28 May 2021

NSL (NSL TB)

บมจ. เอ็นเอสแอล ฟู้ดส์

BUY

Previous	BUY
2021 Target Price (Bt)	**15.7**
Price (27/05/2021)	13.9
up/downside (%)	+13.0%
SET Index	1,582.96
Sector	Food & Beverage
Foreign limit/actual (%)	49.00/0.02
Free float (%)	25.00
Market cap (Bt m)	4,170.00
Avg daily T/O (Bt m) (2021 YTD)	894.40
hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD)	15.80, 13.00, 14.49
IOD 2020	N/R
THAI CAC	N/A

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)	1.52	5.39	5.85	6.38
EV/EBITDA (x)	13.2	10.1	8.7	7.5
PER (x) - norm	20.7	18.4	15.3	13.0
PER (x)	20.4	18.4	15.3	13.0
PBV (x)	9.2	2.6	2.4	2.2
Dividend yield (%)	0.3	2.7	3.3	3.8
ROE (%)	33.3	14.0	15.5	16.7
YE No. of shares (million)	225	300	300	300
Par (Bt)	1.0	1.0	1.0	1.0

Source: Company data, FSS estimates

หมายเหตุ : บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) เป็นผู้จัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่ายหุ้นสามัญของบริษัท 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

คาดกำไร 2Q21 ยังดูดี จะโตสูง Y-Y

แนวโน้มกำไร 2Q21 จะเติบโตสูง Y-Y จากฐานที่ต่ำในปีก่อน และคาดจะทรงตัว Q-Q ได้ แม้จะต้องเผชิญผลกระทบ COVID-19 รอบสาม ในเดือน พ.ค. แต่ด้วยเม.ย. ที่ทำได้ดีเพราะมีสงกรานต์ช่วยหนุน และคาดมิ.ย. จะกลับมาฟื้นน่าจะช่วยหักล้างเดือน พ.ค.ได้หมด จากการเริ่มทยอยฉีดวัคซีนได้มากขึ้น เราคาดกำไร 2H21 ของ NSL จะกลับมาฟื้นตัว ตามการฟื้นของ Traffic และ SSSG ของ 7-11 ที่ รวมถึงกลุ่ม Food Service ที่จะดีขึ้นตามลูกค้า Modern Trade และ Horeca และคาดภาระดอกเบี้ยจ่ายจะลดลงหลังนำเงินจาก IPO ไปชำระหนี้บางส่วน ทั้งนี้เรายังคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2021-22 ตามเดิม +49.4% Y-Y และ +20.5% Y-Y ตามลำดับ อย่างไรก็ตาม ภายใต้ผลกระทบ COVID-19 ใน 1H21 ที่ดูจำกัด และสถานการณ์ที่เริ่มดูคลี่คลายใน 2H21 ทำให้ประมาณการกำไรในปีนี้ของเราดูมี Upside ราว 5% เบื้องต้นเรายังคงราคาเป้าหมายปี 2021 เดิมที่ 15.7 บาท (อิง PE เดิม 21 เท่า) ยังมี Upside 13% คงคำแนะนำ ซื้อ.

คาดกำไร 2Q21 จะเติบโตสูง Y-Y แม้ยังเผชิญ COVID-19 รอบสาม

คาดกำไร 2Q21 อยู่ที่ 55 ล้านบาท (ทรงตัว Q-Q, +83% Y-Y) กำไรที่คาดโตสูง Y-Y เพราะฐานที่ต่ำในปีก่อนจากผลกระทบของ COVID-19 รอบแรก ส่วนกำไรที่คาดทรงตัว Q-Q ถือเป็นระดับที่ดีแล้ว เพราะ 1Q21 บริษัทมีกำไรสุทธิที่ค่อนข้างดี 56 ล้านบาท (+36.5% Q-Q, +75% Y-Y) ในขณะที่ 2Q21 ยังเผชิญการระบาดของ COVID-19 รอบสาม กอปรกับมาตรการที่เข้มงวดกับ 7-11 มากขึ้น รวมถึง Supermarket ที่เป็นช่องทางการจำหน่ายสินค้า Food Service เชื่อว่าผลกระทบจะมากสุดในเดือน พ.ค. และคาดปรับตัวดีขึ้นเล็กน้อยในเดือน มิ.ย. จึงคาดรายได้รวมจะทรงตัว Q-Q แต่โตดี Y-Y ในขณะที่คาดอัตรากำไรขั้นต้นจะยังอยู่ในระดับที่ดีราว 18.5% ใกล้เคียง 1Q21 ที่ทำได้ 18.7% แต่เพิ่มขึ้นสูงจาก 15.6% ใน 2Q20 โดยมาจากทั้งการ Sourcing จาก Supplier รายใหม่ๆ, การปรับเปลี่ยนระบบบัญชีช่วยในการวิเคราะห์ต้นทุนได้ดีขึ้น และการต่อรองกับ Supplier ทำให้ได้ส่วนลดมากขึ้น โดยแลกกับ Credit Term ที่สั้นลง และคาดดอกเบี้ยจ่ายจะเริ่มปรับลงเล็กน้อย ภายหลังนำเงินจาก IPO ไปลดภาระหนี้ในเดือน พ.ค. คาดช่วยลดดอกเบี้ยได้ตั้งแต่เดือน มิ.ย. เป็นต้นไป

