

NSL (NSL TB)

บมจ. เอ็นเอสแอล ฟู้ดส์

Current	Previous	IPO Price	2021 TP	Exp Return	THAI CAC	CG 2020
BUY	--	12.0	15.7	+30.8%	N/A	N/R

IPO details

ผู้ออกหลักทรัพย์	NSL
จำนวนหุ้น IPO (ล้านหุ้น)	75 ล้านหุ้น
มูลค่าหุ้นที่ตราไว้ (บาท)	1.00
ระยะเวลาจองซื้อ	na
วันที่เริ่มทำการซื้อขาย	na
ที่ปรึกษาทางการเงิน	บริษัท ที่ปรึกษา เอเซียพลัส จำกัด
ผู้จัดการการจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่าย	ASPS
Sector	Food

Consolidated earnings

BT (mn)	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	2,923	3,461	3,968	4,392
Normalized profit	151	226	272	321
Net profit	151	226	272	321
EPS (Bt) - norm	0.67	0.75	0.91	1.07
EPS (Bt)- reported	0.68	0.75	0.91	1.07
% growth y-y	-26.0	10.9	20.5	17.7
Dividend/share (Bt)	0.04	0.38	0.45	0.53
BV/share (Bt)	2.02	4.64	5.10	5.63
EV/EBITDA (x)	11.9	9.3	8.0	6.9
PER (x) - norm	17.8	15.9	13.2	11.2
PER (x)	17.6	15.9	13.2	11.2
PBV (x)	5.9	2.6	2.4	2.1
Dividend yield (%)	0.4	3.1	3.8	4.5
Norm ROE (%)	33.3	16.2	17.8	19.0
YE No. of shares (million)	225	300	300	300
Par (Bt)	1.0	1.0	1.0	1.0

Source: Company data, Finansia estimates

หมายเหตุ : บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) เป็นผู้จัดทำรายงานและรับประกันการจำหน่ายหุ้นสามัญของบริษัท เอ็นเอสแอล ฟู้ดส์ จำกัด (มหาชน) ที่เสนอขายต่อประชาชนเป็นครั้งแรก (IPO)

Analyst: Sureeporn Teewasuwet

Register No.: 040694

Tel.: +662 646 9972

email: sureeporn.t@fnsyrus.com

www.fnsyrus.com

 Finansia Syrus Securities

 Finansia

 @fnsyrus

ผู้ผลิตและจำหน่ายเบเกอรี่รายหลักใน 7-11ทั่วประเทศ

NSL ผู้พัฒนาและผลิตแซนวิชชอว์ร่อนประกอบเสร็จเป็นเจ้าแรก ปัจจุบันเป็นผู้ผลิตรายหลักทั้งแซนวิชชอว์ร่อน แซนวิชพร้อมทาน และอาหารรองท้องให้กับแบรนด์ของ CPALL ทำให้มีจุดแข็งได้เปรียบคู่แข่ง ด้วยช่องทางการจำหน่ายใน 7-11 ทั่วประเทศ แม้สัดส่วนรายได้จาก CPALL จะค่อนข้างสูงในปัจจุบัน แต่บริษัทปิดความเสี่ยงด้วยการทำ MOU มีข้อตกลงว่า CPALL จะไม่ซื้อสินค้าที่มีลักษณะเดียวกันกับสินค้าที่พัฒนาร่วมกันกับ NSL จากผู้ขายรายอื่น และยังมีแผนเพิ่มสัดส่วนรายได้ Non 7-11 จากการพัฒนาสินค้าใหม่ Ready to eat และกลุ่ม Food Services ที่จะกลับมาฟื้นตัวในปีนี้ หลังจากเพิ่งซื้อเข้ามาช่วง 2H19 และถูกกระทบจาก COVID-19 ในปี 2020 เราคาดกำไรสุทธิปี 2021 จะกลับมาได้ 49.3% Y-Y และคาดกำไรในช่วง 3 ปีโตเฉลี่ย 19.1% CAGR ประเมินราคาเป้าหมายปี 2021 เท่ากับ 15.7 บาท (อิง PE 21 เท่า)

ผู้ผลิตและจำหน่ายเบเกอรี่ อาหารรองท้อง

NSL ประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายสินค้าเบเกอรี่ อาหารรองท้อง (แบรนด์ของ CPALL อาทิ EZY Taste, EZY Sweet, 7 Fresh), ขนมขบเคี้ยว (แบรนด์ของ NSL) และธุรกิจ Food Services (ประเภทอาหารทะเล ปลาชนิดต่างๆ เนื้อสัตว์ ผักแช่แข็ง) รายได้ส่วนใหญ่เป็นการขายในประเทศเป็นหลัก โดยมีสัดส่วนลูกค้ารายใหญ่คือ CPALL และมีขายสินค้า Food Services ให้กับกลุ่มลูกค้า HoReCa รวมถึง Modern Trade รายอื่น ปัจจุบันมีโรงงาน 4 แห่งตั้งอยู่ที่ชลบุรี และนนทบุรี

จุดแข็งคือความเชี่ยวชาญในธุรกิจ และมีช่องทางจำหน่ายมากที่สุดภายในไทย

บริษัทถือเป็นผู้พัฒนาและผลิตแซนวิชชอว์ร่อนประกอบเสร็จเจ้าแรก ได้เริ่มจำหน่ายให้กับ CPALL ตั้งแต่ปี 2009 ถือว่ามีความเชี่ยวชาญเป็นอย่างดี บริษัทมีสัดส่วนรายได้ขายให้กับ CPALL รว 94.3% ของรายได้ปี 2020 ซึ่งเรามองเป็นจุดแข็งของบริษัทจากการมีช่องทางจำหน่ายผ่านร้านสะดวกซื้อที่มีสาขามากที่สุดในไทยราว 1.2 หมื่นสาขา และยังมีแผนเปิดสาขาใหม่ปีละไม่น้อยกว่า 700 สาขา ในขณะที่มีการปิดความเสี่ยงด้วยการเซ็น MOU ทำข้อตกลงทางการค้ากับ CPALL ฉบับปัจจุบันครอบคลุมเวลา 7 ปีไปจนถึงปี 2026 และยังมีแผนเพิ่มสัดส่วนรายได้ Non 7-11 ให้มากขึ้นโดยมีเป้าหมายที่ 30% ของรายได้ภายใน 5 ปีข้างหน้า

คาดกำไรจะกลับมาเติบโตอีกครั้งในปี 2021 และมีแผนพัฒนาสินค้าใหม่

ภายหลังสถานการณ์ COVID-19 คลี่คลาย ทำให้การจับจ่ายใช้สอยกลับมาฟื้นตัว เราคาดรายได้ปี 2021 จะกลับมาเติบโตใกล้เคียงกับช่วงก่อน COVID-19 อีกครั้ง นอกจากนี้ยังมีแผนพัฒนาสินค้าใหม่ Ready to eat โดยปีนี้จะใช้กำลังการผลิตเดิมที่รองรับได้ ร่วมกับการว่าจ้าง OEM สำหรับเทคโนโลยีที่บริษัทยังไม่มีเครื่องจักรรองรับและหากได้ผลตอบรับเป็นที่น่าพอใจ กอปรกับ COVID-19 คลี่คลายได้เร็ว บริษัทมีแผนลงทุนก่อสร้างโรงงานแห่งใหม่ (บนพื้นที่โรงงานเดิม) คาดใช้เวลาก่อสร้างราว 12 เดือน ทั้งนี้เราคาดว่าบริษัทจะเริ่มรับรู้รายได้ Ready to eat ได้อย่างเร็วใน 2H21 รวมถึงคาดอัตรากำไรขั้นต้นจะมีพัฒนาการที่ดีขึ้น ภายหลังมีการปรับปรุงต้นทุนในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา เราจึงคาดกำไรสุทธิปี 2021 จะกลับมาได้ราว 49.3% Y-Y เป็น 226 ล้านบาท และคาดกำไรปี 2021-2023 จะโตเฉลี่ยปีละ 19.1% CAGR

ประเมินราคาเป้าหมายปี 2021 เท่ากับ 15.7 บาท

เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2021 ของ NSL เท่ากับ 15.7 บาท อิงวิธี Relative PE ที่ 21 เท่า เทียบเคียงกับ PE เฉลี่ยของ TACC แม้ประกอบธุรกิจเครื่องดื่ม ต่างจาก NSL ที่เป็นกลุ่มอาหาร แต่ทั้ง 2 บริษัทมีโมเดลธุรกิจคล้ายคลึงกัน ทั้งนี้ Target PE 21 เท่า สูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มอาหาร Food Processor ที่ 17.5 เท่า แต่เรามองเหมาะสมกับ NSL ที่มีจุดแข็งจากการมีความสัมพันธ์ที่มายาวนานกับ CPALL และมีช่องทางการจำหน่ายทั่วประเทศ ถือเป็นข้อได้เปรียบเหนือคู่แข่ง และหากเทียบกับอัตราการเติบโตของกำไรเฉลี่ย 3 ปี สามารถ Implied เป็น PEG อยู่ที่เพียง 1.2 เท่า

Company Overview

NSL ประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายสินค้าเบเกอรี่ อาหารรองท้อง ขนมขบเคี้ยว และธุรกิจ Food Services โดยแบ่งรายได้ออกเป็น 4 กลุ่มหลัก ได้แก่ 1. กลุ่มเบเกอรี่และรองท้อง ส่วนใหญ่เป็นการขายผ่านร้าน 7-11 ภายใต้แบรนด์ EZY Taste, EZY Sweet, 7 Fresh เป็นต้น 2. กลุ่มขนมขบเคี้ยว (NSL Brand) 3. กลุ่ม Food Services และ 4. กลุ่ม OEM ขายเศษขนมปัง และอื่นๆ

บริษัทมี CPALL เป็นลูกค้าหลักด้วยสัดส่วนรายได้สิ้นปี 2020 ที่ 94% ของรายได้จากการขาย และอยู่ระหว่างพัฒนาสินค้าใหม่ๆ รวมถึงขยายช่องทางจำหน่าย เพื่อเพิ่มสัดส่วนรายได้ Non 7-11 มากขึ้นในอนาคต

