

กัญชง...เทรนด์ใหม่สินค้าไทย

กัญชง-กัญชา ถูกใช้มาตั้งแต่อดีตกาล โดยใช้ครั้งแรกของโลกเมื่อ 4,700 ปีที่แล้ว ส่วนในไทยเริ่มใช้ตั้งแต่สมัยอยุธยา ทั้งในแง่การใช้ประโยชน์จากเส้นใย และเป็นสมุนไพรรักษาโรค แต่ด้วยผลข้างเคียงที่ค่อนข้างมาก ทำให้หลายประเทศทั่วโลกร่วมกันต่อต้านและจัดให้เป็นสารเสพติด แต่ในที่สุดเมื่อได้มีการศึกษาอย่างละเอียด กลับค้นพบถึงคุณประโยชน์อย่างมากจากกัญชงและสาร CBD หากมีการนำมาใช้อย่างถูกวิธี ทำให้ THC ต่ำ

ประโยชน์ของกัญชงมี 3 ข้อ 1.) ใช้ประโยชน์จากเส้นใยไปผลิตเสื้อผ้า เชือก ทำฉนวนกันความร้อน เฟอร์นิเจอร์ ปัจจุบันไทยมีพันธุ์กัญชงที่ขึ้นทะเบียนเพียง 4 พันธุ์และทั้งหมดปลูกเพื่อเอาเส้นใยเป็นหลัก 2.) ใช้ประโยชน์จากเมล็ดนำมาสกัดเป็นน้ำมันเพื่อใช้ในอาหารเสริม เครื่องสำอาง และอาหาร และ 3.) ใช้ประโยชน์จาก CBD มีมูลค่ามากที่สุด ใช้ดอกนำมาสกัดเพื่อได้ CBD ใช้เป็นยารักษาโรค เครื่องสำอาง รวมถึงอาหารด้วย

กัญชง...สารเสพติดที่กำลังจะกลายเป็นพืชเศรษฐกิจไทย ล่าสุดกัญชงได้รับอนุญาตให้ใช้ได้อย่างถูกกฎหมายแล้ว 1.) สามารถใช้ประโยชน์จากส่วนของกัญชง กัญชาที่ไม่จัดเป็นยาเสพติด ได้แก่ ใบที่ไม่ติดกับช่อดอก กิ่ง ก้าน ลำต้น เปลือก ราก และเมล็ดกัญชง รวมถึงสารสกัด CBD ซึ่งต้องมีปริมาณ THC ไม่เกิน 0.2% 2.) อนุญาตให้ใช้น้ำมันและสารสกัดจากเมล็ดกัญชงในเครื่องสำอางตามเงื่อนไขที่กำหนด โดยต้องมีปริมาณ THC ไม่เกิน 0.2% 3.) ให้เกษตรกร ภาครัฐ เอกชน และประชาชนทั่วไป ขออนุญาตผลิต นำเข้า ส่งออก จำหน่าย หรือมีไว้ในครอบครองเฉพาะกัญชง (Hemp) ภายใต้อำนาจ 6 วัตถุประสงค์

อยู่ระหว่างพิจารณาอนุญาตให้ใช้ในอาหารเครื่องดื่ม ปัจจุบันอยู่ระหว่างร่างประกาศอนุญาตให้ใช้ในสมุนไพร (เฉพาะสารสกัดกัญชง-กัญชา) และอาหาร (เฉพาะเมล็ดกัญชง/น้ำมัน/โปรตีนจากเมล็ดเท่านั้น) เพราะมี THC และ CBD น้อยมากถึงไม่มีเลย โดยมีเงื่อนไขที่เข้มงวดกว่าเครื่องสำอาง ห้ามผู้มีอายุต่ำกว่า 20 ปีและสตรีมีครรภ์หรือให้นมบุตรรับประทาน เบื้องต้น อยู่. คาดว่าจะดำเนินการแล้วเสร็จภายในเดือน มี.ค. 2021 ดังนั้นก็มีความเป็นไปได้ที่จะเริ่มเห็นสินค้าอาหารและเครื่องดื่มที่มีส่วนผสมจากเมล็ดกัญชงอย่างเร็วใน 2H21

ตลาดกัญชงโลกโตสูงต่อเนื่อง ปัจจุบันมีประเทศที่อนุญาตให้ใช้กัญชงได้กว่า 60 ประเทศทั่วโลก คาดการณ์มูลค่าตลาดกัญชงทั่วโลกปี 2020 มีมูลค่าสูงราว US\$5.73 พันล้าน (+25.1% Y-Y) โดยมีอัตราการเติบโตเฉลี่ย 4 ปีที่ผ่านมา CAGR สูงราว 20% ประเทศที่มีมูลค่าตลาดมากที่สุดคือสหรัฐ มีการนำมาสกัดเอาสาร CBD มาใช้ประโยชน์ (Hemp CBD) คิดเป็นสัดส่วนมากที่สุดที่ 23% สหรัฐมีมูลค่าตลาดของ CBD จากกัญชงอยู่ที่ US\$813 ล้าน (+58.5% Y-Y) ส่วนทางกับ จีน ที่ยังใช้ประโยชน์ในแง่เส้นใยนำมาทำ Consumer Textiles สูงถึง 76%

หุ้นกัญชงในต่างประเทศปัจจุบันเทรด PE เฉลี่ย 50-150 เท่า เราพบว่าหลายบริษัทที่ประกอบธุรกิจเกี่ยวข้องกับกัญชง และจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในต่างประเทศ แต่มีเพียงไม่กี่บริษัทที่มีผลประกอบการเป็นกำไร ส่วนใหญ่ขาดทุนเพราะกฎหมายเพิ่งอนุญาต จึงยังเป็นช่วงแรกของการลงทุน และยังต้องให้ความรู้สร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้บริโภค เพื่อท้ายที่สุดแล้วจะได้เติบโตพร้อมกับพฤติกรรมของผู้บริโภค ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา บริษัทกัญชงในต่างประเทศมีอัตราการเติบโตของรายได้สูงราว 70% - 100% CAGR ส่วนหนึ่งมาจากฐานที่ยังต่ำมาก และตลาดค่อนข้างให้ Premium Valuation จากความคาดหวังการเติบโตก้าวกระโดดในอนาคตสำหรับบริษัทที่มีกำไร ปัจจุบันซื้อขายกันที่ PE2021 ราว 50-150 เท่า ส่วนบริษัทที่ขาดทุน ปัจจุบันซื้อขายที่ EV/EBITDA เฉลี่ยราว 25-60 เท่า จึงมีโอกาสดูหุ้นไทยเมื่อไหร่ที่เริ่มรับรู้รายได้จากธุรกิจกัญชง อาจถูก Re-rate Valuation ไปในทิศทางเดียวกับหุ้นกัญชงในต่างประเทศก็เป็นได้

บริษัทที่คาดว่าจะเข้าสู่ธุรกิจกัญชงรายแรก ๆ คือ RBF และ DOD เพราะมีศักยภาพและความพร้อมทั้งในส่วนของตน้ำ (ขอลูกกัญชง/พัฒนาสายพันธุ์) และกลั่นน้ำ (เป็นโรงสกัดหรือผู้ผลิตสารสกัด/ น้ำมันโปรตีนจากเมล็ดกัญชง ซึ่ง RBF มีโรงสกัดที่อยุธยา ส่วน DOD อยู่ที่สมุทรสาคร) ส่วนธุรกิจปลายน้ำ (ผลิตเครื่องสำอาง อาหารเสริม อาหารและเครื่องดื่ม) บริษัทจดทะเบียนที่มีศักยภาพในธุรกิจปลายน้ำมีค่อนข้างมาก ได้แก่ RBF DOD MEGA IP CBG OSP ICHI SAPPE TACC TIPCO MALEE TKN NRF XO RS เป็นต้น และยังรวมถึงผู้ประกอบการรายอื่นๆในกลุ่มเครื่องสำอาง อาหารเสริม สมุนไพร อาหาร และเครื่องดื่มด้วย

อย่างไรก็ตาม ระยะสั้นเรามองว่ายังเร็วเกินไปที่จะประเมินมูลค่ากัญชงเข้าไปในประมาณการของแต่ละบริษัท เพราะข้อมูลยังค่อนข้างจำกัดทั้งในแง่มูลค่าตลาด ผลตอบแทน และเป็นช่วงเริ่มต้นของอุตสาหกรรมในเชิงพาณิชย์ สิ่งที่เราทำได้คือ ติดตามความคืบหน้า และผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ รวมถึงยังต้องประเมินความเสี่ยงจากความไม่คุ้มค่าในแง่ของการลงทุน รวมถึงหากสินค้าที่ผลิตออกสู่ตลาดไม่ประสบความสำเร็จ อาจส่งผลกระทบเชิงลบต่อบริษัทได้

กัญชงได้รับอนุญาตให้ใช้ได้อย่างถูกกฎหมายในไทยแล้ว

15 ธ.ค. 20 ประกาศลงราชกิจจานุเบกษาให้มีผลบังคับใช้ สำหรับประกาศกระทรวงสาธารณสุข เรื่อง ระบุชื่อยาเสพติดให้โทษในประเภท 5 โดยประชาชนสามารถใช้ประโยชน์จากส่วนของกัญชง กัญชาที่ไม่จัดเป็นยาเสพติด ได้แก่ ใบที่ไม่ติดกับช่อดอก กิ่ง ก้าน ลำต้น เปลือก ราก และเมล็ดกัญชง รวมถึงสารสกัด CBD และกากที่เหลือจากการสกัด ซึ่งต้องมีปริมาณ THC ไม่เกิน 0.2% และน้ำมัน และสารสกัดจากเมล็ดกัญชงเพื่อประโยชน์ทางการแพทย์ การศึกษาวิจัย และผลิตผลิตภัณฑ์สุขภาพ โดยต้องได้มาจากสถานที่ปลูกหรือผลิตในประเทศที่ได้รับอนุญาตเท่านั้น

12 ม.ค. 21 ประกาศลงราชกิจจานุเบกษาให้มีผลบังคับใช้ สำหรับประกาศกระทรวงสาธารณสุข เรื่องการใช้กัญชงในเครื่องสำอาง โดยอนุญาตให้ใช้น้ำมันและสารสกัดจากเมล็ดกัญชงในเครื่องสำอางได้ทุกชนิดตามเงื่อนไขที่กำหนด โดยต้องมีปริมาณ THC ไม่เกิน 0.2% และต้องได้น้ำมันหรือสารสกัดจากเมล็ดกัญชงจากสถานที่ปลูกหรือผลิตในประเทศเท่านั้น

29 ม.ค. 21 รัฐมนตรีว่าการกระทรวงสาธารณสุขได้ลงนามในกฎกระทรวงขออนุญาตและการอนุญาตผลิต นำเข้า ส่งออก จำหน่าย หรือมีไว้ในครอบครองซึ่งยาเสพติดให้โทษประเภท 5 เฉพาะกัญชง (Hemp) พ.ศ. 2563 ซึ่งมีผลบังคับใช้ตั้งแต่ 29 ม.ค. เป็นต้นไป ทั้งนี้ภายใต้กฎกระทรวงฉบับนี้สามารถขออนุญาตส่งออกกัญชงได้ และภายใน 5 ปี นับแต่วันที่กฎกระทรวงนี้ใช้บังคับ สามารถนำเข้าเมล็ดพันธุ์เพื่อนำไปมาปลูกได้

ผู้ที่สามารถขออนุญาตปลูกได้แก่ เกษตรกร ภาครัฐ เอกชน และประชาชนทั่วไป ปัจจุบันสามารถขออนุญาตปลูกได้ทั้งหมด 6 วัตถุประสงค์ได้แก่

1. เพื่อประโยชน์ตามภารกิจของหน่วยงานรัฐ
2. เพื่อใช้เส้นใยตามประเพณี วัฒนธรรม วิถีชีวิต และใช้ในครอบครัวเท่านั้น (ครอบครัวละไม่เกิน 1 ไร่)
3. เพื่อประโยชน์เชิงพาณิชย์หรืออุตสาหกรรม
4. เพื่อประโยชน์ทางการแพทย์
5. เพื่อประโยชน์ในการศึกษาวิจัย หรือปรับปรุงพันธุ์ (ต้องระบุชื่อโครงการ)
6. เพื่อประโยชน์ในการผลิตเมล็ดพันธุ์รับรอง

หลักการดำเนินการขออนุญาตผลิตกัญชง ภายใต้กฎกระทรวง 2020



Source: กองควบคุมวัตถุเสพติด

มีบทเฉพาะกาลสำหรับภายใน 5 ปีแรก สามารถขออนุญาตปลูกกัญชง โดยไม่ต้องเป็นเมล็ดพันธุ์รับรอง สามารถนำเข้าเมล็ดพันธุ์ได้



Source: Ministry of public Health's website

กัญชง-กัญชา ส่วนไหนที่ไม่เป็นยาเสพติด



Source: Fda.moph.go.th

เครื่องสำอางเป็นสินค้าแรกที่ใส่กัญชงได้.....แต่จำกัดเพียงเมล็ด น้ำมัน และสารสกัด

ล่าสุดได้มีการประกาศกฎหมายที่อนุญาตให้ใช้น้ำมันและสารสกัดจากเมล็ดกัญชงในเครื่องสำอางได้ตั้งแต่ 12 ม.ค. 21 เป็นต้นมา แต่ยังคงจำกัดให้ใช้ได้เพียงเมล็ดกัญชงเท่านั้น (น้ำมัน และสารสกัดจากเมล็ด) โดยมีเงื่อนไข 2 เงื่อนไขหลักดังนี้

เงื่อนไขการใช้น้ำมันจากเมล็ดกัญชง / สารสกัดจากเมล็ดกัญชงในเครื่องสำอาง

เงื่อนไข	กลุ่มที่ 1 เครื่องสำอางทุกประเภท ยกเว้นกลุ่มที่ 2	กลุ่มที่ 2 Soft Gelatin Capsules / ผลิตภัณฑ์ช่องปาก / ผลิตภัณฑ์จุดซ่อนเร้น
กรณีวัตถุดิบ	ต้องมีสาร THC ปนเปื้อนไม่เกิน 0.2%	ต้องมีสาร THC ปนเปื้อนไม่เกิน 0.2%
กรณีเครื่องสำอางพร้อมใช้	ต้องมีสาร THC ปนเปื้อนไม่เกิน 0.2%	ต้องมีสาร THC ปนเปื้อนไม่เกิน 0.001%

Source: FDA.moph.go.th

นอกจากนี้ยังมีเงื่อนไขอื่นๆเช่น ต้องระบุบนฉลากผลิตภัณฑ์ให้ชัดเจนว่า ห้ามรับประทาน, ผลิตภัณฑ์อาจก่อให้เกิดการแพ้ และหากใช้แล้วมีความผิดปกติใดๆต้องหยุดใช้และปรึกษาแพทย์หรือเภสัชกร รวมถึงชื่อผลิตภัณฑ์ ห้ามใช้ชื่อ HEMP ที่ไม่ระบุส่วนที่ใช้หรือห้ามใช้ โดยอนุญาตให้ใช้ชื่อ HEMP ที่ต้องระบุว่าเป็นส่วนเมล็ด เช่น HEMP SEED OIL หรือ HEMP SEED EXTRACT ในขณะที่ส่วนประกอบอื่นๆ เช่น เปลือก ราก CBD ใบ กิ่ง ก้าน อยู่ระหว่างดำเนินการออกประกาศให้ใช้เครื่องสำอางได้ในระยะถัดไป

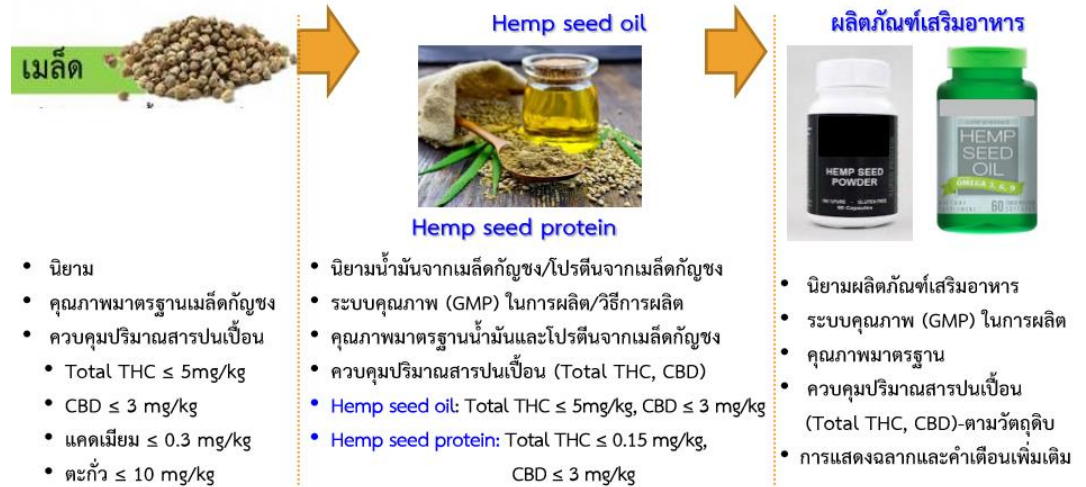
คาดการณ์จะอนุญาตให้ใช้กัญชงในอาหารและเครื่องดื่มได้อย่างเร็วภายใน 2H21

นอกจากเครื่องสำอางที่มีการอนุญาตแล้ว ปัจจุบันอยู่ระหว่างร่างประกาศกระทรวงสาธารณสุข เรื่องการดำเนินการเกี่ยวกับผลิตภัณฑ์สมุนไพรที่มีส่วนประกอบสารสกัดจากกัญชาหรือสารสกัดกัญชง ภายใต้วัตถุประสงค์เป็นการเพิ่มสารสกัดกัญชง กัญชา เข้าเป็นส่วนประกอบที่ไม่ใช่สารออกฤทธิ์เพื่อวัตถุประสงค์อื่น เช่น การปรุงแต่งกลิ่น หรือ เพิ่มความชุ่มชื้น ตัวอย่างผลิตภัณฑ์ที่อยู่ระหว่างพิจารณาเช่น ตำรับยาแผนไทย (ศุขไสยาสน์ ลูกประคบ), ยาจากสมุนไพรใช้ภายนอก (น้ำมัน ครีม ขี้ผึ้ง ยาหม่องน้ำ), เวชสำอางสมุนไพร ลดสิว, ชาใบกัญชาเพื่อสุขภาพ, น้ำมันหอม สเปย์โรมา และยาจากสมุนไพรชนิดรับประทาน (ต้านชัก ลดการอักเสบ ลดปวด) เป็นต้น

นอกจากนี้ยังอยู่ระหว่างร่างประกาศกระทรวงสาธารณสุขว่าด้วยผลิตภัณฑ์อาหารที่มีส่วนประกอบของเมล็ดกัญชง โดยแบ่งออกเป็น 2 ร่างย่อยคือ 1. ว่าด้วยเรื่องอาหารที่ห้ามผลิต นำเข้า หรือจำหน่าย และ 2. ว่าด้วยเรื่องเมล็ดกัญชง น้ำมันเมล็ดกัญชง / โปรตีนจากเมล็ดกัญชง / และผลิตภัณฑ์อาหารที่มีเมล็ดกัญชงเป็นส่วนประกอบ ของอาหารปลดล็อกให้ใช้เฉพาะเมล็ดเท่านั้น เพราะไม่พบ (หรือพบน้อยมาก) THC และ CBD ในเมล็ดกัญชง ส่วนใหญ่ประกอบด้วย น้ำมันมากกว่า 30% และโปรตีน 25% โดยมีเงื่อนไขที่เข้มงวดกว่าเครื่องสำอางตั้งรายละเอียดด้านล่าง

(ร่าง) ประกาศกระทรวงสาธารณสุข (ฉบับที่ ..) พ.ศ. ... ออกตามความในพระราชบัญญัติอาหาร พ.ศ. ๒๕๕๒ เรื่อง เรื่อง เมล็ดกัญชง น้ำมันจากเมล็ดกัญชง โปรตีนจากเมล็ดกัญชง และผลิตภัณฑ์อาหารที่มีส่วนประกอบของน้ำมันจากเมล็ดกัญชงหรือโปรตีนจากเมล็ดกัญชง

ให้เมล็ดกัญชง น้ำมันจากเมล็ดกัญชง โปรตีนจากเมล็ดกัญชง และผลิตภัณฑ์อาหารที่มีส่วนประกอบของน้ำมันจากเมล็ดกัญชงหรือโปรตีนจากเมล็ดกัญชง **เป็นอาหารควบคุมเฉพาะ**



การแสดงผลของผลิตภัณฑ์เสริมอาหาร

ให้ปฏิบัติตามประกาศกระทรวงสาธารณสุขฯ การแสดงผลของอาหารในภาชนะบรรจุ และมีข้อกำหนดข้อความเพิ่มเติม ดังนี้

- 1) “ผลิตภัณฑ์นี้ให้กรดไขมันกลุ่มโอเมก้า 6 ได้แก่ กรดไลโนเลอิก และกรดไขมันกลุ่มโอเมก้า 3 ได้แก่ กรดแกมมา-ไลโนเลนิก ใน 1 แคปซูล มีน้ำมันจากเมล็ดกัญชง (ระบุ) มก. ประกอบด้วย กรดไลโนเลอิก (ระบุ) มก. กรดแกมมา-ไลโนเลนิก (ระบุ) มก.”
เฉพาะกรณีมีส่วนประกอบน้ำมันจากเมล็ดกัญชง
- 2) “**ผู้อายุต่ำกว่า 20 ปี** สตรีมีครรภ์ และสตรีให้นมบุตร ห้ามรับประทาน”
- 3) “หากมีอาการผิดปกติ ควรหยุดรับประทานทันที”
- 4) “อาจมีสาร THC และ CBD ซึ่งผู้ที่แพ้หรือไวต่อสารดังกล่าวควรระวังในการรับประทาน”
- 5) “ข้อมูลสำหรับผู้แพ้อาหาร : มีโปรตีนจากเมล็ดกัญชง” **เฉพาะกรณีมีส่วนประกอบโปรตีนจากเมล็ดกัญชง**
- 6) อื่นๆ ตามที่สำนักงานคณะกรรมการอาหารและยาประกาศกำหนด

ไม่อนุญาตการกล่าวอ้างชนิดและปริมาณ รวมทั้งการกล่าวอ้างทางสุขภาพของ Total THC และ CBD

เนื่องจากสารทั้งสอง จัดเป็นสารปนเปื้อนในเมล็ดกัญชง

ไม่อนุญาตการแสดงรูปภาพ สัญลักษณ์ หรือข้อความส่วนอื่นๆ ของกัญชง หรือในความหมายทำนองเดียวกัน ยกเว้นส่วนของเมล็ดกัญชงที่ใช้เป็นส่วนประกอบ



Source: กลุ่มกำหนดมาตรฐาน กองอาหาร สำนักงานคณะกรรมการอาหารและยา

อย่างไรก็ตาม เริ่มมีผลิตภัณฑ์อาหารและเครื่องดื่มที่มีส่วนผสมของกัญชาวางขายแล้ว แต่ยังมาจากผู้ที่ได้รับอนุญาตและเป็นตัวแทนของหน่วยงานภาครัฐ เช่น โรงพยาบาลเจ้าพระยาอภัยภูเบศร จ.ปราจีนบุรี ซึ่งถือเป็นหน่วยงานนำร่องด้านการพัฒนาและการนำกัญชามาใช้ประโยชน์ทางการแพทย์ โดยเป็นการดำเนินการอย่างครบวงจร ตั้งแต่การร่วมปลูกกับวิสาหกิจชุมชน ผลิตทั้งยาแผนปัจจุบันและแผนไทยเพื่อใช้รักษาผู้ป่วย ศึกษาวิจัยเพื่อเสนอให้เกิดการพัฒนาเชิงนโยบาย มีการนำใบของกัญชามาปรุงอาหาร เครื่องดื่ม และขนม (ใบสดของกัญชาที่เพิ่งเด็ดมาจากต้น จะไม่มีสารเมา) ทั้งนี้ได้มีข้อห้ามระบุไว้ชัดเจนว่า “ผู้ไม่ควรบริโภคได้แก่ ผู้ที่มีอายุต่ำกว่า 25 ปี ผู้มีภาวะตับและไตบกพร่อง หญิงตั้งครรภ์ให้นมบุตร ผู้ป่วยที่กินยารักษาโรคหัวใจและหลอดเลือด รวมถึงผู้ที่กินยาต่อระบบประสาทส่วนกลาง เพราะอาจเกิดผลเสียมากกว่าผลดีได้จากการใช้กัญชา”

ตัวอย่างเมนูอาหารที่มีส่วนผสมของกัญชาของอภัยภูเบศร เดย์ สปา

ผงช็อคโกแลต 40.-
ผงช็อคโกแลตผสมกัญชา (8.20 กรัมต่อซอง)

ชอร์ตเบรดพาล์ม 25.-
ชอร์ตเบรดพาล์มผสมกัญชา (8.16 กรัมต่อซอง)

บิงกรอนขนมจีน 20.-
บิงกรอนขนมจีนผสมกัญชา (8.24 กรัมต่อซอง)

รันเจ้นบ๊องแกง 150.-
รันเจ้นบ๊องแกงผสมกัญชา (15 กรัมต่อซอง)

เล้งแซบชดพลัม 100.-
เล้งแซบชดพลัมผสมกัญชา (10 กรัมต่อซอง)

ขนบับกั๊กกั๊ก 90.-
ขนบับกั๊กกั๊กผสมกัญชา (9 กรัมต่อซอง)

ข้าวกะเพราสุโข 60.-
ข้าวกะเพราสุโขผสมกัญชา (6 กรัมต่อซอง)

037-211088 ต่อ 3123
037-217127
อภัยภูเบศร เดย์ สปา

เลือกเมนูกัญชาให้เหมาะสม

ใบกัญชาเป็นพืชสมุนไพรที่มีสาร THC (Tetrahydrocannabinolic acid) ซึ่งส่งผลต่อจิตและประสาท ทำให้เกิดอาการ "เมา" หรือ "แฮงค์"

1. น้ำชงชา (Tea) - ปริมาณ THC ต่ำ

2. ข้าวเหนียว (Sticky rice) - ปริมาณ THC ต่ำ

3. ข้าวเหนียว (Sticky rice) - ปริมาณ THC ต่ำ

4. ข้าวเหนียว (Sticky rice) - ปริมาณ THC ต่ำ

5. ข้าวเหนียว (Sticky rice) - ปริมาณ THC สูง

037-211088 ต่อ 3123
037-217127
อภัยภูเบศร เดย์ สปา

Source: อภัยภูเบศร เดย์ สปา

กระบวนการร่างประกาศที่เกี่ยวข้องกับอาหารได้เริ่มต้นขึ้นตั้งแต่ปี 2020 ปัจจุบันอยู่ระหว่างเตรียมเสนอเข้าอนุกรรมการ อ.2 หลังจากนั้นเสนอให้กับคณะกรรมการอาหาร และเสนอให้รมต.กระทรวงสาธารณสุขลงนามก่อนที่จะมีการประกาศลงราชกิจจานุเบกษา และมีผลบังคับใช้ต่อไป เบื้องต้นคณะกรรมการอาหารและยาคาดว่าจะดำเนินการแล้วเสร็จภายในเดือน มี.ค. 2021 ดังนั้นก็มีความเป็นไปได้ที่จะเริ่มเห็นสินค้าอาหารและเครื่องดื่มที่มีส่วนผสมจากเมล็ดถั่วเหลือง จำหน่ายโดยผู้ประกอบการเอกชนออกมาในท้องตลาดได้อย่างเร็ว ภายในช่วง 2H21 ซึ่งจะเป็นบวกต่อผู้ประกอบการอาหารและเครื่องดื่มในช่วงถัดไป