แนวโน้มกำไร 2H21 ดูดีกว่า 1H21 จะเป็น Upside ต่อประมาณการของเรา

หากกำไร 2Q21 เป็นไปตามคาด จะมีกำไรสุทธิ 1H21 อยู่ที่ 111 ล้านบาท (+79% Y-Y) คิดเป็น 49% ของประมาณการทั้งปี คาดกำไรจะฟื้นตัวได้ดีขึ้นใน 2H21 ภายหลัง 1. COVID-19 คลี่คลาย ทำให้จำนวน Traffic ร้าน 7-11 กลับมาดีขึ้นและช่วยหนุนการฟื้นตัวของ SSSG อีกครั้ง 2. นอกจากนี้จะช่วยหนุนให้รายได้และอัตรากำไรของ Food Service ฟื้นตัวตามกลุ่มลูกค้าทั้ง Modern Trade และ Horeca และ 3. ภาระดอกเบี้ยจ่ายจะลดลงราวครึ่งหนึ่งจากไตรมาสละ 6-7 ล้านบาท จะเหลือ 3-3.5 ล้านบาท จากการนำเงินไปชำระหนี้ ปัจจุบันอยู่ระหว่างการพัฒนาสินค้าและพิจารณาการสั่งซื้อเครื่องจักรสำหรับไลน์การผลิต Ready to eat (ในรูปแบบ Pouch) คาดจะได้เห็นความชัดเจนในช่วง 2H21 อย่างไรก็ตาม ภายใต้ผลกระทบ COVID-19 ใน 1H21 ที่ดูจำกัด และสถานการณ์ที่เริ่มดูคลี่คลายใน 2H21 ทำให้ประมาณการกำไรในปีนี้ของเราดูมี Upside ราว 5% ทั้งนี้เรายังคงประมาณการกำไรปี 2021-2022 ไว้ตามเดิมที่ 226 ล้านบาท (+49.4% Y-Y) และ 272 ล้านบาท (+20.5% Y-Y) ตามลำดับ และคงราคาเป้าหมายปี 2021 ที่ 15.7 บาท (อิง PE เดิม 21 เท่า)

2Q21E Earnings Preview

(Bt▫mn)	2Q21E	1Q21	%Q-Q	2Q20	%Y-Y
Sales revenue	748	763	-2.0	612	22.2
Costs	609	621	-1.9	517	17.8
Gross profit	138	142	-2.8	95	45.3
SG&A▫costs	65	67	-3.0	53	22.6
Interest Expense	5.0	6.4	-21.8	5.9	-15.3
Net profit	55	56	-1.8	30	83.3
Gross margin %	18.5	18.7	-0.2	15.6	2.9
SG&A as % of Sales	8.7	8.7	0.0	8.7	0.0
Net margin %	7.4	7.4	0.0	4.9	2.5

Source: FSS Estimates

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 น้ำในรางน้ำฝน ฝุ่นละออง ความร้อน ความดังของเสียง ได้มีการปฏิบัติถูกต้องอย่างเคร่งครัดตามมาตรฐานของกรมอุตสาหกรรมและมาตรฐานสากล รวมถึงมาตรการระบบการจัดการสิ่งแวดล้อม ISO 14001
- สำหรับขยะทั้งในบริเวณโรงงานและพื้นที่รอบๆโรงงาน บริษัทมีการจัดการขยะโดยส่วนที่สามารถกำจัดได้เอง บริษัทจะทำลายทิ้งอย่างถูกวิธี สำหรับส่วนที่ไม่สามารถกำจัดได้เอง เช่น ขยะอันตรายต่างๆ บริษัทจะส่งให้ผู้รับกำจัดนำไปกำจัดอย่างถูกต้องตามกฎหมายต่อไป