ประเภทรายได้	ปี 2562		ปี 2563	
	ล้านบาท	%	ล้านบาท	%
รายได้จากการขาย	3,370.5	99.9%	2,923.2	99.8%
- เบเกอรี่และรองท้อง	3,257.8	96.6%	2,759.5	94.3%
- ขนมขบเคี้ยวแบรนด์ของ NSL	18.6	0.6%	15.6	0.5%
- Food Services	76.0	2.3%	132.6	4.5%
- OEM, ขายเศษขนมปังและอื่นๆ	18.0	0.5%	15.5	0.5%
รายได้อื่น	3.0	0.1%	4.4	0.2%
รายได้รวม	3,373.5	100.0%	2,927.6	100.0%

ปัจจุบันบริษัทมีโรงงาน 4 แห่งตั้งอยู่ที่ อมตะนคร จ.ชลบุรี 2 แห่ง (โรงงานเบเกอรี่) และบางบัวทอง จ.นนทบุรี 2 แห่ง (โรงผลิตไส้เบเกอรี่, แปรรูปปลา อาหารทะเล และคลังสินค้า)

Valuation Methodology

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ NSL ด้วยวิธี Relative PE โดยอิง PE ที่ 21 เท่า ใกล้เคียง PE เฉลี่ย 5 ปีย้อนหลังของ TACC ที่มีลูกค้าหลักคือ CPALL โดยมีสัดส่วนรายได้สูงกว่า 90% เช่นเดียวกัน และ Target PE ที่ 21 เท่า ถือว่าสูงกว่า PE เฉลี่ยของกลุ่มอาหารที่ 17.5 เท่า แต่เรามองว่า PE ดังกล่าวเหมาะสมกับ NSL ที่มีจุดแข็งจากการมีความสัมพันธ์ที่ดีมายาวนานกับ CPALL ถือเป็นข้อได้เปรียบเหนือคู่แข่ง และหากเทียบกับอัตราการเติบโตของกำไรเฉลี่ย 3 ปีที่ 19.1% CAGR สามารถ Implied เป็น PEG อยู่ที่เพียง 1.2 เท่า ถือว่าไม่สูง

ESG

Environment

- NSL ได้ให้ความสำคัญกับความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม โดยโรงงานของบริษัททุกแห่ง มีการควบคุมผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมตลอดกระบวนการผลิต มีการกำหนดให้มีการบำบัดน้ำเสีย เช่น บ่อดักไขมันสำหรับการดักเศษอาหาร ตะกอน และไขมันจากกระบวนการผลิตก่อนจะปล่อยลงท่อระบายน้ำ วัดคุณภาพของน้ำทิ้งที่ปล่อยออกนอกโรงงาน นำในรำนน้ำฝน ฝุ่นละออง ความร้อน ความดังของเสียง ได้มีการปฏิบัติตามอย่างเคร่งครัดตามมาตรฐานของกรมอุตสาหกรรมและมาตรฐานสากล รวมถึงมาตรการระบบการจัดการสิ่งแวดล้อม ISO 14001
- สำหรับขยะทั้งในบริเวณโรงงานและพื้นที่รอบๆโรงงาน บริษัทมีการจัดการขยะโดยส่วนที่สามารถกำจัดได้เอง บริษัทจะทำลายทิ้งอย่างถูกวิธี สำหรับส่วนที่ไม่สามารถกำจัดได้เอง เช่น ขยะอันตรายต่างๆ บริษัทจะส่งให้ผู้รับกำจัดนำไปกำจัดอย่างถูกต้องตามกฎหมายต่อไป

Social

- บริษัทให้ความสำคัญกับการพัฒนาความรู้และศักยภาพของพนักงาน เพื่อให้มีโอกาสเติบโตก้าวหน้าภายในองค์กร และมีความมั่นคงในการทำงาน โดยสนับสนุนให้พนักงานได้รับการอบรมสัมมนา ที่จัดโดยหน่วยงานภายนอกได้ ถือเป็นสร้างพนักงานที่มีประสิทธิภาพให้กับองค์กรและสังคมต่อไป
- บริษัทให้ความสำคัญกับการเคารพสิทธิมนุษยชน สร้างความเสมอภาคอย่างเท่าเทียมกันทั้งภายในองค์กรและภายนอกองค์กร โดยดูแลไม่ให้ธุรกิจของ NSL เข้าไปมีส่วนเกี่ยวข้องกับการละเมิดสิทธิเสรีภาพของบุคคลทั้งทางตรงและทางอ้อม เช่น ไม่สนับสนุนการบังคับใช้แรงงานต่อต้านการใช้แรงงานเด็ก ให้ความสำคัญเพื่อผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายด้วยความเป็นธรรม

Governance

- คณะกรรมการบริษัทได้ปฏิบัติตามกฎหมาย วัตถุประสงค์ ข้อบังคับ และมติประชุมผู้ถือหุ้น รวมทั้งได้ยึดถือแนวทางการกำกับดูแลกิจการตามหลักที่ดีของบริษัทจดทะเบียน ภายใต้หลักธรรมาภิบาลการกำกับดูแลกิจการที่ดี กฎระเบียบ และข้อปฏิบัติของตลาด และกลต. เพื่อใช้เป็นกรอบแนวทางในการดำเนินธุรกิจ โดยคณะกรรมการบริษัทจะมีการทบทวนและปรับปรุงทุกปีเพื่อให้เหมาะสมกับสภาพการณ์ที่เปลี่ยนแปลงไป รวมถึงการให้ความสำคัญในการนำไปปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นทุกภาคส่วนอย่างเป็นธรรม เท่าเทียมกัน มีความโปร่งใส และเสนอข้อมูลอย่างถูกต้องและเพียงพอ
- ปัจจุบันบริษัทมีคณะกรรมการ 8 คน ประกอบด้วย กรรมการที่เป็นผู้บริหาร 4 คน และกรรมอิสระ 4 คน ถือว่าไม่น้อยกว่า 1 ใน 3 ของจำนวนกรรมการทั้งหมด สอดคล้องตามเกณฑ์ เพื่อเป็นการถ่วงดุลอำนาจของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในการออกเสียง และสอบทานการบริหารของฝ่ายบริหารอย่างโปร่งใส
- บริษัทมีนโยบายห้ามไม่ให้กรรมการ ผู้บริหาร และผู้ทราบข้อมูลภายในที่เป็นสาระสำคัญซึ่งมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ทำการซื้อ ขาย เสนอซื้อ หรือเสนอขาย ในช่วงเวลาก่อนเผยแพร่ทางการเงินอย่างน้อย 30 วันล่วงหน้าก่อนเปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณชน และควรรออีกอย่างน้อย 24 ชั่วโมงภายหลังการเปิดเผยข้อมูลให้แก่สาธารณชนแล้ว

ลักษณะการประกอบธุรกิจ

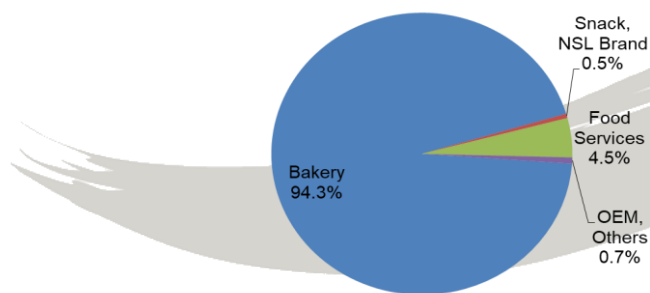
NSL ผู้พัฒนาและผลิตแซนด์วิชอบร้อนประกอบเสร็จเป็นเจ้าแรก

ในปี 2003 คุณสมชาย อัครปิยานนท์ ได้ก่อตั้ง บจ. โดเมคเกอร์ (Dough Maker) เริ่มต้นธุรกิจด้วยการผลิตสินค้าอาหารตามความต้องการของลูกค้า เช่น อาหารกล่องแช่แข็ง ถัดมาเมื่อธุรกิจเบเกอรี่พร้อมรับประทานเริ่มเติบโตควบคู่กับสาขาของร้านสะดวกซื้อ ทำให้ผู้บริหารตัดสินใจมุ่งเน้นผลิตสินค้าเบเกอรี่เพียงด้านเดียว จึงได้จัดตั้ง NSL โรงงานแห่งที่ 2 ในปี 2006 และได้มีการรับโอนกิจการ Dough Maker เข้ามาในปี 2018 ถัดมาในปี 2019 บริษัทได้เข้าซื้อธุรกิจ Food Services จาก บจ. ควอลิตี้ฟู้ด สเปเชียลตี้ QFS

ปัจจุบัน NSL ประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายสินค้าเบเกอรี่ อาหารรองท้อง ขนมขบเคี้ยว และธุรกิจ Food Services ซึ่งมี CPALL เป็นลูกค้ารายใหญ่มีสัดส่วนรายได้สิ้นปี 2020 รวบรวม 94.3% ของรายได้รวม โดยแบ่งรายได้ของบริษัทออกเป็น 4 กลุ่มหลักดังนี้

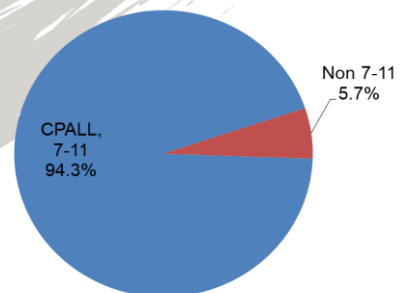
1. กลุ่มเบเกอรี่และรองท้อง (สัดส่วนรายได้ปี 2020 เท่ากับ 94.3% ของรายได้จากการขาย)
2. กลุ่มขนมขบเคี้ยวแบรนด์ NSL (สัดส่วนรายได้ปี 2020 เท่ากับ 0.5% ของรายได้จากการขาย)
3. กลุ่มธุรกิจ Food Services (สัดส่วนรายได้ปี 2020 เท่ากับ 4.5% ของรายได้จากการขาย)
4. กลุ่ม OEM ขายเศษขนมปังและอื่นๆ (สัดส่วนรายได้ปี 2020 เท่ากับ 0.7% ของรายได้จากการขาย)