Source: กลุ่มกำหนดมาตรฐาน กองอาหาร สำนักงานคณะกรรมการอาหารและยา

ต้นกำเนิดของกัญชา....ช่วงแรกถูกนำมาใช้ทางการแพทย์ (ข้อมูลจาก บ้านและสวน เว็บไซต์)

กัญชง-กัญชา เป็นพืชที่ขึ้นในเขตตอนบนของทวีปเอเชีย กระเจียวพันธุ์เป็นบริเวณกว้างตอนกลางของทวีป มีบันทึกว่ามีการปลูกใช้ประโยชน์เป็นพืชเส้นใย และเป็นพืชเสพติด ทั้งนี้มีการใช้กัญชาครั้งแรกของโลกเมื่อ 4,700 ปีที่แล้ว โดยจักรพรรดิของจีน ได้นำมาใช้เป็นสมุนไพรรักษาโรคข้อต่ออักเสบ มาลาเรีย และไข้รูมาติก ถัดมาราว 2,500 ปีที่แล้ว กัญชาได้ถูกสั่งห้ามใช้ในจีน เพราะทำให้ผู้ใช้สติไม่อยู่กับเนื้อกับตัว ส่วนในไทย เราได้เริ่มใช้กัญชาในการรักษาโรคตั้งแต่สมัยอยุธยาในยุคสมเด็จพระนารายณ์มหาราช โดยนำมาใช้เป็นส่วนผสมสำคัญในตำรับแพทย์แผนไทยถึง 98 ตำรับ เช่น รักษาอาการนอนไม่หลับ อาการปวด ช่วยให้เจริญอาหาร ขับลม และบำรุงกำลัง

ถัดมาในปี 1961 สหประชาชาติประกาศลงนามในสนธิสัญญาร่วมเพื่อปราบยาเสพติดให้หมดไปจากโลก ผู้นำหลายประเทศทั่วโลก รวมถึงสหรัฐ (ตรงกับยุคของประธานาธิบดี ริชาร์ด นิกสัน) ร่วมกันประกาศสงครามยาเสพติด โดยเปลี่ยนกัญชาขึ้นเป็นสารเสพติดประเภท 1 มีความรุนแรงเทียบเท่าเฮโรอีน สำหรับประเทศไทย การปราบปรามกัญชาได้เริ่มต้นขึ้นในสมัยพระยาพลพยุหเสนา นายกรัฐมนตรีคนที่ 2 ของไทย และในปี 2522 รัฐบาลไทยได้ออก พรบ.ยาเสพติด ที่ใช้กันมาจนถึงปัจจุบัน และจัดให้กัญชาเป็นยาเสพติดให้โทษประเภทที่ 5

อย่างไรก็ตามตลอดหลายทศวรรษที่ผ่านมา ระหว่างที่กัญชาถูกกำหนดให้เป็นยาเสพติดชนิดร้ายแรง ในส่วนของวงการทางการแพทย์ทั่วโลกได้มีการวิจัยและวิจารณ์ถึงข้อกฎหมายดังกล่าว เพราะเป็นพืชที่มีประโยชน์มากในด้านการรักษาโรค จึงทำให้หลายฝ่ายทำการผลักดันให้แก้ไขกฎหมายอนุญาตให้นำกัญชามาใช้ประโยชน์ทางการแพทย์ได้ และในปี 1972 รัฐบาลเนเธอร์แลนด์จึงจัดประเภทยาเสพติดใหม่ และจัดให้กัญชาเป็นยาเสพติดประเภทไม่ร้ายแรง และสามารถใช้ในเชิงผ่อนคลายได้ในร้านกาแฟ หลังจากนั้น กัญชาก็ได้รับความสนใจมากขึ้น และถัดมาในปี 1996 สหรัฐประกาศให้แคลิฟอร์เนียสามารถใช้กัญชาในเชิงการแพทย์ได้อย่างถูกกฎหมาย

กัญชงต่างกับกัญชาอย่างไร (ข้อมูลจาก บ้านและสวน เว็บไซต์)

กัญชาและกัญชงเป็นพืชชนิดเดียวกัน และมีลักษณะทางกายภาพใกล้เคียงกัน แตกต่างกันน้อยมาก แต่ยังสามารถสังเกตถึงความต่างได้คือ กัญชงมีใบแคบเรียว และสีเขียวอ่อนกว่า มีลำต้นสูง แตกกิ่งก้านน้อยกว่า ข้อดอกมีขนาดเล็กกว่ากัญชา แต่คุณสมบัติและประโยชน์ในการนำไปใช้รักษาโรคต่างกัน

ตัวอย่างต้นและใบกัญชง

ตัวอย่างต้นและใบกัญชา



หากพิจารณาสารประกอบหรือ Cannabinoid ซึ่งประกอบด้วย สารที่ออกฤทธิ์ต่อประสาท THC (delta-9-Tetrahydrocannabinol) และ CBD (Cannabinol) ช่วยยับยั้งการออกฤทธิ์ของ THC ถ้าต้นที่มี THC น้อยกว่า 0.3% ต่อน้ำหนักแห้ง จะถือว่าเป็นกัญชง แต่ถ้ามีค่า THC สูงกว่านี้จะถือว่าเป็นกัญชา กรณีนำมาใช้ทางการแพทย์ต้องมีการสกัดสาร THC, CBD รวมถึงสารประกอบอื่นๆออกมาจากต้น ซึ่งจะแตกต่างจากการเสพกัญชาที่ใช้ส่วนต่างๆของพืชโดยตรง ทั้งนี้กัญชงจะไม่นิยมนำมาใช้ในแง่ของยาเสพติด แต่นิยมนำมาปลูกเพื่อเส้นใยในการทำเสื้อผ้า กระดาษ และเครื่องทอต่างๆ ส่วนกัญชานิยมนำมาใช้เป็นยาเสพติด

ความแตกต่างระหว่างกัญชง-กัญชา

	กัญชง (Hemp)	กัญชา (Cannabis)
ชื่อเรียกภาษาอังกฤษ	Hemp	Marijuana / Cannabis
ลำต้น	สูงมากกว่า 2 เมตร	สูงไม่เกิน 2 เมตร
ลักษณะใบ	ใบใหญ่ มีการเรียงสลับของใบค่อนข้างห่าง และไม่มียางเหนียว	ใบเล็กกว่า และเรียงชิดมากกว่า ใบประดับช่อดอกจะเป็นกลุ่มแน่น และมักมียางเหนียวติดมือ
สีของใบ	สีเขียวอมเหลือง	สีเขียวจัด
ลักษณะเปลือก	เปลือกเหนียว ลอกง่าย	เปลือกไม่เหนียว ลอกยาก
ลักษณะใย	ใยเส้นดี มีคุณภาพ	ใยเส้นมีคุณภาพต่ำ
กลิ่น	ใบและช่อดอกเมื่อนำมาสูบจะมีกลิ่นน้อย และอาจทำให้ปวดหัว	ใบและช่อดอกมีกลิ่นหอมคล้ายหญ้าแห้ง
วัตถุประสงค์การปลูก	เพื่อเอาเส้นใย ทำกระดาษ เสื้อผ้า เป็นต้น	ปลูกเพื่อเอาใบและช่อดอก ใช้เป็นยาเสพติด หรือนำมาสกัดใช้ประโยชน์ทางการแพทย์
ปริมาณ THC	ในใบและช่อดอกไม่เกิน 1%	ในใบและช่อดอกเกิน 1%
ปริมาณ CBD	มากกว่า 2	น้อยกว่า 2
% Fiber สูงสุด	35%	15%
คุณสมบัติของเมล็ด	เมล็ดมีโปรตีน นำมาใช้แทนถั่วเหลือง และแทนแป้งเพื่อทำอาหารได้	ไม่นำเมล็ดมาประกอบอาหาร และใช้ใบและส่วนอื่นมาใช้ประโยชน์ในการรักษาได้
คุณสมบัติของน้ำมัน	น้ำมันกัญชง มีโอเมก้า 3 ช่วยบำรุงสมอง ลดความเสี่ยงโรคหัวใจ	น้ำมันกัญชา อยู่ระหว่างวิจัยทางการแพทย์นำมารักษาโรคต่างๆ
คุณสมบัติของน้ำมัน	น้ำมันกัญชง มีโอเมก้า 3 ช่วยบำรุงสมอง ลดความเสี่ยงโรคหัวใจ	น้ำมันกัญชา อยู่ระหว่างวิจัยทางการแพทย์นำมารักษาโรคต่างๆ
ฤดูกาลปลูก	ปลูกช่วงเดือน พ.ค.-ก.ค. และเก็บเกี่ยว พ.ย.-ธ.ค.	ปลูกช่วงเดือน ก.ย.-ก.พ. และเก็บเกี่ยว ม.ค.-ก.พ.
ระยะเวลาออกดอก	ออกดอกเมื่อมีอายุเกิน 4 เดือน	ออกดอกเมื่อมีอายุเกิน 3 เดือน
จำนวนครั้งผลผลิตต่อปี	ไม่ค่อยมีศัตรูพืช	ปลูกในโรงเรือน – ได้หลายรอบต่อปี ปลูกกลางแจ้ง – 1 ครั้งต่อปี
ปัญหาการปลูก	ไม่ค่อยมีศัตรูพืช	มีศัตรูพืชรบกวนมากกว่า
ต้นทุนเมล็ดพันธุ์	ต้นทุนของสวพส.อยู่ที่ 250 บาทต่อกก.	
ตัวอย่างพันธุ์	Berry Blossom, Charlotte's Web, Cherry Wine, ACDC/Sour Tsunami, RPF1-4 (ปัจจุบันไทยมีกัญชงที่ขึ้นทะเบียนเพียง 4 พันธุ์)	Califonia Indica, Blueberry Skunk, Holland's Hope, Skunk Kush, White widow, Northern Light
สายพันธุ์ที่เหมาะสมกับสภาพอากาศในไทย	RPF1-4, Fenomex, Fenoqueen, Fenocheese, Fenoauto, Joanne's CBD, Purplematic, Tatanka Pure	Thai Stick (สายพันธุ์ทางกระรอก)

Source: Sanook.com (สนง.ป้องกันและปราบปรามยาเสพติด, คณะเภสัชศาสตร์ มหาวิทยาลัยมหิดล), Google

รู้จักกับกัญชง

กัญชงเป็นไม้ล้มลุกที่มีอายุเพียงปีเดียว พื้นที่เหมาะสมและเป็นเป้าหมายในการส่งเสริมให้ปลูกกัญชงจะอยู่ในภาคเหนือและอีสานเป็นหลัก เป็นพืชที่ปลูกบนพื้นที่สูง อายุสั้นใช้เวลาปลูกจนถึงเก็บเกี่ยวราว 90-120 วัน เป็นพืชที่ปลูกง่าย ใช้น้ำน้อย มีต้นทุนการปลูกและดูแลรักษาต่ำ ต่ำกว่าข้าวโพด อีกทั้งให้ผลตอบแทนต่อพื้นที่สูงกว่าข้าวโพด คาดว่ากัญชงน่าจะเป็นพืชที่เหมาะสมกับการปลูกทดแทนข้าวโพด (เป็นพืชหมุนเวียนกัน)

กัญชงถูกนำมาใช้ประโยชน์แบ่งเป็น 3 ประเภทได้แก่ 1. ใช้ประโยชน์จากเส้นใย เช่น เครื่องนุ่งห่ม สิ่งทอ เสื้อเกราะ ฉนวนความร้อนในภาคอุตสาหกรรม 2. ใช้ประโยชน์จากเมล็ด จะไม่มีสาร CBD และ THC มีประโยชน์เรื่องสารต้านอนุมูลอิสระ มีโอเมก้า 3 ใช้ในผลิตภัณฑ์เสริมอาหาร และ 3. กัญชงที่ให้สาร CBD สูง สามารถนำมาใช้ประโยชน์ได้อย่างมาก เช่น เครื่องสำอาง ผลิตภัณฑ์รักษาสิว เป็นต้น มูลค่าของประโยชน์แต่ละกลุ่มแตกต่างกัน ถูกสุดคือการปลูกเพื่อจำหน่ายเป็นต้นกัญชง แต่ถ้าปลูกพันธุ์ที่ดี ก็จะมีราคาต่อไร่ที่สูงขึ้น ถัดมาคือการปลูกเพื่อเอาเส้นใย แต่ยังได้ผลตอบแทนน้อยกว่าการปลูกเพื่อเอาเมล็ด และการปลูกเพื่อเอาสาร CBD จะให้ผลตอบแทนสูงที่สุด

การใช้ประโยชน์จากกัญชง

	รายละเอียด
ใช้ประโยชน์จากเส้นใย	ในส่วนของลำต้นมีเส้นใยที่มีคุณภาพสูง แข็งแรงกว่าฝ้ายถึง 2 เท่า นำไปผลิตผลิตภัณฑ์มากกว่า 5,000 รายการ เช่น เสื้อผ้า เข็มขัดคาดขา เชือก กระเป๋า ฉนวนกันความร้อน วัสดุก่อสร้าง เฟอร์นิเจอร์ ส่วนกากใยที่เหลือนำไปผลิตเป็นเอทานอลได้
ใช้ประโยชน์จากเมล็ด	สามารถนำเมล็ดมาสกัดเป็นน้ำมันคุณภาพเพื่อใช้ในผลิตภัณฑ์เสริมอาหาร เครื่องสำอาง และโอเมก้า 3 นำมาประกอบอาหารได้ และยังมีสารต้านอนุมูลอิสระยับยั้งความเสื่อมของเซลล์ ลดภาวะการอักเสบของผิวหนัง
ใช้ประโยชน์จาก CBD	จะใช้ส่วนของดอกนำมาสกัดเพื่อให้ได้สาร CBD ซึ่งนำมาใช้เป็นยารักษาโรค ช่วยแก้ปัญหาหอบไม่หลับ รักษาอาการปวดศีรษะ ไมเกรน นำมาใช้ในผลิตภัณฑ์กลุ่มรักษาสิว และเครื่องสำอาง

Source: HRDI

มูลนิธิโครงการหลวงและสถาบันวิจัยและพัฒนาพื้นที่สูง (สวพส.) ได้มีการรวบรวมพันธุ์กัญชงตั้งแต่ปี 2550 ปัจจุบันมีการขึ้นทะเบียนพันธุ์กัญชงต่อกรมวิชาการเกษตร 4 พันธุ์คือ RPF1, RPF2, RPF3 และ RPF4 ซึ่งทั้ง 4 พันธุ์เหมาะกับการนำมาปลูกเพื่อให้ได้เส้นใย เพราะมี THC ต่ำกว่า 0.3% และมีปริมาณ CBD เฉลี่ยเพียง 0.824% ดังนั้นหากผู้ปลูกต้องการให้ได้สาร CBD สูง อาจต้องพิจารณานำเข้าสายพันธุ์อื่นจากต่างประเทศ

พันธุ์กัญชง 4 พันธุ์ที่ได้รับการขึ้นทะเบียนในไทย

พันธุ์	THC (%)	CBD (%)	CBD/THC	Fiber (%)
RPF1	0.072	0.792	11.0	14.2
RPF2	0.110	1.100	10.0	13.8
RPF3	0.101	0.808	8.0	12.9
RPF4	0.270	0.594	2.2	14.7
เฉลี่ย	0.138	0.824	7.8	13.9

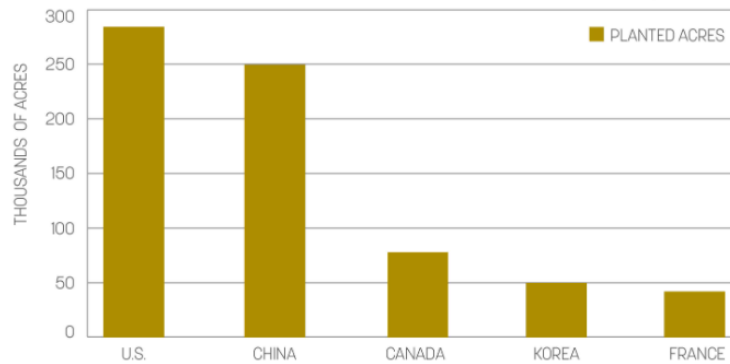
Source: HRDI

ความสำคัญของอุตสาหกรรมกัญชง

ปัจจุบันสหรัฐ จีน ออสเตรเลีย เนเธอร์แลนด์ แคนาดา และอีกหลายประเทศกว่า 60 ประเทศทั่วโลก อนุญาตให้ปลูกกัญชงในเชิงพืชเศรษฐกิจ อ้างอิงข้อมูลจากองค์กรอาหารและเกษตรของสหประชาชาติระบุว่าปัจจุบันเป็นการปลูกเพื่อใช้เส้นใย 66.7% และอีก 33.3% เป็นการปลูกเพื่อใช้ประโยชน์จากเมล็ด ประเทศที่มีการเพาะปลูกเพื่อใช้เป็นเส้นใยได้แก่ จีน เกาหลีเหนือ และชิลี เป็นต้น ส่วนประเทศที่นิยมปลูกเพื่อใช้เมล็ดได้แก่ จีน ฝรั่งเศส ปัจจุบัน 5 ประเทศที่มีพื้นที่ปลูกกัญชงมากที่สุดในโลกได้แก่ สหรัฐ รองมาคือ จีน แคนาดา เกาหลี และฝรั่งเศส

TOP 5 COUNTRIES FOR HEMP ACREAGE (2019)

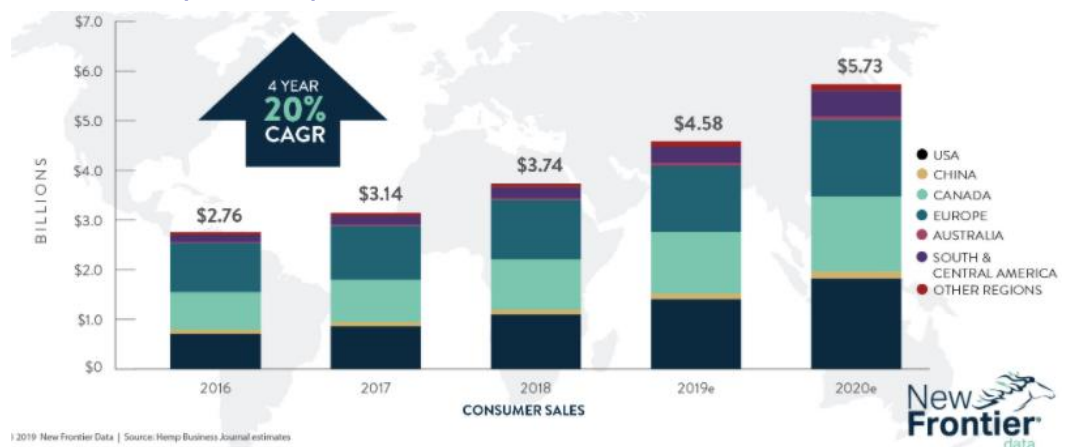
Source: Brightfield Group



Source: Cannabis Business Times's website

คาดการณ์มูลค่าตลาดกัญชงทั่วโลกปี 2020 มีมูลค่าสูงราว US\$5.73 พันล้าน (+25.1% Y-Y) โดยมีอัตราการเติบโตเฉลี่ย 4 ปีที่ผ่านมา CAGR สูงราว 20% จากปี 2016 ที่มีมูลค่าตลาดอยู่ที่ US\$2.76 พันล้าน โดยประเทศที่มีมูลค่าตลาดมากที่สุดคือสหรัฐ ส่วนตลาดที่เติบโตเร็วคือ ยุโรป และแคนาดา ในขณะที่จีนตลาดจีนยังเล็กกว่ามาก และกำลังเข้าสู่ธุรกิจอาหารเสริมที่มีกัญชงเป็นส่วนประกอบ

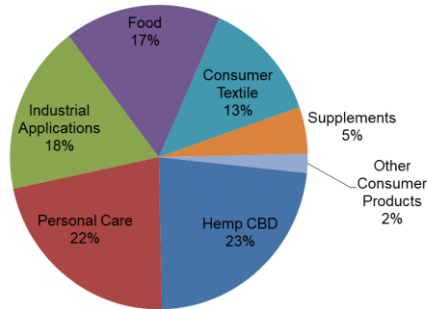
The Global Hemp Market Expansion



Source: New Frontier Data's website

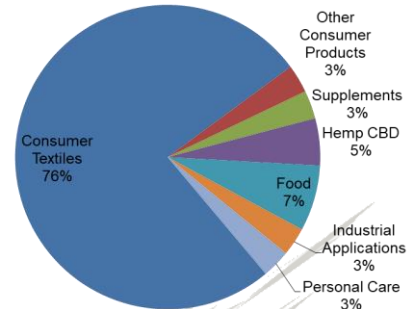
ในแง่การใช้ประโยชน์ เนื่องจากกัญชงสามารถนำมาใช้ประโยชน์ได้หลากหลาย ยกตัวอย่าง สหรัฐ มีการนำมาสกัดเอาสาร CBD มาใช้ประโยชน์ (Hemp CBD) คิดเป็นสัดส่วนมากที่สุดที่ 23% รองมาคือ Personal Care 22%, Industrial Applications 18%, Food 17%, Consumer Textile 13% และ Supplements 5% ส่วนทางกับ จีน ที่ปัจจุบันยังใช้ประโยชน์จากกัญชงในแง่เส้นใยนำมาทำ Consumer Textiles มากที่สุดสัดส่วน 76% ของมูลค่าตลาดสินค้าที่ทำจากกัญชง รองมาคือ Food และ Hemp CBD เพียง 7% และ 5% ตามลำดับ

U.S. Hemp-based Product Sales by Category



Source: New Frontier Data's website

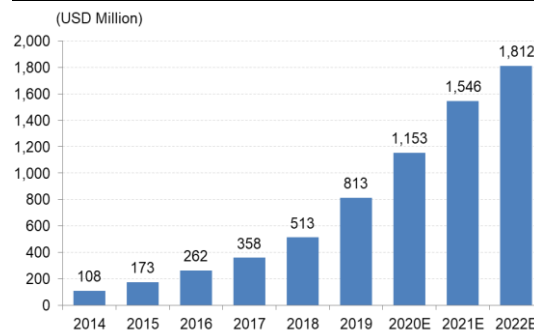
China Hemp Market by Product Category



Source: New Frontier Data's website

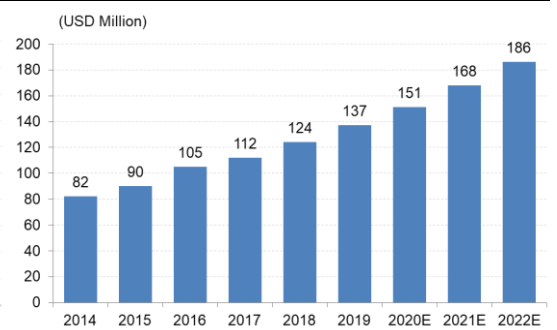
ในปี 2019 สหรัฐมีมูลค่าตลาดของ CBD จากกัญชงอยู่ที่ US\$813 ล้าน (+58.5% Y-Y) และมีอัตราการเติบโตเฉลี่ย 5 ปีย้อนหลังสูงราว 50% ต่อปี และมีการคาดการณ์มูลค่าตลาด CBD ในปี 2020 จะโตต่อเนื่องราว 42% มาอยู่ที่ US\$1,153 ล้าน และคาดว่าจะโตต่อเนื่องไปในปี 2022 ปีละ 25.4% CAGR เป็น US\$1,812 ล้าน ซึ่งเป็นตลาดที่มีมูลค่าสูงกว่าการนำกัญชงมาทำอาหาร โดยปี 2019 มีมูลค่าอยู่ที่ราว US\$137 ล้าน โดยคิดเป็นอัตราการเติบโตในอดีตช่วงปี 2014 – 2019 โตเฉลี่ย 10.8% CAGR (ต่ำกว่า CBD) และคาดการณ์การเติบโตในอนาคตถึงปี 2022 จะเติบโตในอัตราใกล้เคียงอดีตที่ราว 11% CAGR

Total U.S. CBD Consumer Sales



Source: Hemp Business Journal

U.S. Hemp Food Sales



Source: Hemp Business Journal

ตัวอย่างผลิตภัณฑ์จาก Hemp และ CBD ในต่างประเทศ



แผ่นแปะซีบีดี (20 mg CBD ต่อแผ่น) ไม่มีสารกัญชา

ลิปมันซีบีดี (CBD 20 มิลลิกรัม, THC 0%)



Source: Google, Growhemp.shop

บริษัทใดในตลาดที่มีศักยภาพในการรุกเข้าสู่ธุรกิจกัญชง

เราแบ่งผู้ที่จะได้ประโยชน์จากอุตสาหกรรมกัญชงในไทยเป็น 3 ชั้นคือ ต้นน้ำ กลางน้ำ และปลายน้ำ สำหรับผู้ประกอบการต้นน้ำคือขั้นตอนตั้งแต่ การจัดหาเมล็ดพันธุ์ เพื่อนำมาปลูกในเชิงพาณิชย์ (ขายต่อทั้งต้น หรือ ส่วนประกอบต่างๆของกัญชง) รวมถึงการพัฒนาสายพันธุ์เพื่อให้ได้ CBD สูง และ THC ต่ำ บริษัทจดทะเบียนที่มีศักยภาพในส่วนของการ Plantation ได้แก่ RBF DOD และ STA

ถัดมาในส่วนของกลางน้ำคือ ผู้ประกอบการที่เป็นโรงสกัด หรือผลิตสารสกัด / น้ำมัน / โปรตีนจากเมล็ดกัญชง (และอาจมีส่วนประกอบอื่นๆได้รับอนุญาตเพิ่มเติมในอนาคต) ซึ่งเป็นผู้ประกอบการที่มีความสำคัญมาก เพราะเป็นขั้นตอนที่จะได้สาร CBD ซึ่งเป็นตัวที่มีมูลค่าเพิ่มสูงที่สุด และมีกฎหมายเข้มงวดมากขึ้น เพราะอนุญาตให้มีสารปนเปื้อน THC ได้ไม่เกิน 0.2% เชื่อว่าการแข่งขันในธุรกิจจะไม่สูงมาก เพราะต้องมีการลงทุนในส่วนของการสกัดและติดตั้งเครื่องจักร บริษัทจดทะเบียนที่มีศักยภาพได้แก่ RBF และ DOD ซึ่งปัจจุบันมีโรงสกัดของบริษัทเองอยู่แล้ว โรงสกัดของ RBF ตั้งอยู่ที่อยุธยา ส่วน DOD อยู่ที่สมุทรสาคร อีกทั้งมีแผน R&D ของบริษัทเองอยู่แล้ว เชื่อว่าพร้อมที่จะเป็นผู้สกัดสารกัญชงเป็นลำดับแรกๆ

สุดท้ายคือผู้ประกอบการปลายน้ำ ซึ่งอาจไม่มีวัตถุดิบและโรงสกัดของตนเอง แต่เป็นผู้รับซื้อวัตถุดิบที่ถูกต้องตามกฎหมาย และสามารถนำมาเป็นส่วนผสมในผลิตภัณฑ์ของตนเองได้ ทั้งเครื่องสำอาง อาหาร และเครื่องดื่ม เราเชื่อว่ากลุ่มนี้จะมีการแข่งขันสูงที่สุดในบรรดาทั้ง 3 กลุ่ม และมีกฎระเบียบที่เข้มงวดทั้งในแง่คุณภาพ ความปลอดภัยของสินค้า โดยเฉพาะอาหารและเครื่องดื่ม รวมถึงต้องระบุฉลาก คำเตือนให้ชัดเจน ทั้งนี้ผู้ประกอบการอาจประสบความสำเร็จอย่างมาก หากพัฒนาออกมาเป็นรายแรกๆ ผลิตภัณฑ์ที่ได้รับการตอบรับที่ดีและเป็นที่ยอมรับของผู้บริโภค บริษัทจดทะเบียนที่มีศักยภาพในกลุ่มนี้มีค่อนข้างมาก ได้แก่ RBF // DOD MEGA IP // CBG OSP ICHI SAPPE TACC TIPCO MALEE // TKN NRF XO // RS เป็นต้น และยังรวมถึงผู้ประกอบการรายอื่นๆในกลุ่มเครื่องสำอาง อาหารเสริม สมุนไพร อาหาร และเครื่องดื่มด้วย