Social

- บริษัทให้ความสำคัญกับการพัฒนาความรู้และศักยภาพของพนักงาน เพื่อให้มีโอกาสเติบโตก้าวหน้าภายในองค์กร และมีความมั่นคงในการทำงาน โดยสนับสนุนให้พนักงานได้รับการอบรมสัมมนา ที่จัดโดยหน่วยงานภายนอกได้ ถือเป็นสร้างพนักงานที่มีประสิทธิภาพให้กับองค์กรและสังคมต่อไป
- บริษัทให้ความสำคัญกับการเคารพสิทธิมนุษยชน สร้างความเสมอภาพอย่างเท่าเทียมกันทั้งภายในองค์กรและภายนอกองค์กร โดยดูแลไม่ให้ธุรกิจของ NSL เข้าไปมีส่วนเกี่ยวข้องกับการละเมิดสิทธิเสรีภาพของบุคคลทั้งทางตรงและทางอ้อม เช่น ไม่สนับสนุนการบังคับใช้แรงงาน ต่อต้านการใช้แรงงานเด็ก ให้ความเคารพต่อผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายด้วยความเป็นธรรม

Governance

- คณะกรรมการบริษัทได้ปฏิบัติตามกฎหมาย วัตถุประสงค์ ข้อบังคับ และมติประชุมผู้ถือหุ้น รวมทั้งได้ยึดถือแนวทางการกำกับดูแลกิจการตามหลักที่ดีของบริษัทจดทะเบียน ภายใต้หลักธรรมาภิบาลการกำกับดูแลกิจการที่ดี กฎระเบียบ และข้อปฏิบัติของตลท. 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 ในช่วงเวลาก่อนเผยแพร่งบการเงินอย่างน้อย 30 วันล่วงหน้าก่อนเปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณชน และควรรออีกอย่างน้อย 24 ชั่วโมงภายหลังการเปิดเผยข้อมูลให้แก่สาธารณชนแล้ว

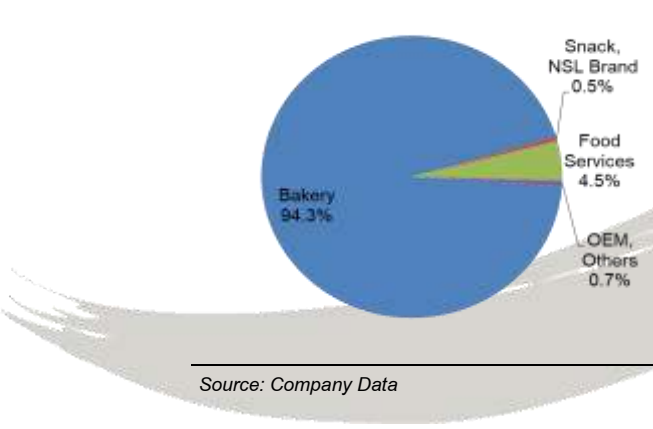
NSL ผู้พัฒนาและผลิตแซนด์วิชอบร้อนประกอบเสร็จเป็นเจ้าแรก

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

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

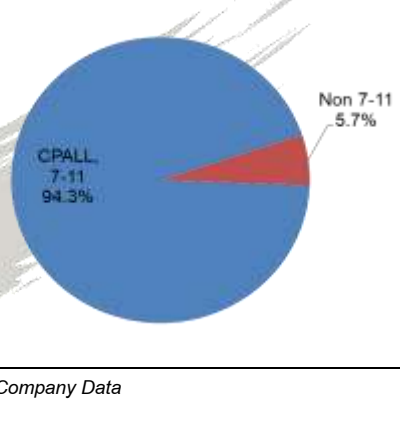
1. กลุ่มเบเกอรี่และรองท้อง (สัดส่วนรายได้ปี 2020 เท่ากับ 94.3% ของรายได้จากการขาย)
2. กลุ่มขนมขบเคี้ยวแบรนด์ NSL (สัดส่วนรายได้ปี 2020 เท่ากับ 0.5% ของรายได้จากการขาย)
3. กลุ่มธุรกิจ Food Services (สัดส่วนรายได้ปี 2020 เท่ากับ 4.5% ของรายได้จากการขาย)
4. กลุ่ม OEM ขายเศษขนมปังและอื่นๆ (สัดส่วนรายได้ปี 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 สลัดปูอัดไข่กุ้ง โดยวางจำหน่ายในร้านสะดวกซื้อ 7-11 ทั่วประเทศเป็นหลัก ภายใต้แบรนด์ EZY Taste, EZY Sweet, 7 Fresh