รายได้การขายแบ่งตามกลุ่มสินค้าปี 2020



Source: Company Data

รายได้การขายแบ่งตามกลุ่มลูกค้าปี 2020



Source: Company Data

กลุ่มเบเกอรี่และรองท้อง ได้แก่ เบเกอรี่ที่มีวัตถุดิบหลักเป็นแป้งสาลี เนย แป้งขนมปัง ประกอบด้วยเบเกอรี่กลุ่มอบร้อนที่ต้องนำเข้าอบในเครื่องอบแซนด์วิช เบเกอรี่กลุ่มอุ่นร้อนที่ต้องนำเข้าอุ่นในเครื่องไมโครเวฟ และเบเกอรี่ที่สามารถพร้อมรับประทานได้เลย ซึ่งเป็นกลุ่มที่บริษัทเริ่มพัฒนาตั้งแต่ปี 2003 และมีความเชี่ยวชาญเป็นอย่างดี บริษัทถือเป็นผู้พัฒนาและผลิตแซนด์วิชอบร้อนประกอบเสร็จเป็นเจ้าแรก ส่วนสินค้ากลุ่มรองท้องได้แก่ สลัดทูน่า สลัดปูอัดไข่มุก โดยวางจำหน่ายในร้านสะดวกซื้อ 7-11 ทั่วประเทศเป็นหลัก ภายใต้แบรนด์ EZY Taste, EZY Sweet, 7 Fresh

กลุ่มขนมขบเคี้ยวแบรนด์ NSL เป็นขนมที่พัฒนาและผลิตภายใต้แบรนด์ NSL เอง เช่น พายมีไส้กล้วยใต้แบรนด์ Butterfin, ฟร็อกกรอบแบรนด์ ChiLee, พายแท่งกรอบแบรนด์ บั๊ท โน ขนมขบเคี้ยวเพื่อสุขภาพแบรนด์ Natural Bites โดยมีการจำหน่ายในช่องทางต่างๆ ทั้ง Modern Trade และ Traditional Trade

ตัวอย่างสินค้ากลุ่มเบเกอรี่และรองท้อง



Source: Company Website

ตัวอย่างสินค้ากลุ่มขนมขบเคี้ยวแบรนด์ NSL



Source: Company Website

ธุรกิจ Food Services จัดจำหน่ายปลา อาหารทะเล เนื้อสัตว์ สหรัย และผักต่างๆแช่แข็งและแปรรูป ซึ่งได้เริ่มลงทุนในปี 2019 เข้าซื้อธุรกิจ QFS แปรรูปเนื้อสัตว์ เช่น ขอดเกล็ด แลเป็นชิ้น ตัดเป็นขนาดต่างๆ บรรจุใส่บรรจุภัณฑ์หลากหลายขนาด พร้อมนำไปประกอบอาหาร ได้แก่ ปลาชนิดต่างๆ อาหารทะเล ผักแช่แข็ง รวมถึงการนำเข้าแปรรูป ตัดแต่ง บริการบรรจุหีบห่อ และติดแบรนด์ของลูกค้า เช่น My Choice ของ Tops โดยกลุ่มลูกค้าหลักคือ ผู้ประกอบการร้านอาหาร โรงแรม ผู้ให้บริการด้านจัดเลี้ยง (HoReCa) โรงเรียนนานาชาติ รวมถึง Modern trade ต่างๆ เป็นต้น

ตัวอย่างสินค้ากลุ่ม Food Services

			
เนื้อปลาแซลมอน	ผลิตภัณฑ์แบรนด์ Talley's	เนื้อวัวคาโงชิมะ วากิว ญี่ปุ่น	เนื้อวากิว ออสเตรเลีย
			
หอยเชลล์ USA	ปลาหิมะ OEM ให้แบรนด์ My Choice ของ TOPS	ปลาหิมะตัดเป็นชิ้น	ปลาแพงกาเซียส ดอร์รี่ OEM ให้แบรนด์ My Choice ของ TOPS

Source: Company Website

โรงงานผลิตและคลังสินค้าของ NSL

	ประเภทสินค้า	กำลังการผลิต	อัตราการใช้กำลังการผลิต 2019/2020
โรงงาน 1 - อมตะนคร ชลบุรี	เบเกอร์รี่	450,000 ชิ้นต่อวัน	78% / 58%
โรงงาน 2 - อมตะนคร ชลบุรี	เบเกอร์รี่	800,000 ชิ้นต่อวัน	37.5% / 28%
โรงงาน 3 - บางบัวทอง นนทบุรี	ไส้ของเบเกอร์รี่		
	-ประเภทเนื้อสัตว์	20,000 ชิ้นต่อวัน	25% / 11.5%
	-ประเภทไส้สินค้า	1,000 กก.ต่อวัน	30% / 32.5%
	แปรรูปปลา อาหารทะเล	1,000 กก.ต่อวัน	20% / 24.6%
โรงงาน 4 - บางบัวทอง นนทบุรี	คลังสินค้า	เก็บสินค้าแช่แข็ง 195 ตัน	ก่อสร้างเสร็จในปี 2020 และใช้กำลังการผลิตราว 74%

Source: Company Data

แนวโน้มอุตสาหกรรม และการแข่งขัน

คาดการณ์เศรษฐกิจไทย และการบริโภคจะกลับมาขยายตัวดีขึ้นในปี 2021

เนื่องจากโลกและประเทศไทยประสบปัญหาการระบาดของ COVID-19 ในปี 2020 ทำให้ GDP ของไทยหดตัวลง -6.1% Y-Y แต่ด้วยสถานการณ์ปัจจุบันที่เริ่มคลี่คลาย เริ่มมีการใช้วัคซีนมากขึ้นทั่วโลก รวมถึงประเทศไทย กอปรกับมาตรการกระตุ้นกำลังซื้อและการใช้จ่ายใช้สอย รวมถึงมาตรการหนุนการฟื้นตัวของภาคท่องเที่ยว โดยสภาพพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ (สศช.) คาดการณ์ GDP ปี 2021 จะกลับมาขยายตัวราว 2.5% - 3.5% Y-Y โดยคาดการณ์การบริโภคภาคเอกชนกลับมาฟื้นตัว 2% Y-Y จากที่ชะลอตัว -1% Y-Y ในปี 2020 และแรงขับเคลื่อนสำคัญอย่างการใช้จ่ายและการลงทุนจากภาครัฐยังถูกคาดการณ์เพิ่มขึ้นต่อเนื่อง +5.1% Y-Y และ +10.7% Y-Y ตามลำดับ ซึ่งจะช่วยให้หนุนให้การลงทุนภาคเอกชนกลับมาฟื้นตัวเช่นเดียวกัน +3.8% Y-Y และส่งผลดีต่อการจ้างงาน นำไปสู่ปริมาณเงินหมุนเวียนในระบบจากการใช้จ่ายใช้สอยที่มากขึ้น เป็นบวกต่อผู้ประกอบการอีกทางหนึ่ง

แนวโน้มเศรษฐกิจไทยปี 2021

(YoY)	ข้อมูลจริง			ประมาณการ ปี 2564	
	2561	2562	2563	ณ 16 พ.ย. 63	ณ 15 ก.พ. 64
การขยายตัวของ GDP	4.2	2.3	-6.1	3.5 - 4.5	2.5 - 3.5
การบริโภคภาคเอกชน	4.6	4.0	-1.0	2.4	2.0
การอุปโภคบริโภคภาคครัวเรือน	2.6	1.7	0.8	4.7	5.1
การลงทุนภาคเอกชน	4.1	2.7	-8.4	4.2	3.8
การลงทุนภาครัฐ	2.8	0.1	5.7	12.4	10.7
มูลค่าการส่งออก (รูปเงิน USD)	7.5	-3.3	-6.6	4.2	5.8
เงินเฟ้อ (%)	1.1	0.7	-0.8	0.7 - 1.7	1.0 - 2.0
ดุลบัญชีเดินสะพัด (%GDP)	5.6	7.0	3.3	2.6	2.3

Source: NESDB

สินค้ากลุ่มเบเกอรี่และกลุ่มอาหารรองท้องยังมีแนวโน้มการเติบโตต่อเนื่อง

อ้างอิงข้อมูลจากสถาบันอาหาร National Food Institute เปิดเผยมูลค่าตลาดขนมอบในประเทศไทยปี 2019 เติบโตราว 5% Y-Y โดยมีมูลค่าตลาดรวม 3.42 หมื่นล้านบาท และคาดการณ์อัตราการเติบโตในช่วงปี 2020-2024 จะยังเติบโตในอัตรา 5% ต่อปีอย่างต่อเนื่อง โดยมีหลายปัจจัยสนับสนุน อาทิ 1. พฤติกรรมของผู้บริโภคที่เปลี่ยนแปลงมีการเร่งรีบและต้องการความรวดเร็ว ทำให้ความนิยมในอาหารพร้อมทานปรับตัวสูงขึ้น 2. การขยายสาขาของร้านค้าปลีกสมัยใหม่ 3. วิถีชีวิตแบบสังคมเมือง ครอบครัวเดี่ยว และการอยู่คนเดียว ที่มีสัดส่วนเพิ่มสูงขึ้นต่อเนื่อง และ 4. ผู้ผลิตต่างแข่งขันในการพัฒนาสูตร รสชาติ รวมถึงรูปลักษณ์ บรรจุภัณฑ์ ให้มีความโดดเด่น สะดุดตา รวมถึงกระแสสุขภาพก็เป็นที่นิยมมากขึ้น เริ่มตั้งแต่มีกฎหมายในปี 2018 ห้ามผลิตและนำเข้าผลิตภัณฑ์ที่มีไขมันทรานส์ที่เป็นอันตรายต่อร่างกาย ทำให้เกิดการตื่นตัวของผู้ผลิตพัฒนามาตรฐานผลิตภัณฑ์ขนมอบเพื่อสุขภาพในหลากหลายรูปแบบ มีการผสมธัญพืช ผัก ผลไม้ เป็นต้น

รู้จักกับคู่แข่งของ NSL ในธุรกิจเบเกอรี่และอาหารรองท้อง

การแข่งขันในธุรกิจเบเกอรี่และอาหารรองท้อง ส่วนใหญ่เป็นลักษณะการแข่งขันด้านรสชาติ และการนำเสนอสินค้าสูตรใหม่ๆ เนื่องจากเป็นสินค้าที่ราคาไม่สูง แต่เน้นที่ปริมาณขายเป็นหลัก อ้างอิงข้อมูลจากสถาบันอาหาร National Food Institute (มี.ค.2020) พบว่าในปี 2019 ส่วนแบ่งตลาดขนมอบในประเทศของผู้ประกอบการ 5 อันดับแรกประกอบด้วย บมจ.เพรสซิเดนซ์เบเกอรี่ 22% ของมูลค่าตลาดทั้งหมด รองมาคือ บจ.ซีพีแรม 15%, บมจ.เอส แอนด์ พี ซินดิเคท 4%, บมจ.ยูโรเบียร์ฟู๊ด 3% และ บจ.ซีแอนด์ดีบีบลิว อินเทอร์เน็ตส์ 2% ในขณะที่คู่แข่งของ NSL คือคู่แข่งที่ขายเบเกอรี่และอาหารรองท้องอยู่ในช่องทางเดียวกับสินค้าของบริษัท ในร้าน 7-11 ได้แก่

คู่แข่งของ NSL สำหรับสินค้ากลุ่มเบเกอรี่และอาหารรองท้อง

บริษัท	สินค้ากลุ่มเบเกอรี่	ช่องทางจำหน่าย	รายได้กลุ่มเบเกอรี่ ปี 2019 (ล้านบาท)
บจ.ซีพีแรม (บริษัทย่อยของ CPALL)	เบเกอรี่และสลัดผักพร้อมทานแบบ รนด์ เลอแปง, 7 Fresh, EZY Bake, EZY Go	7-11 เท่านั้น	19,928
บมจ.เพรสซิเดนซ์เบเกอรี่	เบเกอรี่พร้อมทานแบบรอนด์ Farmhouse	MT และ TT (รวม 7-11)	7,808
บมจ.โออิชิกรุ๊ป	อาหารและเครื่องดื่มภายใต้แบรนด์ Oishi EATO เป็นแซนด์วิช และอาหารพร้อมทาน	MT และ TT (รวม 7-11)	~200-300
บมจ.ไทยยูเนี่ยนกรุ๊ป	แซนด์วิชอุ่นร้อนทำด้วยแป้งต่างๆ เช่น แป้งพิซซ่า	MT (รวม 7-11)	NA
บจ.อัลเฟรโด เอ็นเตอร์ไพรส์	แซนด์วิช พิซซ่าทั้งแบบแผ่น และแบบโรล แบบอุ่นร้อนพร้อมทานแบรนด์ Alfredo, Neo	MT, รับจ้างผลิตให้ลูกค้า เป็นอาหารรองท้องบริการระหว่างเที่ยวบิน	422
บจ.ซีพีเอฟ	สลัดพร้อมทาน อาหารรองท้องประเภทธัญพืช	7-11 เท่านั้น	NA

Source: FSS Research, DBD DataWarehouse

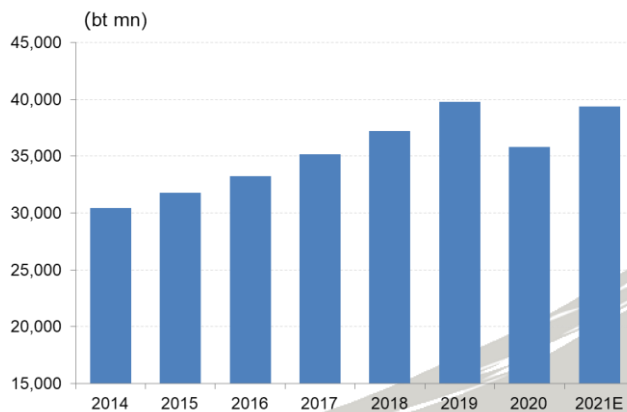
แนวโน้มธุรกิจ Food Services จะกลับมาฟื้นตัวในปี 2021

ธุรกิจจำหน่ายอาหารทะเล เนื้อสัตว์ และผักแช่แข็งแปรรูป ถูกกระทบจาก COVID-19 ในปี 2020 ที่ผ่านมา โดยเฉพาะในส่วนของการให้บริการลูกค้า HoReCa (โรงแรม ร้านอาหาร และบริการจัดเลี้ยง) ที่ถูกกระทบจากมาตรการ Lockdown แต่ยังสามารถให้บริการลูกค้ารายย่อยทั่วไปผ่าน Modern Trade หรือการจัดส่งแบบ Delivery ได้ แต่ภายหลังสถานการณ์ COVID-19 คลี่คลาย กิจกรรมทางเศรษฐกิจภายในประเทศเริ่มกลับมาดำเนินใกล้เคียงปกติอีกครั้ง (ยกเว้นภาคท่องเที่ยวที่อยู่ระหว่างฟื้นตัวอย่างช้าๆ) เราจึงคาดการณ์ว่าธุรกิจ Food Services จะกลับมาฟื้นตัวได้ดีขึ้นในปี 2021 ทั้งนี้ศูนย์วิจัยธนาคารทหารไทยคาดการณ์ว่าธุรกิจอาหารทะเลแปรรูปในช่วงปี 2021-2022 จะขยายตัวราว 3% ต่อปี

สินค้ากลุ่ม Snack แข่งขันรุนแรง แต่ฐานของ Snack เพื่อสุขภาพยังเล็กมาก

มูลค่าตลาดขนมขบเคี้ยวของไทยปี 2020 อยู่ที่ราว 3.58 หมื่นล้านบาท ลดลง -10% Y-Y เพราะถูกกระทบจาก COVID-19 ถือเป็นการหดตัวครั้งแรกในรอบหลายปี หากพิจารณามูลค่าตลาดขนมขบเคี้ยวในอดีตช่วง 6 ปีที่ผ่านมา พบว่ามีอัตราการเติบโตต่อเนื่องเฉลี่ยปีละ 5.5% CAGR แต่มาสะดุดชั่วคราวในปีก่อน และคาดว่าจะกลับมาเติบโตอีกครั้งในปี 2021 ภายหลังสถานการณ์ COVID-19 คลี่คลาย กำลังซื้อโดยรวมเริ่มกลับมาฟื้นตัว ทั้งนี้ขนมขบเคี้ยวประเภทมันฝรั่งมีส่วนแบ่งตลาดสูงสุดที่ราว 34% ของมูลค่าตลาดขนมขบเคี้ยวทั้งหมด รองมาคือ ขนมขบเคี้ยวประเภทชิ้นรูป Extrude Snack 27% โดยตลาดขนมขบเคี้ยวถือว่ามีการแข่งขันรุนแรง เพราะมีผู้ประกอบการจำนวนมาก และสินค้าหลากหลายประเภท ในขณะที่เทรนด์ขนมขบเคี้ยวเพื่อสุขภาพกำลังได้รับความนิยมมากขึ้น เช่น การอบแทนการทอดด้วยน้ำมัน การลดเกลือ ลดน้ำตาล รวมถึงการใช้วัตถุดิบที่เป็นพืช เช่น พริกหรือเห็ด แทนมันฝรั่ง ที่ให้พลังงานน้อยกว่า เป็นต้น แม้ตลาดขนมขบเคี้ยวเพื่อสุขภาพยังเล็ก แต่ถือว่ามีแนวโน้มการเติบโตในอัตราสูงต่อเนื่องในอนาคต ตามกระแสใส่ใจสุขภาพของผู้บริโภค

มูลค่าตลาดขนมขบเคี้ยวประเทศไทย



Source: FSS Research, TKN's 56-1 Report

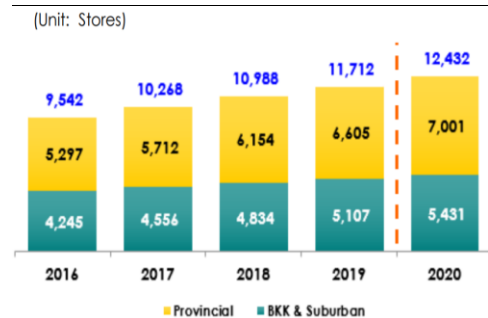
ประเด็นการลงทุน

คู่ค้ารายใหญ่มีจำนวนสาขาร้านสะดวกซื้อมากที่สุดในไทย เรามองเป็นจุดแข็งของ NSL

บริษัทได้เริ่มจำหน่ายแซนด์วิชอบร้อนให้กับ 7-11 ตั้งแต่ปี 2009 และได้มีการขยายไปยังกลุ่มขนมหวาน ซึ่งปัจจุบันบริษัทมีสินค้าที่ขายให้แก่ 7-11 กว่า 70 รายการ และมีสัดส่วนรายได้จากการขายให้กับ CPALL ราว 94.3% ของรายได้จากการขายในปี 2020 ถือเป็นสัดส่วนที่ค่อนข้างสูง ทั้งนี้เรามองเป็นจุดแข็งของบริษัทจากการมีช่องทางการจำหน่ายผ่านร้านสะดวกซื้อที่มีสาขามากที่สุดในไทย โดยสิ้นปี 2020 มีจำนวนสาขา 7-11 เท่ากับ 12,432 สาขา และในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา CPALL มีการเปิดสาขาใหม่ต่อปี 700 สาขา และยังมีแผนเปิดสาขาใหม่ปีละ 700 สาขาต่อไปอีกในอนาคต โดยมีเป้าหมายถึงปี 15,000 สาขา ด้วยจำนวนร้านที่มากที่สุด และกระจายอยู่ทั่วประเทศแบ่งเป็น กทม.ปริมณฑล 44% และต่างจังหวัด 56% ทำให้ผู้ประกอบการที่เป็นเจ้าของสินค้าต่างต้องการนำสินค้าของตนเองเข้ามาวางขายใน 7-11 ในขณะที่พื้นที่ต่อสาขามีจำนวนจำกัด ทำให้ CPALL ต้องคัดสรรสินค้าที่มียอดขายที่ดีและเป็นที่ต้องการของลูกค้า ทำให้บริษัทมีความได้เปรียบจากการเป็นคู่ค้าที่มีความสัมพันธ์ที่ดียาวนานกว่า 16 ปี

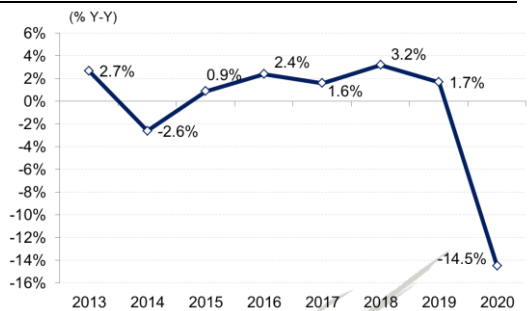
อีกทั้งยังเป็นผู้ผลิตสินค้าภายใต้แบรนด์ของ CPALL และมีการเปิดความเสี่ยงจากการพึ่งพิง CPALL เป็นลูกค้าหลัก ด้วยการพัฒนาสินค้าร่วมกันภายใต้ MOU ข้อตกลงเรื่องคำรับรองการผลิตสินค้าให้แก่ CPALL แต่เพียงผู้เดียว ซึ่งบริษัทได้เริ่มทำ MOU กับ CPALL ในปี 2014 โดยข้อตกลงฉบับปัจจุบันครอบคลุมระยะเวลา 7 ปี (19 ธ.ค. 2019 – 18 ธ.ค. 2026) โดยมีข้อตกลงว่า NSL ให้คำรับรองต่อ CPALL ว่าจะผลิตสินค้าตามที่ตกลงร่วมกันให้กับ CPALL แต่เพียงผู้เดียว จะไม่ผลิตสินค้าที่มีหน้าตา รูปแบบ ลักษณะสูตร กรรมวิธี กระบวนการผลิต ส่วนผสม บรรจุภัณฑ์ และวิธีการใดๆ ให้แก่บุคคลอื่นอย่างเด็ดขาด เว้นแต่จะได้รับความยินยอมเป็นหนังสือจาก CPALL ในทางกลับกัน CPALL ก็รับรองว่าจะไม่ซื้อสินค้าในลักษณะเดียวกันจากผู้ขายรายอื่น เว้นแต่จะได้รับความยินยอมเป็นหนังสือจาก NSL

จำนวนสาขา 7-11 ในไทย



Source: CPALL's presentation

SSSG รายปีของ 7-11



Source: CPALL's presentation

มีแผนขยายช่องทาง Non 7-11 ให้มากขึ้น

แม้บริษัทจะสามารถลดความเสี่ยงจากการพึ่งพิง CPALL เป็นลูกค้าหลักด้วยการมีข้อตกลงแบบมีหลายลักษณะอักษรไปจนถึงปี 2026 เป็นอย่างน้อย และเรายังเชื่อว่าบริษัทจะสามารถต่ออายุข้อตกลงดังกล่าวได้ต่อไปในอนาคต แต่บริษัทก็ยังมีความเสี่ยงจากการพึ่งพิงลูกค้ารายใหญ่ด้วยการกระจายฐานลูกค้าและผลิตภัณฑ์ให้มีความหลากหลายมากขึ้น ซึ่งบริษัทได้เริ่มพัฒนาสินค้ากลุ่ม Snack ภายใต้แบรนด์ของบริษัทเองตั้งแต่ปี 2016 และเข้าสู่ธุรกิจ Food Services ในปี 2019 นอกจากนี้ปัจจุบันบริษัทสามารถผลิตสินค้ากลุ่มเบเกอรี่และรองท้องเพื่อจำหน่ายให้กับลูกค้ารายอื่นที่ไม่ใช่ CPALL ได้ โดยสินค้าเหล่านั้นต้องเป็นสูตรที่ถูกพัฒนาและเป็นกรรมสิทธิ์ของบริษัท ไม่ใช่สินค้าที่เคยอยู่ภายใต้ MOU กับ CPALL ล่าสุดในเดือน ต.ค. 2020 บริษัทได้พัฒนาสินค้าใหม่ ขนมปังขาว (Loaf Bread) ภายใต้แบรนด์ Arigato วางจำหน่ายใน Tops และ Family Mart ในเครือ Central ทั้งนี้บริษัทมีเป้าหมายเพิ่มสัดส่วนการขาย Non 7-11 เป็น 30% ของรายได้จากการขายภายใน 5 ปี และยังเปิดกว้างสำหรับโอกาสการทำ JV และ M&A สำหรับกลุ่มธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับอาหารในอนาคตด้วย

ยังเห็นภาพพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่ให้สอดคล้องกับความต้องการของผู้บริโภค

นอกจากแผนกระจายฐานลูกค้าไปกลุ่ม Non 7-11 มากขึ้นแล้ว บริษัทยังมีการพัฒนาสินค้าใหม่ในกลุ่มอาหารอย่างต่อเนื่อง ไม่ว่าจะเป็นกลุ่มเบเกอรี่ที่มีการพัฒนาสินค้าใหม่ร่วมกับ 7-11 ทุกปี ทั้งรูปแบบนำเข้าเครื่องอบแซนด์วิช, นำเข้าอุ่นด้วยไมโครเวฟ, เบเกอรี่พร้อมรับประทานประเภทของหวาน รวมถึงพัฒนาสินค้าภายใต้แบรนด์ของตนเอง กลุ่มขนมขบเคี้ยว, Snack เพื่อสุขภาพ แบรนด์ Nature Bites เพื่อตอบโจทย์กลุ่มลูกค้าที่รักสุขภาพ เช่น Snack ที่ใช้วัตถุดิบหลักเป็นโปรตีนจากถั่ว ได้แก่ โปรตีนอบกรอบ ไฟเบอร์อบกรอบ คูกี้โปรตีน ซึ่งสะท้อนว่าบริษัทมีศักยภาพในการเข้าสู่ธุรกิจ Plant-based Food หรือแม้กระทั่งอาจพิจารณาเข้าสู่ธุรกิจอาหารที่มีส่วนผสมของกัญชงในอนาคตก็เป็นไปได้ เราเชื่อว่าบริษัทจะสามารถปรับตัวเติบโตไปพร้อมกับกระแสใส่ใจสุขภาพ ซึ่งถือเป็น Megatrend ของไทยและของโลก รวมถึงเริ่มเห็นการพัฒนาสินค้าในกลุ่ม Food Services ที่บริษัทเพิ่งซื้อกิจการเข้ามาในช่วง 2H19 โดยเริ่มผลิตและจำหน่ายสินค้า Ready to eat ให้มากขึ้น เช่น สตูว์เนื้อ ซอสโบลเนส ซอสเนื้อต่างๆ ให้กับ Tops เพื่อนำไปปรุงสุก/ปรุงร้อนในโซนอาหารของ Tops และยังมีช่องทางกระจายไปยังลูกค้ารายอื่นๆ ในกลุ่ม HoReCa และ Modern Trade ได้มากขึ้นในอนาคต ไม่เพียงแต่จะช่วยสร้างรายได้ได้มากขึ้นแล้ว คาดจะช่วยพัฒนาอัตรากำไรให้สูงขึ้นจากสินค้าที่มี Value Added มากขึ้น

ตัวอย่างสินค้าเพื่อสุขภาพของบริษัท



Source: Company Data

มีแผนนำเงินจาก IPO สร้างโรงงานแห่งใหม่ต่อยอดการเติบโต แต่จะลงทุนด้วยความระมัดระวัง

บริษัทมีแผนขยายกำลังการผลิตด้วยการก่อสร้างโรงงานแห่งใหม่ในบริเวณพื้นที่โรงงานเดิมที่นิคมอุตสาหกรรมอมตะนคร จ.ชลบุรี โดยมีแผนก่อสร้างอาคารโรงงาน 2 ชั้น พื้นที่ 12,000 ตร.ม. เพื่อเพิ่มสายการผลิตสำหรับผลิตภัณฑ์ใหม่ของบริษัท ได้แก่ 1) อาหารแช่แข็งพร้อมรับประทาน (Ready Meal Frozen Food) เช่น ซุป อาหารแช่แข็ง เช่น มีทบอล ซอสต่างๆแช่แข็ง เพื่อนำไปปรุงอาหารต่อไป 2) อาหารพร้อมรับประทานแบบไม่ต้องแช่เย็น เช่น แกงต่างๆกับข้าวต่างๆ เมื่อจะรับประทานก็นำไปอุ่นร้อน 3) อาหารแห้งกึ่งพร้อมรับประทาน เช่น โจ๊กคัพ ซุป เมื่อรับประทานเติมน้ำร้อนลงไป มูลค่าเงินลงทุนราว 350 ล้านบาท แบ่งเป็นสำหรับก่อสร้างอาคารราว 240 ล้านบาท และลงทุนในเครื่องจักร 110 ล้านบาท

สำหรับระยะเวลาในการก่อสร้าง บริษัทให้ความระมัดระวังเรื่องการลงทุนเป็นพิเศษจากสถานการณ์ COVID-19 เบื้องต้นในช่วงแรกปี 2021 บริษัทจะใช้โรงงานสาขา 2 ในปัจจุบันที่ยังมีกำลังการผลิตสามารถรองรับได้ ผลิตรสินค้าใหม่ไปก่อน และว่าจ้าง OEM สำหรับสินค้าที่ใช้เทคโนโลยีใหม่ที่ NSL ยังไม่มีเครื่องจักรรองรับ และเมื่อขยายและผลตอบรับเป็นที่น่าพอใจและเห็นถึงอัตราการเติบโต บริษัทจะเดินหน้าก่อสร้างโรงงานและสายการผลิตแห่งใหม่เพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดต่อผลประโยชน์ของบริษัท เรายอมรับว่าต่อแผนดังกล่าว ส่วนหนึ่งเป็นสินค้าใหม่ ทำให้บริษัทได้มีเวลาในการทดลองตลาด และหาลูกค้ารายใหม่ทั้ง Modern Trade และ HoReCa และเมื่อได้ Scale แล้วการตัดสินใจสร้างโรงงาน น่าจะช่วยให้ระยะเวลาคุ้มทุนสั้นลง รวมถึงลดความเสี่ยงจากความไม่แน่นอนของ COVID-19 ในปีนี้ ทั้งนี้ หากบริษัทตัดสินใจลงทุนเมื่อไหร่ คาดจะใช้เวลาในการก่อสร้างราว 12 เดือน ด้วยกำลังการผลิตราว 21 ตันต่อวัน สามารถรองรับรายได้สูงสุดราว 1.2 พันล้านบาท คิดเป็นสัดส่วน 35.6% และ 41% ของรายได้รวมในปี 2019-2020 ตามลำดับ โดยเราได้รวมคาดการณ์รายได้จากสินค้าใหม่ไว้ในประมาณการกำไรตั้งแต่ 2H21 เป็นต้นไป

ปรับปรุงต้นทุน และมีแผนปรับ Product Mix เพิ่มความสามารถในการทำกำไรให้ยั่งยืน

ในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา เราได้เห็นพัฒนาการอัตรากำไรของบริษัทดีขึ้นอย่างชัดเจน โดยมีอัตรากำไรขั้นต้นในปี 2018 - 2020 ขยับขึ้นต่อเนื่องอยู่ที่ 12.9%/14.9%/16.2% ตามลำดับ โดยเฉพาะในปี 2020 ที่ได้รับผลกระทบจาก COVID-19 แต่บริษัทยังเดินหน้าปรับปรุงต้นทุนการผลิตได้อย่างมีประสิทธิภาพได้แก่ การ Sourcing วัตถุดิบจาก Supplier รายใหม่ในราคาที่แข่งขันได้และมีการต่อรองทางการเงินกับผู้ขายวัตถุดิบเบเกอรี่หลักทำให้ได้รับส่วนลดเงินสดมากขึ้น ภายใต้ Credit Term ที่สั้นลง นอกจากนี้ในปี 2019 บริษัทยังมีการเปลี่ยนระบบบัญชีทำให้สามารถวิเคราะห์ต้นทุนได้ดีขึ้น รวมถึงสามารถแก้ไขปัญหาที่พบได้ตรงจุดและรวดเร็ว และยังมีการควบคุมค่าใช้จ่ายได้ดี ทำให้อัตรากำไรสุทธิในปี 2018-2020 ปรับตัวสูงขึ้นตามอัตรากำไรขั้นต้นเป็น 2.5%/4.6%/5.2% ตามลำดับ

ด้วยสาเหตุดังกล่าวทำให้เรามองว่าเป็นการยกฐานอัตรากำไรและคาดว่าบริษัทจะยังรักษาให้อยู่ในระดับสูงได้อย่างยั่งยืน อีกทั้งเรามองว่าแผนการพัฒนาสินค้าใหม่ โดยเฉพาะภายใต้แบรนด์ของตนเองอย่าง Snack เพื่อสุขภาพ และแผนการผลิตสินค้าใหม่กลุ่ม Ready to eat หรือ Ready Meal ซึ่งล้วนแต่เป็นสินค้าที่มีอัตรากำไรที่ดี และยังมีโอกาสพัฒนาสินค้ากลุ่ม Plant-based Food รวมถึงสินค้าที่มีส่วนผสมของกัญชงในอนาคต ซึ่งหากมีสัดส่วนสินค้าเหล่านี้สูงขึ้น จะช่วยพัฒนาอัตรากำไรขั้นต้นให้ปรับตัวขึ้นได้ต่อเนื่องในอนาคต

ผลการดำเนินงานในอดีต และคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคต

ปี 2020 ถูกกระทบจาก COVID-19 แต่กำไรถูกกระทบเพียงเล็กน้อย

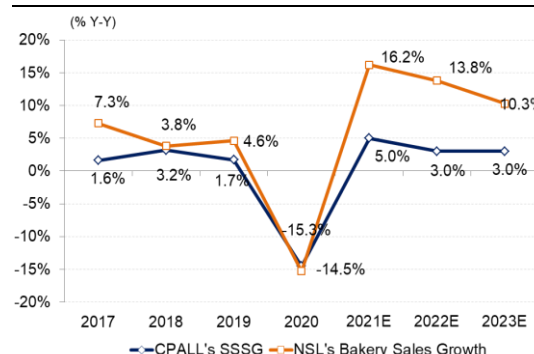
ในอดีตก่อนมีเหตุ COVID-19 ช่วงปี 2017-2019 บริษัทมีรายได้เติบโตสม่ำเสมอเฉลี่ยปีละ 6% CAGR ทั้งกลุ่มเบเกอรี่ อาหารรองท้อง และขนมขบเคี้ยวแบรนด์ NSL ส่วนธุรกิจ Food Service เพิ่งซื้อเข้ามาในเดือน ส.ค. 2019 และรับรู้รายได้ 76 ล้านบาท เฉลี่ยเดือนละ 15 ล้านบาท แต่ในปี 2020 รายได้รวมลดลง -13.3% Y-Y เพราะถูกกระทบจาก COVID-19 โดยรายได้กลุ่มเบเกอรี่และรองท้องลดลงราว -15.3% Y-Y, กลุ่มขนมขบเคี้ยว -16.1% Y-Y ส่วนกลุ่ม Food Service รับรายได้ทั้งปี 2020 เท่ากับ 133 ล้านบาท เฉลี่ยเดือนละ 11 ล้านบาท (-27% Y-Y) ถือว่าถูกกระทบพอควร เพราะลูกค้าของธุรกิจ Food Service ส่วนใหญ่เป็นกลุ่ม HoReCa แต่บริษัทมีกำไรสุทธิลดลงเพียง -3.1% Y-Y เป็น 151 ล้านบาท เป็นผลมาจากการปรับปรุงต้นทุนและควบคุมค่าใช้จ่าย ทำให้อัตรากำไรขั้นต้นยังปรับตัวสูงขึ้นมาอยู่ที่ 16.2% จาก 14.9% ในปี 2019 โดยอัตรากำไรขั้นต้นของกลุ่มเบเกอรี่และรองท้องปรับขึ้นสูงเป็น 16.8% จาก 15% ในปี 2019 ช่วยชดเชยอัตรากำไรขั้นต้นของกลุ่ม Food Services ที่อ่อนตัวลงมาอยู่ที่ 5.1% จาก 11.1% ในปี 2019 ได้ทั้งหมด

คาดการณ์กำไรจะกลับมาฟื้นตัวดีในปี 2021 และโตในอัตราดีต่อเนื่อง 3 ปีข้างหน้า

ภายหลังสถานการณ์ COVID-19 คลี่คลาย กอปรกับนโยบายภาครัฐที่อุดหนุนกำลังซื้อและการจับจ่ายใช้สอยของผู้บริโภค แม้ SSSG ล่าสุด 1Q21 ของ CPALL จะยังติดลบสูงราว -18-19% Y-Y แต่มาจากฐานที่สูงใน 1Q20 ที่ยังไม่ถูกกระทบจาก COVID-19 และการเกิด COVID-19 รอบสองในเดือน ม.ค. ทั้งนี้เรคาด SSSG ของ CPALL จะพลิกเป็นบวกตั้งแต่ 2Q21 ราว +10% Y-Y และน่าจะบวกได้ต่อเนื่องใน 2H21 จึงคาดการณ์รายได้กลุ่มเบเกอรี่และรองท้องปี 2021 จะกลับมาเติบโตราว +16.2% Y-Y ส่วนกลุ่ม Snack และ OEM คาดกลับมาฟื้นตัว +18% Y-Y และ +15% Y-Y ตามลำดับ ในขณะที่กลุ่ม Food Services น่าจะกลับมาฟื้นตัวและมีรายได้ใกล้เคียงก่อน COVID อีกครั้ง +65% Y-Y ทั้งนี้เราเริ่มรวมรายได้ของธุรกิจใหม่กลุ่ม Ready to eat ที่คาดว่าจะเริ่มเข้ามาในช่วง 2H21 ดังนั้นจึงคาดการณ์รายได้รวมในปี 2021 จะกลับมาฟื้นตัว +18.4% Y-Y และคาดการณ์อัตรากำไรขั้นต้นจะปรับขึ้น +60bps เป็น 16.8% ส่วนดอกเบี้ยจ่ายน่าจะปรับลงราว -33% มาอยู่ที่ 16 ล้านบาท จาก 24 ล้านบาทในปี 2020 คาดว่าบริษัทจะนำเงินจาก IPO ไปชำระหนี้เงินกู้ระยะสั้นส่วนหนึ่ง และเงินกู้ระยะยาวที่ครบกำหนดราว 110 ล้านบาท จึงคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2021 จะกลับมาเติบโตอีกครั้ง +49.3% Y-Y เป็น 226 ล้านบาท และคาดการณ์การเติบโตของกำไรสุทธิปี 2021-2023 เฉลี่ยปีละ 19.1% CAGR

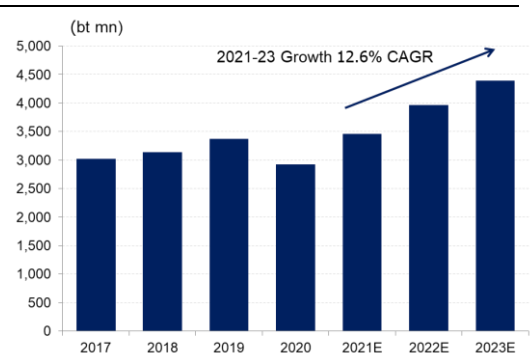
อย่างไรก็ตาม เรายังมองว่าประมาณการกำไรในอนาคตตั้งแต่ปี 2022 ของเรายังดูมี Upside ทั้งจากโอกาสการพัฒนาสินค้าใหม่ในกลุ่ม Plant-based Food และสินค้าที่มีส่วนผสมของกัญชง รวมถึงยังมีโอกาสที่บริษัทอาจได้เป็น Supplier สินค้ากลุ่มเบเกอรี่และอาหารรองท้องสำหรับสาขาของ 7-11 ในลาวและกัมพูชาที่ทาง CPALL ได้รับใบอนุญาตให้เปิดร้าน 7-11 ในลาวและกัมพูชาได้แล้ว และคาดว่าจะเริ่มเห็นการขยายสาขาในปี 2022 เมื่อสถานการณ์ COVID-19 คลี่คลาย และสามารถเดินทางข้ามประเทศได้อีกครั้ง

คาดการณ์การเติบโตของรายได้เบเกอรี่



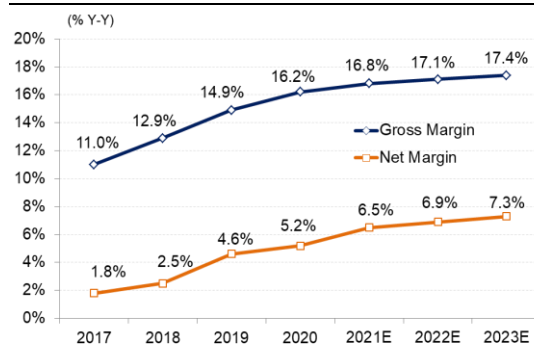
Source: FSS Research

คาดการณ์การเติบโตของรายได้รวม



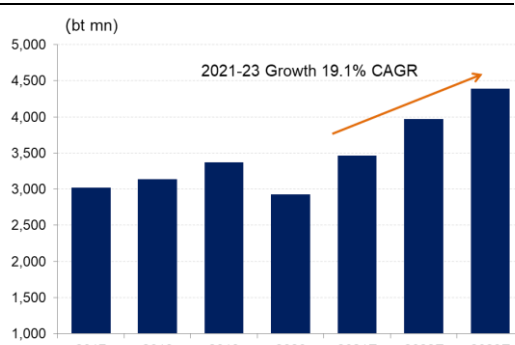
Source: FSS Research

คาดการณ์อัตรากำไรขั้นต้นและอัตรากำไรสุทธิ



Source: FSS Research

คาดการณ์การเติบโตของกำไรสุทธิ



Source: FSS Research

สมมติฐานที่ใช้ในการคาดการณ์ผลการดำเนินงาน NSL

Assumptions	Current			% Growth		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
Total Sales (bt mn)	3,461	3,968	4,392	18.4	14.6	10.7
Bakery	3,206	3,647	4,023	16.2	13.8	10.3
% to sales	92.6	91.9	91.7			
Snack (NSL Brand)	18	20	22	18.0	10.0	10.0
Food Services	219	241	265	65.0	10.0	10.0
OEM and Others	18	20	22	15.0	10.0	10.0
New Business (Ready to eat)	40	60	90	--	50.0	50.0
% Gross Margin	16.8	17.1	17.4			
% SG&A to sales	8.3	8.3	8.3			
Net Profit (bt mn)	226	272	321	49.3	20.5	17.7
% Net Margin	6.5	6.9	7.3			

Source: FSS Research

ฐานะทางการเงินและสภาพคล่องอยู่ในระดับที่ดี

ปัจจุบันบริษัทมีเงื่อนไขตามสัญญากู้ยืมเงินกับธนาคารที่กำหนดให้บริษัทต้องดำรงระดับ DE Ratio ไม่เกิน 3:1 เท่า และ Bank Debt/EBITDA ไม่เกิน 5:1 เท่า โดยอัตราส่วนในปี 2020 ถือว่ายังเป็นไปตาม Debt Covenant ที่กำหนดไว้ และภายหลัง IPO เราคาดว่าสภาพคล่องและฐานะทางการเงินของบริษัทจะอยู่ในระดับที่แข็งแกร่งขึ้น โดยคาด DE Ratio สิ้นปี 2021 จะลดลงมาอยู่ที่ 0.74 เท่า จาก 2.46 เท่า สิ้นปี 2020 ส่วน IBD/E Ratio จะลดลงเหลือ 0.30 เท่า จาก 1.36 เท่า สิ้นปี 2020 และคาด Current Ratio จะขยับขึ้นชัดเจนมาอยู่ที่ 1.65 เท่า จาก 0.72 เท่า ณ สิ้นปี 2020 ในขณะที่ ROE คาดจะลดลงเป็น 16.2% จาก 33.3% ในปี 2020 ภายหลัง IPO และทำให้ส่วนทุนใหญ่ขึ้น แต่ยังคงถือเป็นระดับ ROE ที่ดีเป็นตัวเลขสองหลัก และคาดว่าจะทยอยปรับเพิ่มขึ้นในปี 2022 เป็นต้นไป เมื่อผลกำไรเติบโตต่อเนื่อง

อัตราส่วนทางการเงิน

อัตราส่วน	ธนาคารกำหนด (x)	2020 (X)	2021E (X) (หลัง IPO)
DE Ratio	≤ 3 : 1	2.46	0.74
Bank Debt/EBITDA	≤ 5 : 1	1.93	0.99
IBD/E Ratio	--	1.36	0.30
Current Ratio	--	0.72	1.65
ROE (%)	--	33.3	16.2

Source: Company Data, FSS Research

ประเมินมูลค่าเหมาะสม

เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2021 ของ NSL เท่ากับ 15.7 บาท อิง PE ที่ 21 เท่า โดยเทียบเคียงกับ PE เฉลี่ย 5 ปี ย้อนหลังของ TACC แม้ประกอบธุรกิจจำหน่ายเครื่องดื่มเป็นหลัก ต่างจาก NSL ที่เน้นกลุ่มเบเกอรี่และอาหารรองท้อง แต่เรามองว่าทั้ง 2 บริษัทมีโมเดลธุรกิจคล้ายคลึงกัน โดยมี CPALL เป็นลูกค้าหลักด้วยสัดส่วนรายได้กว่า 90% ของ รายได้รวมเหมือนกัน ทั้งนี้ Target PE 21 เท่า เป็นระดับที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มอาหาร Food Processor (ไม่รวม เครื่องดื่มและร้านอาหาร) ซึ่งเทรดที่ PE เฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปีที่ 17.5 เท่า และปัจจุบันเทรดที่ Forward PE2021 เฉลี่ยที่ 17.1 เท่า (การคำนวณค่าเฉลี่ยเราถ่วงน้ำหนักด้วยมูลค่าตลาด) แต่เรามองว่า PE ดังกล่าวเหมาะสมกับ NSL ที่มีจุด แข็งจากการมีความสัมพันธ์ที่ดีมายาวนานกับ CPALL และมีการเซ็น MOU ปิดล็อกความเสี่ยง ทำให้ NSL มีช่องทางการ จำหน่ายที่แข็งแกร่งทั่วประเทศราว 1.2 หมื่นสาขา ถือเป็นข้อได้เปรียบเหนือคู่แข่ง และหากเทียบกับอัตราการ เติบโตของกำไรเฉลี่ย 3 ปีที่ 19.1% CAGR สามารถ Implied เป็น PEG อยู่ที่เพียง 1.2 เท่า ถือว่าไม่สูง

Peers comparison

	Market cap (US\$m)	GM (%)	NM (%)	NPAT growth (%)		ROE (%)	PER (x)			EV/EBITDA(x)	
		21E	21E	21E	22E	21E	2016-20	21E	22E	21E	22E
CPF TB	7,885	16.7	4.4	11.9	1.4	11.5	13.5	10.7	10.4	10.9	11.6
TU TB	2,178	16.6	4.8	2.9	-0.1	11.6	15.8	11.5	111.1	10.4	10.3
RBF TB	1,166	42.7	18.8	28.0	17.8	15.4	40.4	54.1	46.2	34.6	30.1
TFG TB	952	12.4	6.9	-9.2	6.2	18.4	15	13.2	12.0	8.2	7.1
GFPT TB	486	13.8	7.7	4.7	11.3	7.8	13.3	12.9	11.5	7.2	6.8
TKN TB	451	29.9	9.9	102.2	27.6	21.6	41.0	28.4	22.4	17.8	16.0
NRF TB	447	32.3	11.9	89.5	30.6	8.8	nm	60.6	46.1	35.6	29.4
XO TB	176	41.0	25.4	12.6	8.2	32.7	23.7	15.4	14.3	11.3	10.6
TACC TB	153	34.8	14.7	22.5	12.7	29.8	21.1	20.8	18.6	14.8	13.3
Average	--	26.7	11.6	29.5	12.9	17.6	17.5	17.1	15.4	10.9	11.6

Source: Bloomberg

โครงสร้างการถือหุ้น และนโยบายการจ่ายปันผล

บริษัทมีแผนขายหุ้น IPO 75 ล้านหุ้น (มูลค่าพาร์ 1 บาท/หุ้น) คิดเป็นสัดส่วน 25% ของจำนวนหุ้นสามัญที่ออกและ เรียกชำระแล้วหลัง IPO โดยภายหลัง IPO บริษัทจะมีทุนจดทะเบียนเพิ่มขึ้นจากปัจจุบัน 225 ล้านบาท เป็น 300 ล้านบาท ในส่วนของเงื่อนไข Silent Period กำหนดว่าห้ามผู้ถือหุ้นก่อนวันที่บริษัทเสนอขายหุ้น IPO นำหุ้นหรือหลักทรัพย์ ที่อาจเป็นหุ้นรวมทั้งหมด 55% ของทุนชำระแล้วหลัง IPO (หรือ 165 ล้านหุ้น) ออกขายภายในระยะเวลา 1 ปี นับตั้งแต่วันที่เริ่มทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ฯ โดยเมื่อครบกำหนด 6 เดือน สามารถทยอยขายหุ้นได้ไม่เกิน 25% ของ จำนวนหุ้นทั้งหมดที่ติด Silent (หรือ 41.25 ล้านหุ้น) และสามารถขายหุ้นส่วนที่เหลือได้เมื่อครบกำหนดระยะเวลา 1 ปี

บริษัทมีนโยบายจ่ายปันผลไม่น้อยกว่า 50% โดยพิจารณาจากงบการเงินเฉพาะกิจการภายหลังหักภาษีเงินได้นิติบุคคล และจัดสรรทุนสำรองตามกฎหมาย

โครงสร้างผู้ถือหุ้นของ NSL

รายชื่อผู้ถือ	ก่อน IPO	หลัง IPO
นายสมชาย อัครปิยานนท์	100.00%	74.99%
นายเจริญ อัครปิยานนท์	0.000%	0.00003%
นางสาวสุกัญญา อัครปิยานนท์	0.000%	0.00003%
ประชาชนทั่วไป	--	25.00%
จำนวนหุ้นรวม (ล้านหุ้น)	225	300

Source: Company Data

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงลูกค้ารายใหญ่ในสัดส่วนที่สูง

บริษัทมีสัดส่วนรายได้จากการขายให้ CPALL สิ้นปี 2020 ในสัดส่วนราว 94.3% ของรายได้จากการขายทั้งหมด ซึ่งเป็นไปตามข้อตกลงเรื่องการบริหารการผลิตสินค้าให้แก่ CPALL แต่เพียงผู้เดียว ทั้งนี้บริษัทได้ตระหนักถึงความเสี่ยงดังกล่าว จึงได้มีการพัฒนาสินค้า Snack ภายใต้แบรนด์ของตนเอง รวมถึงการเข้าสู่ธุรกิจ Food Services อีกทั้งยังมีแผนเปิดโอกาสในการพิจารณา JV และ M&A ในอนาคต

ความเสี่ยงที่จะไม่ได้ต่ออายุข้อตกลงเรื่องการบริหารการผลิตสินค้าให้แก่ CPALL เพียงผู้เดียว

ปัจจุบันบริษัทมีข้อตกลงเรื่องการบริหารการผลิตสินค้าให้แก่ CPALL แต่เพียงผู้เดียว ลงวันที่ 22 มิ.ย. 2017 และวันที่ 8 ธ.ค. 2020 ซึ่งข้อตกลงครอบคลุมช่วงเวลา 7 ปี นับตั้งแต่วันที่ 19 ธ.ค. 2019 - 18 ธ.ค. 2026 บริษัทมีความเสี่ยงหากในอนาคตไม่ได้รับการต่ออายุสัญญาข้อตกลงกับ CPALL ทั้งนี้บริษัทเชื่อว่าด้วยความสัมพันธ์ที่ดีจะได้รับการต่ออายุต่อไปในอนาคต นอกจากนี้บริษัทสามารถขายสินค้าเบเกอรี่ประเภทอื่นที่ไม่อยู่ใน MOU ให้ผู้ประกอบการรายอื่นได้

ความเสี่ยงจากการแข่งขันสูง

ธุรกิจเบเกอรี่ ขนมขบเคี้ยว และ Food Services เป็นธุรกิจที่มีการแข่งขันสูง มีทั้งผู้ประกอบการรายใหญ่และรายเล็ก จึงมีทางเลือกให้ผู้บริโภคหลากหลายขึ้น อีกทั้งยังมีการแข่งขันทางด้านราคา ทำให้บริษัทต้องเผชิญความเสี่ยงจากการแข่งขันที่สูงขึ้น ซึ่งหากไม่สามารถปรับตัวได้ทัน หรือไม่สามรถรักษาจุดแข็งของบริษัทไว้ได้ อาจกระทบต่อผลการดำเนินงานในท้ายที่สุด

ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาวัตถุดิบ

ต้นทุนวัตถุดิบอาหารเป็นต้นทุนหลักของบริษัท โดยวัตถุดิบสำคัญได้แก่ แป้ง เนย น้ำตาล นม แยม ไข่ รสกรอก เครื่องปรุงรสต่างๆ ในบางช่วงเวลาราคาวัตถุดิบเหล่านี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงขึ้นลงตามอุปสงค์และอุปทานได้ ซึ่งเป็นปัจจัยที่อยู่นอกเหนือการควบคุมของบริษัท อาจส่งผลกระทบต่อบริษัทหากไม่สามารถปรับขึ้นราคาขาย หรือควบคุมต้นทุนอื่นให้ชดเชยกับราคาวัตถุดิบที่เพิ่มขึ้นได้ทั้งหมด

ความเสี่ยงจากการเพิ่มขึ้นของค่าใช้จ่ายพนักงาน

ในกระบวนการผลิตของบริษัทยังถือเป็นธุรกิจที่ต้องอาศัยแรงงานจำนวนมาก (Labor Intensive) และต้องเป็นแรงงานที่มีทักษะทั้งการผสมส่วนประกอบอาหารตามสูตร การประกอบ หรือตกแต่งสินค้าอาหาร ทำให้ค่าใช้จ่ายพนักงานถือเป็นต้นทุนหลักที่รองจากต้นทุนวัตถุดิบ ซึ่งหากค่าแรงปรับตัวสูงขึ้น (ทั้งจากนโยบายของภาครัฐ หรือจากปัญหาขาดแคลนแรงงานในระบบ) อาจกระทบต่อค่าใช้จ่ายพนักงานของบริษัทให้ปรับตัวสูงขึ้นได้

ความเสี่ยงจากผลกระทบของโรคระบาด

ในช่วงหลายปีที่ผ่านมาเกิดโรคระบาดหลายชนิดในโลกและประเทศไทย อาทิ โรคหวัด ไข้หวัดใหญ่ (ASF) และล่าสุด COVID-19 ถือเป็นความท้าทายของผู้ประกอบการในธุรกิจอาหาร เพราะนอกจากต้องรับมือกับแนวโน้มราคาวัตถุดิบ (จากเนื้อสัตว์) ที่อาจปรับตัวสูงขึ้นจากปริมาณผลผลิตที่ลดลงแล้ว ยังต้องสร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้บริโภคมั่นใจได้ว่าสินค้าอาหารของบริษัทมีความปลอดภัย มีวัตถุดิบที่มีคุณภาพ และสามารถตรวจสอบย้อนกลับถึงแหล่งที่มาของวัตถุดิบได้ตลอดทั้ง Supply Chain รวมถึงผลการดำเนินงานของบริษัทอาจถูกกระทบจากกำลังซื้อที่ชะลอตัวอันเนื่องมาจากสถานการณ์ COVID-19

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	3,370	2,923	3,461	3,968	4,392
Cost of sales	2,867	2,448	2,879	3,289	3,629
Gross profit	503	475	583	679	764
SG&A	280	264	287	329	365
Operating profit	223	211	295	349	399
Other income	3	4	3	4	4
EBIT	226	215	299	353	403
EBITDA	330	321	420	499	564
Interest charge	29	24	16	13	12
Tax on income	40	39	57	68	70
Earnings after tax	156	151	226	272	321
Minority interest	0	0	0	0	0
Normalized earnings	156	151	226	272	321
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Net profit	156	151	226	272	321

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Net profit	156	151	226	272	321
Deprec. & amortization	104	106	121	146	161
Change in working capital	-149	-57	51	-8	-8
Other adjustments	74	77	0	0	0
Cash flow from operations	185	277	398	410	474
Capital expenditure	-55	-49	-150	-250	-150
Others	-10	-2	-34	-8	-6
Cash flow from investing	-70	-35	-184	-258	-156
Free cash flow	115	242	214	153	318
Net borrowings	41	32	-203	-88	-10
Equity capital raised	0	55	825	0	0
Dividends paid	-75	-225	-113	-136	-160
Others	-81	-112	-7	5	4
Cash flow from financing	-115	-250	502	-219	-166
Net change in cash	0	-8	715	-67	152

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Cash	18	10	725	659	811
Accounts receivable	438	413	474	544	602
Inventory	112	142	158	180	199
Other current assets	4	1	2	2	2
Total current assets	572	567	1,359	1,384	1,613
Investments	0	0	0	0	0
Plant, property, equipment & ROU	1,041	983	1,012	1,116	1,105
Other assets	23	25	59	67	73
Total assets	1,636	1,575	2,430	2,567	2,791
Short-term loans	100	224	164	151	158
Accounts payable	437	404	552	631	696
Current maturities	98	109	75	75	75
Other current liabilities	105	55	35	40	44
Total current liabilities	740	792	826	896	973
Long-term debt	389	286	177	102	85
Other non-current liab.	33	42	35	40	44
Total non-current liab.	422	328	211	142	129
Total liabilities	1,162	1,120	1,037	1,038	1,102
Registered capital	170	300	300	300	300
Paid up capital	170	225	300	300	300
Share premium	0	0	750	750	750
Legal reserve	15	30	30	30	30
Retained earnings	288	200	313	449	609
Minority Interests	0	0	0	0	0
Shareholders' equity	473	455	1,393	1,529	1,689

Key Ratios

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Growth (%)					
Revenue	7.6	-13.3	18.4	14.6	10.7
EBITDA	45.1	-2.7	30.8	18.9	13.0
Net profit	97.2	-3.1	49.4	20.5	17.7
Normalized earnings	96.1	-3.1	49.4	20.5	17.7
Profitability (%)					
Gross profit margin	14.9	16.2	16.8	17.1	17.4
EBITDA margin	13.9	11.0	12.1	12.6	12.9
EBIT margin	6.7	7.4	8.6	8.9	9.2
Normalized profit margin	4.6	5.2	6.5	6.9	7.3
Net profit margin	4.6	5.2	6.5	6.9	7.3
Normalized ROA	9.6	9.6	9.3	10.6	11.5
Normalize ROE	33.0	33.3	16.2	17.8	19.0
Normalized ROCE	25.2	27.5	18.6	21.2	22.2
Risk (x)					
D/E	2.5	2.5	0.7	0.7	0.7
Net D/E	2.4	2.4	0.2	0.2	0.2
Net debt/EBITDA	3.5	3.5	0.7	0.8	0.5
Per share data (Bt)					
Reported EPS	0.92	0.68	0.75	0.91	1.07
Normalized EPS	0.92	0.67	0.75	0.91	1.07
EBITDA	1.94	1.43	1.40	1.66	1.88
Book value	2.78	2.02	4.64	5.10	5.63
Dividend	0.00	0.04	0.38	0.45	0.53
Par	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Valuations (x)					
P/E	13.1	17.6	15.9	13.2	11.2
Norm P/E	13.1	17.8	15.9	13.2	11.2
P/BV	4.3	5.9	2.6	2.4	2.1
EV/EBITDA	9.6	11.9	9.3	8.0	6.9
Dividend yield (%)	0.0	0.4	3.1	3.8	4.5

Source: Company data, Finansia 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	สำนักงานอัลมาลิก 25 อาคารอัลมาลิก ชั้น 9,14,15 ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-646-9600, 02-646-9999	สาขา เซ็นทรัลปิ่นเกล้า 1 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ปิ่นเกล้า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อนุสาวรีย์ 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 ประราชินี 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร 02-580-9130
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 สีลม 1 130-132 อาคารสีลม ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100	สาขา เคียนหวน (สินธร 2) 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-254-1717	สาขา สาทร เลขที่ 48/32 ชั้น 16 อาคารทีเอสไอทาวเวอร์ ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก จ.กรุงเทพมหานคร 02-036-4859
สาขา รังสิต 1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17 ซอยพหลโยธิน 60 ถนนพหลโยธิน ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี 02-993-8180	สาขา รัตนาธิเบศร์ 576 ถ.รัตนาธิเบศร์ ต.บางกระสอ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี 02-831-8300	สาขา แจ้งวัฒนะ 99, 99/9 เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ ยูนิตเลขที่ 1904 ชั้น 19 หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี 02-005-4193		
สาขา ขอนแก่น 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่งแก่นนคร) ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น 043-058-925	สาขา อุดรธานี 197/29, 213/3 ถ.อุดรธวัช ต. 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 สมุทรสาคร เลขที่ 813/30 ถนนรสิงห์ ตำบลมหาชัย อำเภอเมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร 034-428-045
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 สุราษฎร์ธานี 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี 077-222-595
สาขา ตรัง 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง 075-211-219	สาขา บัตตานี 300/69-70 หมู่ 4 ต.รุดะมิแล อ.เมือง จ.ปัตตานี 073-350-140-4			

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน

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

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

DISCLAIMER: รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เราเชื่อว่ามีหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชักชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้อื่นนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ตัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

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

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

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

สัญลักษณ์ **N/R** หมายถึง “ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR”

IOD (IOD Disclaimer)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (“บริษัทจดทะเบียน”) เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน 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