ลักษณะธุรกิจต้นน้ำ – ปลายน้ำ และบริษัทที่มีศักยภาพ

	ต้นน้ำ	กลางน้ำ	ปลายน้ำ
ลักษณะธุรกิจ	การปลูกกัญชง โดยใช้พันธุ์ที่รับรองหรือนำเข้าพันธุ์จากต่างประเทศ/การพัฒนาสายพันธุ์	เป็นโรงสกัดหรือผู้ผลิตสารสกัด/น้ำมัน/โปรตีนจากเมล็ดกัญชง (ในอนาคตอาจมีส่วนประกอบอื่นๆของกัญชงได้รับอนุญาต)	นำสารสกัด/น้ำมัน/โปรตีนจากผู้ผลิตกลางน้ำมาเป็นวัตถุดิบหรือส่วนผสมในสินค้าเครื่องสำอาง/สมุนไพร/อาหาร/อาหารเสริม/เครื่องดื่ม
ความเสี่ยง	- หากได้สายพันธุ์ที่ไม่ดี (CBD ต่ำหรือไม่มีเลย แต่ THC สูง) จะทำให้ไม่คุ้มค่าด้านการลงทุน - มีความเสี่ยงจากความผันผวนของสภาพอากาศ (กรณีเป็นโรงเปิด) - มีขั้นตอนการดำเนินการปลูกให้ถูกต้องตามเงื่อนไขที่ค่อนข้างยุ่งยาก	- ต้องมีการลงทุนในส่วนของการสกัดและเครื่องจักร สำหรับบริษัทที่ยังไม่มี และต้องการขอใบอนุญาต - หากวัตถุดิบที่ได้มี CBD ต่ำจะเป็นต้นทุน หรือสร้างความเสียหายให้กับผู้สกัดได้ - วัตถุดิบที่ได้ต้องมีค่า THC ไม่เกิน 0.2% ถ้าสูงกว่า ต้องมีขั้นตอนแยกสารเพิ่ม ถือเป็นต้นทุนที่เพิ่มขึ้น	- มีเงื่อนไขที่เข้มงวดมากขึ้น สำหรับเครื่องสำอางพร้อมใช้กลุ่ม Soft Gelatin Capsules, ผลิตภัณฑ์ช่องปาก หรือผลิตภัณฑ์จุดซ่อนเร้นต้องมี THC ปนเปื้อนไม่เกิน 0.001% - สำหรับอาหารจะมีความเข้มงวดมากขึ้นไปอีกทั้งในแง่สารปนเปื้อน ฉลากสินค้า รวมถึงการโฆษณา - คาดมีการแข่งขันระหว่างผู้ประกอบการสูง อาจทำให้เผชิญค่าใช้จ่ายทางการตลาดสูงขึ้น และต้องมีการตรวจสอบแหล่งที่มาของวัตถุดิบได้
บริษัทที่มีศักยภาพ	RBF DOD STA (และอาจมีบริษัทอื่นๆอีก)	RBF DOD (และอาจมีบริษัทอื่นๆอีก)	RBF DOD CBG OSP ICHI SAPPE TIPCO MALEE TACC RS TKN NRF XO MEGA IP เป็นต้น รวมถึงผู้ประกอบการรายอื่นทั้งในกลุ่มเครื่องสำอาง สมุนไพร อาหาร เครื่องดื่ม

Source: FSS Research

หุ้นกัญชาในต่างประเทศ ยังขาดทุน แต่ตลาดให้ Premium....หุ้นไทยอาจถูก Re-rate

จากการรวบรวมข้อมูล Peers เราพบว่าหลายบริษัทที่ประกอบธุรกิจเกี่ยวข้องกับกัญชา กัญชา และจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในต่างประเทศ ส่วนใหญ่อยู่ในสหรัฐ แคนาดา จีน และออสเตรเลีย แต่มีเพียงไม่กี่บริษัทที่มีผลประกอบการเป็นกำไร นอกนั้นส่วนใหญ่ประสบผลขาดทุนเพราะ 1. กฎหมายแต่ละประเทศเพิ่งอนุญาตให้ใช้กัญชา (บางประเทศอนุญาตกัญชาแล้ว) 2. ยังเป็นช่วงแรกของการลงทุน ซึ่งเราพบว่าบริษัทที่จดทะเบียนในต่างประเทศ มีธุรกิจเกี่ยวกับกัญชาที่ค่อนข้างหลากหลายตั้งแต่ต้นน้ำ Plantation และขายต้นกัญชาเป็นวัตถุดิบต่อเนื่องมาในส่วนกลางน้ำ สารสกัด รวมถึง CBD และปลายน้ำ ผลิตเป็นผลิตภัณฑ์ยา อาหารเสริม อาหารและเครื่องดื่ม นอกจากนี้ยังมีธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับ R&D หรือการ Provide Solution ให้กับลูกค้า และ 3. ยังต้องให้ความรู้ สร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้บริโภค เพื่อท้ายที่สุดแล้วจะได้เติบโตตามพฤติกรรมของลูกค้า

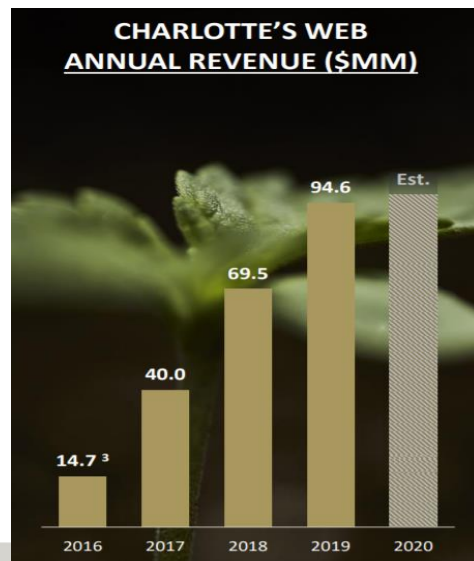
หากพิจารณาในแง่รายได้ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา พบว่าบริษัทกัญชาในต่างประเทศมีอัตราการเติบโตของรายได้ค่อนข้างสูงราว 70% - 100% CAGR ส่วนหนึ่งอาจมาจากฐานที่ยังต่ำมาก และตลาดค่อนข้างให้ Premium Valuation จากความคาดหวังการเติบโตก้าวกระโดดในอนาคต สำหรับบริษัทที่มีผลประกอบการเป็นกำไร ปัจจุบันซื้อขายกันที่ PE2021 ราว 50-150 เท่า ส่วนบริษัทที่มีผลขาดทุน พบว่าปัจจุบันเทรดกันที่ EV/EBITDA เฉลี่ยราว 25-60 เท่า จึงมีโอกาสที่หุ้นไทยเมื่อไหร่ที่เริ่มรับรู้รายได้จากธุรกิจกัญชา อาจถูก Re-rate Valuation ไปในทิศทางเดียวกับหุ้นกัญชาในต่างประเทศก็เป็นได้

Peers comparison (as of Jan 4, 2021)

Company, Country	Business	Market cap (US\$m)	Revenue		GM	NM	PER	EV/EBITDA
			2019 (US\$m)	% 3yr growth	2019	2019	2021E	2021E
Terrascend Corp, CN	Integrated cannabis company Medical cannabis solutions Hemp health product	3,061	64	nm	4.2	-90.6	71.9	27.8
ChemPartner PH-A, CH	Pharmaceutical R&D services	1,053	192	70	38.2	10.2	48.2	nm
Jushi Holding, CN	High-quality cannabis and hemp products, serves customers in US	954	10	nm	44.6	-335.2	98.0	22.5
Charlotte's Web Holding, US	Distributes wellness products, offers capsules, liquid and others	838	95	86	53.3	-16.4	nm	170.6
Ecofibre Ltd, AU	Operates the hemp-derived nutraceutical sector, serves customer in Australia and US	448	34	nm	75.8	25.9	157.2	60.6
Medical Marijuana, US	Cannabis R&D company, offers various CBD oils as hemp oils, cannabis drops and tinctures	39	76	111	76.4	26.6	142.9	nm
High Sierra Tech, US	Provide technology to reduce and eliminate the odor and flavor from cannabis and hemp	101						
CV Science, US	Provide pharmaceutical products, selling plant-based CBD product	61						
Elixinol Global, AU	Offers industrial hemp and medicinal cannabis based dietary supplements and skin care products	48						
Tinley Beverage, CN	Offers hemp-infused beverages and supplements	44						
Cannabis Sativa, US	Pharmaceutical company, cannabis and industrial hemp product, serves customers worldwide	27						
Good Hemp, US	Hemp infused carbonate beverage	18						
Hempstrack, US	Operates as a health and wellness supplement company, sells hemp- based CBD isolate and oil solutions	14						

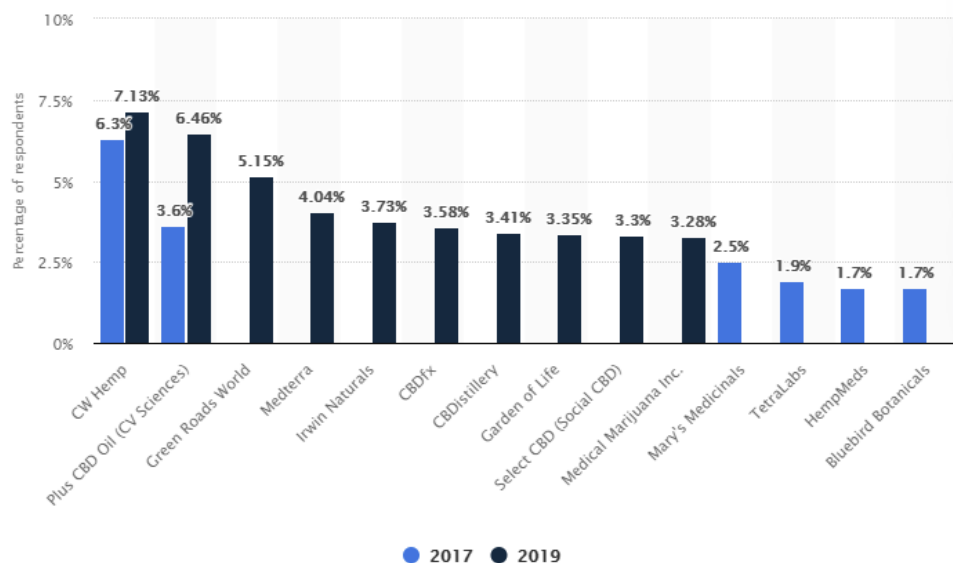
Source: Bloomberg

หนึ่งในบริษัทกัญชารายใหญ่ของโลก และเป็นบริษัทที่จัดว่าเป็นแบรนด์ยอดนิยมอันดับ 1 ในสหรัฐ นั่นคือ Charlotte's Web Holding เริ่มก่อตั้งในปี 2011 ซึ่งเป็นบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดฯ ปัจจุบันมีมูลค่าตลาดราว US\$838 ล้าน หรือราว 2.5 หมื่นล้านบาท ผลิตสินค้าเพื่อความสวยงาม และอาหารเสริมจากสารสกัด CBD โดยมีการทำธุรกิจตั้งแต่ Plantation ปลูกและสกัดกัญชงเอง มีผลิตภัณฑ์จากกัญชงภายใต้แบรนด์ของตนเอง จนกระทั่งมีร้านค้าปลีกของตนเอง ร้านค้าปลีกราว 22,000 แห่ง และมีสัดส่วนรายได้ผ่านช่องทาง E-Commerce ราว 57% และมีรายได้เติบโตอย่างก้าวกระโดดในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา แม้ปัจจุบันยังประสบผลขาดทุน แต่ตลาดให้ความสนใจกับธุรกิจนี้ค่อนข้างมาก เห็นได้จาก EV/EBITDA ซึ่งสูงถึง 170.6 เท่า สะท้อนถึงความคาดหวังการเติบโตมากขึ้นในอนาคต



Source: CW's presentation

Top hemp-derived CBD brands among U.S.CBD users



Source: Statista

บริษัทที่คาดว่าจะเข้าสู่ธุรกิจกัญชงเป็นรายแรก ๆ คือ RBF และ DOD

แม้เราจะเห็นด้วยกับแนวโน้มการเติบโตของอุตสาหกรรมกัญชงในไทยที่จะสร้างมูลค่าอย่างมหาศาลในอนาคต แต่ระยะสั้นเรามองว่ายังเร็วเกินไปที่จะประเมินมูลค่ากัญชงเข้าไปในประมาณการของแต่ละบริษัท เพราะข้อมูลยังค่อนข้างจำกัดทั้งในแง่มูลค่าตลาด ผลตอบแทน และเป็นช่วงเริ่มต้นของอุตสาหกรรมในเชิงพาณิชย์ สิ่งที่เราทำได้คือ ติดตามความคืบหน้า และผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับในแต่ละขั้นตอนทั้งต้นน้ำ กลางน้ำ และปลายน้ำ รวมถึงยังต้องประเมินความเสี่ยงจากความไม่คุ้มค่าในแง่ของการลงทุน รวมถึงหากสินค้าที่ผลิตออกสู่ตลาดไม่ประสบความสำเร็จ อาจส่งผลกระทบต่อบริษัทได้

อย่างไรก็ตามหากพิจารณาในมุมมองที่ว่าบริษัทใดที่คาดว่าจะเข้าสู่ธุรกิจกัญชงเป็นรายแรก เรามองไปที่ต้นน้ำเป็นหลัก เพราะปัจจุบันประเทศยังไม่มีการปลูกกัญชงน้อยมาก ไม่เพียงพอสำหรับการทำธุรกิจเชิงพาณิชย์ และตามมาจากโรงสกัด เพราะกฎหมายยังอนุญาตให้ใช้เฉพาะสารสกัดจากเมล็ดกัญชง และน้ำมันกัญชงในเครื่องสำอางได้เท่านั้น ในขณะที่การร่างประกาศ (อยู่ระหว่างรออนุญาตให้มีผลบังคับใช้) สำหรับอาหารและเครื่องดื่ม ยังอนุญาตให้ใช้ได้เฉพาะเมล็ดกัญชง (รวมถึงน้ำมันและโปรตีนจากเมล็ดกัญชง) เท่านั้น เราคาดว่า RBF และ DOD จะเป็นผู้รุกเข้าสู่ธุรกิจกัญชงในเชิงพาณิชย์เป็นรายแรก เพราะมีศักยภาพและความพร้อมทั้งในส่วนของต้นน้ำและกลางน้ำ แม้ทั้ง 2 บริษัทจะทำธุรกิจปลายน้ำ สามารถผลิตจนเป็นผลิตภัณฑ์สู่ผู้บริโภคได้อยู่แล้ว แต่ในช่วงแรก เราไม่คิดว่าทั้ง RBF และ DOD จะทำผลิตภัณฑ์ปลายน้ำ เพราะอาจไปแข่งหรือแย่งตลาดของลูกค้า น่าจะเป็นลักษณะการร่วมมือและช่วยลูกค้าผู้ประกอบการอาหาร อาหารเสริม และเครื่องดื่มในการพัฒนาสินค้าที่มีส่วนผสมของกัญชง ซึ่งเป็นสิ่งที่ทั้ง 2 บริษัทมีความเชี่ยวชาญ และเป็นที่ยอมรับของลูกค้าเสมอมา

แม้ธุรกิจกัญชงยังมีความเสี่ยงอย่างมีเราระบุไว้ข้างต้น รวมถึงได้เห็นบริษัทในต่างประเทศที่มีการขยายเข้าสู่ธุรกิจกัญชงก่อนประเทศไทย แต่บริษัทส่วนใหญ่ยังประสบผลขาดทุน และอยู่ระหว่างสร้างตลาด และความเชื่อมั่นจากผู้บริโภคที่ต้องใช้เวลา ให้เติบโตไปพร้อมกัน แต่.....เรามองว่าทั้ง RBF DOD รวมถึงผู้ประกอบการอาหารและเครื่องดื่มที่มีความสนใจและน่าจะก้าวเข้าสู่ธุรกิจกัญชงในช่วง 1 – 2 ปีนี้ มีความเสี่ยงต่ำกว่าบริษัทในต่างประเทศที่เป็น Pure Hemp/Cannabis เพราะแทบทุกบริษัทยังมีธุรกิจหลักเดิมของตนเองที่ยังสามารถสร้างรายได้และกำไรได้อย่างสม่ำเสมอ อีกทั้งยังมีการพัฒนา ทำ R&D เพื่อนำเสนอสินค้าที่มีนวัตกรรม และปรับตัวได้ทันกับพฤติกรรมผู้บริโภคที่เปลี่ยนแปลงไป ส่วนการก้าวเข้าสู่ธุรกิจกัญชง เรามองเป็น Upside ในอนาคต และมองเป็นเทรนด์ใหม่ของสินค้าไทย โดยเฉพาะอาหาร ภายใต้ธีม Plant-based and Hemp Food (NRF XO TKN), อาหารเสริม (MEGA RS IP) และเครื่องดื่มกัญชงที่อาจเป็นเทรนด์ต่อจาก Vitamin Water (CBG OSP ICHI SAPPE TACC TIPCO MALEE) ซึ่งเชื่อว่าธีมกัญชงจะเป็นอีกหนึ่ง Mega Trend ในอนาคต

T-BUY

DOD (DOD TB)

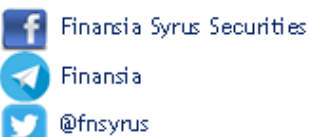
บมจ. ดีโอดี ไบโอเทค

Previous	T-BUY
2021 Target Price (Bt)	12.20
Price (04/02/2021)	11.10
up/downside (%)	+9.9
SET Index	1,482.98
Sector	mai/Consumer Products
Foreign limit/actual (%)	49.00/0.01
Free float (%)	39.13
Market cap (Bt m)	4,551.00
Avg daily T/O (Bt m) (2021 YTD)	373.84
hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD)	11.60, 8.70, 10.32
IOD 2020	4
THAI CAC	N/A

Consolidated earnings				
BT (mn)	2019	2020E	2021E	2022E
Revenue	790	1,604	1,735	1,928
Normalized profit	87	256	279	316
Net profit	87	224	279	316
EPS (Bt) - norm	0.21	0.62	0.68	0.77
EPS (Bt)- reported	0.21	0.55	0.68	0.77
% growth y-y	-71.7	158.8	24.2	13.3
Dividend/share (Bt)	0.35	0.38	0.48	0.54
BV/share (Bt)	2.97	3.26	3.47	3.70
EV/EBITDA (x)	36.9	16.6	15.3	13.8
PER (x) - norm	57.7	19.6	17.9	15.8
PER (x)	57.7	22.3	17.9	15.8
PBV (x)	4.1	3.7	3.5	3.3
Dividend yield (%)	2.9	3.1	3.9	4.4
ROE (%)	7.1	19.1	19.6	20.8
YE No. of shares (million)	410	410	410	410
Par (Bt)	0.5	0.5	0.5	0.5

Source: Company data, Finansia estimates

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



กัญชงคือ Next Driver

เรามองว่า DOD เป็นบริษัทที่มีศักยภาพและคาดว่าจะเข้าสู่ธุรกิจกัญชงเป็นรายแรก ๆ โดยสามารถเข้าสู่ธุรกิจกลางน้ำได้ทันที เพราะปัจจุบันมีโรงสกัดอยู่แล้วที่จ.สมุทรสาคร นอกจากนี้หากกฎหมายอนุญาตให้ใช้ส่วนประกอบกัญชงในอาหารและเครื่องดื่มได้ เราคาดบริษัทจะเป็นตัวเลือกแรก ๆ ที่ลูกค้าจะเข้ามาหาให้เป็นผู้ Supply วัตถุดิบ รวมถึงสามารถรับจ้างผลิต (OEM) ผลิตภัณฑ์ทั้งอาหารเสริม และเครื่องสำอางที่มีส่วนผสมของกัญชงได้ นอกจากโรงสกัดแล้ว บริษัทยังมีทั้งโรงงานผลิตเครื่องสำอาง และผลิตอาหารเสริม ถือเป็น Upside ต่อประมาณการของบริษัทในระยะถัดไป สำหรับธุรกิจหลักในปัจจุบันยังอยู่ในทิศทางที่ดี แม้ธุรกิจขายตรงและรับจ้างผลิตเครื่องสำอางจะถูกกระทบจาก COVID-19 แต่เชื่อว่าจะถูกหักล้างได้หมดด้วยธุรกิจผลิตอาหารเสริมที่จะโดดเด่นมากขึ้น ภายหลังได้รับคำสั่งซื้อเพิ่มขึ้นจากลูกค้ารายใหญ่ทั้งคอลลาเจนผง และอาหารเสริมแบบ Soft Gel ทำให้บริษัทอยู่ระหว่างเตรียมขยายกำลังการผลิตขึ้นอีกเท่าตัวตั้งแต่กลางปีนี้เป็นต้นไป เพราะปัจจุบันใช้เต็มกำลังการผลิตแล้ว บริษัทตั้งเป้ารายได้อาหารเสริมปีนี้โตต่อ 25% Y-Y เรายังคงประมาณการกำไรปกติปี 2020 – 2021 เดิมโต +194.7% Y-Y และ +9.1% Y-Y ตามลำดับ (ยังไม่รวมกัญชง) และคงราคาเป้าหมายปี 2021 เท่ากับ 12.2 บาท (อิง PE เดิม 18 เท่า) และแนะนำซื้อเก็งกำไร

คาดว่าจะเข้าสู่ธุรกิจกัญชงเป็นรายแรก ๆ

แม้บริษัทอาจยังไม่มีแผนที่จะเข้าสู่ธุรกิจต้นน้ำของกัญชง นั่นคือ การปลูก หรือการพัฒนาสายพันธุ์ แต่เรามองว่าบริษัทที่มีศักยภาพที่จะทำได้ ด้วยองค์ความรู้ และความเชี่ยวชาญในสมุนไพรต่าง ๆ แต่ยังมีเงื่อนไขอื่นประกอบ เช่น พื้นที่ในปลูก รวมถึงมาตรการดูแลที่เข้มงวดในบริเวณพื้นที่ปลูก รวมถึงเมล็ดพันธุ์ แต่เราคาดว่าบริษัทสามารถเข้าสู่ธุรกิจกลางน้ำได้ทันที เพราะปัจจุบันมีโรงสกัดอยู่แล้วที่จ.สมุทรสาคร และเชี่ยวชาญในด้านสกัดสมุนไพรต่าง ๆ ซึ่งหากบริษัทได้รับอนุญาต คาดว่าจะสามารถจัดหาวัตถุดิบที่มีคุณภาพมาสกัดได้ทันที และหลังจากที่กฎหมายอนุญาตให้ใช้ส่วนประกอบกัญชงในอาหารและเครื่องดื่มได้ เราคาดบริษัทจะเป็นตัวเลือกแรก ๆ ที่ลูกค้าจะเข้ามาหาให้เป็นผู้ Supply วัตถุดิบ รวมถึงสามารถรับจ้างผลิต (OEM) ผลิตภัณฑ์ทั้งอาหารเสริม และเครื่องสำอางที่มีส่วนผสมของกัญชงได้ นอกจากโรงสกัดแล้ว บริษัทยังมีทั้งโรงงานผลิตเครื่องสำอาง และผลิตอาหารเสริม ถือเป็น Upside ต่อประมาณการของบริษัทในระยะถัดไป

ธุรกิจอาหารเสริมจะมาแรงในปีนี้

สำหรับธุรกิจหลักในปัจจุบัน แม้บริษัทจะยังได้รับผลกระทบจาก COVID-19 (ไม่สามารถจัดกิจกรรมให้นักธุรกิจเพื่อกระตุ้นยอดขายได้) ทำให้ธุรกิจขายตรง (สัดส่วนรายได้ 20% ของรายได้รวม) พ้นตัวชั่วคราวที่เคยคาดไว้ ส่วนธุรกิจรับจ้างผลิตเครื่องสำอาง (14% ของรายได้รวม) แม้จะเกิดการระบาดรอบใหม่ แต่คำสั่งซื้อเจลแอลกอฮอล์ไม่ได้มากเหมือนใน 2Q20 จึงคาดว่ารายได้ของ 2 ธุรกิจดังกล่าวจะอ่อนตัวลงในปี 2021 แต่คาดว่าจะชดเชยได้ทั้งหมด ด้วยธุรกิจรับจ้างผลิตอาหารเสริมที่ได้คำสั่งซื้อจากลูกค้ารายใหญ่เพิ่มขึ้นต่อเนื่อง เช่น คอลลาเจนผง และอาหารเสริมแบบ Soft Gel (แคปซูลนิ่ม) ซึ่งถูกใช้เต็มกำลังการผลิตแล้ว และอยู่ระหว่างขยายกำลังการผลิต Soft Gel เพิ่มอีกเท่าตัวช่วงกลางปี ส่วนกำลังการผลิตคอลลาเจนกำลังขึ้นกะ 2 บริษัทตั้งเป้ารายได้อาหารเสริมปีนี้โต 25% คาดสัดส่วนรายได้จากอาหารเสริมจะขยับขึ้นจาก 65% ในปี 2020 เป็น 74% ในปี 2021

คาดการณ์กำไรปีนี้โตต่อเนื่อง และแนะนำเก็งกำไร

เราคาดการณ์กำไรปกติปี 2021 จะโตต่อเนื่อง +9.1% เป็น 279 ล้านบาท แม้ธุรกิจอาหารเสริมที่โตดี จะมีมาร์จินต่ำกว่าธุรกิจขายตรง แต่ด้วยการใช้กำลังการผลิตในอัตราที่สูงขึ้น จนได้ประโยชน์จาก Economies of Scale และเป็นธุรกิจที่มีค่าใช้จ่ายต่ำกว่าธุรกิจขายตรงอยู่มาก ในขณะที่กระแสนิยมบริโภคอาหารเสริมประเภทคอลลาเจนยังดีต่อเนื่อง โดยเฉพาะจากผู้ผลิตที่ได้มาตรฐานด้านความปลอดภัยทั้งโรงงานและสูตรการผลิตอย่าง DOD ทำให้แนวโน้มคำสั่งซื้อยังแข็งแกร่ง เราประเมินราคาเป้าหมายเท่ากับ 12.2 บาท (อิง PE เดิม 18 เท่า)

Company Overview

DOD ดำเนินธุรกิจเป็นผู้รับจ้างผลิตผลิตภัณฑ์เสริมอาหาร (Dietary Supplement Product) ที่มีส่วนประกอบหลักมาจากสารสกัดธรรมชาติ โดยให้บริการแบบครบวงจร แบบ One Stop Service ตั้งแต่ให้คำปรึกษาด้านการผลิต การคิดค้น พัฒนาสูตรผลิตภัณฑ์เสริมอาหาร การออกแบบสินค้าและบรรจุภัณฑ์ ผลิตภัณฑ์อาหารเสริมของบริษัทแบ่งเป็น 2 กลุ่มหลักได้แก่ ผลิตภัณฑ์เสริมอาหารเพื่อความงาม และผลิตภัณฑ์อาหารเสริมเพื่อสุขภาพ โดยเป็นการจำหน่ายภายในประเทศทั้งหมด ส่วนใหญ่เป็นการผลิตตามคำสั่งซื้อของลูกค้า และภายใต้ตราสินค้าของลูกค้ากำหนด ทั้งนี้บริษัทมีแบรนด์สินค้าของตนเอง Dai a to (ไดเอโตะ)

ถัดมาในปี 2018 บริษัทได้เข้าซื้อธุรกิจรับจ้างผลิตเครื่องสำอาง PCCA และในปี 2019 บริษัทได้จัดตั้งบริษัทย่อย Ultima Life โดยเป็นการขยายเข้าสู่ธุรกิจเครื่องสำอาง (ขายตรง)

ประเภทรายได้	ปี 2561		ปี 2562	
	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ
รายได้จากการขาย				
- ผลิตภัณฑ์เสริมอาหารเพื่อความงาม	543.22	80.70	545.41	68.39
- ผลิตภัณฑ์เสริมอาหารเพื่อสุขภาพ	123.14	18.30	244.51	30.66
รวมรายได้จากการขาย	666.36	99.00	789.92	99.05
รายได้อื่น ¹	6.76	1.00	7.58	0.95
รายได้รวม	673.12	100.00	797.50	100.00

บริษัทมีโรงงานตั้งอยู่ในนิคมอุตสาหกรรมอยู่เจริญ-ท่าจีน จ.สมุทรสาคร โดยมีทั้งโรงงานผลิต โรงสกัด และห้อง Lab

Valuation Methodology

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ DOD โดยอิง Target PE ที่ 18 เท่า ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยในอดีต และต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของผู้ผลิตอาหารเสริมระดับโลก ถือว่าเหมาะสม เพราะบริษัทเป็นผู้รับจ้างผลิต แม้จะเป็นเจ้าของสูตรการผลิต แต่ไม่ได้เป็นเจ้าของแบรนด์

ESG

Environment

- DOD ได้ตระหนักถึงผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมที่มาจากกระบวนการผลิต โดยโรงงานของบริษัทได้ปฏิบัติตามข้อกำหนดของกรมโรงงาน กระทรวงอุตสาหกรรม ในเรื่องการบำบัดน้ำเสียก่อนปล่อยน้ำทิ้งลงสู่แหล่งน้ำสาธารณะ และมีการตรวจสอบสภาพน้ำเสียโดยห้องปฏิบัติการภายนอกที่ได้รับการรับรอง ISO/IEC 17025 เป็นประจำทุกปี
- บริษัทมีนโยบายที่เคร่งครัดด้านสิ่งแวดล้อมว่าไม่กระทำการใดๆที่จะมีผลเสียหายต่อชื่อเสียงของประเทศ ทรัพยากรธรรมชาติ และสิ่งแวดล้อม รวมทั้งปลูกฝังจิตสำนึกความรับผิดชอบต่อชุมชนและสังคมให้เกิดขึ้นในบริษัท และพนักงานทุกระดับอย่างต่อเนื่อง

Social

- บริษัทให้ความสำคัญกับความปลอดภัยของผู้บริโภคอย่างมาก โดยได้ผ่านการรับรองมาตรฐานต่างๆเพื่อรับประกันคุณภาพสินค้าและการผลิตที่ดีได้มาตรฐาน อาทิ GMP HACCP ISO22000 และ HALAL เป็นต้น โดยการผลิตของบริษัททุกขั้นตอนอยู่ในห้อง Clean Room ควบคุมฝุ่นละออง อุณหภูมิ และความชื้น
- ในการผลิตสารสกัดพืชสมุนไพรที่โรงงานสกัดของบริษัท จะมีการทำข้อตกลงในการเพาะปลูกและรับซื้อจากเจ้าของฟาร์มหรือผู้เพาะปลูก ซึ่งส่วนใหญ่เป็นวิธีปลูกแบบ Organic เพื่อให้ได้วัตถุดิบที่ปลอดภัยและมีคุณค่าทางโภชนาการ ไม่ทำลายสิ่งแวดล้อม และเป็นการยกระดับมาตรฐานของพืชสมุนไพร

Governance

- ปัจจุบันบริษัทมีคณะกรรมการ 9 คน ประกอบด้วยกรรมการที่ไม่ได้เป็นผู้บริหาร 5 คน ในจำนวนนี้มีกรรมการอิสระ 3 คน ถือว่าไม่น้อยกว่า 1 ใน 3 ของจำนวนกรรมการทั้งหมด สอดคล้องตามเกณฑ์ เพื่อเป็นการถ่วงดุลอำนาจของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในการออกเสียง และสอบทานการบริหารของฝ่ายบริหารอย่างโปร่งใส
- บริษัทห้ามไม่ให้กรรมการ ผู้บริหาร และพนักงานที่รู้ข้อมูลภายในที่สำคัญของบริษัท ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทในช่วงระยะเวลา 7 วันก่อนการเปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณชน
- บริษัทได้ว่าจ้างบริษัทภายนอก ซึ่งเป็นบุคคลภายนอก และไม่มี ความเกี่ยวข้องใดๆกับบริษัท เป็นผู้ตรวจสอบภายใน (Internal Audit) โดยทำหน้าที่ตรวจสอบระบบการควบคุมภายในของบริษัท เพื่อให้มั่นใจได้ว่าบริษัทมีระบบควบคุมภายในที่เพียงพอเหมาะสม

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากการกระจุกตัวของลูกค้ารายใหญ่

บริษัทมีรายได้จากการขายสินค้าที่มาจากการสั่งซื้อของลูกค้ารายใหญ่ 5 รายแรกคิดเป็นสัดส่วนราว 68% - 70% ของรายได้รวม โดยมีลูกค้ารายหนึ่งมีรายได้เกินกว่า 18% ของรายได้ในปี 2019 ทำให้บริษัทมีความเสี่ยงหากลูกค้ารายใหญ่ลดคำสั่งซื้อ หรือสูญเสียลูกค้ารายดังกล่าว อาจกระทบต่อมายังผลประกอบการของบริษัทได้

ความเสี่ยงจากการที่ลูกค้าเปลี่ยนไปว่าจ้างผู้ผลิตรายอื่น

เนื่องด้วยบริษัทรับจ้างผลิตผลิตภัณฑ์เสริมอาหารตามความต้องการของลูกค้า ภายใต้ตราสินค้าของลูกค้า ซึ่งลูกค้าจะนำไปจำหน่ายผ่านช่องทางต่างๆ โดยลูกค้าจะสั่งซื้อสินค้าจากบริษัทเป็นคราวๆไป หรือสั่งซื้อในแต่ละครั้งเป็นจำนวนมาก แต่ทยอยรับสินค้าตามระยะเวลาที่กำหนด บริษัทจึงมีความเสี่ยงจากการที่ลูกค้าผู้ว่าจ้างผลิตจะเปลี่ยนไปว่าจ้างผู้ผลิตรายอื่น และในกรณีที่ลูกค้ารายใหญ่อาจกระทบต่อรายได้ และผลการดำเนินงานของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญได้

ความเสี่ยงจากภาวะการแข่งขันในตลาดผลิตภัณฑ์เสริมอาหาร

ธุรกิจผลิตผลิตภัณฑ์เสริมอาหารมีผู้ประกอบการเป็นจำนวนมากทั้งบริษัทขนาดเล็ก และขนาดใหญ่ และมีการแข่งขันที่รุนแรง เนื่องจากผู้บริโภคหันมาใส่ใจในสุขภาพมากขึ้น อีกทั้งเป็นธุรกิจที่ใช้เงินลงทุนเริ่มต้นไม่สูงมาก ทำให้มีสินค้าที่มีลักษณะใกล้เคียงกัน หรือทดแทนกันได้ออกสู่ตลาดค่อนข้างมาก

ความเสี่ยงจากด้านการปฏิบัติตามกฎหมาย กฎระเบียบที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจผลิตผลิตภัณฑ์เสริมอาหาร

ผลิตภัณฑ์เสริมอาหารเป็นผลิตภัณฑ์ที่อยู่ภายใต้กฎหมาย กฎระเบียบ และหลักเกณฑ์การกำกับดูแลของสำนักงานคณะกรรมการอาหารและยา ซึ่งหากมีการเปลี่ยนแปลงในกฎระเบียบในอนาคต อาจทำให้บริษัทมีต้นทุนหรือค่าใช้จ่ายเพิ่มขึ้นได้

ความเสี่ยงจากการไม่สามารถเรียกเก็บเงินจากลูกหนี้การค้าได้

บริษัทมีลูกหนี้การค้าที่เกินกำหนดชำระมากกว่า 3 เดือนในปี 2019 จำนวน 101.4 ล้านบาท คิดเป็น 40% ของลูกหนี้การค้ารวม ซึ่งหากบริษัทไม่สามารถเรียกเก็บเงินจากลูกหนี้ได้ครบถ้วนและตามกำหนดเวลา อาจทำให้บริษัทต้องพิจารณาตั้งค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญตามนโยบายบัญชีที่กำหนดไว้ ซึ่งจะกระทบต่อกำไรของบริษัทให้ลดลงได้

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Revenue	666	790	1,604	1,735	1,928
Cost of sales	257	380	869	1,016	1,122
Gross profit	410	410	735	719	805
SG&A	105	330	475	434	482
Operating profit	305	80	260	285	323
Other income	7	8	10	10	12
EBIT	311	88	270	296	335
EBITDA	333	142	328	357	399
Interest charge	4	10	8	9	10
Tax on income	2	5	10	11	13
Earnings after tax	305	74	252	275	312
Minority interest	1	13	4	3	4
Normalized earnings	306	87	256	279	316
Extraordinary items	0	0	-31	0	0
Net profit	306	87	224	279	316

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Net profit	306	87	224	279	316
Deprec. & amortization	22	54	58	61	64
Change in working capital	82	-320	-93	-21	-37
Other adjustments	0	19	12	0	0
Cash flow from operations	410	-160	202	319	344
Capital expenditure	-37	-641	-49	-100	-100
Others	-601	409	17	-7	-40
Cash flow from investing	-637	-233	-33	-107	-140
Free cash flow	-227	-393	169	212	204
Net borrowings	-31	115	-27	-15	-15
Equity capital raised	995	0	0	0	0
Dividends paid	-407	0	-157	-195	-221
Others	-9	58	14	2	3
Cash flow from financing	547	173	-170	-208	-233
Net change in cash	320	-219	-1	5	-29

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Cash	437	82	82	86	58
Accounts receivable	72	232	351	380	423
Inventory	25	115	238	278	307
Other current assets	1	12	24	26	29
Total current assets	534	440	695	771	817
Investments	416	136	100	100	130
Plant, property & equipment	266	801	843	882	918
Other assets	191	197	216	223	232
Total assets	1,407	1,575	1,855	1,976	2,097
Short-term loans	10	93	96	85	75
Accounts payable	203	134	286	334	369
Current maturities	1	50	50	50	50
Other current liabilities	1	11	22	24	27
Total current liabilities	216	289	454	494	521
Long-term debt	1	33	35	30	25
Other non-current liab.	5	14	29	31	35
Total non-current liab.	7	48	64	62	60
Total liabilities	222	336	518	555	581
Registered capital	205	296	296	296	296
Paid up capital	205	205	205	205	205
Share premium	940	940	940	940	940
Legal reserve	21	30	30	30	30
Retained earnings	19	45	163	246	341
Minority Interests	0	19	0	0	0
Shareholders' equity	1,184	1,238	1,337	1,421	1,516

Important Ratios (Consolidated)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Growth (%)					
Revenue	72.0	18.5	103.0	8.2	11.1
EBITDA	97.4	-57.3	130.3	8.9	11.9
Net profit	115.4	-71.7	158.8	24.2	13.3
Normalized earnings	115.4	-71.7	194.7	9.1	13.3
Profitability (%)					
Gross profit margin	61.5	51.9	45.8	41.4	41.8
EBITDA margin	50.0	18.0	20.4	20.6	20.7
EBIT margin	46.7	11.1	16.8	17.0	17.4
Normalized profit margin	46.0	11.0	15.9	16.1	16.4
Net profit margin	46.0	11.0	14.0	16.1	16.4
Normalized ROA	21.8	5.5	13.8	14.1	15.1
Normalize ROE	25.9	7.1	19.1	19.6	20.8
Normalized ROCE	26.1	6.8	19.3	20.0	21.3
Risk (x)					
D/E	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4
Net D/E	-0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
Net debt/EBITDA	0.3	1.8	1.3	1.3	1.3
Per share data (Bt)					
Reported EPS	0.75	0.21	0.55	0.68	0.77
Normalized EPS	0.75	0.21	0.62	0.68	0.77
EBITDA	0.81	0.35	0.80	0.87	0.97
Book value	2.89	2.97	3.26	3.47	3.70
Dividend	0.44	0.35	0.38	0.48	0.54
Par	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
Valuations (x)					
P/E	16.3	57.7	22.3	17.9	15.8
Norm P/E	16.3	57.7	19.6	17.9	15.8
P/BV	4.2	4.1	3.7	3.5	3.3
EV/EBITDA	15.3	36.9	16.6	15.3	13.8
Dividend yield (%)	3.6	2.9	3.1	3.9	4.4

Source: Company data, Finansia research

IP (IP TB)

T-BUY

บมจ. อินเทอร์เน็ต ฟาร์มา

Previous	BUY
2021 Target Price (Bt)	18.00
Price (30/12/2020)	17.30
up/downside (%)	+4.0
SET Index	1,491.96
Sector	MAI/Consump
Foreign limit/actual (%)	49.00/6.12
Free float (%)	42.66
Market cap (Bt m)	3,563.80
Avg daily T/O (Bt m) (2021 YTD)	41.00
hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD)	18.00, 13.00, 15.46
IOD 2020	3
THAI CAC	N/A

Consolidated earnings				
BT (mn)	2019	2020E	2021E	2022E
Revenue	371	420	715	849
Normalized profit	43	70	104	135
Net profit	43	70	104	135
EPS (Bt) - norm	0.28	0.34	0.50	0.65
EPS (Bt)- reported	0.28	0.34	0.50	0.65
% growth y-y	3.7	21.9	47.8	29.6
Dividend/share (Bt)	0.19	0.20	0.30	0.39
BV/share (Bt)	2.21	2.33	2.48	2.72
EV/EBITDA (x)	50.6	34.9	22.8	18.0
PER (x) - norm	61.8	50.7	34.3	26.5
PER (x)	61.8	50.7	34.3	26.5
PBV (x)	7.8	7.4	7.0	6.4
Dividend yield (%)	1.1	1.2	1.7	2.3
Norm ROE (%)	9.5	14.7	20.4	24.1
YE No. of shares (million)	155	206	206	206
Par (Bt)	0.50	0.50	0.50	0.50

Source: Company data, Finansia estimates

Analyst: Jitra Amornthum
Register No.: 014530
Tel.: +662 646 9966
email: jitra.a@fnsyrus.com
www.fnsyrus.com

เตรียมรุกรุกกัญชง เพิ่ม Upside ต่อประมาณการ

IP เตรียมรุกรุกตลาดผลิตภัณฑ์กัญชงในส่วนของการกลางน้ำและปลายน้ำ ทั้งการผลิตยาจากสมุนไพร ยาแผนไทย อาหารเสริม รวมถึงเวชสำอางค์ และอาศัยจุดแข็งด้านช่องทางการจำหน่ายในการทำการตลาดเอง โดยร่วมมือกับเกษตรกรในประเทศเพื่อเป็นแหล่งวัตถุดิบให้ เราเชื่อว่าจะได้เห็นผลิตภัณฑ์จากกัญชงของบริษัทไม่นานนักหลังจากได้รับอนุญาตเพราะ IP มีความพร้อมอยู่แล้ว สำหรับกำไร 4Q20 คาดทำกำไรต่อหลังรวม MP เข้ามา 1 เดือน ทำให้กำไรทั้งปี 2020 เติบโตสูง +61.7% Y-Y และคาดการณ์ปี 2021-2022 โตสูงเฉลี่ย 38.3% CAGR คงราคาเป้าหมายปี 2021 ที่ 18 บาท (อิง DCF, WACC 9.0%, TG 3.5%) ราคาหุ้นปัจจุบันใกล้เคียงมูลค่า แต่เนื่องจากประมาณการของเรามี upside จากผลิตภัณฑ์ใหม่กัญชงซึ่งยังไม่ได้รวมในประมาณการ จึงแนะนำซื้อเก็งกำไร

เตรียมรุกรุกธุรกิจกลางน้ำและปลายน้ำของผลิตภัณฑ์กัญชง

IP ให้ความสนใจในการผลิตผลิตภัณฑ์เกี่ยวกับกัญชงโดยให้ บจ. โมเดอร์น ฟาร์มา (MP) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่มีโรงงานผลิตยาแผนปัจจุบัน ยื่นคำขออนุญาตผลิตต่อ อย. เมื่อวันที่ 29 ม.ค. 2021 บริษัทสนใจทำในส่วนของการกลางน้ำและปลายน้ำโดยการผลิตยาแผนไทย ยาพัฒนาจากสมุนไพร อาหารเสริม รวมถึงเวชสำอางค์ และอาศัยจุดแข็งด้านช่องทางการจำหน่ายทั้งโรงพยาบาล คลินิก ช่องทางออนไลน์ และร้าน Modern Trade ในการทำการตลาดเอง ในส่วนของต้นน้ำหรือการปลูกนั้นจะร่วมมือกับกลุ่มเกษตรกรในประเทศเพื่อเป็นแหล่งวัตถุดิบให้ เราเชื่อว่าจะได้เห็นผลิตภัณฑ์ของกลุ่มบริษัทไม่นานนักหลังจากได้รับการอนุญาตเนื่องจาก IP มีความพร้อม มีโรงงานผลิตยา ทะเบียนยา และยังมีกำลังการผลิตยังไม่เต็มกำลัง

คาดการณ์กำไร 4Q20 ทำสถิติสูงสุดต่อเนื่องหลังรวม MP 1 เดือน

สำหรับผลประกอบการใน 4Q20 เราคาดว่ากำไรจะทำสถิติสูงสุดต่อเนื่องที่ 21.1 ล้านบาท +14.0% Q-Q, +65.7% Y-Y หลังจากรวมกิจการของ MP เข้ามา 1 เดือน โดยคาดการณ์ได้ +4.0% Q-Q, +17.0% Y-Y เป็น 113.3 ล้านบาทจากกระแสเงินสดสุทธิ และได้อานิสงส์จากโครงการรัฐทั้งข้อปดมีคืน และคนละครึ่ง และเป็นช่วงเทศกาลจับจ่าย ที่สำคัญคืออัตรากำไรขั้นต้นคาดว่าจะขยับขึ้นต่อเนื่องเป็น 61.9% และยังคงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารได้ดีต่อ ส่งผลให้ปี 2020 เป็นอีกหนึ่งปีที่กำไรโตแรง คาดกำไรสุทธิ 70.3 ล้านบาท +61.7% Y-Y แรงตัวขึ้นจากปี 2019 ที่ +46.5% Y-Y

คงราคาเป้าหมาย 18.00 บาท แนะนำซื้อเก็งกำไร

เรายังคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2021-2022 ที่ 103.9 ล้านบาท +47.8% Y-Y และ 134.5 ล้านบาท +29.4% Y-Y ตามลำดับ คิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ย 38.4% CAGR และคาดการณ์ Net profit margin สูงกว่าในอดีตเป็น 15-16% ยังคงราคาเป้าหมาย 18.00 บาท (DCF, WACC 9.0%, TG 3.5%) ราคาหุ้นปัจจุบันปรับขึ้นมาจาก PE 34.3 เท่า EV/EBITDA 22.8 เท่า และเหลือ upside เพียง 4.0% เมื่อเทียบกับราคาเป้าหมายปัจจุบัน ถือว่าใกล้เคียงมูลค่า อย่างไรก็ตาม ประเมินการของเรามี upside จากผลิตภัณฑ์ใหม่จากกัญชงซึ่งยังไม่ได้รวมในประมาณการ จึงลดคำแนะนำเป็นซื้อเก็งกำไร จากเดิมซื้อ

Company Overview

IP ดำเนินธุรกิจพัฒนา คิดค้น และจำหน่ายผลิตภัณฑ์สุขภาพและนวัตกรรมความงามสำหรับคน และผลิตภัณฑ์สุขภาพสำหรับสัตว์เลี้ยง และปศุสัตว์ โดยเป็นผลิตภัณฑ์ที่ไม่ใช่อาหารเสริมหรือยา แต่ช่วยดูแลสุขภาพให้แข็งแรง ที่เรียกว่าโภชนาบำบัด (Nutraceuticals) ซึ่งได้รับการยอมรับในการนำไปใช้ในโรงพยาบาลเพื่อการป้องกันและรักษาโรคต่างๆ ได้

ผลิตภัณฑ์สำหรับคนที่อยู่ภายใต้แบรนด์ของบริษัทเอง เช่น Prabac 7, Probac 10 Plus, InuFOS, Pure Krill Oil, Astacurmin, Multivitamin และ YUUU เป็นต้น และผลิตภัณฑ์ที่บริษัทเป็นตัวแทนจำหน่าย เช่น TS6-Synbiotic, Perfectha, NABOTA ส่วนผลิตภัณฑ์เสริมอาหารสำหรับสัตว์เลี้ยง (สุนัขและแมว) ภายใต้แบรนด์ของบริษัทย่อย เช่น MARIA และสินค้าที่เป็นตัวแทนจำหน่าย แชมพู MALASEB, Dermacare PYOHEX, Dr. Choice, Pet Select, Petinol เป็นต้น

บริษัทเป็นผู้พัฒนาคิดค้นสูตรขึ้นมาเองและว่าจ้างบุคคลภายนอกผลิตให้ ในช่วงปลายปี 2020 IP ได้ขยายการลงทุนไปสู่ธุรกิจต้นน้ำคือการผลิตยา โดยการซื้อกิจการของบริษัท โมเดอร์น ฟาร์มา จำกัด (MP) เพื่อการผลิตเพิ่มยอดขาย ลดต้นทุน และเพิ่มสินค้าใหม่ๆ เข้าสู่ตลาด

Valuation Methodology

เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2021 ที่ 18.0 บาทอิง DCF, WACC 9.0%, G 3.5% ณ ราคาเป้าหมายดังกล่าวคิดเป็น 2021 Implied PE 35.6 เท่า และ 2021 Implied PBV 5.3 เท่า แม้ว่า Implied PE และ PBV จะสูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มในตลาดหุ้นไทยซึ่งเราพบว่ามีการคาดการณ์ 2 บริษัทคือ DDD และ MEGA แต่ทั้งอัตราการเติบโตของรายได้และกำไร Gross และ Net margins และ ROE สูงกว่าค่าเฉลี่ยของ DDD และ MEGA

และเมื่อเทียบกับบริษัทที่คล้ายคลึงกันในประเทศ การเติบโตของกำไรของ IP สูงกว่าค่าเฉลี่ย ส่วน Net margin และ ROE แม้จะน้อยกว่าค่าเฉลี่ยของบริษัทในประเทศแต่ไม่ถึงกับแตกต่างกันมากนัก

ESG

Environment

- IP มุ่งพัฒนาสินค้าที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม รวมถึงถ่ายทอดความรู้ด้านสิ่งแวดล้อมและการใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพให้ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอย่างต่อเนื่อง
- ผลิตภัณฑ์ของ IP ผลิตจากโรงงานที่ได้มาตรฐานและเป็นผลิตภัณฑ์ที่ได้รับการขึ้นทะเบียนจากหน่วยงานที่เกี่ยวข้องทุกผลิตภัณฑ์ สำหรับผลิตภัณฑ์ที่สั่งซื้อหรือสั่งผลิตจากต่างประเทศ จะขออนุญาตหรือขึ้นทะเบียนจากหน่วยงานที่เกี่ยวข้องเช่น อย. หรือกรมปศุสัตว์

Social

- IP มุ่งพัฒนาสินค้าที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม รวมถึงถ่ายทอดความรู้ด้านสิ่งแวดล้อมและการใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพให้ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอย่างต่อเนื่อง
- ผลิตภัณฑ์ของ IP ผลิตจากโรงงานที่ได้มาตรฐานและเป็นผลิตภัณฑ์ที่ได้รับการขึ้นทะเบียนจากหน่วยงานที่เกี่ยวข้องทุกผลิตภัณฑ์ สำหรับผลิตภัณฑ์ที่สั่งซื้อหรือสั่งผลิตจากต่างประเทศ จะขออนุญาตหรือขึ้นทะเบียนจากหน่วยงานที่เกี่ยวข้องเช่น อย. หรือกรมปศุสัตว์

Governance

- โครงสร้างกรรมการบริษัทมี 7 คน มีกรรมการที่เป็นผู้บริหาร 3 คน และกรรมการอิสระ 4 คน สัดส่วนของกรรมการอิสระมีมากกว่ากึ่งหนึ่งของจำนวนกรรมการทั้งหมดเพื่อให้เกิดการถ่วงดุลในการออกเสียงในการพิจารณาเรื่องต่างๆ และสอนทานการบริหารของฝ่ายบริหารอย่างโปร่งใส
- IP จัดทำนโยบายต่อต้านการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-Corruption Policy) เป็นลายลักษณ์อักษรเพื่อเป็นแนวทางปฏิบัติที่ชัดเจนสำหรับพนักงานทุกระดับ และกำหนดให้มีการสอบทานการปฏิบัติอย่างสม่ำเสมอ
- บริษัทห้ามผู้บริหารและพนักงานเรียกร้องหรือรับผลประโยชน์ใดๆ ในรูปเงิน ของขวัญ หรือของมีค่าใดๆ รวมถึงบริการต่างๆ จากคู่ค้า ตัวแทนซื้อขาย หรือคู่แข่งของบริษัท
- IP ให้ความสำคัญในสิทธิพื้นฐานของผู้ถือหุ้น กำหนดให้มีการประชุมสามัญผู้ถือหุ้นปีละครั้ง ในกรณีเร่งด่วนที่กระทบกับผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น จะเรียกประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้นเป็นกรณีไป และเปิดโอกาสให้ผู้ถือหุ้นมีสิทธิอย่างเท่าเทียมกันในการแสดงความคิดเห็น ให้ข้อเสนอแนะ ก่อนการลงมติในวาระใดๆ

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากการคาดการณ์ความต้องการของผู้บริโภคผิดพลาด

ความต้องการของผู้บริโภคเปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลาและคาดเดาได้ยาก อาจมีผลต่อการตัดสินใจซื้อผลิตภัณฑ์ของบริษัทหากบริษัทไม่สามารถคาดการณ์ความต้องการของผู้บริโภคได้ถูกต้อง อย่างไรก็ตาม บริษัทได้สร้างความหลากหลายให้ผลิตภัณฑ์ของตัวเอง เพื่อตอบสนองความต้องการของลูกค้าทุกกลุ่มเป้าหมาย ติดตามพฤติกรรมของผู้บริโภคอยู่ตลอดเวลา ด้วยการสื่อสารและเทคโนโลยีในปัจจุบันที่ทำให้ทั้งบริษัทและผู้บริโภคเข้าถึงข้อมูลได้อย่างรวดเร็ว และบริษัทมีช่องทางในการสื่อสารกับลูกค้าจึงความเสี่ยงในประเด็นนี้ได้

ความเสี่ยงจากการพึ่งพาผู้รับจ้างผลิตภายนอก

รายได้ราว 40% มาจากผลิตภัณฑ์ที่จ้างผู้ผลิตภายนอกทั้งในและต่างประเทศกว่า 10 ราย โดยแต่ละผลิตภัณฑ์มีการจ้างผู้ผลิตรายเดียวเพื่อควบคุมคุณภาพและมาตรฐานให้เหมือนกัน บริษัทอาจมีความเสี่ยงในการพึ่งพาผู้ผลิตสินค้าภายนอก หรือไม่สามารถส่งมอบสินค้าได้ทันตามกำหนด อย่างไรก็ตาม การมีผู้ผลิตหลายรายที่คัดเลือกมาเป็นอย่างดี มีความสัมพันธ์อันยาวนาน ผู้ผลิตบางรายบริษัทเป็นตัวแทนจำหน่ายให้กับสินค้าของรายดังกล่าว ควบคู่ไปกับการจ้างผลิต ถือเป็นการลดความเสี่ยงในระดับหนึ่ง นอกจากนี้ ในปัจจุบัน IP มีโรงงานผลิตยาเป็นของตัวเอง หลังจากซื้อกิจการ MP ยิ่งช่วยลดความเสี่ยงในประเด็นนี้ได้

ความเสี่ยงจากการสูญเสียการเป็นตัวแทนจำหน่าย

IP ได้รับแต่งตั้งให้เป็นตัวแทนจำหน่ายจากบริษัทหลักๆ ได้แก่ บจ. แดวุง, Dermcare, Tensall Bio-Tech โดยเป็นตัวแทนจำหน่ายแต่เพียงผู้เดียวในไทยและ CLMV รายได้จากผลิตภัณฑ์ที่เป็นตัวแทนจำหน่ายเหล่านี้มีสัดส่วนราว 40-50% ของรายได้รวม อาจมีความเสี่ยงไม่ได้รับการต่อสัญญา หรือบริษัทเหล่านั้นเข้ามาทำการตลาดเองในไทย อย่างไรก็ตาม สัญญาตัวแทนจำหน่ายบางสัญญาได้รับการต่ออายุแล้ว การเป็นตัวแทนจำหน่ายต้องมียอดขายตามเป้าที่กำหนด ซึ่งบริษัทมียอดขายสูงเกินเป้าหมายมาตลอด เชื่อว่าจะได้รับความไว้วางใจให้เป็นตัวแทนจำหน่ายต่อไป

ความเสี่ยงจากการบริหารสินค้าคงคลัง

สินค้าบางชนิดอาจได้รับความนิยมหรือเลิกเป็นที่นิยมอย่างรวดเร็ว สินค้ามีวันหมดอายุสั้นหรือยาวแตกต่างกัน การบริหารสินค้าคงคลังจึงเป็นหนึ่งในหัวใจหลักในการทำธุรกิจ อาจทำให้สภาพคล่องหยุดชะงัก หรือเงินจมหากประเมินภาวะตลาดหรือบริหารสินค้าคงคลังผิดพลาด บริษัทให้ความสำคัญกับประเด็นนี้และติดตามดูแลปริมาณสินค้าคงเหลืออย่างใกล้ชิด รวมถึงการว่าจ้างซิดลิลิฟาร์มาซึ่งเป็นผู้นำในธุรกิจขนส่งและกระจายผลิตภัณฑ์เวชภัณฑ์ ให้บริหารจัดการคลังสินค้าและจัดส่งสินค้าให้ลูกค้าเพื่อความคล่องตัวและมีประสิทธิภาพ

ความเสี่ยงจากการแข่งขัน

ตลาดอาหารเสริม ยา และเวชภัณฑ์มีการเติบโตต่อเนื่องทุกปีโดยเฉพาะสถานการณ์ COVID-19 ทำให้ผู้บริโภคหันมาใส่ใจสุขภาพมากขึ้น ผู้ประกอบการจึงเข้ามาในตลาดมากขึ้น การแข่งขันเพิ่มสูงขึ้น ผู้บริโภคมีทางเลือกมากขึ้น ผลิตภัณฑ์ในตลาดมีทั้งที่เป็นสินค้านำเข้า และบริษัทที่ผลิตและเป็นเจ้าของตราสินค้าเอง บริษัทตระหนักดีถึงการแข่งขันในรูปแบบต่างๆ จึงได้นำเสนอสินค้าที่มีคุณภาพที่ดี ให้ความสำคัญกับการวิจัยพัฒนา สร้างความน่าเชื่อถือของผลิตภัณฑ์โดยการได้เข้าไปจำหน่ายในโรงพยาบาล ซึ่งต้องผ่านกระบวนการและการยอมรับจากคนไข้ก่อน จึงหันมารุกตลาด Retail และ Modern Trade มากขึ้น

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Revenue	317	371	420	715	849
Cost of sales	125	157	163	400	479
Gross profit	192	214	258	315	370
SG&A	152	157	165	179	195
Operating profit	40	57	92	136	175
Other income	1	5	5	4	4
EBIT	41	62	97	140	179
EBITDA	43	64	101	153	191
Interest charge	0	1	1	1	1
Tax on income	11	14	19	28	35
Earnings after tax	30	47	77	111	142
Minority interest	1	-4	-7	-7	-7
Normalized earnings	30	43	70	104	135
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Net profit	30	43	70	104	135

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Net profit	2,015	934	1,129	2,044	2,396
Deprec. & amortization	991	1,021	1,031	1,081	1,106
Change in working capital	-666	494	-314	-757	-585
Other adjustments	-208	-119	-157	-19	-21
Cash flow from operations	2,132	2,331	1,688	2,348	2,896
Capital expenditure	-845	-575	-200	-1,000	-500
Others	48	-155	-40	-218	-18
Cash flow from investing	-797	-730	-240	-1,218	-518
Free cash flow	1,335	1,601	1,448	1,131	2,378
Net borrowings	191	-847	-289	-46	-549
Equity capital raised	0	0	0	0	0
Dividends paid	-1,299	-1,152	-993	-1,431	-1,677
Others	17	-28	19	49	-1
Cash flow from financing	-1,092	-2,026	-1,263	-1,427	-2,228
Net change in cash	243	-425	185	-297	151

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Cash	32	343	62	98	141
Accounts receivable	87	112	150	172	195
Inventory	54	50	52	104	119
Other current assets	2	0	1	11	13
Total current assets	176	505	265	385	468
Investments	6	5	5	5	25
PPE	11	10	280	258	250
Other assets	4	7	10	16	20
Total assets	195	526	559	683	763
Short-term loans	12	9	0	0	0
Accounts payable	68	38	53	115	144
Current maturities	0	0	0	0	0
Other current liabilities	8	9	7	19	22
Total current liabilities	87	56	60	134	167
Long-term debt	0	0	0	15	10
Other non-current liab.	1	4	8	13	15
Total non-current liab.	1	4	8	28	25
Total liabilities	88	60	69	162	192
Registered capital	65	103	103	103	103
Paid up capital	65	103	103	103	103
Share premium	0	287	287	287	287
Legal reserve	4	6	6	6	6
Retained earnings	10	38	62	99	149
Others	22	22	22	15	15
Minority Interests	6	10	10	10	11
Shareholders' equity	101	456	480	510	560

Important Ratios (Consolidated)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Growth (%)					
Revenue	28.1	17.2	13.1	70.2	18.8
EBITDA	44.7	49.1	57.5	51.8	25.3
Net profit	86.5	46.5	61.7	47.8	29.6
Normalized earnings	86.5	46.5	61.7	47.8	29.6
Profitability (%)					
Gross profit margin	60.5	57.6	61.3	44.0	43.6
EBITDA margin	13.5	17.2	23.9	21.4	22.5
EBIT margin	12.9	16.6	23.1	19.5	21.1
Normalized profit margin	9.4	11.7	16.7	14.5	15.9
Net profit margin	9.4	11.7	16.7	14.5	15.9
Normalized ROA	15.2	8.3	12.6	15.2	17.7
Normalize ROE	29.5	9.5	14.7	20.4	24.1
Normalized ROCE	37.8	13.2	19.5	25.4	30.0
Risk (x)					
D/E	0.9	0.1	0.1	0.3	0.3
Net D/E	0.6	-0.6	0.0	0.1	0.1
Net debt/EBITDA	0.3	-5.2	-0.6	-0.5	-0.7
Per share data (Bt)					
Reported EPS	0.27	0.28	0.34	0.50	0.65
Normalized EPS	0.27	0.28	0.34	0.50	0.65
EBITDA	0.39	0.41	0.49	0.74	0.93
Book value	0.77	2.21	2.33	2.48	2.72
Dividend	0.00	0.19	0.20	0.30	0.39
Par	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
Valuations (x)					
P/E	64.1	61.8	50.7	34.3	26.5
Norm P/E	64.1	61.8	50.7	34.3	26.5
P/BV	22.4	7.8	7.4	7.0	6.4
EV/EBITDA	52.8	50.6	34.9	22.8	18.0
Dividend yield (%)	0.0	1.1	1.2	1.7	2.3

Source: Company data, Finansia research

NRF (NRF TB)

BUY

บมจ. เอ็นอาร์ อินสแตนซ์ โปรดิวซ์

Previous	BUY
2021 Target Price (Bt)	9.00
Price (04/02/2021)	8.20
up/downside (%)	+10.0
SET Index	1,482.98
Sector	Food & Beverage
Foreign limit/actual (%)	49.00/23.15
Free float (%)	27.54
Market cap (Bt m)	11,117.40
Avg daily T/O (Bt m) (2021 YTD)	106.22
hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD)	8.45, 6.05, 7.39
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)	50.7	31.8	22.2	18.6
PER (x) - norm	65.8	53.7	31.2	24.2
PER (x)	214.5	74.5	37.1	27.6
PBV (x)	9.9	4.3	4.0	3.8
Dividend yield (%)	0.0	0.7	1.3	1.8
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

 Finasia Syrus Securities

 Finasia

 @fnsyrus

NRF คือผู้นำด้านนวัตกรรมอาหาร

หลายปัจจัยหนุนการเติบโตในอนาคต ทั้งการรวม City Food เต็มปีในปี 2021, การรุกเข้าสู่ธุรกิจ E-commerce ผ่านการร่วมทุนกับ Boosted ซึ่งดีลแรกจะเข้าซื้อ Prime Labs ธุรกิจอาหารเสริมที่มียอดขายอันดับ 1 ใน Amazon.com และการเติบโตของ Plant-Based Food ที่ยังสดใสต่อเนื่อง หลังทำได้ดีกว่าที่เราคาดในปี 2020 ผู้บริหารตั้งเป้าสัดส่วนรายได้จาก Plant-Based Food เพิ่มขึ้นเป็น 15% ในปี 2021 และ 30% ในปี 2024 จากปัจจุบันที่ราว 8% - 9% ของรายได้รวม เรายังคงประมาณการกำไรปกติปี 2020 - 2021 เติบโตสูง 72.1% Y-Y และ 28.8% Y-Y ตามลำดับ โดยคาดการณ์อัตราการเติบโตของกำไร 3 ปีข้างหน้าอยู่ที่ 29% CAGR นอกจากนี้เรายังมองศักยภาพของ Upside ถัดไปของบริษัท แม้ปัจจุบันบริษัทยังไม่ได้ประกาศว่ามีแผนพิจารณาหรือไม่ แต่เรามอง NRF เป็นผู้นำด้านนวัตกรรมของอาหาร กอปรกับความสามารถทั้งด้าน R&D การมีพันธมิตรระดับโลก การมีโรงงานผลิตของตนเอง และมีตลาดรองรับทั้งในประเทศและต่างประเทศ จึงมีความเป็นไปได้ที่บริษัทอาจสนใจในผลิตภัณฑ์ที่มีส่วนประกอบของกัญชง และจะเป็น Upside ต่อประมาณการในอนาคตของบริษัท ปัจจุบันเรายังให้ราคาเป้าหมายที่ 9 บาท (อิง PE เดิม 35 เท่า) ยังมี Upside ราว 10% คงคำแนะนำซื้อ

คาดการณ์ 4Q20 มีลุ้นทำ New High ต่อเนื่อง

ระยะสั้น คาดกำไรสุทธิ 4Q20 อยู่ที่ 60 ล้านบาท (+25% Q-Q, +650% Y-Y) หากไม่รวมค่าตัดจำหน่ายซื้อกิจการ คาดกำไรปกติที่ 74 ล้านบาท (+21.3% Q-Q, +23.3% Y-Y) ถือเป็นกำไร New High จากการรวม City Food เข้ามา 1 เดือน เราคาดกำไรปกติปี 2020 จะเติบโตสูง 55.6% Y-Y เป็น 207 ล้านบาท และคาดโตต่อเนื่องในปี 2021 ภายหลังรับรู้รายได้จาก City Food เต็มปีใน จะช่วยสร้างการเติบโตให้กับ NRF อย่างมีนัยสำคัญ นอกจากช่วยเพิ่มกำลังการผลิตแล้ว ยังมีช่องว่างในการเพิ่มประสิทธิภาพการผลิต และเพิ่มความสามารถทำกำไรให้สูงขึ้นในอนาคตได้ และล่าสุดบริษัทได้เข้าร่วมทุนกับ Boosted เพื่อขยายธุรกิจที่มีกลุ่มสินค้าคล้ายคลึงกับบริษัท แต่มีจุดเด่นอยู่ที่การขายในระบบ E-Commerce บน Amazon โดยอยู่ระหว่างเตรียมเข้าซื้อ Prime Labs ทำธุรกิจอาหารเสริม ซึ่งมีรายได้อันดับ 1 ในหมวดสินค้าเดียวกันตามการจัดอันดับของ Amazon.com และเป็นบริษัทที่มีรายได้และกำไรจะเข้ามาช่วยหนุนได้ทันทีเมื่อดีลแล้วเสร็จ

Plant-Based Food จะเป็น Next Driver และอาจมี Upside จากธุรกิจกัญชง

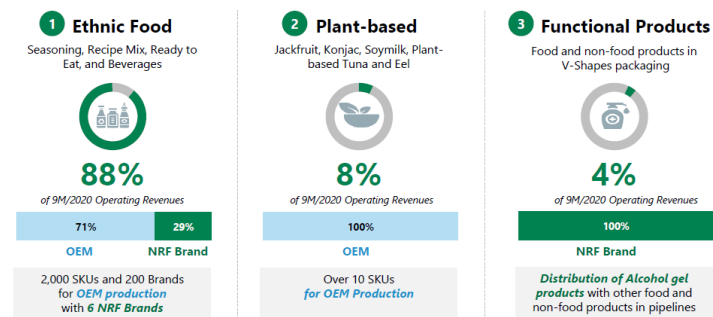
แนวโน้มการเติบโตของรายได้ Plant-Based Food ในปี 2020 ถือว่าทำได้ดีกว่าที่เราเคยประมาณการไว้ และยังมีแนวโน้มที่จะโตต่อเนื่องในอนาคต โดยผู้บริหารตั้งเป้าสัดส่วนรายได้จาก Plant-Based Food เพิ่มขึ้นเป็น 15% ในปี 2021 และ 30% ในปี 2024 จากปี 2020 เราคาดว่าจะอยู่ที่ 8% - 9% ของรายได้รวม โดยมีแผนขยายไปยังสินค้าใหม่ผ่านทั้งบริษัทร่วมทุน และบริษัท Startup ต่างๆที่บริษัทได้ทยอยเข้าไปลงทุนในช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมา และอยู่ระหว่างเข้าลงทุนเพิ่มใน Plant and Bean (มีความสามารถในการผลิตอาหารโปรตีนจากพืช) เป็น 50% จากปัจจุบัน 25% คาดจะแล้วเสร็จภายในกลางปี 2021 และคาดส่วนแบ่งจาก P&B จะพลิกเป็นกำไรตั้งแต่ 3Q21 เป็นต้นไป นอกจากนี้เรายังมองเห็นศักยภาพของผู้บริหารและตัวบริษัทในการขยายเข้าสู่ธุรกิจกัญชงทั้งในส่วนของการกลางและปลายน้ำ แม้ปัจจุบันบริษัทยังไม่ได้ประกาศว่ามีแผนพิจารณาหรือไม่ แต่เรามอง NRF เป็นผู้นำด้านนวัตกรรมของอาหาร กอปรกับความสามารถทั้งด้าน R&D การมีพันธมิตรระดับโลก รวมถึงมีโรงงานผลิตของตนเอง และมีตลาดรองรับทั้งในประเทศและต่างประเทศ จึงมีความเป็นไปได้ที่บริษัทอาจสนใจในผลิตภัณฑ์ที่มีส่วนประกอบของกัญชง และจะเป็น Upside ต่อประมาณการในอนาคตของบริษัท

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 สะท้อนถึงแนวโน้มการเติบโตของกำไรที่คาดหวังต่อเนื่องในช่วง 3 ปีข้างหน้าราว 29% CAGR และยังมี Upside จากทั้งกลุ่มสินค้า Plant-based Food และ E-Commerce ที่เริ่มมีการลงทุนให้เห็นอย่างชัดเจน แม้ระยะสั้นธุรกิจนวัตกรรมเหล่านี้จะยังไม่ส่งผลกำไรต่อภาพรวมได้อย่างมีนัยสำคัญ 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 โดยมีการณรงค์ให้มีการคัดแยกขยะเพื่อนำไป Recycle รวมถึงมีการนำกล่องนมและกล่องเครื่องดื่ม นำไป Recycle กลับมาใช้สร้างเป็นลังกระดาษใหม่ และยังช่วยลดการปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ได้ด้วย

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 ให้ความสำคัญร่วมมือในกิจกรรมต่างๆกับชุมชนโดยรอบในพื้นที่ที่บริษัทเข้าไปดำเนินธุรกิจอยู่ และมีโครงการสำคัญเช่น การทำฟาร์มเพื่อให้เกษตรกรมีชีวิตที่ยั่งยืน (Green Farmer Green Army), พัฒนาระบบการผลิต (ติดตั้ง Solar Rooftop, ใช้หลอดไฟ LED, ลดการใช้พลาสติก), โครงการ Carbon Footprint เป็นต้น

Governance

- บริษัทกำหนดแนวทางการดำเนินธุรกิจตามที่จัดทำโดยตลท. กลด. รวมถึงหลักเกณฑ์ ASEAN CG Scorecard โดยมีหลักปฏิบัติ 8 ข้อ ได้แก่ ตระหนักถึงบทบาทและความรับผิดชอบต่อคณะกรรมการ, กำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมายของกิจการตามหลักความยั่งยืน, เสริมสร้างคณะกรรมการที่มีประสิทธิภาพ, สรรหาและพัฒนาผู้บริหารระดับสูง, ส่งเสริมนวัตกรรมและประกอบธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบต่อ, ดูแลให้มีระบบบริหารความเสี่ยงภายในที่เหมาะสม, รักษาความน่าเชื่อถือทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูล และสนับสนุนการมีส่วนร่วมและการสื่อสารกับผู้ถือหุ้น
- บริษัทมีนโยบายไม่ให้อำนาจผู้บริหาร และผู้รับทราบข้อมูลระดับบริหารในรายงานบัญชีการเงิน ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทเป็นเวลอย่างน้อย 30 วัน ก่อนการเปิดเผยข้อมูลสู่สาธารณะชนและ 24 ชั่วโมง ภายหลังจากเปิดเผยข้อมูลแล้ว

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของเทรนด์การบริโภค Plant-Based Food

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

ความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน

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

ความเสี่ยงจากการแข่งขันในตลาดรับจ้างผลิต

ปัจจัยที่กระทบต่อความสามารถในการแข่งขันของบริษัทคือ ราคาขาย และราคาต้นทุนวัตถุดิบที่ผันผวนตามราคาตลาด โดยลูกค้าสามารถเปลี่ยนผู้รับจ้างผลิตรายอื่นแทนบริษัทได้ หากลูกค้าได้รับการเสนอราคาที่พอใจกว่า

ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาวัตถุดิบ

วัตถุดิบหลักของบริษัทส่วนใหญ่เป็นผลผลิตทางการเกษตร เช่น พืช ปศุสัตว์ และประมง ซึ่งมีราคาเปลี่ยนแปลงขึ้นอยู่กับการ Demand Supply ของผลผลิตชนิดนั้นๆ ซึ่งเป็นปัจจัยภายนอกที่บริษัทไม่สามารถควบคุมได้ ทั้งนี้หากราคาวัตถุดิบเปลี่ยนแปลง และบริษัทไม่สามารถปรับขึ้นราคาขายเพื่อสะท้อนต้นทุนสินค้าได้ทันเวลาที่ 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	87.6	214.5	74.5	37.1	27.6
Norm P/E	52.4	65.8	53.7	31.2	24.2
P/BV	8.4	9.9	4.3	4.0	3.8
EV/EBITDA	36.0	50.7	31.8	22.2	18.6
Dividend yield (%)	0.6	0.0	0.7	1.3	1.8

Source: Company data, FSS research

RBF (RBF TB)

T-BUY

บมจ. อาร์ แอนด์ บี ฟู้ด ซัพพลาย

Previous	BUY
2021 Target Price (Bt)	12.00
Price (04/02/2021)	12.10
up/downside (%)	-0.8%
SET Index	1,482.98
Sector	Food & Beverage
Foreign limit/actual (%)	49.00/3.77
Free float (%)	27.56
Market cap (Bt m)	24,200.00
Avg daily T/O (Bt m) (2021 YTD)	293.99
hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD)	12.60, 8.35, 10.23
IOD 2020	3
THAI CAC	N/A

Consolidated earnings				
BT (mn)	2019	2020E	2021E	2022E
Revenue	2,865	3,152	3,578	3,975
Normalized profit	383	541	657	748
Net profit	353	528	657	748
EPS (Bt) - norm	0.19	0.27	0.33	0.37
EPS (Bt)- reported	0.22	0.26	0.33	0.37
% growth y-y	-15.4	20.1	24.4	13.9
Dividend/share (Bt)	0.15	0.21	0.26	0.30
BV/share (Bt)	1.94	1.99	2.05	2.13
EV/EBITDA (x)	36.2	25.6	21.1	18.5
PER (x) - norm	63.3	44.7	36.8	32.3
PER (x)	55.0	45.8	36.8	32.3
PBV (x)	6.3	6.1	5.9	5.7
Dividend yield (%)	1.2	1.7	2.2	2.5
ROE (%)	9.9	13.6	16.0	17.6
YE No. of shares (million)	2,000	2,000	2,000	2,000
Par (Bt)	1.0	1.0	1.0	1.0

Source: Company data, FSS estimates

คาดเป็นรายแรกที่จะเข้าสู่ธุรกิจกัญชา

RBF มีศักยภาพและความพร้อมตั้งแต่ต้นน้ำ (คาดอยู่ระหว่างขออนุญาตปลูกกัญชา) และกลางน้ำ เพราะมีโรงสกัดเป็นของตนเองอยู่แล้ว ตั้งอยู่ที่ จ.อยุธยา ถัดมาถ้ากฎหมายอนุญาตให้ใช้ส่วนประกอบจากกัญชาในอาหารและเครื่องดื่ม เรามองเป็นบวกต่อบริษัทมากขึ้นไปอีก แม้เราไม่คิดว่าบริษัทจะเข้ามาทำผลิตภัณฑ์ปลายน้ำในช่วงแรก เพราะจะเป็นการแข่งขันหรือแย่งตลาดของลูกค้าของบริษัท แต่เรามองว่าบริษัทจะทำในสิ่งที่ตนเองเชี่ยวชาญ คือการเป็นผู้ Supply วัตถุดิบจากกัญชา และร่วมพัฒนาสินค้าให้กับลูกค้าหลักซึ่งประกอบด้วยผู้ประกอบการเครื่องสำอาง อาหาร และเครื่องดื่ม เท่ากับว่า RBF จะได้ประโยชน์ตั้งแต่ต้นน้ำถึงปลายน้ำ ถือเป็น Upside ต่อประมาณการของเราในระยะถัดไป ปัจจุบันภายใต้ธุรกิจเดิมของบริษัทยังค่อนข้างสดใสต่อเนื่องได้รับผลกระทบจาก COVID-19 รอบใหม่ค่อนข้างจำกัด เรายังคงประมาณการกำไรปกติปี 2020 – 2021 ตามเดิมเป็นการเติบโต 41.4% Y-Y และ 21.5% Y-Y ตามลำดับ และคงราคาเป้าหมายที่ 12 บาท (อิง PE เดิม 35 เท่า) ราคาหุ้นปรับขึ้นค่อนข้างเร็ว จากแรงเก็งกำไรเรื่องกัญชา เราจึงปรับคำแนะนำเป็น เก็งกำไรจากเดิม ชั่ว

กำลังขยายเข้าสู่ธุรกิจกัญชา ถือเป็น Upside ต่อประมาณการ

ส่วนประเด็นล่าสุดที่ภาครัฐผ่านกฎหมายอนุญาตให้ใช้กัญชา-กัญชาในเครื่องสำอาง โดยผู้ประกอบการสามารถใช้สารสกัดที่มีสาร THC ไม่เกิน 0.2% ได้เท่านั้น เราเชื่อว่า RBF มีศักยภาพที่ทำได้ตั้งแต่ต้นน้ำ (อยู่ระหว่างขออนุญาตปลูกกัญชา) และกลางน้ำ (ปัจจุบันมีโรงสกัดของตนเองอยู่ที่อยุธยา) นอกจากนี้หากมีการมีการอนุญาตให้ใช้ส่วนประกอบจากกัญชา (ช่วงแรกจะอนุญาตเฉพาะเมล็ด) ในอาหารและเครื่องดื่มได้ เราเชื่อว่า RBF จะได้ประโยชน์ถัดไป เพราะที่ผ่านมาบริษัทได้มีการทำ R&D ก้าวนำเทรนด์ต่างๆอยู่ตลอด เช่น พัฒนาสารให้ความหวานแทนน้ำตาล, พัฒนาสารที่ให้ความเค็มแทนการใช้โซเดียม หรือการพัฒนา Plant-Based Food รายแรกของไทย แต่ในช่วงแรกเราไม่คิดว่าบริษัทจะผลิตสินค้าปลายน้ำ เพราะจะเป็นการแข่งขันหรือแย่งตลาดของลูกค้า แต่น่าจะเป็นลักษณะการจัดส่งวัตถุดิบจากกัญชาและพัฒนาสินค้าร่วมกับลูกค้า ซึ่งเป็นที่บริษัทมีความเชี่ยวชาญ คาดได้เห็นความชัดเจนภายใน 2H21 ถือเป็น Upside ต่อประมาณการ

คงประมาณการกำไรปีนี้ได้ดีตามเดิม

เรายังคงประมาณการกำไรปกติปี 2021 ไว้ตามเดิมที่ 657 ล้านบาท (+21.5% Y-Y) จากคาดการณ์ได้ยังโต +13.5% Y-Y มาจากธุรกิจอาหารเป็นหลัก ส่วนธุรกิจโรงแรม คาดฟื้นตัวอย่างช้าๆ สำหรับโรงงานที่อินโดนีเซียอยู่ระหว่างทยอยเพิ่มกำลังการผลิต กะ 2 ส่วนโรงงานที่เวียดนามเพิ่มเริ่ม Commercial Run ในเดือน ธ.ค. ปัจจุบันอยู่ระหว่าง Ramp Up กะ 1 คาดค่าเสื่อมจะเข้ามาเพียง 5-6 ล้านบาท/ปี รวมทั้ง 2 โรงงาน ไม่กระทบต่ออัตรากำไรอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่เรามองเป็นบวก เพราะช่วยเรื่องค่าขนส่งที่ลดลง รวมถึงลดปัญหาขาดแคลนตู้คอนเทนเนอร์ได้พอดี ยังคงราคาเป้าหมาย 12 บาท (อิง PE เดิม 35 เท่า)

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

 Finasia Syrus Securities

 Finasia

 @fnsyrus

Company Overview

RBF ประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายวัตถุดิบที่ใช้เป็นส่วนผสมในอาหาร โดยแบ่งเป็น 6 กลุ่มผลิตภัณฑ์ ดังนี้

1. กลุ่มวัตถุดิบแต่งกลิ่นและสีผสมอาหาร
2. กลุ่มแป้งและซอส
3. กลุ่มผลิตภัณฑ์อบแห้ง
4. กลุ่มผลิตภัณฑ์อาหารแช่แข็ง
5. กลุ่มบรรจุภัณฑ์พลาสติก
6. กลุ่มผลิตภัณฑ์ซื้อมาขายไป สินค้าประเภท Food Additives

นอกจากนี้ยังมีธุรกิจโรงแรม 2 แห่งคือ โรงแรม Ibis เชียงใหม่ และโรงแรม Novotel ชุมพร โดยมีสัดส่วนรายได้จากธุรกิจโรงแรมเพียง 3% ของรายได้รวม ในขณะที่รายได้หลัก 97% มาจากธุรกิจอาหาร ซึ่งส่วนใหญ่เป็นการขายในประเทศ กลุ่มลูกค้าหลักคือ ผู้ผลิตอาหารและเครื่องดื่ม และมีรายได้จากการส่งออกราว 14% - 15% ของรายได้ธุรกิจอาหาร ปัจจุบันบริษัทมีโรงงานผลิตรวม 10 แห่งตั้งอยู่ที่ กทม. 1 แห่ง, อุดรธานี 6 แห่ง, เชียงใหม่ 1 แห่ง, เวียดนาม 1 แห่ง และอินโดนีเซีย 1 แห่ง

โครงสร้างรายได้แยกตามประเภทผลิตภัณฑ์	ปี 2560		ปี 2561		ปี 2562	
	ล้านบาท	%	ล้านบาท	%	ล้านบาท	%
รายได้จากการขาย	2,807.69	96.17%	2,632.52	95.74%	2,776.38	96.34%
1) วัตถุดิบแต่งกลิ่นและสีผสมอาหาร	1,061.19	36.35%	995.54	36.21%	1,038.82	36.05%
2) กลุ่มแป้งและซอส	902.56	30.92%	948.69	34.50%	1,025.71	35.59%
3) กลุ่มผลิตภัณฑ์อบแห้ง	155.91	5.34%	156.69	5.70%	172.31	5.98%
4) ผลิตภัณฑ์อาหารแช่แข็ง	121.26	4.15%	101.13	3.68%	98.81	3.43%
5) กลุ่มบรรจุภัณฑ์พลาสติก ¹	63.40	2.17%	44.48	1.61%	41.16	1.43%
6) กลุ่มผลิตภัณฑ์ซื้อมาเพื่อจำหน่าย ²	503.37	17.24%	385.99	14.04%	399.57	13.86%
รายได้จากการประกอบธุรกิจโรงแรม	107.75	3.69%	105.73	3.85%	88.28	3.06%
รายได้จากการดำเนินงาน รวม	2,915.44	99.86%	2,738.25	99.59%	2,864.66	99.40%
รายได้อื่น ³	4.01	0.14%	11.34	0.41%	17.18	0.60%
รายได้รวม	2,919.45	100.00%	2,749.59	100.00%	2,881.84	100.00%

Valuation Methodology

เราประเมินมูลค่าที่เหมาะสมของ RBF โดยอิง PE 35 เท่า ไกล่เคียงค่าเฉลี่ยของผู้ประกอบการในธุรกิจที่คล้ายคลึงกันในประเทศ ได้แก่ Kerry Group (KYGA LN), International Flavors & Fragrance (IFF US) และ McCormick (MKC US) เป็นต้น และยังเป็นระดับ PE ที่ใกล้เคียงกับ PE เฉลี่ยของกลุ่มลูกค้าหลักเครื่องดื่มของ RBF ด้วย จึงเห็นว่าเป็นระดับ PE ที่เหมาะสม

ESG

Environment

- RBF ให้ความสำคัญกับการดูแลรักษาสิ่งแวดล้อมอย่างดี ในส่วนโรงงานผลิตมีการกำจัดสิ่งปฏิกูลและวัสดุที่ไม่ใช้แล้ว โดยการรวบรวมและจ้างบุคคลภายนอกที่เป็นผู้รับเหมาที่ได้รับอนุญาตในการทิ้งขยะ และได้รับการรับรองระบบมาตรฐานการจัดการสิ่งแวดล้อมในการกำจัดเท่านั้น ในส่วนน้ำเสีย จะจัดการโดยผ่านตะแกรงดักเศษขยะ และให้ไหลมารวมกันในบ่อบำบัดน้ำเสีย และผ่านกระบวนการบำบัดน้ำเสีย
- ตลอดระยะเวลาที่ผ่านมา บริษัทไม่เคยมีข้อพิพาทหรือถูกฟ้องร้องดำเนินคดีเกี่ยวกับสิ่งแวดล้อมในการดำเนินธุรกิจ และไม่เคยได้รับการเตือนหรือถูกปรับในเรื่องดังกล่าว เพราะได้ปฏิบัติตามกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับสิ่งแวดล้อมอย่างเคร่งครัดมาโดยตลอด

Social

- บริษัทได้สร้างความสัมพันธ์อันดีระหว่างบริษัทและชุมชน เช่น การมอบทุนวิจัยในโครงการสกัดสารสำคัญจากพืชสมุนไพรให้กับมหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ และกิจกรรมมอบถุงพลาสติกให้ทางเทศบาลเพื่อรณรงค์ห้ามเผาป่า เป็นต้น
- บริษัทให้ความสำคัญกับการพัฒนาบุคลากร โดยมีการฝึกอบรมพนักงาน การสัมมนาประชุมทางวิชาการ การศึกษาดูงาน เพื่อเพิ่มพูนความรู้ความเข้าใจ และทักษะในการทำงาน เพื่อสร้างบุคลากรที่มีประสิทธิภาพให้แก่องค์และสังคม

Governance

- บริษัทกำหนดแนวทางการดำเนินธุรกิจตามที่จัดทำโดยตลท.ที่กำหนดหลักการ 8 ข้อ 1. การประกอบกิจการด้วยความเป็นธรรม 2. การต่อต้านการทุจริตคอร์รัปชัน 3. การเคารพสิทธิมนุษยชน 4. การปฏิบัติตามแรงงานอย่างเป็นธรรม 5. ความรับผิดชอบต่อผู้บริโภค 6. การดูแลรักษาสิ่งแวดล้อม 7. การร่วมพัฒนาชุมชนหรือสังคม และ 8. การมีนวัตกรรมและเผยแพร่นวัตกรรม
- บริษัทมีนโยบายไม่ให้พนักงาน ผู้บริหาร และผู้รับทราบข้อมูลภายใน ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัท ตั้งแต่วันที่ทราบข้อมูลจนถึงวันที่ข้อมูลได้เปิดเผยสู่สาธารณชนแล้ว และห้ามนำข้อมูลภายในที่ไม่ควรเปิดเผยไปเผยแพร่เพื่อเป็นการสร้างราคาให้กับหลักทรัพย์ในช่วง 1 เดือนก่อนที่งบการเงินจะเผยแพร่สู่สาธารณชน และ 1 วันหลังจากที่งบการเงินออกเผยแพร่

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงบุคลากรฝ่าย R&D และการรักษาความลับของสูตรการผลิต

เนื่องจากผลิตภัณฑ์ของบริษัทส่วนใหญ่เกี่ยวข้องกับอาหาร และส่วนผสมอาหารที่ใช้ในอุตสาหกรรมอาหาร เครื่องดื่ม ยา และอาหารสัตว์ เป็นต้น ซึ่งลูกค้ามีการนำไปใช้ทั้งเป็นวัตถุดิบตั้งต้น, ส่วนผสมในการผลิต หรือนำไปแปรรูปและผลิตสินค้า บริษัทจึงมีการทำ R&D เพื่อสร้างความแตกต่าง ยากที่จะหาวัตถุดิบมาทดแทน ทำให้บริษัทมีความเสี่ยงจากการพึ่งพิงทีม R&D ที่ทำหน้าที่พัฒนา คิดค้นสูตร และหากมีการรั่วไหลของสูตรการผลิต อาจส่งผลกระทบต่อผลกำไรของบริษัทได้

ความเสี่ยงจากการจัดหาวัตถุดิบให้ตรงกับปริมาณและคุณภาพที่ต้องการ

วัตถุดิบที่ใช้ในการผลิตของบริษัทแบ่งออกเป็น วัตถุดิบที่ไม่ใช่สารเคมี เช่น แป้งสาลี พืช ผัก ผลไม้ น้ำตาล เกลือ และวัตถุดิบที่เป็นสารเคมี เช่น สีสผสมอาหาร วัตถุแต่งกลิ่น ซึ่งวัตถุดิบที่ไม่ใช่สารเคมี ถือเป็นสินค้าเกษตร ที่อาจมีปริมาณและคุณภาพเปลี่ยนแปลงตามปัจจัยที่อยู่นอกเหนือการควบคุม ในขณะที่วัตถุดิบที่เป็นสารเคมีนั้น ต้องเป็นสารเคมีชนิดที่กฎหมายและกระทรวงสาธารณสุขอนุญาตให้ใช้ในโรงงานผลิตภัณฑ์อาหาร และต้องการตรวจสอบคุณภาพตามข้อกำหนด จึงมีความเสี่ยงที่วัตถุดิบอาจมีปริมาณหรือคุณภาพไม่ตรงตามที่ต้องการ และกระทบต่อกระบวนการผลิตของบริษัทได้

ความเสี่ยงจากมาตรการและอุปสรรคทางการค้าจากประเทศผู้นำเข้า

บริษัทขายสินค้าให้กับลูกค้าทั้งในและต่างประเทศ โดยกลุ่มลูกค้าในต่างประเทศ เช่น สหรัฐ และยุโรป ถือเป็นกลุ่มที่มีมาตรฐานสูงทั้งด้านสาธารณสุข คุณภาพความปลอดภัย กฎหมาย และสิ่งแวดล้อม บริษัทจึงอาจได้รับความเสี่ยงจากการถูกกีดกันทางการค้า รวมถึงมาตรการและอุปสรรคทางการค้าที่ไม่ใช่ภาษี

ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน

เนื่องจากบริษัทมีรายได้เป็นการขายส่งออกราว 14% - 15% ของรายได้จากธุรกิจอาหาร ทำให้มีรายได้เป็นสกุลเงิน USD, EUR และ GBP จึงมีความเสี่ยงหากค่าเงินบาทแข็งค่าเมื่อเทียบกับสกุลอื่น และอาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทได้

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Revenue	2,738	2,865	3,152	3,578	3,975
Cost of sales	1,744	1,774	1,860	2,057	2,266
Gross profit	994	1,091	1,292	1,520	1,709
SG&A	577	639	616	716	795
Operating profit	417	452	676	805	914
Other income	11	17	9	29	32
EBIT	428	469	685	834	946
EBITDA	615	650	916	1,115	1,267
Interest charge	21	26	15	17	16
Tax on income	86	89	131	159	181
Earnings after tax	321	354	540	657	748
Minority interest	3	-1	1	0	0
Normalized earnings	334	383	541	657	748
Extraordinary items	-10	-30	-13	0	0
Net profit	324	353	528	657	748

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Net profit	324	353	528	657	748
Deprec. & amortization	187	181	231	281	321
Change in working capital	-225	-66	23	-131	-127
Other adjustments	-3	1	13	0	0
Cash flow from operations	283	468	796	807	942
Capital expenditure	-378	-87	-250	-250	-200
Others	-11	-65	-14	-7	-6
Cash flow from investing	-389	-152	-264	-257	-206
Free cash flow	-106	316	531	550	736
Net borrowings	665	-797	-75	0	0
Equity capital raised	842	1,675	0	0	0
Dividends paid	-1,442	-246	-423	-526	-599
Others	28	17	-87	4	4
Cash flow from financing	94	649	-585	-521	-595
Net change in cash	-12	966	-53	29	141

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Cash	263	1,241	1,187	1,216	1,357
Accounts receivable	636	727	734	833	926
Inventory	746	683	713	789	869
Other current assets	3	9	6	7	8
Total current assets	1,648	2,659	2,641	2,845	3,160
Investments	9	70	70	70	70
Plant, property & equipment	1,722	1,623	1,642	1,611	1,490
Other assets	69	60	62	69	75
Total assets	3,448	4,412	4,415	4,595	4,795
Short-term loans	225	0	0	0	0
Accounts payable	338	312	357	395	434
Current maturities	63	26	0	0	0
Other current liabilities	44	37	50	57	64
Total current liabilities	670	375	407	452	498
Long-term debt	647	75	0	0	0
Other non-current liab.	38	92	32	36	40
Total non-current liab.	686	167	32	36	40
Total liabilities	1,356	542	439	488	538
Registered capital	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
Paid up capital	1,480	2,000	2,000	2,000	2,000
Share premium	94	1,249	1,249	1,249	1,249
Legal reserve	77	110	110	110	110
Retained earnings	442	511	617	748	898
Minority Interests	-1	0	0	0	0
Shareholders' equity	2,092	3,870	3,976	4,107	4,257

Important Ratios (Consolidated)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Growth (%)					
Revenue	-6.1	4.6	10.0	13.5	11.1
EBITDA	-12.5	5.6	41.0	21.7	13.7
Net profit	-19.1	9.0	49.8	24.4	13.9
Normalized earnings	-16.6	14.6	41.4	21.5	13.9
Profitability (%)					
Gross profit margin	36.3	38.1	41.0	42.5	43.0
EBITDA margin	22.5	22.7	29.1	31.2	31.9
EBIT margin	15.6	16.4	21.7	23.3	23.8
Normalized profit margin	12.2	13.4	17.2	18.4	18.8
Net profit margin	11.8	12.3	16.8	18.4	18.8
Normalized ROA	9.7	8.7	12.3	14.3	15.6
Normalize ROE	15.9	9.9	13.6	16.0	17.6
Normalized ROCE	15.4	11.6	17.1	20.1	22.0
Risk (x)					
D/E	0.6	0.1	0.1	0.1	0.1
Net D/E	0.5	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
Net debt/EBITDA	1.8	-1.1	-0.8	-0.7	-0.6
Per share data (Bt)					
Reported EPS	0.26	0.22	0.26	0.33	0.37
Normalized EPS	0.23	0.19	0.27	0.33	0.37
EBITDA	0.42	0.32	0.46	0.56	0.63
Book value	1.05	1.94	1.99	2.05	2.13
Dividend	0.17	0.15	0.21	0.26	0.30
Par	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Valuations (x)					
P/E	46.5	55.0	45.8	36.8	32.3
Norm P/E	53.7	63.3	44.7	36.8	32.3
P/BV	11.6	6.3	6.1	5.9	5.7
EV/EBITDA	30.9	36.2	25.6	21.1	18.5
Dividend yield (%)	1.4	1.2	1.7	2.2	2.5

Source: Company data, FSS research

SAPPE (SAPPE TB)

BUY

บมจ. เชีปเป

Previous	BUY
2021 Target Price (Bt)	27.00
Price (04/02/2021)	21.60
up/downside (%)	+25
SET Index	1,482.98
Sector	Food & Beverage
Foreign limit/actual (%)	49.00/11.16
Free float (%)	24.79
Market cap (Bt m)	6,574.57
Avg daily T/O (Bt m) (2021 YTD)	59.02
hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD)	22.20, 19.10, 21.15
IOD 2020	4
THAI CAC	Declared

Consolidated earnings				
BT (mn)	2019	2020E	2021E	2022E
Revenue	3,299	3,277	3,556	3,840
Normalized profit	390	402	459	511
Net profit	403	399	459	511
EPS (Bt) - norm	1.28	1.32	1.51	1.68
EPS (Bt)- reported	1.32	1.31	1.51	1.68
% growth y-y	14.7	-1.1	15.2	11.3
Dividend/share (Bt)	0.83	0.85	0.96	1.06
BV/share (Bt)	8.69	9.07	9.62	10.21
EV/EBITDA (x)	10.1	9.5	8.7	7.9
PER (x) - norm	16.9	16.4	14.3	12.9
PER (x)	16.3	16.5	14.3	12.9
PBV (x)	2.5	2.4	2.2	2.1
Dividend yield (%)	3.8	3.9	4.4	5.1
ROE (%)	14.7	14.6	15.7	16.4
YE No. of shares (million)	305	305	305	305
Par (Bt)	1.00	1.00	1.00	1.00

Source: Company data, FSS estimates

กัญชงจะเป็นเทรนด์ใหม่ต่อจากน้ำวิตามิน

ระยะสั้นแนวโน้มกำไร 4Q20 จะโตดี Y-Y จากฐานต่ำปีก่อน และคาดลดลง Q-Q ตามฤดูกาล ค่าเงินบาทแข็งค่า และถูกกระทบจากเรือขนส่งขาดแคลนชั่วคราว ทั้งนี้ยังมองผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วใน 2Q20 แม้หลายประเทศยังมีการระบาดของ COVID-19 แต่รายได้โดยรวมเริ่มทยอยกลับมาฟื้นตัว โดยเฉพาะ Beauti Drink ยังโตได้ต่อตามกระแสรักสุขภาพ และจะรับรู้อัตราภาษีสรรพสามิตที่ลดลงได้เต็มปีช่วยหนุนกำไรขึ้นต้น และยังมี Upside จากการศึกษาผลิตภัณฑ์เครื่องดื่มที่ทำจากกัญชง เรามองว่าจะเป็นเทรนด์ถัดไปต่อจาก Vitamin Water ทั้งนี้บริษัทถือว่ามีความศักยภาพเข้าสู่ธุรกิจกัญชงปลายน้ำทั้งในส่วนของ R&D สร้างสรรค์สินค้าที่มีนวัตกรรมอยู่เสมอ และสามารถผลิตเป็นสินค้าภายใต้แบรนด์ของตนเองนำเสนอให้กับลูกค้าทั้งช่องทาง MT และ TT รวมถึงตลาดส่งออก ถือว่ายังมี Opportunity ให้กับบริษัทเติบโตได้อีกมาก เรายังคงประมาณการกำไรปกติปี 2021 กลับมาเติบโต 14.2% Y-Y (ไม่รวมกัญชง) และคงราคาเป้าหมายที่ 27 บาท (อิง PE เดิม 18 เท่า) ยังแนะนำซื้อ

ระยะสั้นคาดการณ์กำไร 4Q20 จะอ่อนตัวลงตามฤดูกาล

คาดการณ์กำไรปกติ 4Q20 อยู่ที่ 96 ล้านบาท (-26.7% Q-Q, +113.3% Y-Y) กำไรที่คาดว่าจะโตสูง Y-Y มาจากฐานต่ำปีก่อนที่ยังถูกเก็บภาษีสรรพสามิต 10% แต่ปัจจุบันลดลงเป็น 3% ส่วนที่คาดการณ์กำไรจะลดลง Q-Q เพราะ 1) ปัจจัยฤดูกาล ปกติ 4Q เป็น Low Season ของส่งออกอยู่แล้ว 2) ค่าเงินบาทแข็งค่า จึงคาดการณ์กำไรลดลง -14.6% Q-Q ทั้งนี้หากเทียบ Y-Y พบว่ารายได้ในประเทศยังโตได้เล็กน้อย จากสินค้าเดิม Beauti Drink และมีการออกสินค้าใหม่ (BLUE C+B Vitamin Water, Vitamin Jelly) ส่วนรายได้ส่งออกยังชะลอตัว โดยเฉพาะฝั่งเอเชียที่ถูกกระทบจาก COVID-19 และปัญหาการขาดแคลนเรือขนส่งชั่วคราว 3) คาดอัตรากำไรขึ้นต้นอ่อนตัวลงมาอยู่ที่ 37% ตามอัตราการใช้จ่ายการผลิตที่ลดลงมาอยู่ที่ 65% จาก 75% ใน 3Q20 ทั้งนี้ปัญหาขาดแคลนเรือขนส่งอาจกระทบรายได้บ้าง เพราะลูกค้าไม่สามารถหาเรือได้ทันแต่ในแง่ค่าใช้จ่ายกระทบจำกัด เพราะขายเป็น FOB ลูกค้ารับผิดชอบค่าขนส่ง สำหรับปี 2020 เราคาดการณ์กำไรปกติลดลงเล็กน้อย 3.6% เป็น 402 ล้านบาท (+3% Y-Y)

คาดการณ์กำไรปี 2021 จะกลับมาเติบโตมากขึ้น และกัญชงจะเป็นเทรนด์ถัดไป

คาดการณ์กำไรจะกลับมาฟื้นตัวใน 1Q21 ตามปัจจัยฤดูกาล แม้ยังมี COVID-19 ระบาดอยู่ในหลายประเทศ แต่คาดการณ์รายได้ในประเทศยังโตได้ต่อ นอกจาก Beauti Drink ที่ยังได้รับการตอบรับที่ดี เพราะ Demand เครื่องดื่มเพื่อสุขภาพยังดี ยังมีแผนออกสินค้าใหม่ต่อเนื่องในช่วง 1H21 และน่าจะเห็นมากขึ้นใน 2H21 ทั้งนี้บริษัทยังคงเป้าหมายรายได้ปีนี้โต 10% Y-Y ในขณะที่เรา Conservative มากกว่าอิงสมมติฐานที่ +7.7% Y-Y และอิงค่าเงินบาทที่ 30.5 บาท/USD และคาดการณ์กำไรขึ้นต้นจะปรับขึ้น 20 bps จากรับรู้ภาษีสรรพสามิตลดลงได้เต็มปี จึงยังคาดการณ์กำไรปกติปี 2021 ไว้ที่ 459 ล้านบาท (+14.2% Y-Y) อย่างไรก็ตามยังมี Upside จากการอยู่ระหว่างศึกษาผลิตภัณฑ์จากกัญชง เรามองว่าบริษัทมีความศักยภาพทั้งในส่วนของ R&D สร้างสรรค์สินค้าที่มีนวัตกรรมอยู่เสมอ และสามารถผลิตเป็นสินค้าภายใต้แบรนด์ของตนเองนำเสนอให้กับลูกค้าทั้งช่องทาง MT และ TT รวมถึงตลาดส่งออก ถือว่ายังมี Opportunity ให้กับบริษัทเติบโตได้อีกมาก เรายังคงราคาเป้าหมายปี 2021 ที่ 27 บาท (อิง PE เดิม 18 เท่า)

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

 Finasia Syrus Securities

 Finasia

 @fnsyrus

Company Overview

SAPPE ดำเนินธุรกิจผลิตและจำหน่ายอาหารและเครื่องดื่มเพื่อสุขภาพ โดยมุ่งเน้นพัฒนาสินค้าใหม่ๆ และบรรจุภัณฑ์ที่ทันสมัยมีความโดดเด่น ออกสู่ตลาด รวมถึงเน้นสินค้าคุณภาพ โดยเครื่องดื่มแรกที่บริษัทผลิตคือ แบรินด์ Mogu Mogu เป็นเครื่องดื่มน้ำผลไม้ผสมวันมะพร้าวในปี 2001 หลังจากนั้นได้แตกไลน์ไปสู่เครื่องดื่มเพื่อสุขภาพ และกลายมาเป็นรายได้หลักในปัจจุบัน ได้แก่ Beauti Drink, Aloe Vera, ฟอว์ วัน เดย์ และกาแฟลดน้ำหนัก เพรียว คอฟฟี่ ในปี 2016 บริษัทได้ลงทุนใน All Coco ธุรกิจน้ำมะพร้าวและผลิตภัณฑ์ที่ทำจากมะพร้าว ถัดมาในปี 2018 บริษัทได้ขยายธุรกิจเข้าสู่ ขนมอบกรอบเพื่อสุขภาพ Healthier Snack เพื่อให้ครอบคลุมทุกผลิตภัณฑ์ของอาหารและเครื่องดื่ม และล่าสุดในปี 2019 ได้ร่วมลงทุนกับ Danone จัดตั้งบริษัท Danone Sappe Beverage และมีการออกเครื่องดื่มตัวแรกคือ แบรินด์ B'BLUE

บริษัทมีสัดส่วนรายได้เครื่องดื่มประเภทน้ำผลไม้ 51% ของรายได้รวม รองมาคือ Functional Drink 23.8%, เครื่องดื่มประเภทผง 6.3%, ขนมอบกรอบเพื่อสุขภาพ 7% และ All Coco 11.3% โดยมีการขายสินค้าไปกว่า 90 ประเทศทั่วโลก บริษัทมีสัดส่วนรายได้ขายในประเทศ และส่งออกอยู่ที่ 51% : 49% ตามลำดับ สำหรับตลาดส่งออกหลักได้แก่ เอเชีย (เช่น อินโดนีเซีย ฟิลิปปินส์ และเกาหลีใต้) 27.9% รองมาคือ ยุโรปและอเมริกา 12.4% และตะวันออกกลางรวมถึงประเทศอื่นๆอีก 8.8% ของรายได้รวม

ปัจจุบันมีโรงงานผลิต 1 แห่งอยู่ที่ คลอง 13 จ.ปทุมธานี มีสายการผลิตเครื่องดื่มน้ำ 4 สาย กำลังการผลิตสูงสุดรวม 125,830 ตันต่อปี และมีการผลิตเครื่องดื่มผง 2,450 ตันต่อปี และยังมีแผน R&D ตั้งอยู่ในนิคมอุตสาหกรรมบางชัน กทม.

Valuation Methodology

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ SAPPE โดยอิง PE 18 เท่า ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยของบริษัทเองในอดีต ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มเครื่องดื่มที่ 23-25 เท่า (ไม่รวม Energy Drink)

หากเทียบกับบริษัทอื่นในอุตสาหกรรมเดียวกันพบว่า SAPPE มีความสามารถทำกำไรที่ดี มีอัตรากำไรขั้นต้นและอัตรากำไรสุทธิเฉลี่ย 3 ปีอยู่ที่ 37.4% และ 13.2% สูงกว่ากลุ่มที่ 29.2% และ 8% ตามลำดับ ในขณะที่มีสภาพคล่องสูง Current Ratio 3.23 เท่า และแทบไม่มีภาระหนี้ที่มีดอกเบี้ยจ่าย โดยมี D/E Ratio และ IBD/E Ratio เท่ากับ 0.24 และ 0.01 เท่า ตามลำดับ ถือว่ามีฐานะทางการเงินที่แข็งแกร่ง

ESG

Environment

- SAPPE ให้ความสำคัญกับความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม โดยมีการนำระบบการจัดการด้านสิ่งแวดล้อมตามมาตรฐาน ISO14001 มาใช้และให้พนักงานทุกคนถือปฏิบัติตามนโยบาย
- ในปี 2019 บริษัทได้ปรับเปลี่ยนฉลากบรรจุภัณฑ์จากวัสดุ PVC เป็น PET ที่เป็นมิตรกับสิ่งแวดล้อม และนำกลับมารีไซเคิลได้ 100%
- กลุ่มพันธมิตร Danone เข้ามาช่วยพัฒนาคุณภาพของระบบบำบัดน้ำเสีย โดยเข้ามาตรวจสอบ และควบคุมระบบให้มีประสิทธิภาพ

Social

- บริษัทมุ่งเน้นพัฒนาเพิ่มขีดความสามารถของพนักงานอย่างต่อเนื่อง ให้มีความรู้ ความสามารถ เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพการทำงานให้สูงขึ้น ตลอดจนส่งเสริมให้พนักงานทุกคนมีส่วนร่วมในการสร้างสรรค์นวัตกรรมให้กับองค์กร ถือเป็นการสร้างแรงงานที่มีทักษะและความคิดสร้างสรรค์ให้กับองค์กรและสังคม
- บริษัทสนับสนุนผลผลิตทางการเกษตรของไทย อาทิ ไข่วัตถุดิบวางทางจระเข้ และมะพร้าวจากแหล่งปลูกในไทย นอกจากเป็นการชูจุดเด่นของผลผลิตทางการเกษตรของไทย ยังเป็นการสนับสนุนและส่งเสริมเกษตรกรไทยในการช่วยสร้างรายได้ และความยั่งยืนในอนาคต

Governance

- โครงสร้างคณะกรรมการบริษัทมีจำนวน 10 คน โดยมีกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร 6 คน ซึ่งประกอบด้วยกรรมการอิสระ 5 คน มากกว่า 1 ใน 3 ของจำนวนกรรมการที่มีอยู่ทั้งหมด เพื่อสร้างความมั่นใจให้ผู้ถือหุ้นในการถ่วงดุลอำนาจของการออกเสียง และสอบทานการบริหารของฝ่ายบริหารอย่างโปร่งใส
- บริษัทห้ามมิให้กรรมการ ผู้บริหาร รวมถึงคู่สมรส และบุตรที่ยังไม่บรรลุนิติภาวะ ใช้ข้อมูลภายในของบริษัท ทั้งที่ได้มาจากการกระทำตามหน้าที่หรือในทางอื่นใดที่อาจมีผลกระทบเป็นนัยสำคัญต่อบริษัท เพื่อประโยชน์ต่อตนเอง หรือผู้อื่นไม่ว่าทางตรงหรือทางอ้อม และไม่ว่าจะได้รับผลตอบแทนหรือไม่ก็ตาม
- กรรมการหรือผู้บริหารที่มีการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทต้องแจ้งข้อมูลเกี่ยวกับการซื้อขายของตน คู่สมรส และบุตรที่ยังไม่บรรลุนิติภาวะต่อเลขานุการของบริษัทอย่างน้อย 1 วันก่อนทำการซื้อขายหลักทรัพย์ และนำเสนอเอกสารการรายงานถือครองหลักทรัพย์ของบริษัท (แบบ 59-2) ภายใน 3 วันทำการหลังการซื้อขายให้สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ทราบเพื่อเผยแพร่ต่อสาธารณะต่อไป

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากการแข่งขันที่ค่อนข้างสูง

ธุรกิจเครื่องดื่มมีการแข่งขันที่ค่อนข้างสูง ทั้งจำนวนผู้ประกอบการที่ค่อนข้างมาก และยังมี การเข้าของผู้ประกอบการรายใหม่ต่อเนื่อง ถือเป็นอุตสาหกรรมที่มีอุปสรรคการเข้ามาของรายใหม่ค่อนข้างน้อย เพราะสามารถหาสินค้าทดแทนได้ง่าย รวมถึงการทำกิจกรรมทางการตลาด และการใช้งบประมาณประชาสัมพันธ์ที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่อง ทำให้บริษัทต้องมีการปรับตัวอย่างรวดเร็ว และทยอยออกสินค้าใหม่อย่างต่อเนื่อง

ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาวัตถุดิบ

วัตถุดิบหลักที่ใช้ในการผลิตสินค้าได้แก่ น้ำตาลทรายหรือน้ำเชื่อมบริสุทธิ์ (Liquid Sucrose) ซึ่งเป็นวัตถุดิบที่ใช้ในการผลิตเครื่องดื่ม และเม็ดพลาสติก PET เป็นวัตถุดิบในการผลิตบรรจุภัณฑ์ขวดพีอีที ซึ่งเป็นสินค้าโภคภัณฑ์ชนิดหนึ่ง มีความผันผวนขึ้นลงตามอุปสงค์และอุปทานในตลาดโลก หากราคาวัตถุดิบปรับตัวสูงขึ้น อาจกระทบให้ต้นทุนของบริษัทสูงขึ้น และส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทได้

ความเสี่ยงจากการพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่

เนื่องจากการออกสินค้าใหม่ในแต่ละครั้ง ต้องใช้เงินลงทุนที่ค่อนข้างสูง โดยเฉพาะการทำการตลาด รวมถึงการโฆษณาประชาสัมพันธ์ และส่งเสริมการขาย เพื่อให้สินค้าเป็นที่รู้จักและได้รับการตอบรับที่ดีจากผู้บริโภค จึงมีความเสี่ยงหากผลิตภัณฑ์ใหม่ไม่ได้รับการตอบรับที่ดี

ความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน

บริษัทมีรายได้จากการส่งออกราว 49% ของรายได้รวม และเป็นการขายเป็นสกุล USD เป็นหลักราว 60% ของรายได้ส่งออก ในขณะที่วัตถุดิบเกือบทั้งหมดเป็นการสั่งซื้อในประเทศ และอยู่ในรูปสกุลเงินบาท ดังนั้นหากค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้น จะทำให้รายได้จากการส่งออกเมื่อแปลงเป็นค่าเงินบาทลดลง และส่งผลกระทบต่อรายได้และกำไรของบริษัทได้

ความเสี่ยงจากภัยธรรมชาติ

จากเหตุการณ์อุทกภัยครั้งใหญ่ของไทยในปี 2011 ได้กระทบมายังโรงงานของบริษัทที่บางชัน และคลอง 13 เกิดเหตุ น้ำท่วมขังถนนหน้าโรงงาน ถัดมาในปี 2015 ได้ประสบเหตุภัยแล้ง ทำให้สถานีผลิตน้ำประปา อ.ลำลูกกา ไม่สามารถจ่ายน้ำได้ อย่างไรก็ตาม บริษัทได้เตรียมการบริหารจัดการได้ดี ทำให้ไม่มีผลกระทบใดๆต่อความสามารถในการผลิตสินค้า แม้ในช่วงปี 2011 จะถูกกระทบด้านขนส่งเป็นการชั่วคราว

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Revenue	2,827	3,299	3,277	3,556	3,840
Cost of sales	1,800	2,084	2,070	2,240	2,412
Gross profit	1,027	1,216	1,207	1,316	1,429
SG&A	649	781	732	793	856
Operating profit	378	435	475	523	572
Other income	52	70	53	57	61
EBIT	430	505	528	580	634
EBITDA	590	696	734	801	870
Interest charge	0	1	3	0	0
Tax on income	86	100	100	114	127
Earnings after tax	344	404	424	465	506
Minority interest	0	0	-2	1	2
Normalized earnings	344	390	402	459	511
Extraordinary items	7	13	-3	0	0
Net profit	352	403	399	459	511

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Net profit	352	403	399	459	511
Deprec. & amortization	161	191	206	221	236
Change in working capital	-96	-2	18	1	5
Other adjustments	-8	102	27	13	3
Cash flow from operations	409	695	650	695	755
Capital expenditure	-159	-253	-324	-300	-300
Others	-54	37	7	-3	-3
Cash flow from investing	-213	-217	-317	-303	-303
Free cash flow	196	478	333	392	453
Net borrowings	8	18	-12	-4	-4
Equity capital raised	20	0	0	0	0
Dividends paid	-210	-200	-259	-292	-332
Others	4	28	-25	-2	-3
Cash flow from financing	-179	-154	-296	-298	-339
Net change in cash	17	324	38	95	113

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Cash	1,088	1,314	1,352	1,447	1,560
Accounts receivable	249	353	359	390	421
Inventory	214	217	199	215	231
Other current assets	53	60	60	61	59
Total current assets	1,605	1,944	1,970	2,113	2,271
Investments	192	130	109	102	106
Plant, property & equipment	1,056	1,134	1,228	1,306	1,370
Other assets	70	183	180	183	185
Total assets	2,923	3,390	3,486	3,704	3,933
Short-term loans	1	0	0	0	0
Accounts payable	176	182	199	215	231
Current maturities	4	18	4	4	0
Other current liabilities	301	403	393	427	461
Total current liabilities	482	603	596	645	692
Long-term debt	0	12	8	4	0
Other non-current liab.	16	31	20	18	19
Total non-current liab.	17	43	28	22	19
Total liabilities	499	646	624	668	711
Registered capital	308	308	308	308	308
Paid up capital	304	304	304	304	304
Share premium	975	976	976	976	976
Legal reserve	31	31	31	31	31
Retained earnings	1,118	1,336	1,452	1,620	1,799
Minority Interests	-5	97	99	105	112
Shareholders' equity	2,424	2,744	2,862	3,036	3,221

Important Ratios (Consolidated)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Growth (%)					
Revenue	5.2	16.7	-0.7	8.5	8.0
EBITDA	-8.5	17.9	5.5	9.1	8.6
Net profit	-12.4	14.7	-1.1	15.2	11.3
Normalized earnings	-10.2	13.4	3.0	14.2	11.3
Profitability (%)					
Gross profit margin	36.3	36.8	36.8	37.0	37.2
EBITDA margin	20.9	21.1	22.4	22.5	22.7
EBIT margin	15.2	15.3	16.1	16.3	16.5
Normalized profit margin	12.2	11.8	12.3	12.9	13.3
Net profit margin	12.4	12.2	12.2	12.9	13.3
Normalized ROA	11.8	11.5	11.5	12.4	13.0
Normalize ROE	14.2	14.7	14.6	15.7	16.4
Normalized ROCE	17.6	18.1	18.3	19.0	19.6
Risk (x)					
D/E	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Net D/E	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
Net debt/EBITDA	0.6	0.7	0.5	0.4	0.3
Per share data (Bt)					
Reported EPS	1.15	1.32	1.31	1.51	1.68
Normalized EPS	1.13	1.28	1.32	1.51	1.68
EBITDA	1.94	2.28	2.41	2.63	2.86
Book value	7.97	8.69	9.07	9.62	10.21
Dividend	0.66	0.83	0.85	0.96	1.09
Par	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Valuations (x)					
P/E	18.7	16.3	16.5	14.3	12.9
Norm P/E	19.1	16.9	16.4	14.3	12.9
P/BV	2.7	2.5	2.4	2.2	2.1
EV/EBITDA	11.7	10.1	9.5	8.7	7.9
Dividend yield (%)	3.1	3.8	3.9	4.4	5.1

Source: Company data, FSS research

T-BUY

TACC (TACC TB)

บมจ. ที.เอ.ซี. คอนซูเมอร์

Previous	BUY
2021 Target Price (Bt)	7.40
Price (04/02/2021)	7.85
up/downside (%)	-5.7
SET Index	1,482.98
Sector	mai/Agro & Food Industry
Foreign limit/actual (%)	49.00/1.81
Free float (%)	60.96
Market cap (Bt m)	4,772.80
Avg daily T/O (Bt m) (2021 YTD)	87.66
hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD)	7.90, 5.95, 6.89
IOD 2020	5
THAI CAC	N/A

Consolidated earnings				
BT (mn)	2019	2020E	2021E	2022E
Revenue	1,520	1,352	1,555	1,742
Normalized profit	166	185	216	231
Net profit	162	189	216	231
EPS (Bt) - norm	0.27	0.31	0.36	0.38
EPS (Bt)- reported	0.27	0.31	0.36	0.38
% growth y-y	137.0	16.4	14.6	6.9
Dividend/share (Bt)	0.24	0.28	0.32	0.34
BV/share (Bt)	1.15	1.18	1.22	1.25
EV/EBITDA (x)	22.2	17.6	14.9	13.5
PER (x) - norm	28.7	25.7	22.1	20.7
PER (x)	29.4	25.3	22.1	20.7
PBV (x)	6.8	6.7	6.5	6.3
Dividend yield (%)	3.1	3.6	4.1	4.4
ROE (%)	23.8	25.9	29.2	30.3
YE No. of shares (million)	608	608	608	608
Par (Bt)	0.25	0.25	0.25	0.25

Source: Company data, FSS estimates

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

Upside ต่อประมาณการเริ่มชัดเจนมากขึ้น

ระยะสั้นแนวโน้มธุรกิจดูสดใสมากขึ้นใน 1H21 แม้จะมีการระบาดของ COVID-19 รอบใหม่ แต่ผลกระทบค่อนข้างจำกัด เริ่มเห็นการฟื้นตัวของธุรกิจเครื่องดื่ม ล่าสุดมีการทยอยออกเครื่องดื่มรสชาติใหม่ และธุรกิจ Character เริ่มกลับมาฟื้นตัวอีกครั้ง ในขณะที่ได้ Character ตัวใหม่เข้ามาเสริมพอร์ต ซึ่งมีชื่อเสียงในโลกโซเชียลคือ Jay the rabbit น่าจะช่วยให้รายได้กลับมาฟื้นตัวได้ดีขึ้นในปี เรายังคงประมาณการกำไรปกติปี 2020 - 2021 ตามเดิม +11.6% Y-Y และ +16.5% Y-Y ตามลำดับ ยังไม่รวม Upside 4 ข้อ 1. การขยายช่องทางการขายไปใน Tesco Lotus 2. การได้เป็น Supplier เมนูเครื่องดื่มในร้าน 7-11 ในลาวและกัมพูชา (หลัง COVID-19 คลี่คลาย) 3. ดิล M&A หรือการทำ JV ที่ยังอยู่ในแผน และ 4. การเข้าสู่ธุรกิจกัญชง เรามองว่าบริษัทมีศักยภาพที่จะเข้าสู่ธุรกิจปลายน้ำ (ผลิตภัณฑ์อาหารและเครื่องดื่ม) เพราะมีความเชี่ยวชาญทั้ง R&D และมีช่องทางการขายที่ครอบคลุมทั่วประเทศ (ผ่านร้าน 7-11) หลายข้ออาจเป็นบวกต่อประมาณการกำไรตั้งแต่ปีนี้ เราอยู่ระหว่างทบทวนปรับกำไรและราคาเป้าหมาย จากปัจจุบันที่ให้ไว้ 7.4 บาท (อิง PE เดิม 21 เท่า) และนำแก๊งกำไร

ระยะสั้นคาดกำไร 4Q20 ฟื้นตัวกลับมาอยู่ในระดับ New High อีกครั้ง

คาดกำไรปกติ 4Q20 อยู่ที่ 51 ล้านบาท (+13.3% Q-Q, +4.1% Y-Y) ถือเป็นการฟื้นตัวที่ดี แม้กำไรรวมในไตรมาสจะ +3.8% Q-Q, -9.8% Y-Y ยังลดจากปีก่อน เพราะผลกระทบของ COVID-19 ที่ยังกระทบต่อจำนวนลูกค้าเข้าร้าน 7-11 น้อยลง แต่คาดอัตรากำไรขั้นต้นจะกลับมาฟื้นตัวอยู่ที่ 33% จาก 32.2% ใน 3Q20 และ 30.9% ใน 4Q19 เพราะไม่มีการใช้จ่ายพิเศษเหมือนในไตรมาสก่อน และ Product Mix ดีขึ้นเมื่อเทียบกับปีก่อน จากการออกเครื่องดื่มขนาด 22oz ใน All Café ซึ่งมีอัตรากำไรสูงขึ้น รวมถึงบริษัทยังคุมค่าใช้จ่ายเข้มงวดต่อเนื่อง โดยคาดสัดส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้ยังอ่อนตัวลงมาอยู่ที่ 15.8% จาก 16% ใน 3Q20 และ 16.2% ใน 4Q19

คาดแนวโน้มกำไร 1H21 ยังอยู่ในระดับที่ดี ส่วนกัญชงอยู่ระหว่างศึกษา

แม้ปัจจุบันจะมีการระบาดของ COVID-19 รอบสองในไทย แต่สถานการณ์โดยรวมดูดีกว่าช่วง 2Q20 ที่มีการ Full Lockdown ในขณะที่บริษัทยังมีการออกเครื่องดื่มรสชาติใหม่ใน All Café และแบบโกลด์ (Seasonal Flavor) รสชาติลิ้นี่ เบอรี่ ทวิส รวมถึงการฟื้นตัวของธุรกิจ Character ที่ลูกค้าเชื่อมั่นและเริ่มกลับมาทำการตลาดอีกครั้ง และล่าสุดได้ Character ตัวใหม่เข้ามาอยู่ในพอร์ตของบริษัทนั่นคือ Jay the rabbit ที่ถือว่ามีชื่อเสียงในไทย โดยเฉพาะในโลกโซเชียล บริษัทได้รับสัญญาเป็นตัวแทนระยะเวลา 2 ปี คาดจะได้รับการตอบรับที่ดี ช่วยหนุนรายได้ Character ให้กลับมาฟื้นเป็นเท่าตัวจากปีก่อนได้ตามเป้าหมายของบริษัท นอกจากนี้ยังมี Upside จากการขยายธุรกิจเข้าสู่ Tesco Lotus ภายหลังดีลควบรวมกับกลุ่ม CP แล้วเสร็จตั้งแต่ 18 ธ.ค. 20 ที่ผ่านมา คาดจะได้เห็นพัฒนาการอย่างรวดเร็วภายใน 1Q21 นี้ และอยู่ระหว่างศึกษาผลิตภัณฑ์ที่มีส่วนผสมของกัญชง เรามองว่าบริษัทมีศักยภาพที่จะเข้าสู่ธุรกิจปลายน้ำ (ผลิตภัณฑ์อาหารและเครื่องดื่ม) เพราะมีความเชี่ยวชาญทั้ง R&D และมีช่องทางการขายที่ครอบคลุมทั่วประเทศ (ผ่านร้าน 7-11) จะเป็น Upside ต่อประมาณการในระยะถัดไป

คงประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายปีนี้

เรายังคงคาดการณ์กำไรปกติปี 2020 - 2021 ไว้ตามเดิมที่ 185 ล้านบาท (+11.6% Y-Y) และ 216 ล้านบาท (+16.5% Y-Y) ตามลำดับ โดยยังมี Upside (ยังไม่รวมในประมาณการ) 4 ประเด็นคือ 1. การขยายช่องทางการขายไปใน Tesco Lotus 2. การได้เป็น Supplier เมนูเครื่องดื่มในร้าน 7-11 ในลาวและกัมพูชา (หลัง COVID-19 คลี่คลาย) 3. ดิล M&A หรือการทำ JV ที่ยังอยู่ในแผน และ 4. การเข้าสู่ธุรกิจกัญชง เรามองว่าราคาเป้าหมายที่ 7.4 บาท (อิง PE เดิม 21 เท่า)

Company Overview

TACC ดำเนินธุรกิจจำหน่ายเครื่องดื่มในโกดังในร้าน 7-11 ซึ่งเป็นเครื่องดื่มที่พัฒนาร่วมกันระหว่างบริษัทและ CPALL และเป็นผู้ Supply ผงเครื่องดื่มประเภทชาให้กับร้าน All Café รวมถึงเป็นเจ้าของเครื่องดื่มชาเขียวพร้อมดื่มแบรนด์ Zenya ซึ่งปัจจุบันวางขายในกัมพูชาเป็นหลัก โดยมีสัดส่วนรายได้จาก B2B (7-11) รวบรวม 89% ของรายได้รวม และอีก 11% มาจากรายได้กลุ่ม B2C โดยบริษัทได้ขยายไปในธุรกิจ Character ซึ่งบริษัทได้เป็นตัวแทนอนุญาตให้ใช้ลิขสิทธิ์ของบริษัท San X ประเทศญี่ปุ่น นั่นคือตัวการ์ตูน Rilakkuma และผองเพื่อน นอกจากนี้ยังได้ลิขสิทธิ์จากตัวการ์ตูนของไทย เช่น หมาจ๋า และ Art Story รวมถึงได้ขยายผลิตภัณฑ์เครื่องดื่มเข้าสู่ธุรกิจคาเฟ่อื่นๆ เช่น กาแฟมอลชัน, Jungle Café, Arabitia Café, CP Fresh Mart และ Black Canyon

ประเภทของรายได้	ปี 2560		ปี 2561		ปี 2562	
	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ
รายได้จากการขาย						
- Business to Business : B2B	1,152.01	89.34	1,143.22	88.24	1,358.67	88.81
- Business to Customer : B2C	129.69	10.06	146.38	11.30	161.60	10.56
รวม	1,281.70	99.40	1,289.60	99.54	1,520.27	99.37
รายได้อื่น ⁽¹⁾	7.79	0.60	5.99	0.46	9.61	0.63
รวมรายได้ทั้งหมด	1,289.49	100.00	1,295.58	100.00	1,529.88	100

บริษัทมีโรงงานผลิตเครื่องดื่มปรุงสำเร็จชนิดผง 1 แห่งตั้งอยู่ที่โครงการพารากอน แฟคตอรี แลนด์ อ.บ้านบึง จ.ชลบุรี โดยมีกำลังการผลิต 2,021 ตันต่อปี ซึ่งเป็นโรงงานสำหรับ R&D และพัฒนาสูตรเป็นหลัก ในขณะที่บริษัทยังต้องจ้างผู้รับจ้างผลิตภายนอกเป็นหลัก

Valuation Methodology

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ TACC โดยอิง PE 21 เท่า ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยของตัวเองในอดีต และต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มเครื่องดื่ม (ไม่รวม Energy Drink) เล็กน้อย ถือเป็นระดับที่ค่อนข้าง Conservative

ESG

Environment

- ในส่วนของกระบวนการผลิตเครื่องดื่มประเภท 3 in 1 จะมีของเสียที่เกิดจากการผลิตน้อยมาก ส่วนใหญ่ขยะที่เกิดจากการผลิตคือ ถุงที่ใช้ใส่วัตถุดิบระหว่างกระบวนการผลิต ทั้งนี้ถุงทั้งหมดจะมีการเคลื่อนย้ายและจัดเก็บอย่างเป็นระเบียบตามหลักสุขาภิบาลอาหาร และป้องกันสัตว์พาหะนำโรค ถ้าสินค้าใดไม่สามารถ Reprocess ได้ทางโรงงานผู้ผลิตจะเก็บสินค้าไว้ในคลัง เพื่อรอเข้าสู่กระบวนการทำลายประจำปี
- บริษัทมีแนวทางพัฒนาบรรจุภัณฑ์ให้เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม โดยพัฒนาบรรจุภัณฑ์ของเครื่องดื่มเป็น Innovation Packaging ที่สามารถนำกลับมาใช้ใหม่และมีการลดการใช้พลาสติกให้น้อยลงด้วย

Social

- บริษัทให้ความสำคัญกับความรับผิดชอบต่อผู้บริโภค ทั้งมุ่งพัฒนาสินค้าที่มีคุณภาพ ช่วยส่งเสริมคุณภาพชีวิตของผู้บริโภค โดยได้รับการรับรองมาตรฐานจากหลายหน่วยงานทั้งในและต่างประเทศ อาทิ GMP, HACCP, Healthier Choice (สิงคโปร์), Thailand Trust Mark (จากกรมส่งเสริมการค้าระหว่างประเทศ) และ Codex
- บริษัทได้เน้นการมีส่วนร่วมในการพัฒนาชุมชนและสังคมอย่างต่อเนื่อง และได้เข้าไปมีส่วนร่วมในกิจกรรมต่างๆ เช่น การบริจาคสื่อการเรียนการสอนให้นักเรียนผู้พิการทางสายตา ผ่านมูลนิธิช่วยคนตาบอดแห่งประเทศไทย, การบริจาคสิ่งของให้สถานที่ต่างๆ รวมถึงการทำ CSR โครงการเติมฝันปันน้ำใจให้น้อง ด้วยการบริจาคเงิน อุปกรณ์กีฬา ที่ให้กับทางโรงเรียนวัดหนองกาน้ำ จ.ชลบุรี

Governance

- ปัจจุบันบริษัทมีคณะกรรมการ 7 คน ประกอบด้วยกรรมการที่เป็นผู้บริหาร 2 คน, กรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร 1 คน และกรรมการอิสระ 4 คน ซึ่งมากกว่ากึ่งหนึ่งของจำนวนกรรมการทั้งหมด ทำให้เกิดการถ่วงดุลในการออกเสียงเพื่อพิจารณาเรื่องต่างๆ และสอบทานการบริหารของฝ่ายบริหารอย่างโปร่งใส
- บริษัทให้ความสำคัญกับการเปิดเผยข้อมูลอย่างถูกต้อง ครบถ้วน และโปร่งใส ทั้งรายงานข้อมูลทางการเงินและข้อมูลทั่วไปตามหลักเกณฑ์ของ ก.ล.ด. และตลาดหลักทรัพย์ฯ ตลอดจนข้อมูลสำคัญที่มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัท
- เพื่อป้องกันการใช้ข้อมูลภายในโดยมิชอบ บริษัทได้กำหนดไม่ให้กรรมการและผู้บริหารของบริษัท รวมถึงคู่สมรส และบุตรที่ยังไม่บรรลุนิติภาวะ ซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทในช่วงระยะเวลา 1 เดือน ก่อนการเปิดเผยงบการเงินให้แก่สาธารณะชนทราบ

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงลูกค้ารายใหญ่

เนื่องจากบริษัทมีรายได้จากลูกค้ารายใหญ่ CPALL คิดเป็นสัดส่วนราว 89% ของรายได้จากการขายในปี 2019 ซึ่งหากบริษัทสูญเสียลูกค้ารายดังกล่าว หรือลูกค้าลดปริมาณการสั่งซื้อสินค้าจากบริษัท อาจส่งผลกระทบต่อผลประกอบการของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ

ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงผู้รับจ้างผลิตภายนอก

จากการที่บริษัทจ้างผู้ผลิตภายนอกเป็นหลักในการผลิตสินค้า ปัจจุบันว่าจ้างอยู่ราว 6-10 ราย ซึ่งคิดเป็นสัดส่วน 83% ของยอดสั่งซื้อสินค้าสำเร็จรูปทั้งหมดของบริษัทในปี 2019 ทำให้บริษัทมีความเสี่ยงหากผู้รับจ้างผลิตไม่สามารถผลิตสินค้าให้ได้คุณภาพและมาตรฐานตามที่กำหนด หรือไม่สามารถส่งมอบสินค้าในปริมาณและเวลาตามที่กำหนด

ความเสี่ยงจากการพัฒนาสินค้าใหม่และการพึ่งพิงบุคลากรด้าน R&D

บริษัทได้ให้ความสำคัญกับการทำ R&D ซึ่งเป็นกลยุทธ์ในการสร้างความแตกต่างของสินค้าและรายได้เปรียบในแง่การแข่งขัน ทั้งนี้การทำ R&D สินค้าใหม่ต้องผ่านกระบวนการหลายขั้นตอน ต้องใช้เวลาและเงินลงทุนค่อนข้างสูง ทำให้บริษัทมีความเสี่ยงจากการพัฒนาสินค้าใหม่ที่อาจไม่ประสบความสำเร็จเมื่อออกสู่ตลาด ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อผลดำเนินงานของบริษัทได้

ความเสี่ยงเกี่ยวกับการรักษาความลับของสูตรการผลิต

สูตรการผลิตสินค้าถือเป็นสิ่งสำคัญที่ทำให้บริษัทต้องรักษาไว้เป็นความลับ หากสูตรการผลิตรั่วไหล อาจส่งผลกระทบต่อการประกอบธุรกิจของบริษัทได้

ความเสี่ยงจากการแข่งขันในอุตสาหกรรมเครื่องดื่ม

อุตสาหกรรมเครื่องดื่มถือเป็นตลาดที่มีการแข่งขันที่ค่อนข้างสูง ทั้งในแง่จำนวนผู้ประกอบการที่ค่อนข้างมาก การเข้ามาของคู่แข่งรายใหม่ที่ง่าย เพราะเป็นสินค้าที่สามารถทดแทนกันได้ และผู้ประกอบการต่างเร่งการนำเสนอสินค้าใหม่ เครื่องดื่มรสชาติใหม่ออกสู่ตลาดอย่างสม่ำเสมอ อีกทั้งผู้ประกอบการรายใหญ่ในตลาดที่ได้เปรียบในเรื่องของต้นทุนการผลิตจากที่มีปริมาณการผลิตจำนวนมากทำให้เกิดการประหยัดต่อขนาด และการผลิตด้วยเครื่องจักรที่ทันสมัย อาจทำให้บริษัทต้องเผชิญความเสี่ยงจากการแข่งขันด้านราคา

ความเสี่ยงจากการถูกละเมิดลิขสิทธิ์ของธุรกิจ Character

ธุรกิจ Character คือการที่กิจการหนึ่งให้สิทธิในการผลิตสินค้า โดยใช้เครื่องหมายทางการค้า ลิขสิทธิ์ และสิทธิทางการตลาดอื่นๆ แก่กิจการหนึ่ง โดยบริษัทผู้รับสิทธิต้องจ่ายค่าตอบแทนตามที่ได้ตกลงกันไว้เป็นกรณีไป ส่วนใหญ่มักชำระในรูปแบบของค่าธรรมเนียม (Royalty Fee) ปัจจุบันบริษัทได้เป็นตัวแทนอนุญาตให้ใช้ลิขสิทธิ์ตัวการ์ตูนของบริษัท San X ประเทศญี่ปุ่น, ตัวการ์ตูนชื่อดังทางออนไลน์ของไทย หม่าจ๋า และเข้าไปช่วยโครงการ Art Story ของกลุ่มเด็กพิเศษและบุคคลออทิสติก ซึ่งเรียกได้ว่าบริษัทมีความเสี่ยงที่จะถูกละเมิดลิขสิทธิ์ตัวการ์ตูนเหล่านี้อย่างผิดกฎหมาย

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Revenue	1,290	1,520	1,352	1,555	1,742
Cost of sales	919	1,053	903	1,026	1,146
Gross profit	371	467	449	529	596
SG&A	281	266	223	264	314
Operating profit	90	201	227	264	282
Other income	6	10	4	6	7
EBIT	96	211	230	271	289
EBITDA	115	229	257	305	332
Interest charge	0	0	1	1	1
Tax on income	24	42	45	54	58
Earnings after tax	71	169	184	216	231
Minority interest	0	0	1	0	0
Normalized earnings	92	166	185	216	231
Extraordinary items	-24	-4	3	0	0
Net profit	68	162	189	216	231

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Net profit	68	162	189	216	231
Deprec. & amortization	19	19	27	35	43
Change in working capital	57	54	-35	-4	14
Other adjustments	3	6	-3	0	0
Cash flow from operations	148	241	177	247	287
Capital expenditure	-5	-33	-40	-40	-40
Others	19	-2	5	-1	-1
Cash flow from investing	13	-35	-35	-41	-41
Free cash flow	161	206	142	206	246
Net borrowings	-1	-5	3	0	-1
Equity capital raised	0	0	0	0	0
Dividends paid	-76	-121	-170	-194	-208
Others	-1	4	-6	-1	1
Cash flow from financing	-78	-122	-173	-196	-208
Net change in cash	83	84	-30	10	38

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Cash	472	557	526	527	566
Accounts receivable	318	312	278	320	286
Inventory	63	40	49	42	47
Other current assets	4	2	4	8	9
Total current assets	857	911	857	897	908
Investments	3	0	0	0	0
Plant, property & equipment	90	104	118	123	121
Other assets	12	14	9	19	20
Total assets	962	1,029	984	1,038	1,048
Short-term loans	0	0	0	0	0
Accounts payable	270	267	235	267	251
Current maturities	2	1	1	0	0
Other current liabilities	17	42	16	19	21
Total current liabilities	288	310	252	286	272
Long-term debt	3	2	1	1	0
Other non-current liab.	13	19	14	12	14
Total non-current liab.	16	20	15	13	14
Total liabilities	304	330	266	299	286
Registered capital	152	152	152	152	152
Paid up capital	152	152	152	152	152
Share premium	427	427	427	427	427
Legal reserve	15	15	15	15	15
Retained earnings	63	104	123	145	168
Minority Interests	0	0	0	0	0
Shareholders' equity	657	698	717	739	762

Important Ratios (Consolidated)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Growth (%)					
Revenue	0.6	17.9	-11.0	15.0	12.0
EBITDA	-27.4	100.0	12.1	18.8	8.7
Net profit	-39.2	137.0	16.4	14.6	6.9
Normalized earnings	-18.0	80.3	11.6	16.5	6.9
Profitability (%)					
Gross profit margin	28.8	30.7	33.2	34.0	34.2
EBITDA margin	8.9	15.1	19.0	19.6	19.0
EBIT margin	7.4	13.9	17.0	17.4	16.6
Normalized profit margin	7.1	10.9	13.7	13.9	13.3
Net profit margin	5.3	10.7	13.9	13.9	13.3
Normalized ROA	9.6	16.2	18.8	20.8	22.0
Normalize ROE	14.0	23.8	25.9	29.2	30.3
Normalized ROCE	14.2	29.3	31.5	36.0	37.3
Risk (x)					
D/E	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
Net D/E	-0.3	-0.3	-0.4	-0.3	-0.4
Net debt/EBITDA	2.0	1.4	-1.0	-0.7	-0.8
Per share data (Bt)					
Reported EPS	0.11	0.27	0.31	0.36	0.38
Normalized EPS	0.15	0.27	0.31	0.36	0.38
EBITDA	0.19	0.38	0.42	0.50	0.55
Book value	1.08	1.15	1.18	1.22	1.25
Dividend	0.13	0.24	0.28	0.32	0.34
Par	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
Valuations (x)					
P/E	69.8	29.4	25.3	22.1	20.7
Norm P/E	51.8	28.7	25.7	22.1	20.7
P/BV	7.3	6.8	6.7	6.5	6.3
EV/EBITDA	43.6	22.2	17.6	14.9	13.5
Dividend yield (%)	1.7	3.1	3.6	4.1	4.4

Source: Company data, FSS research

T-BUY

XO (XO TB)

บมจ. เอ็กโซติก ฟู้ด

Previous	BUY
2021 Target Price (Bt)	13.40
Price (04/02/2021)	13.10
up/downside (%)	+2.3
SET Index	1,482.98
Sector	mai/Agro & Food Industry
Foreign limit/actual (%)	49.00/2.86
Free float (%)	29.60
Market cap (Bt m)	5,564.41
Avg daily T/O (Bt m) (2021 YTD)	100.71
hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD)	13.10, 10.10, 11.43
IOD 2020	4
THAI CAC	Certified

Consolidated earnings				
BT (mn)	2019	2020E	2021E	2022E
Revenue	991	1,282	1,317	1,409
Normalized profit	121	309	286	312
Net profit	122	312	286	312
EPS (Bt) - norm	0.29	0.73	0.67	0.73
EPS (Bt)- reported	0.29	0.73	0.67	0.73
% growth y-y	-54.2	155.5	-8.5	9.1
Dividend/share (Bt)	0.16	0.44	0.40	0.44
BV/share (Bt)	1.88	2.18	2.45	2.74
EV/EBITDA (x)	33.4	14.8	15.6	14.1
PER (x) - norm	46.3	18.1	19.7	18.0
PER (x)	46.0	18.0	19.7	18.0
PBV (x)	7.0	6.1	5.4	4.8
Dividend yield (%)	1.2	3.3	3.1	3.3
ROE (%)	15.1	33.4	27.5	26.8
YE No. of shares (million)	425	425	425	425
Par (Bt)	0.5	0.5	0.5	0.5

Source: Company data, FSS estimates

หมายเหตุ : กรรมการอิสระและกรรมการตรวจสอบของบริษัท
หลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) ดำรงตำแหน่งเป็น
กรรมการอิสระและประธานกรรมการตรวจสอบของบริษัท เอ็กโซ
ติก ฟู้ด จำกัด (มหาชน)

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

 Finasia Syrus Securities

 Finasia

 @fnsyrus

อยู่ระหว่างศึกษาทำขอใส่สัญญา

เรามองว่า XO มีศักยภาพที่จะเข้าสู่ธุรกิจปลายน้ำได้ไม่ยาก ล่าสุดบริษัทมีแผนศึกษาทำขอสปรงรที่มีส่วนผสมของกัญชง ซึ่งหากได้รับใบอนุญาตให้ผลิตและส่งออกได้ หมายความว่ามีความเป็นไปได้ที่จะประสบความสำเร็จได้เร็วกว่าผู้ประกอบการรายอื่น เพราะตลาดหลักในปัจจุบันของบริษัทเกือบทั้งหมดคือตลาดส่งออก ซึ่งเป็นตลาดที่คุ้นเคยกับผลิตภัณฑ์อาหารที่มีส่วนผสมของกัญชงอยู่แล้ว เพราะได้รับอนุญาตให้ใช้ได้อย่างถูกกฎหมายก่อนประเทศไทย ถือเป็นหนึ่งใน Upside ต่อประมาณการในอนาคต ส่วน Upside สำหรับประมาณการปีนี้ จะมาจากการประสบความสำเร็จในการขยายช่องทางการขายได้ตามเป้าหมาย ซึ่งจะช่วยหนุนกำไรใน 2H21 ให้ดีกว่าที่เราคาดไว้ในปัจจุบันว่าจะอ่อนตัวลง ภายหลังสถานการณ์ COVID-19 คลี่คลาย แต่ระยะสั้นแนวโน้มกำไร 1H21 ดูสดใสมากขึ้น และมีโอกาสเห็นกำไรทำ New High อีกครั้ง เพราะคำสั่งซื้อในมือล่าสุด 1Q21 ปรับตัวสูงขึ้นทำระดับสูงสุดใหม่ของบริษัท ทั้งนี้เรายังคงประมาณการกำไรปกติปี 2020 - 2021 ไว้ตามเดิม +157% Y-Y และ -9.6% Y-Y ตามลำดับ คงราคาเป้าหมายที่ 13.4 บาท (อิง PE เดิม 20 เท่า) ราคาหุ้นปรับขึ้นมาเร็ว +18% ตั้งแต่ที่แนะนำซื้อในรายงานล่าสุด 1 ก.พ. ที่ผ่านมา ทำให้ Upside แคมลงเหลือราว 2% จึงปรับคำแนะนำเป็น เก็งกำไร จากเดิม ซื้อ

คาดการณ์กำไรปกติ 4Q20 ยังดูดี พลิกจากขาดทุนปีก่อน

ระยะสั้นคาดการณ์กำไรปกติ 4Q20 อยู่ที่ 78 ล้านบาท (-17% Q-Q, พลิกจากที่ขาดทุน -1 ล้านบาทใน 4Q19) โดยรวมยังถือเป็นกำไรที่ดี สาเหตุที่กำไรอ่อนลง Q-Q ส่วนหนึ่งเพราะเป็น Low Season และได้รับผลกระทบจากปัญหาขาดแคลนเรือขนส่ง ในขณะที่แนวโน้มคำสั่งซื้อ 1Q21 ดูสดใสกว่าที่เคยคาดและเป็นระดับสูงสุดของบริษัท ส่วนหนึ่งมาจากรายได้ที่ถูกเลื่อนมาจากไตรมาสก่อน โดยสถานการณ์ขาดแคลนเรือเริ่มคลี่คลาย (ลูกค้าเริ่มหาเรือได้มากขึ้น) จึงคาดแนวโน้มกำไร 1Q21 น่าจะยังปรับขึ้นต่อเนื่อง Q-Q และ Y-Y อยู่ที่ราว 80-90 ล้านบาท และคาดต่อเนื่องใน 2Q21 เมื่อปัญหาขาดแคลนเรือผ่อนคลายมากขึ้น กอปรกับเป็นช่วง High Season ของธุรกิจพอดี ทั้งนี้ผู้บริหารอยู่ระหว่างดำเนินตามกลยุทธ์ใหม่ ในการขยายช่องทางการขายในแต่ละประเทศให้มากขึ้น เช่น Outlet ใน Modern trade และ Online โดยจะสนับสนุนค่า Listing Fee ให้กับ Distributor ซึ่งน่าจะให้เห็นผลตอบรับชัดเจนใน 3Q21

ประมาณการปีนี้ดูมี Upside มากขึ้น และอยู่ระหว่างพิจารณาทำขอสรสใหม่

เรายังคาดการณ์กำไรปกติปี 2020 ตามเดิมที่ 311 ล้านบาท (+157% Y-Y) และคาดว่าจะดีต่อเนื่องใน 1H21 แต่เบื้องต้นยังคงสมมติฐานเดิมว่ากำไรจะอ่อนตัวลงใน 2H21 เมื่อสถานการณ์ COVID-19 คลี่คลาย และคำสั่งซื้อลดลงกลับสู่ระดับปกติ อย่างไรก็ตามประมาณการของเรายังมี Upside 2 ข้อคือ 1. หากบริษัทสามารถขยายตลาดได้สำเร็จตามแผนในช่วง 2H21 อาจช่วยหนุนให้กำไรปี 2021 ดูดีกว่าที่เราคาดไว้ที่ 281 ล้านบาท (-9.6% Y-Y) และ 2. บริษัทอยู่ระหว่างศึกษาและพิจารณาทำขอสปรงรที่มีส่วนผสมของกัญชง ทั้งนี้เราได้เห็นสินค้ากลุ่มชอสที่มีส่วนผสมของกัญชงเริ่มมีการวางขายในต่างประเทศแล้ว และเชื่อว่าบริษัทมีศักยภาพที่จะเข้าสู่ธุรกิจปลายน้ำได้ รวมถึงมองเห็น Opportunity การมี Product ใหม่สำหรับตลาดส่งออก ซึ่งเป็นตลาดหลักเกือบทั้งหมดในปัจจุบันของบริษัท และเป็นตลาดที่คุ้นเคยกับผลิตภัณฑ์อาหารที่มีส่วนผสมของกัญชงอยู่แล้ว เพราะได้รับอนุญาตให้ใช้ได้อย่างถูกกฎหมายก่อนประเทศไทย ถือเป็น Upside ต่อประมาณการในอนาคต

Company Overview

XO ดำเนินธุรกิจผลิตและจำหน่ายเครื่องปรุงรส และเครื่องประกอบอาหาร ส่วนใหญ่เป็นการจำหน่ายภายใต้ตราสินค้าของตนเองเป็นหลัก เช่น EXOTIC Food, Thai Pride, Flying Goose เป็นต้น และเป็นการขายขาดให้กับลูกค้าที่ซื้อสินค้าโดยตรงจากบริษัท ซึ่งได้แก่ ผู้นำเข้า และผู้จัดจำหน่ายในประเทศต่างๆ ปัจจุบันมีสินค้ากว่า 700 SKUs และส่งขายไปยังประเทศต่างๆกว่า 60 ประเทศทั่วโลก โดยเป็นการขายไปยังยุโรปสัดส่วน 81.6% รองมาคือ โอเชียเนีย 7.9%, เอเชีย 7.3%, อเมริกา 1.8% และแอฟริกา 1.4%

ประเภทรายได้	ปี 2561		ปี 2562	
	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ
รายได้จากการขาย ⁽¹⁾				
1. ผลิตภัณฑ์เครื่องปรุงรสและน้ำจิ้มต่างๆ	912.60	79.43	804.43	80.50
2. ผลิตภัณฑ์เครื่องปรุงแกงและเครื่องประกอบอาหาร	126.64	11.02	100.33	10.04
3. ผลิตภัณฑ์เครื่องดื่ม	16.97	1.48	7.24	0.72
4. ผลิตภัณฑ์อาหารสำเร็จรูปพร้อมรับประทาน	18.16	1.58	11.49	1.15
5. ผลิตภัณฑ์อาหารกึ่งสำเร็จรูปและสำเร็จรูปอื่นๆ	70.62	6.15	67.23	6.73
รวมรายได้จากการขายสินค้า	1,144.99	99.66	990.72	99.14
รายได้อื่น ⁽²⁾	3.93	0.34	8.55	0.86
รวมรายได้ทั้งหมด	1,148.29	100.00	999.27	100.00



ปัจจุบันบริษัทมีโรงงาน 2 แห่ง ตั้งอยู่ที่นิคมอุตสาหกรรมแหลมฉบัง จ.ชลบุรี และนิคมอุตสาหกรรมอมตะซิตี้ จ.ระยอง

Valuation Methodology

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ XO โดยอิง Target PE ที่ 20 เท่า ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยในอดีต ถือว่าเหมาะสม และ Conservative เพราะต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของบริษัทที่ทำซอส และเครื่องปรุงรสทั่วโลก

ESG

Environment

- XO มีเจตนารมณ์ในการรักษาสิ่งแวดล้อมโดยรอบบริษัท รวมทั้งป้องกันมลพิษโดยจัดให้มีบ่อบำบัดน้ำเสียก่อนปล่อยออกนอกโรงงาน และควบคุมให้อยู่ในเกณฑ์มาตรฐาน คำนึงถึงผลกระทบต่อชุมชนโดยรอบ
- บริษัทฯ ให้ความสำคัญกับการใช้วัสดุสิ้นเปลืองที่กระทบต่อสิ่งแวดล้อม เช่น ลดปริมาณการใช้กระดาษในการปฏิบัติงานโดยใช้กระดาษ Reuse การรณรงค์ให้มีการปิดไฟ ปิดเครื่องปรับอากาศวันละ 1 ชั่วโมง ในช่วงเวลาพักกลางวัน รวมทั้งรณรงค์การใช้พลังงานอย่างคุ้มค่าและมีประสิทธิภาพภายในองค์กร

Social

- บริษัทฯ มุ่งเน้นรับผิดชอบต่อความปลอดภัยของสินค้าที่ทำการผลิต และได้รับการรับรองโดยระบบมาตรฐานคุณภาพด้านอาหารได้แก่ GMP HACCP BRC IFS HALAL ISO 22000:2005 ISO 9001:2015 และ FSSC 22000 รวมถึงยังพัฒนาสินค้าที่ใช้วัตถุดิบจากธรรมชาติ หลีกเลี่ยงการใช้วัตถุดิบที่ได้จากการสังเคราะห์จากสารเคมีมาเป็นวัตถุดิบผสม โดยเน้นสุขภาพของผู้บริโภคเป็นสำคัญ
- บริษัทฯ ได้คำนึงถึงสภาพแวดล้อม และสังคมส่วนรวม โดยได้เข้าร่วมและจัดทำโครงการต่างๆ เช่น กิจกรรมมอบทุนการศึกษาแก่นักเรียนพนักงานที่มีผลการเรียนดี, บริจาคผลิตภัณฑ์ให้กับมูลนิธิ Scholars of Sustenance, กิจกรรมปล่อยพันธุ์สัตว์น้ำเฉลิมพระเกียรติ, กิจกรรมปลูกป่าเฉลิมพระเกียรติ เป็นต้น

Governance

- ปัจจุบันบริษัทมีคณะกรรมการ 10 คน ในจำนวนนี้มีกรรมการอิสระ 6 คน ซึ่งมากกว่าครึ่งหนึ่งของจำนวนกรรมการทั้งหมด สอดคล้องตามเกณฑ์ เพื่อเป็นการถ่วงดุลอำนาจของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในการออกเสียง และสอบทานการบริหารของฝ่ายบริหารอย่างโปร่งใส
- บริษัทฯ ห้ามมิให้ผู้บริหารที่รู้ข้อมูลภายในที่สำคัญของบริษัทฯ ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทฯ ในช่วงระยะเวลา 1 เดือน ก่อนการเปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณะชน
- บริษัทฯ ดำเนินกิจการตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยมีแนวทางปฏิบัติดังนี้ 1. การประกอบกิจการด้วยความเป็นธรรม 2. การต่อต้านทุจริตคอร์รัปชัน 3. การเคารพสิทธิมนุษยชน 4. การปฏิบัติตามแรงงานอย่างเป็นธรรม 5. ความรับผิดชอบต่อผู้บริโภค 6. การดูแลรักษาสิ่งแวดล้อม 7. การร่วมพัฒนาชุมชนหรือสังคม 8. การมีนวัตกรรมและเผยแพร่นวัตกรรม

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน

บริษัทมีรายได้ส่วนใหญ่เป็นการส่งออกสัดส่วนราว 99% ของรายได้รวม โดยเป็นการขายในรูปสกุลเงินบาท 73% รองมาคือ EUR 20% และอีก 7% เป็น USD ในขณะที่การสั่งซื้อวัตถุดิบส่วนใหญ่เป็นการซื้อในประเทศ มีการนำเข้าเพียงบางส่วน ดังนั้นจึงมีความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนในกรณีที่ค่าเงินบาทแข็งค่าราว 27% ของรายได้ อย่างไรก็ตาม หากค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้นมากและกินระยะเวลานาน อาจทำให้บริษัทเผชิญความเสี่ยงในรายได้ที่เป็นสกุลบาท เพราะมีความเป็นไปได้ที่จะถูกลูกค้าเจรจาต่อรองขอปรับลดราคาขายที่สุด

ความเสี่ยงจากการจัดการวัตถุดิบ

วัตถุดิบหลักที่ใช้ส่วนใหญ่เป็น สินค้าในภาคเกษตรกรรม เช่น พริก น้ำตาล และกระเทียม ซึ่งปริมาณผลผลิตขึ้นอยู่กับสภาพภูมิอากาศ และฤดูกาล ส่งผลให้มีความเสี่ยงจากการขาดแคลนวัตถุดิบ รวมถึงความเสี่ยงในกรณีที่ราคาวัตถุดิบปรับตัวสูงขึ้น เพราะจะกระทบต่อต้นทุนการผลิตและผลประกอบการของบริษัทได้

ความเสี่ยงจากมาตรการและอุปสรรคทางการค้าจากประเทศผู้นำเข้า

เนื่องจากกลุ่มลูกค้าหลักของบริษัทได้แก่ กลุ่มประเทศยุโรป และสหรัฐ ซึ่งเป็นกลุ่มที่มีระเบียบมาตรฐานสูงทั้งทางด้านสาธารณสุข คุณภาพ และความปลอดภัย กฎหมาย และสิ่งแวดล้อม จึงมีความเสี่ยงที่บริษัทจะถูกกีดกันทางการค้าจากมาตรการและอุปสรรคทางการค้าที่มีใช้ภายในประเทศผู้นำเข้า โดยเฉพาะกฎเกณฑ์เกี่ยวกับสารที่ก่อให้เกิดภูมิแพ้ ยาฆ่าแมลง การปนเปื้อน และมาตรฐานฉลากสินค้า เป็นต้น

ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงลูกค้ารายใหญ่ หรือน้อยราย

บริษัทมีลูกค้ารายใหญ่ 3 ราย คิดเป็นสัดส่วนรวมกันราว 51% ของรายได้ปี 2019 ซึ่งเป็นผู้จัดจำหน่ายในทวีปยุโรป ดังนั้นหากลูกค้ารายใดรายหนึ่งชะลอหรือหยุดการสั่งซื้อสินค้าจากบริษัท อาจกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญได้

ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงการจำหน่ายสินค้าไปยังประเทศในทวีปยุโรป

บริษัทมีความเสี่ยงจากการจำหน่ายสินค้าไปยังทวีปยุโรปเป็นหลักสัดส่วนราว 81% ของรายได้รวมปี 2019 ซึ่งหากประเทศคู่ค้าประสบปัญหาหรือมีนโยบายลดความสัมพันธ์ทางการค้าระหว่างประเทศกับประเทศไทยลง อาจส่งผลให้ผลให้บริษัทไม่สามารถส่งออกสินค้าไปยังประเทศดังกล่าวได้ตามปกติ และอาจกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Revenue	1,145	991	1,282	1,317	1,409
Cost of sales	711	639	773	803	853
Gross profit	434	351	510	514	557
SG&A	201	236	192	224	240
Operating profit	234	116	318	290	317
Other income	4	8	5	6	6
EBIT	237	123	323	296	323
EBITDA	276	170	371	348	380
Interest charge	2	2	2	2	1
Tax on income	13	0	12	9	10
Earnings after tax	222	121	309	286	312
Minority interest	0	0	0	0	0
Normalized earnings	222	121	309	286	312
Extraordinary items	0	1	2	0	0
Net profit	222	122	312	286	312

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Net profit	222	122	312	286	312
Deprec. & amortization	39	47	48	52	57
Change in working capital	90	-111	29	-60	-7
Other adjustments	0	-1	-2	0	0
Cash flow from operations	351	57	387	278	362
Capital expenditure	-124	-22	-30	-80	-100
Others	2	-43	-40	0	0
Cash flow from investing	-122	-66	-70	-80	-100
Free cash flow	228	-9	317	197	262
Net borrowings	-13	-16	4	-1	0
Equity capital raised	7	280	0	0	0
Dividends paid	-71	-327	-187	-171	-187
Others	4	-1	-9	-6	0
Cash flow from financing	-73	-64	-192	-178	-187
Net change in cash	155	-73	125	19	75

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Cash	264	191	319	338	412
Accounts receivable	80	77	98	101	108
Inventory	88	88	116	121	128
Other current assets	3	3	4	4	4
Total current assets	436	359	538	564	652
Investments	0	44	80	80	80
Plant, property & equipment	542	518	499	527	570
Other assets	14	13	14	15	17
Total assets	992	934	1,131	1,186	1,319
Short-term loans	0	0	0	0	0
Accounts payable	215	105	185	132	140
Current maturities	21	19	11	5	5
Other current liabilities	6	1	1	1	1
Total current liabilities	243	125	197	138	147
Long-term debt	23	5	7	6	6
Other non-current liab.	1	2	1	1	1
Total non-current liab.	24	8	8	8	8
Total liabilities	266	133	206	146	154
Registered capital	212	213	213	213	213
Paid up capital	177	212	213	213	213
Share premium	131	375	375	375	375
Legal reserve	21	21	21	21	21
Retained earnings	397	192	317	431	556
Minority Interests	0	0	0	0	0
Shareholders' equity	725	801	926	1,040	1,165

Important Ratios (Consolidated)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Growth (%)					
Revenue	21.2	-13.5	29.4	2.7	7.0
EBITDA	170.8	-38.2	117.9	-6.1	9.1
Net profit	275.9	-45.0	155.7	-8.5	9.1
Normalized earnings	273.2	-45.4	155.6	-7.7	9.1
Profitability (%)					
Gross profit margin	37.9	35.5	39.7	39.0	39.5
EBITDA margin	24.1	17.2	28.9	26.5	27.0
EBIT margin	20.7	12.5	25.2	22.5	22.9
Normalized profit margin	19.4	12.2	24.1	21.7	22.1
Net profit margin	19.4	12.3	24.3	21.7	22.1
Normalized ROA	22.3	13.0	27.4	24.1	23.6
Normalize ROE	30.6	15.1	33.4	27.5	26.8
Normalized ROCE	31.7	15.3	34.5	28.2	27.5
Risk (x)					
D/E	0.4	0.2	0.2	0.1	0.1
Net D/E	0.0	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2
Net debt/EBITDA	0.3	0.4	-0.3	-0.5	-0.7
Per share data (Bt)					
Reported EPS	0.63	0.29	0.73	0.67	0.73
Normalized EPS	0.63	0.29	0.73	0.67	0.73
EBITDA	0.78	0.40	0.87	0.82	0.89
Book value	1.71	1.88	2.18	2.45	2.74
Dividend	0.87	0.16	0.44	0.40	0.44
Par	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Valuations (x)					
P/E	21.0	46.0	18.0	19.7	18.0
Norm P/E	21.1	46.3	18.1	19.7	18.0
P/BV	7.7	7.0	6.1	5.4	4.8
EV/EBITDA	17.2	33.4	14.8	15.6	14.1
Dividend yield (%)	6.6	1.2	3.3	3.1	3.3

Source: Company data, FSS research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดี ออฟฟิศ แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-658-9000, 02-658-9500	สำนักงานอัลมาลิ่งค์ 25 อาคารอัลมาลิ่งค์ ชั้น 9,14,15 ช.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 บางกระบือ 3105 อาคารเอ็มมาร์ค 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 มินท์ ทาวเวอร์ ชั้น 6 (ห้องเลขที่ 601), 7, 8 และ 9 อาคาร มินท์ ทาวเวอร์ เลขที่ 719 ถนนบรรทัดทอง แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-680-0700	สาขา สิ้นธร 1 130-132 อาคารสิ้นธร ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100	สาขา เคียนหวน (สิ้นธร 2) 140/1 อาคารเคียนหวน 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 อาคารทีเอสโกทาวเวอร์ 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 บูติลเลขที่ 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 (ฝั่งริมฝั่งแก่นนคร) ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น 043-058-925	สาขา อุดรธานี 197/29, 213/3 ถ.อุดรชัย ถ. หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี 042-245-589	สาขา เชียงใหม่ 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.หลวงพ่อดำคลอง ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต 076-210-499	สาขา หาดใหญ่ 106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย 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 สุราษฎร์ธานี 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี 077-222-595
สาขา บิดดาปี 300/69-70 หมู่ 4 ต.รูสมะมีแล อ.เมือง จ.บิดดาปี 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" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เราเชื่อหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อการเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ตัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ AAV, ADVANC, AEONTS, AMATA, ANAN, AOT, AP, BANPU, BBL, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEAUTY, BEC, BEM, BGRIM, BH, BJC, BLAND, BPP, BTS, CBG, CENTEL, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DTAC, EA, EGCO, EPG, ERW, ESSO, GFPT, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMT, KBANK, KCE, KKP, KTB, KTC, LH, MAJOR, MBK, MEGA, MINT, MTC, ORI, OSP, PLANB, PRM, PSH, PS, 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 เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (“บริษัทจดทะเบียน”) เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)

- ข้อมูล CG Score ประจำปี 2563 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 24 มิถุนายน 2562) มี 2 กลุ่ม คือ
 - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
 - ได้รับการรับรอง CAC