กลุ่มขนมขบเคี้ยวแบรนด์ NSL เป็นขนมที่พัฒนาและผลิตภายใต้แบรนด์ NSL เอง เช่น พายผีเสื้อภายใต้แบรนด์ Butterfin, พริกอบกรอบแบรนด์ ChiLee, พายแท่งอบกรอบแบรนด์ ปังไท ขนมขบเคี้ยวเพื่อสุขภาพแบรนด์ Natural Bites โดยมีการจำหน่ายในช่องทางต่างๆทั้ง Modern Trade และ Traditional Trade

ตัวอย่างสินค้ากลุ่มเบเกอรี่และรองท้อง

Source: Company Website

ตัวอย่างสินค้ากลุ่มขนมขบเคี้ยวแบรนด์ NSL

Source: Company Website

ธุรกิจ Food Services จัดจำหน่ายปลา อาหารทะเล เนื้อสัตว์ สาหร่าย และผักต่างๆแช่แข็งและแปรรูป ซึ่งได้เริ่มลงทุนในปี 2019 เข้าซื้อธุรกิจ QFS แปรรูปเนื้อสัตว์ เช่น ขอดเกล็ด แล่เป็นชิ้น ตัดเป็นขนาดต่างๆ บรรจุใส่บรรจุภัณฑ์หลากหลายขนาด พร้อมนำไปประกอบอาหาร ได้แก่ ปลาชนิดต่างๆ อาหารทะเล ผักแช่แข็ง รวมถึงการนำเข้าแปรรูปตัดแต่ง บริการบรรจุหีบห่อ และติดแบรนด์ของลูกค้า เช่น My Choice ของ Tops โดยกลุ่มลูกค้าหลักคือ ผู้ประกอบการร้านอาหาร โรงแรม ผู้ให้บริการด้านจัดเลี้ยง (HoReCa) โรงเรียนนานาชาติ รวมถึง Modern trade ต่างๆเป็นต้น

ตัวอย่างสินค้ากลุ่ม Food Services

Source: Company Website

โรงงานผลิตและคลังสินค้าของ NSL

	ประเภทสินค้า	กำลังการผลิต	อัตราการใช้กำลังการผลิต 2019/2020
โรงงาน 1 - อมตะนคร ชลบุรี	เบเกอรี่	450,000 ชิ้นต่อวัน	78% / 58%
โรงงาน 2 - อมตะนคร ชลบุรี	เบเกอรี่	800,000 ชิ้นต่อวัน	37.5% / 28%
โรงงาน 3 - บางบัวทอง นนทบุรี	ไส้ของเบเกอรี่		
	-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%

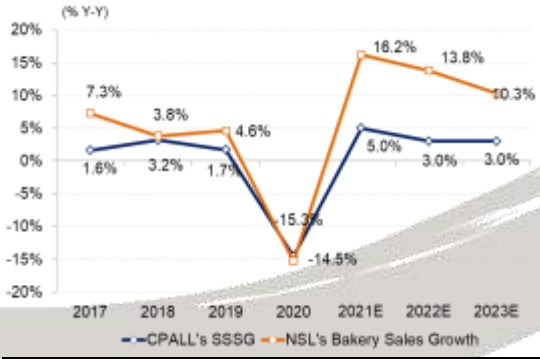
Source: Company Data

คาดกำไรจะกลับมาฟื้นตัวดีในปี 2021 และโตในอัตราดีต่อเนื่อง 3 ปีข้างหน้า

คาดรายได้กลุ่มเบเกอรี่และรองท้องปี 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 ที่คาดจะเริ่มเข้ามาในช่วง 2H21 ดังนั้นจึงคาดรายได้รวมในปี 2021 จะกลับมาฟื้นตัว +18.4% Y-Y และคาดอัตรากำไรขั้นต้นจะปรับขึ้น +60bps เป็น 16.8% ส่วนดอกเบี้ยจ่ายน่าจะปรับลงราว -33% มาอยู่ที่ 16 ล้านบาท จาก 24 ล้านบาทในปี 2020 คาดว่าบริษัทจะนำเงินจาก IPO ไปชำระหนี้เงินกู้ระยะสั้นส่วนหนึ่ง และเงินกู้ระยะยาวที่ครบกำหนดราว 110 ล้านบาท จึงคาดกำไรสุทธิปี 2021 จะกลับมาเติบโตอีกครั้ง +49.3% Y-Y เป็น 226 ล้านบาท และคาดอัตราการเติบโตของกำไรสุทธิปี 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 และคาดจะเริ่มเห็นการขยายสาขาในปี 2022 เมื่อสถานการณ์ COVID-19 คลี่คลาย และสามารถเดินทางข้ามประเทศได้อีกครั้ง

คาดการณ์การเติบโตของรายได้เบเกอรี่

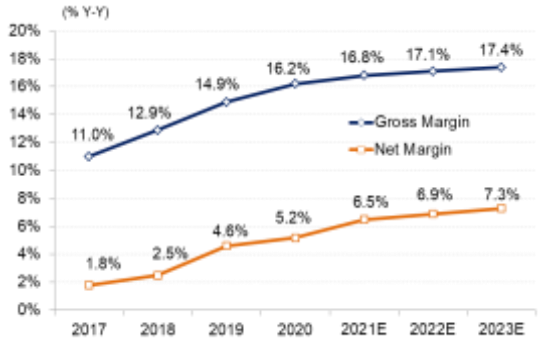


Source: FSS Research

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

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงลูกค้ารายใหญ่ในสัดส่วนที่สูง

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

ความเสี่ยงที่จะไม่ได้ต่ออายุข้อตกลงเรื่องคำรับรองการผลิตให้แก่ CPALL เพียงผู้เดียว

ปัจจุบันบริษัทมีข้อตกลงเรื่องคำรับรองการผลิตสินค้าให้แก่ 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 หรือไม่สามารถรักษาจุดแข็งของบริษัทไว้ได้ อาจกระทบต่อผลการดำเนินงานในท้ายที่สุด

ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาวัตถุดิบ

ต้นทุนวัตถุดิบอาหารเป็นต้นทุนหลักของบริษัท โดยวัตถุดิบสำคัญได้แก่ แป้ง เนย น้ำตาล นม แฮม ไส้กรอก เครื่องปรุงรสต่างๆ ในบางช่วงเวลาราคาวัตถุดิบเหล่านี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงขึ้นลงตามอุปสงค์และอุปทานได้ ซึ่งเป็นปัจจัยที่อยู่นอกเหนือการควบคุมของบริษัท อาจส่งผลกระทบต่อบริษัทหากไม่สามารถปรับขึ้นราคาขาย หรือควบคุมต้นทุนอื่นให้ชดเชยกับราคาวัตถุดิบที่เพิ่มขึ้นได้ทั้งหมด

ความเสี่ยงจากการเพิ่มขึ้นของค่าใช้จ่ายพนักงาน

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

ความเสี่ยงจากผลกระทบของโรคระบาด

ในช่วงหลายปีที่ผ่านมาเกิดโรคระบาดหลายชนิดในโลกและประเทศไทย อาทิ โรควัวบ้า โรคไข้หวัดนก โรคไข้หวัดหมู (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	1,050	0	0
Dividends paid	-75	-225	-113	-136	-160
Others	-81	-112	-7	5	4
Cash flow from financing	-115	-250	727	-219	-166
Net change in cash	0	-8	940	-67	152

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Cash & ST investment	18	10	950	884	1,036
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	1,584	1,609	1,838
Investments	0	0	0	0	0
Plant, property & equipment	1,041	983	1,012	1,116	1,105
Other assets	23	25	59	67	73
Total assets	1,636	1,575	2,655	2,792	3,016
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	975	975	975
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	1,618	1,754	1,914

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	8.5	9.8	10.6
Normalize ROE	33.0	33.3	14.0	15.5	16.7
Normalized ROCE	25.2	27.5	16.3	18.6	19.7
Risk (x)					
D/E	2.5	2.5	0.6	0.6	0.6
Net D/E	2.4	2.4	0.1	0.1	0.0
Net debt/EBITDA	3.5	3.5	0.2	0.3	0.1
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	1.52	5.39	5.85	6.38
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	15.1	20.4	18.4	15.3	13.0
Norm P/E	15.1	20.7	18.4	15.3	13.0
P/BV	5.0	9.2	2.6	2.4	2.2
EV/EBITDA	10.6	13.2	10.1	8.7	7.5
Dividend yield (%)	0.0	0.3	2.7	3.3	3.8

Source: Company data, FSS research

FINANSIA
ALWAYS A STEP AHEAD

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

สาขา สมุทรสาคร
เลขที่ 813/30 ถนนนรสิงห์ 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.หลวงพ่อวัดฉลอง
ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต
จ.ภูเก็ต
076-210-499

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

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

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

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

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน

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

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

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

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

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

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

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

สัญลักษณ์ N/R หมายถึง "ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR"

IOD (IOD Disclaimer)

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

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)

1 ข้อมูล CG Score ประจำปี 2563 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

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

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC