพันธมิตร Boosted Ecommerce (สหรัฐฯ) เพื่อลงทุนในธุรกิจ Branded E-commerce บน Amazon.com ที่มีผลิตภัณฑ์อยู่ในกลุ่ม Ethnic Food, Planted-based Food และ Functional Product ซึ่งต้องเป็นบริษัทที่มีความสามารถในการแข่งขัน และต้องมียอดขายที่ดีในระบบ E-commerce ของ Amazon โดยมีเกณฑ์การลงทุนที่ชัดเจนดังนี้

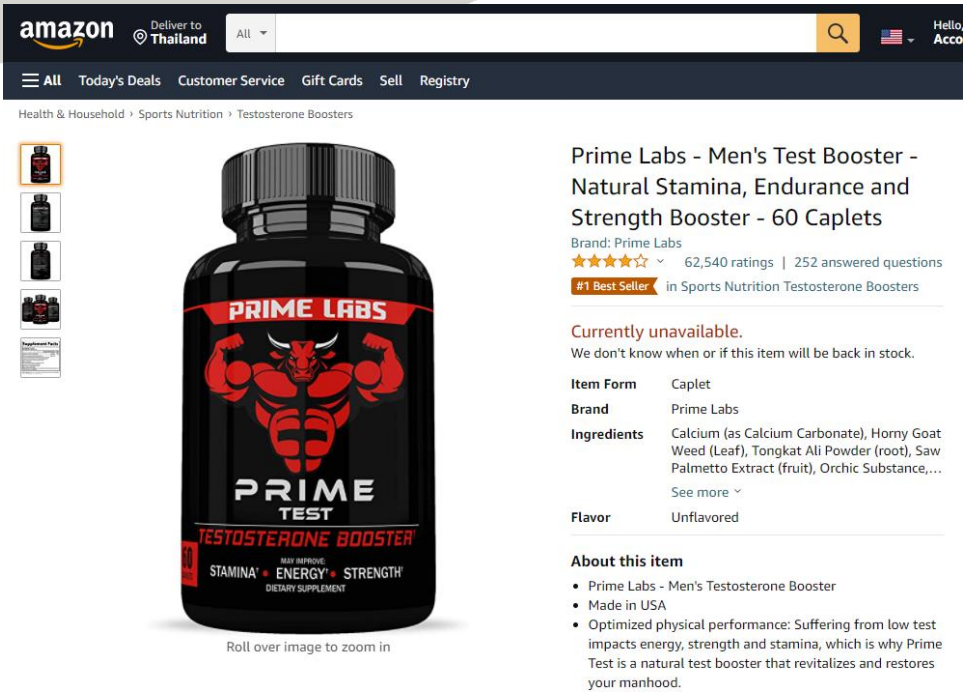
1. ต้องเป็นธุรกิจที่คาดว่ามี EBITDA อย่างน้อย US$0.3 ล้าน – US$3.0 ล้าน
2. ราคาเข้าซื้อธุรกิจเป้าหมายต้องไม่เกิน 3.5 เท่า EV/EBITDA สำหรับค่าลงทุนส่วนแรก
3. ชำระค่าลงทุนเป็นเงินสดส่วนแรกเพียง 50% - 75% อีก 25% - 50% จะทยอยจ่าย ขึ้นอยู่กับการเจรจา

ในช่วงแรกลักษณะการลงทุนถูกแบ่งออกเป็น 2 ธุรกรรมหลักคือ 1. การจัดตั้งบริษัทร่วมทุน และ 2. บริษัทร่วมทุนดังกล่าวจะนำเงินที่ได้จากการจัดตั้งบริษัทร่วมทุนไปซื้อทรัพย์สินทางปัญญา เครื่องหมายการค้า องค์ความรู้ และความเชี่ยวชาญ รวมถึงสินทรัพย์ไม่มีตัวตนอื่นๆ ภายใต้แบรนด์ Prime Labs เป็นสินค้าประเภทอาหารเสริมที่อยู่ในตลาดมานานกว่า 5 ปี และมีรายได้เฉลี่ยต่อปีมากกว่า US$8 ล้าน หรือราว 240 ล้านบาท โดยเริ่มขายสินค้าใน Amazon ตั้งแต่ปี 2016 และมีรายได้อันดับ 1 ในหมวดสินค้าประเภทเดียวกัน ตามการจัดอันดับของ Amazon.com

โดยบริษัทจะใช้เงินลงทุนครั้งนี้ราว US$17 ล้าน หรือราว 509 ล้านบาท เพื่อเข้าถือหุ้นในบริษัทร่วมทุนสัดส่วน 55% (จะมีการ Consolidate งบการเงิน) คาดว่าจะจัดตั้งแล้วเสร็จ และมีการชำระค่าราคาสินทรัพย์ในงวดแรกแล้วเสร็จภายใน 1Q21 โดยมีการแบ่งจ่ายเป็น 4 งวด คาดธุรกรรมจะเสร็จสมบูรณ์ภายในปี 2022

สิ่งที่ NRF จะได้จากการลงทุนครั้งนี้ นอกจากการรับรู้ผลการดำเนินงานของ Prime Labs รวมถึงดีลต่างๆที่จะเกิดขึ้นในอนาคตแล้ว จะช่วยให้บริษัทเข้าถึงข้อมูลธุรกิจ E-commerce และต่อยอดไปสู่ Branded e-commerce บน Amazon.com และช่วยสร้างโอกาสให้กับบริษัทในการทำ Cross-selling Opportunities อย่างไรก็ตาม ยังมีความเสี่ยงที่ดีลนี้จะไม่สำเร็จ เพราะอยู่ระหว่างขั้นตอนการจัดทำ Confirmatory due diligence ซึ่งหากบริษัทไม่สามารถทำให้มั่นใจได้ว่าธุรกรรมดังกล่าวมีข้อมูลถูกต้องและครบถ้วนอย่างเพียงพอ อาจทำให้ดีลนี้ไม่ประสบความสำเร็จ

ตัวอย่างสินค้า Prime Labs บน Amazon.com

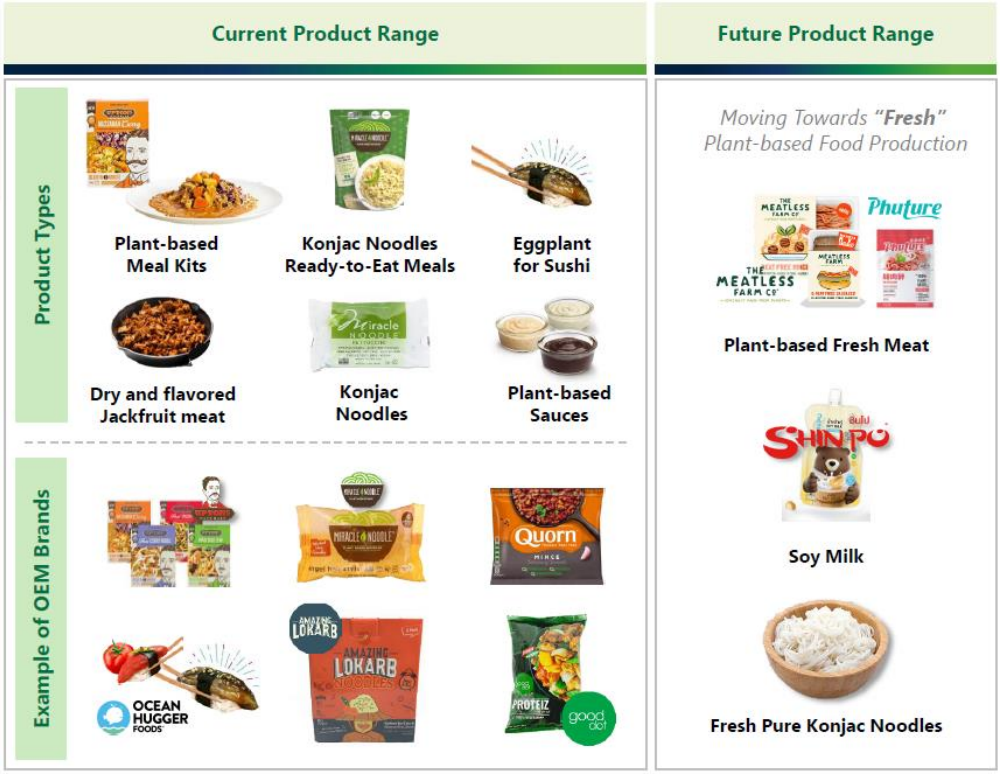


Source: Amazon.com

บริษัทตั้งเป้าเพิ่มสัดส่วนรายได้ Plant-based Food ค่อนข้าง Aggressive

จบปี 2020 เราคาดบริษัทจะมีรายได้จาก Plant-based Food ราว 122 ล้านบาท +57.6% Y-Y (ดีกว่าตอน IPO ที่เราคาดไว้เพียง 77 ล้านบาท) คิดเป็นสัดส่วนราว 8.7% ของรายได้รวม ต่ำกว่าเป้าหมายของผู้บริหารที่ตั้งเป้าไว้ 10% เล็กน้อย และมีเป้าหมายต้องการเพิ่มสัดส่วนขึ้นเป็น 15%/20%/25%/30% ของรายได้รวมปี 2021 – 2024 ตามลำดับ ถือว่าค่อนข้าง Aggressive ทั้งนี้บริษัทมีแผนขยายไปยังสินค้า Plant-based Food ใหม่ๆ ผ่านทั้งบริษัทร่วมทุน และบริษัท Startup ต่างๆที่บริษัทได้ทยอยเข้าไปลงทุนในช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมา ส่วนใหญ่ยังเป็นลักษณะการว่าจ้างผู้ผลิตภายนอก OEM และขายในต่างประเทศที่นิยมบริโภค Plant-based Food มาก่อน แต่มีแผนขยายตลาดนำมาขายในประเทศด้วย ซึ่งหากมีสินค้าใดที่มีรายได้บรรลุเป้าหมาย บริษัทมีแผนจะผลิตสินค้านั้นในโรงงานของตนเอง ซึ่งอยู่ระหว่างเตรียมการก่อสร้างโรงงานผลิต Plant-based Food ในช่วงปี 2021 – 2022 เบื้องต้นจะเป็นการสร้างโรงงานใหม่บนที่ดินเดิมติดกับโรงงานปัจจุบัน และคาดมีกำลังการผลิตราว 4,800 ตันต่อปี (สำหรับ 8 ชั่วโมงต่อวัน) หรือ 7,200 ตันต่อปี (สำหรับ 12 ชั่วโมงต่อวัน)

ตัวอย่างสินค้ากลุ่ม Plant-based Food ของ NRF



Source: NRF's Presentation

เป้าหมายการเติบโตในธุรกิจ Plant-based Food ของ NRF

Source: NRF's Presentation

คาดกำไร 4Q20 ยังโตต่อเนื่อง และทำ New High

คาดกำไรสุทธิ 4Q20 อยู่ที่ 60 ล้านบาท (+25% Q-Q, +650% Y-Y) หากไม่รวมค่าตัดจำหน่ายเข้าซื้อกิจการ คาดจะมีกำไรปกติอยู่ที่ 74 ล้านบาท (+21.3% Q-Q, +23.3% Y-Y) ถือเป็นกำไรสูงสุดใหม่ มาจาก 1) การรวมผลประกอบการของ City Food เข้ามาราว 1 เดือน ภายหลังเข้าซื้อหุ้นเพิ่มเป็น 100% คาดหักล้างผลลบจากปัญหาขาดแคลนตู้คอนเทนเนอร์ ที่กระทบให้การรับรู้รายได้ถูกเลื่อนออกไปบางส่วน 2) คาดอัตรากำไรขั้นต้นยังอยู่ในระดับที่ดี 32.7% ลดลงเล็กน้อยจาก 33.2% ใน 3Q20 ส่วนหนึ่งมาจาก Product Mix เพราะ City Food มีอัตรากำไรขั้นต้นต่ำกว่า NRF แต่ยังเป็นอัตรากำไรขั้นต้นที่สูงกว่า 29.2% ใน 4Q19 อยู่พอสมควร มาจากทั้งอัตราการใช้กำลังการผลิตกลุ่มสินค้า Ethnic Food ที่สูงขึ้น และ Product Mix ที่ดีขึ้น และ 3) ภาระดอกเบี้ยจ่ายลดลง จากการนำเงินที่ได้จาก IPO ไปชำระหนี้เงินกู้ยืมจากสถาบันการเงิน

จากแนวโน้มกำไรที่ดีกว่าคาดทั้งใน 3Q20 - 4Q20 เราจึงปรับเพิ่มประมาณการกำไรปกติปี 2020 ขึ้น 7.3% เป็น 207 ล้านบาท (+55.6% Y-Y) ส่วนกำไรสุทธิคาดไว้ที่ 149 ล้านบาท (+263.4% Y-Y)

4Q20E Earnings Preview

(Bt□mn)	4Q20E	3Q20	%Q-Q	4Q19	%Y-Y
Sales revenue	435	378	15.1	291	49.5
Costs	193	253	-23.7	206	-6.3
Gross profit	142	126	12.7	85	67.1
SG&A costs	64	58	10.3	67	-4.5
Interest charge	2.05	13.21	-84.5	14.20	-85.6
Norm profit	74	61	21.3	60	23.3
Net profit	60	48	25.0	8	650.0
Gross margin %	32.7	33.2	-0.5	29.2	3.5
SG&A as % of Sales	14.8	15.4	-0.6	23.1	-8.3
Net margin %	13.8	12.7	1.1	2.6	11.2

Source: FSS Estimates

ปรับเพิ่มประมาณการกำไรปี 2021 – 2022 ขึ้น 12% - 25%

จากผลประกอบการที่ดีกว่าคาดในปี 2020 โดยมาจากทั้งรายได้และอัตรากำไรขั้นต้นที่ดีกว่าที่เคยคาด โดยเฉพาะรายได้จาก Ethnic Food +20.7% Y-Y ที่ได้ปัจจัยหนุนจากความต้องการซอส และเครื่องปรุงรสที่เติบโตต่อเนื่อง และรายได้ Plant-based Food +57.6% Y-Y ดีกว่าที่เราคาดถึง 58% ในขณะที่แนวโน้มรายได้ยังดูสดใสต่อเนื่อง ล่าสุดเริ่มรับรู้รายได้จากลูกค้า 2 รายใหม่ในกลุ่ม Ethnic Food ซึ่งเป็นบริษัทที่มีชื่อเสียงระดับโลก (Saffron Road, Lee Kum Kee) โดยเริ่มส่งสินค้าไปตั้งแต่ 4Q20 และคาดจะส่งไปได้มากขึ้นในปี 2021 คาดหวังรายได้เร่งตัวขึ้นใน 2Q21 ภายหลังปัญหาขาดแคลนเรือขนส่งสามารถคลี่คลายได้ภายใน 1Q21 และคาดจะรับรู้รายได้จาก City Food ได้เต็มปี ส่วนธุรกิจ Plant-based Food ปีนี้คาดจะเติบโตเร่งตัวขึ้นจากการใช้กำลังการผลิตเส้นบุกใหม่ และขยายไปยังผลิตภัณฑ์ใหม่ จำหน่ายในตลาดเดิม และตลาดใหม่ที่อยู่ระหว่างขยายด้วย เราคาดรายได้จาก Plant-based Food ปี 2021 – 2022 จะเติบโตราว 30% Y-Y และ 40% Y-Y ตามลำดับ จะทำให้สัดส่วนรายได้ขยับขึ้นเป็น 9.8% ในปี 2022 ถือว่ายัง Conservative ต่ำกว่าเป้าหมายของบริษัท ที่ 20% พอสมควร

นอกจากนี้ เราคาดจะเริ่มรับรู้รายได้จากธุรกิจใหม่ E-Commerce (Prime Labs จะรับรู้ในกลุ่ม Functional Product) จากการร่วมกับทุนกับ Boosted E-commerce ตั้งแต่ปี 2021 เป็นต้นไป แต่ในช่วงแรกอาจจะยังไม่ส่งผลบวกต่อกำไรของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ และหากมีการลงทุนในธุรกิจอื่นๆเพิ่มเติม จะเป็น Upside ต่อประมาณการในอนาคต

เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรปกติปี 2021 – 2022 ขึ้น 12% - 25% เป็น 357 ล้านบาท (+72.1% Y-Y) และ 460 ล้านบาท (+28.8% Y-Y) ตามลำดับ

การเปลี่ยนแปลงสมมติฐานที่ใช้ในการคาดการณ์ผลการดำเนินงาน NRF

Assumptions	Current			Previous		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
Ethnic Food	1,248	1,604	1,852	1,173	1,495	1,552
% Growth	20.7	28.5	15.5	13.4	27.5	3.8
Plant-based Food	122	159	222	77	101	201
% Growth	57.6	30.0	40.0	0.0	31.2	99.0
Functional Product	36	186	200	50	53	55
% Growth	--	416.7	7.5	--	6.0	3.8
Total Sales (bt mn)	1,406	1,948	2,274	1,300	1,648	1,808
% Y-Y Growth	26.5	38.6	16.7	17.0	26.7	9.7
% Gross Margin	32.2	32.7	33.1	31.3	31.5	31.7
% SG&A to sales	16.2	14.5	14.3	16.5	14.5	14.3
Profit sharing from P&B	-12	-2	45	-10	25	48
Net Profit (bt mn)	149	300	402	125	261	310
% Y-Y Growth	266.2	100.7	34.3	207.2	108.3	18.9
Norm Profit (bt mn)	207	357	460	193	318	367
% Y-Y Growth	56.0	72.1	28.8	45.4	64.5	15.5

Source: Company Data, FSS Research

Re-rate Valuation สะท้อนการเติบโตที่เร็วกว่าคาด

เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2021 เท่ากับ 9 บาท โดย Re-rate target PE ของ NRF ขึ้นเป็น 35 เท่า (เดิม 25 เท่า) ปรับขึ้นให้เท่ากับค่าเฉลี่ยของบริษัทที่ทำซอส และเครื่องปรุงอาหารทั่วโลก และสะท้อนถึงการเติบโตที่ดีกว่าคาด รวมถึง Upside ในอนาคตจากทั้งกลุ่มสินค้า Plant-based Food และ E-Commerce ที่เริ่มมีการลงทุนให้เห็นอย่างชัดเจน แม้ระยะสั้นธุรกิจนวัตกรรมเหล่านี้อาจจะยังไม่ส่งผลกำไรต่อภาพรวมได้อย่างมีนัยสำคัญ แต่ถือเป็น Mega Trend ที่จะมีการเติบโตอย่างเร่งตัวและชัดเจนต่อไปในอนาคตระยะยาว ในขณะที่บริษัทยังมีธุรกิจหลัก Ethnic Food ที่สร้างรายได้และผลกำไรเติบโตสม่ำเสมอ ต่างจากบริษัทในระดับโลกที่มุ่งเน้น Plant-based Food เป็นหลัก และจดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ เช่น Beyond Meat, Very Good Food, Laird Superfood, Else Nutrition หรือ Modern Meat เป็นต้น ล้วนแต่ยังประสบผลขาดทุนเกือบทั้งหมด ในขณะที่นักลงทุนให้ความสำคัญกับโครงการในอนาคตที่เป็น Mega Trend มากกว่า ทำให้เทรดกันที่ PE สูงมาก ยกตัวอย่าง Beyond Meat ที่ Bloomberg Consensus คาดว่าจะพลิกมีกำไรในปี 2021 – 2022 ที่ US$10.5 ล้าน และ US$53.5 ล้าน จากที่ขาดทุนมาตลอด และขาดทุนในปี 2020 ราว -US$28.2 ล้าน ปัจจุบันเทรดที่ Forward PE 2021/2022 สูงถึง 1,698 เท่า และ 239 เท่า ตามลำดับ ทั้งนี้เรามองว่า Target PE ที่ 35 เท่า สำหรับ NRF ถือว่าเหมาะสมไม่ Aggressive จนเกินไป และคิดเป็น PEG เท่ากับ 1.2 เท่า อิงคาดการณ์อัตราการเติบโตของกำไร 3 ปีข้างหน้า CAGR 29%

Peers comparison (as of Jan 27, 2020)

	Market cap	NPAT growth (%)		ROE (%)	PER (x)		EV/EBITDA(x)	
	(US$mn)	21E	22E	21E	21E	22E	21E	22E
Kraft Heinz	42,046	-9.5	2.6	nm	13.5	13.2	11.2	11.1
Campbell Soup	15,132	-1.8	0.4	nm	16.6	16.4	11.7	11.7
Sichuan Teway	6,302	42.6	38.6	7.1	66.7	48.5	59.2	42.3
Treehouse Foods	2,461	10.1	4.7	28.6	14.3	13.5	8.1	8.1
Qingdao Richen	1,246	37.3	28.9	23.4	62.3	48.2	54.4	41.1
Exotic Food	159	12.8	28.1	23.9	19.5	18.2	14.9	13.8
Average	--	15.3	17.2	20.7	34.7	28.0	28.9	22.9
Beyond Meat Inc	11,705	nm	nm	nm	1,698	239	253	124

Source: Bloomberg

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของเทรนด์การบริโภค Plant-Based Food

หากกระแสความนิยมการบริโค Plant-Based Food มีการเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางตรงข้ามกับที่บริษัทคาดการณ์ไว้ หรือเป็นเพียงกระแสชั่วคราว อาจทำให้บริษัทเผชิญความเสี่ยงจากการสูญเสียเงินลงทุนในธุรกิจ Startup ต่างๆ รวมถึงกลยุทธ์การเข้าลงทุนในธุรกิจ Startup และกองทุนที่เข้าไปลงทุนในธุรกิจ Startup แม้มองมุมหนึ่งจะเป็นการสร้างโอกาสในการเติบโตในอนาคตของบริษัท แต่ด้วยสถิติที่ผ่านมา ต้องยอมรับว่าอัตราการประสบความสำเร็จของธุรกิจ Startup ไม่สูงนัก อีกทั้งยังมีความเสี่ยงหากการเติบโตช้ากว่าคาด นั่นหมายถึง อาจทำให้บริษัทประสบผลขาดทุนจากธุรกิจที่เข้าไปร่วมลงทุน หรือสูญเสียเงินลงทุน

ความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน

เนื่องจากรายได้ส่วนใหญ่ของบริษัทมาจากการส่งออกไปยังต่างประเทศสัดส่วนราว 74% ของรายได้ปี 2019 ซึ่งเป็นการขายในรูป USD เป็นหลัก ในขณะที่ต้นทุนวัตถุดิบส่วนใหญ่เป็นการซื้อในประเทศ ทำให้บริษัทมีความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน โดยเฉพาะในกรณีที่ค่าเงินบาทแข็งค่าเมื่อเทียบกับ USD ในกรณีที่ค่าเงินบาทแข็งค่าทุก 1 บาท หากบริษัทไม่ได้ใช้เครื่องมือป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน เราพบว่าจะกระทบอัตรากำไรขั้นต้นของบริษัทราว 1.8% และกระทบต่อกำไรปกติราว 11% อย่างไรก็ตาม ด้วยโยบายของบริษัทที่มีการป้องกันความเสี่ยงด้วยการทำ Forward ราว 50% ของรายได้ USD จึงคาดผลกระทบต่อกำไรปกติจะจำกัด นอกจากนี้บริษัทยังมีแผนที่จะเพิ่มสัดส่วนรายได้สกุลเงินบาทให้มากขึ้น จากทั้งการรวมซิตี้ฟู้ดที่มีรายได้เป็นสกลุเงินบาทราว 86% ของรายได้ซิตี้ฟูด และยังมีแผนการขาย NRF Brand และ น้ำนมถั่วเหลืองชินโป ในประเทศที่ด้วย น่าจะช่วยให้บริษัทลดการพึ่งพิงรายได้สกุลเงิน USD ได้ระดับหนึ่ง

ความเสี่ยงจากการแข่งขันในตลาดรับจ้างผลิต

ปัจจัยที่กระทบต่อความสามารถในการแข่งขันของบริษัทคือ ราคาขาย และราคาต้นทุนวัตถุดิบที่ผันผวนตามราคาตลาด โดยลูกค้าสามารถเปลี่ยนผู้รับจ้างผลิตรายอื่นแทนบริษัทได้ หากลูกค้าได้รับการเสนอราคาที่พอใจกว่า

ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาวัตถุดิบ

วัตถุดิบหลักของบริษัทส่วนใหญ่เป็นผลผลิตทางการเกษตร เช่น พืช ปศุสัตว์ และประมง ซึ่งมีราคาเปลี่ยนแปลงขึ้นอยู่กับ Demand Supply ของผลผลิตชนิดนั้นๆ ซึ่งเป็นปัจจัยภายนอกที่บริษัทไม่สามารถควบคุมได้ ทั้งนี้หากราคาวัตถุดิบเปลี่ยนแปลง และบริษัทไม่สามารถปรับขึ้นราคาขายเพื่อสะท้อนต้นทุนสินค้าได้ทันท่วงที อาจกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทได้

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Revenue	1,124	1,111	1,406	1,948	2,274
Cost of sales	763	784	953	1,311	1,521
Gross profit	361	327	452	637	753
SG&A	175	218	228	283	324
Operating profit	186	109	224	355	429
Other income	9	9	15	21	25
EBIT	195	118	240	376	454
EBITDA	272	198	354	521	628
Interest charge	78	61	41	9	9
Tax on income	27	10	40	66	88
Earnings after tax	90	47	158	301	357
Minority interest	0	0	0	0	0
Normalized earnings	160	133	207	357	459
Extraordinary items	-64	-92	-58	-57	-57
Net profit	96	41	149	300	402

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Net profit	96	41	149	300	402
Deprec. & amortization	77	80	115	145	175
Change in working capital	-238	-43	-68	-85	-51
Other adjustments	105	75	9	2	-45
Cash flow from operations	38	153	205	361	480
Capital expenditure	-76	-176	-350	-300	-300
Others	52	24	-13	-144	-63
Cash flow from investing	-21	-141	-363	-444	-363
Free cash flow	17	12	-158	-83	117
Net borrowings	-133	-54	-960	105	-50
Equity capital raised	100	135	1,358	0	0
Dividends paid	0	0	-75	-150	-201
Others	-9	3	31	136	81
Cash flow from financing	-42	84	354	91	-170
Net change in cash	-25	97	196	8	-53

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Cash	46	142	338	346	293
Accounts receivable	208	194	246	342	399
Inventory	92	85	104	144	167
Other current assets	21	10	14	19	23
Total current assets	368	432	703	851	881
Investments	21	47	98	292	455
Plant, property & equipment	279	375	610	766	891
Other assets	1,791	1,741	1,690	1,638	1,584
Total assets	2,459	2,596	3,102	3,547	3,811
Short-term loans	0	90	0	0	0
Accounts payable	101	126	131	180	208
Current maturities	1,011	256	0	0	0
Other current liabilities	18	11	14	19	23
Total current liabilities	1,130	483	145	199	231
Long-term debt	1	619	0	105	55
Other non-current liab.	330	321	351	487	568
Total non-current liab.	331	940	351	592	623
Total liabilities	1,461	1,423	496	791	855
Registered capital	1,021	1,421	1,356	1,356	1,356
Paid up capital	1,021	1,066	1,356	1,356	1,356
Share premium	66	156	1,224	1,224	1,224
Legal reserve	20	23	23	23	23
Retained earnings	-109	-72	3	153	354
Minority Interests	0	0	0	0	0
Shareholders' equity	998	1,173	2,606	2,755	2,957

Important Ratios (Consolidated)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Growth (%)					
Revenue	7.2	-1.2	26.5	38.6	16.7
EBITDA	12.5	-27.2	79.3	47.0	20.7
Net profit	53.7	-57.3	266.2	100.7	34.3
Normalized earnings	15.7	-16.9	56.0	72.1	28.8
Profitability (%)					
Gross profit margin	32.2	29.4	32.2	32.7	33.1
EBITDA margin	17.9	13.9	25.2	26.7	27.6
EBIT margin	17.4	10.6	17.0	19.3	20.0
Normalized profit margin	14.2	12.0	14.7	18.3	20.2
Net profit margin	8.5	3.7	10.6	15.4	17.7
Normalized ROA	6.5	5.1	6.7	10.1	12.0
Normalize ROE	16.0	11.3	8.0	12.9	15.5
Normalized ROCE	14.7	5.6	8.1	11.2	12.7
Risk (x)					
D/E	1.5	1.2	0.2	0.3	0.3
Net D/E	1.4	1.1	0.1	0.2	0.2
Net debt/EBITDA	5.2	6.5	0.4	0.9	0.9
Per share data (Bt)					
Reported EPS	0.09	0.04	0.11	0.22	0.30
Normalized EPS	0.16	0.12	0.15	0.26	0.34
EBITDA	0.27	0.19	0.26	0.38	0.46
Book value	0.98	0.83	1.92	2.03	2.18
Dividend	0.05	0.00	0.06	0.11	0.15
Par	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Valuations (x)					
P/E	84.4	206.6	71.8	35.8	26.6
Norm P/E	50.5	63.4	51.7	30.0	23.3
P/BV	8.1	9.6	4.1	3.9	3.6
EV/EBITDA	34.9	49.1	30.7	21.4	17.9
Dividend yield (%)	0.6	0.0	0.7	1.4	1.9

Source: Company data, FSS research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

สำนักงานใหญ่
999/9 อาคารดิ ออฟฟิศเศส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25
ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน
เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร
02-658-9000, 02-658-9500

สำนักงานอัลม่าลิงค์
25 อาคารอัลม่าลิงค์ ชั้น 9,14,15
ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี
เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร
02-646-9600, 02-646-9999

สำนักงานอัมรินทร์ ทาวเวอร์
496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์
ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี
เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร
02-660-5000, 02-264-6000

สาขา เซ็นทรัลปิ่นเกล้า 1
7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ปิ่นเกล้า
ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1
ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์
เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร
02-878-5999

สาขา บางกระปิ
3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3
ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว
แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ
จ.กรุงเทพมหานคร
02-378-4545

สาขา บางนา
589 หมู่ 12 อาคารชุดทาวเวอร์ 1
ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 589/105 (เดิม 1093/105)
ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา
เขตบางนา จ.กรุงเทพมหานคร
02-740-7100

สาขา มิ้นท์ ทาวเวอร์
ชั้น 6 (ห้องเลขที่ 601), 7, 8 และ 9
อาคาร มิ้นท์ ทาวเวอร์
เลขที่ 719 ถนนบรรทัดทอง
แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน
จ.กรุงเทพมหานคร
02-680-0700

สาขา สินธร 1
130-132 อาคารสินธร ทาวเวอร์ 1
ชั้น 2 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี
เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร
02-690-4100

สาขา เคี่ยนหงวน (สินธร 2)
140/1 อาคารเคี่ยนหงวน 2 ชั้น 18
ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี
เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร
02-254-1717

สาขา ประชาชื่น
105/1 อาคารบี ชั้น 4
ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว
เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร
02-580-9130

สาขา สาทร
เลขที่ 48/32 ชั้น 16
อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ถนนสาทรเหนือ
แขวงสีลม เขตบางรัก
จ.กรุงเทพมหานคร
02-036-4859

สาขา รังสิต
1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17
ซอยพหลโยธิน 60 ถนนพหลโยธิน
ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี
02-993-8180

สาขา รัตนาธิเบศร์
576 ถ.รัตนาธิเบศร์
ต.บางกระสอ อ.เมืองนนทบุรี
จ.นนทบุรี
02-831-8300

สาขา แจ้งวัฒนะ
99, 99/9
เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์
ยูนิตเลขที่ 1904 ชั้น 19
หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด
ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี
02-005-4193

สาขา สมุทรสาคร
เลขที่ 813/30 ถนนนรสิงห์ ตำบลมหาชัย
อำเภอเมืองสมุทรสาคร
จ.สมุทรสาคร
034-428-045

สาขา ขอนแก่น
311/1
ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมบึงแก่นนคร)
ต. ในเมือง
อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น
043-058-925

สาขา อุดรธานี
197/29, 213/3
ถ.อุดรดุษฎี ต. หมากแข้ง
อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี
042-245-589

สาขาเชียงใหม่
310
หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์
ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน
อ.เมือง จ.เชียงใหม่
053-235-889, 053-204-711

สาขา เชียงราย
353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก
อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย
053-750-120

สาขา แม่สาย
119 หมู่ 10 ต.แม่สาย
อ.แม่สาย จ.เชียงราย
053-640-599

สาขา นครราชสีมา
198/1 ตรอกสมอราย
ต.ในเมือง
อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา
044-288-700, 044-014-322,
044-014-323

สาขา ออนไลน์ภูเก็ต
22/18
ถ.หลวงพ่อวัดฉลอง
ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต
จ.ภูเก็ต
076-210-499

สาขา หาดใหญ่
106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปัตย์
ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา
074-243-777

สาขา ตรัง
59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง
อ.เมืองตรัง จ.ตรัง
075-211-219

สาขา สุราษฎ์ธานี
173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่
ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎ์ธานี
จ.สุราษฎ์ธานี
077-222-595

สาขา ปัตตานี
300/69-70 หมู่ 4 ต.รูสะมิแล
อ.เมือง จ.ปัตตานี
073-350-140-4

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน

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

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

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

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

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

Thai Institute of Directors Association (IOD) - Corporate Governance Report Rating 2020

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

สัญลักษณ์ N/R หมายถึง "ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR"

IOD (IOD Disclaimer)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)

1 ข้อมูล CG Score ประจำปี 2563 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

2 ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 24 มิถุนายน 2562) มี 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC