

# IPO

## บมจ. โนวา ออร์แกนิก

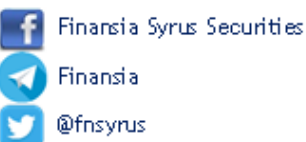
|                               |                            |
|-------------------------------|----------------------------|
| <b>2022 Target Price (Bt)</b> | <b>7.70</b>                |
| IPO Price (Bt)                | 6.90                       |
| Up/downside(%)                | 11.6                       |
| SET Index                     | 1,641.47                   |
| Sector                        | Products & Pharmaceuticals |
| Foreign limit/actual(%)       | 49.00/0.02                 |
| Free float(%)                 | 25.00                      |
| Market cap (Bt m)             | 4,140.00                   |
| Issuer                        | NV                         |
| No. of IPO (mn shares)        | 150.0                      |
| Par value (Bt)                | 0.50                       |
| Subscription period           | 15-17 December 2021        |
| First day trading             | 24 December 2021           |
| Financial Advisor             | บจ.แคปปิตอล วัน พาร์ทเนอร์ |
| Lead Underwriter              | บล.โกลเบล็ก                |

| Consolidated earnings      |       |       |       |       |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Bt (mn)                    | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E |
| Revenue                    | 2,231 | 1,246 | 1,495 | 1,648 |
| Normalized profit          | 781   | 94    | 209   | 236   |
| Net profit                 | 781   | 94    | 209   | 236   |
| EPS (Bt)-norm              | 1.74  | 0.16  | 0.35  | 0.39  |
| EPS (Bt)-reported          | 1.74  | 0.16  | 0.35  | 0.39  |
| %growth y-y                | 588.1 | -91.0 | 121.9 | 12.8  |
| Dividend/share (Bt)        | 1.11  | 0.06  | 0.14  | 0.16  |
| BV/share (Bt)              | 1.31  | 2.39  | 2.68  | 2.93  |
| EV/EBITDA (x)              | 3.3   | 23.4  | 11.7  | 10.2  |
| PER (x)-norm               | 4.0   | 43.1  | 19.7  | 17.7  |
| PER (x)                    | 4.0   | 43.1  | 19.7  | 17.7  |
| PBV (x)                    | 5.3   | 2.9   | 2.6   | 2.4   |
| Dividend yield (%)         | 16.1  | 0.9   | 2.0   | 2.3   |
| Norm ROE (%)               | 189.0 | 9.3   | 13.7  | 14.0  |
| YE No. of shares (million) | 450.0 | 600.0 | 600.0 | 600.0 |
| Par (Bt)                   | 0.5   | 0.5   | 0.5   | 0.5   |

Source: Company data, Finansia estimates

**หมายเหตุ :** บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) เป็นผู้จัดทำและรับประกันการจำหน่ายหุ้นสามัญของบริษัท โนวา ออร์แกนิก จำกัด (มหาชน) ที่เสนอขายต่อประชาชนเป็นครั้งแรก (IPO)

**Analyst: Veeravat Virochpoka**  
 Register No.: 047077  
 Tel.: +662 646 9821  
 Email: veeravat.v@fnsyrus.com  
 www.fnsyrus.com



## หนึ่งในผู้เล่นหลักผลิตภัณฑ์เสริมอาหารไทย

NV เป็นหนึ่งในผู้เล่นหลักในอุตสาหกรรมผลิตภัณฑ์เสริมอาหารของไทยเติบโตตามแนวโน้มอุตสาหกรรมที่เป็นขาขึ้นทั้งจากสังคมผู้สูงอายุและพฤติกรรมผู้บริโภคที่ใส่ใจสุขภาพมากขึ้น และมีจุดแข็งหลักคือการมีโรงงานเป็นของตัวเอง ทำให้ได้เปรียบด้าน Margin และทนทานต่อการแข่งขันที่รุนแรงได้ดี เราคาดว่าในปี 2021 หดตัวแรง -87.9% Y-Y จากฐานสูงในปี 2020 และความเชื่อผู้บริโภคต่อผลิตภัณฑ์กลุ่มนี้ที่ลดลง แต่คาดกลับมาฟื้นตัวในปี 2022 ที่ +121.9% Y-Y ส่วนโรงงานและคลังใหม่จะหนุนการเติบโตระยะยาวในปี 2023 เป็นต้นไป เราประเมินมูลค่าพื้นฐานปี 2022 ของ NV ที่ 7.70 บาท (อิง PER 22 เท่า)

### เติบโตคู่อุตสาหกรรมผลิตภัณฑ์เสริมอาหารของไทย

เราคาดว่า NV จะได้อานิสงส์ระยะยาวจากการเติบโตของตลาดผลิตภัณฑ์อาหารเสริมของไทยโดยมีคาดการณ์ว่ามูลค่าตลาดในปี 2025 จะอยู่ที่ 1.33 แสนลบ. เพิ่มจากปี 2020 ที่ 1.08 แสนลบ. หรือคิดเป็นการเติบโต +5.2% CAGR จากทั้งสังคมผู้สูงอายุที่กำลังเกิดขึ้น รวมถึงพฤติกรรมผู้บริโภคที่ใส่ใจดูแลสุขภาพมากขึ้นโดยเฉพาะในเชิงป้องกัน ซึ่งสอดคล้องกับกลุ่มสินค้า NV ซึ่งหลักๆอยู่ในกลุ่มคอลลาเจนและผลิตภัณฑ์ที่มีถึงเข้าเป็นส่วนผสมหลักซึ่งกลุ่มลูกค้าส่วนใหญ่เป็นกลุ่มผู้สูงอายุ

### จุดแข็งคือการมีโรงงานเป็นของตัวเอง

เรามองว่าจุดแข็งของ NV เหนือคู่แข่งคนอื่นคือการมีโรงงานผลิตเป็นของตัวเอง 2 แห่ง ทำให้สามารถรับมือการแข่งขันในตลาดผลิตภัณฑ์เสริมอาหารที่อยู่ในระดับสูง และมี Barrier to Entry ต่ำได้ค่อนข้างดี โดยเฉพาะความได้เปรียบในด้าน Margin ที่สูงกว่าคนอื่นที่ไม่มีโรงงานและต้องอาศัยการจ้างผลิต นอกจากนี้แผนการก่อสร้างโรงงานใหม่แห่งที่ 3 และคลังสินค้าใหม่ซึ่งจะทยอยแล้วเสร็จในปี 2023-2024 จะช่วยหนุนการเติบโตระยะยาว และใช้โรงงานเดิมในการรับจ้างผลิต (OEM) ได้มากขึ้น รวมถึงใช้สำหรับขยายธุรกิจโรงสกัดและผลิตภัณฑ์สมุนไพรซึ่งมีการเติบโตที่ต่อเนื่อง

### คาดการณ์ปี 2022 กลับมาฟื้นตัวแรง +122% Y-Y

เราคาดว่าไรสุทธิของ NV จะหดตัวแรง -87.9% Y-Y ในปี 2021 จากทั้งฐานสูงในปี 2020 รวมถึงผลกระทบเชิงลบด้านความเชื่อมั่นของผู้บริโภคต่อผลิตภัณฑ์เสริมที่มีถึงเข้าเป็นส่วนผสมหลัก ซึ่งการเติบโตของผลิตภัณฑ์เสริมอาหารคอลลาเจนและเส้นใยอาหารโทเทิล ไฟบรีลชีดเซย์ได้ไม่หมด อย่างไรก็ตามเราคาดว่าผลการดำเนินงานปี 2022 ของ NV จะกลับมาฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่ง ทั้งจากกลุ่มผลิตภัณฑ์คอลลาเจนที่คาดว่าจะเติบโตต่อเนื่อง รวมถึงความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่มีต่อผลิตภัณฑ์ผสมถึงเข้าคาดว่าจะทยอยฟื้นตัวขึ้น โดยเฉพาะเมื่อเริ่มมีบิวทิลและผลการศึกษาเชิงการแพทย์ที่น่าเชื่อถือออกมาอย่างแพร่หลายในระยะถัดไป เราคาดว่าไรสุทธิปี 2022 ฟื้นตัวแรงเป็น 209 ลบ. +121.9% โดยมี Net Margin ฟื้นกลับเป็นตัวเลข 2 หลักอีกครั้ง

### ประเมินราคาเป้าหมายปี 2022 ที่ 7.70 บาท

เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2022 ของ NV ที่ 7.70 บาท โดยใช้ Target PER 22 เท่า เทียบเคียงจากผู้เล่นที่มีลักษณะธุรกิจใกล้เคียงกันในตลาดฯ ได้แก่ DOD RS MEGA IP โดยเรามองว่า NV ควรจะมี Premium จาก DOD แต่มี Discount จาก MEGA IP หากพิจารณาความแข็งแกร่งของแบรนด์

**Company Overview**

NV ดำเนินธุรกิจผลิตและจัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์เสริมอาหารโดยแบ่งผลิตภัณฑ์เป็น 3 กลุ่ม ได้แก่

1. กลุ่มผลิตภัณฑ์เสริมอาหารโดนัทท์ “DONUTT” จำพวกคอลลาเจนและเส้นใยอาหาร
2. กลุ่มผลิตภัณฑ์เสริมอาหารลีฟเนส “LIVNEST” ซึ่งมีส่วนผสมหลักจากถั่งเช่า
3. กลุ่มผลิตภัณฑ์เสริมอาหารอื่นๆและรับจ้างผลิต

**Valuation Methodology**

เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2022 ของ NV ที่ 7.70 บาท โดยใช้ Target PE 22 เท่า โดยอิงจากผู้เล่นที่มีลักษณะธุรกิจใกล้เคียงกันในตลาดฯ ได้แก่ DOD RS MEGA IP โดยเรามองว่า NV ควรจะมี Premium จาก DOD แต่มี Discount จาก MEGA IP หากพิจารณาความแข็งแกร่งของแบรนด์ และ Discount จาก RS ที่เป็นธุรกิจค้าปลีกและบันเทิง

โดยที่ระดับ Target PE ดังกล่าวเทียบกับการเติบโตของกำไรปี 2021-2024 ของ NV ที่ +40.3% CAGR จะคิดเป็น PEG ราว 0.55 เท่า ซึ่งเรามองว่าสมเหตุสมผล

**ESG**

**Environment**

- NV มีนโยบายด้านสิ่งแวดล้อมอย่างชัดเจน ทั้งขั้นตอนการกำจัดของเสีย ดูแลสิ่งแวดล้อมรอบข้าง และตระหนักถึงความสำคัญจากการเปลี่ยนแปลงของภูมิอากาศและภาวะโลกร้อน ซึ่งมีนโยบายลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก 7 ชนิด และรวบรวมข้อมูลเพื่อมาคำนวณ Carbon Footprint ปีฐานคือปี 2020 เพื่อให้เกิดการพัฒนาอุตสาหกรรมอย่างยั่งยืน โดยผ่านการพิจารณาขึ้นทะเบียนฉลาก Carbon Footprint แล้ว

**Social**

- NV มีนโยบายสนับสนุนความเท่าเทียม เสมอภาค ภายในองค์กรและพนักงานทุกคน โดยไม่เลือกปฏิบัติต่อบุคคลใดบุคคลหนึ่ง เป็นไปตาม Code of Conduct
- NV มีการจัดกิจกรรมมอบผลิตภัณฑ์ของบริษัทแก่หน่วยงานและมูลนิธิต่างๆอย่างต่อเนื่อง ทั้งบ้างผู้สูงอายุ วัดและโรงเรียน รวมถึงในช่วงวิกฤต COVID-19 มีการบริจาคเครื่องช่วยหายใจ และบริการจิตอาสาสายด่วนเฉพาะกิจ 1668

**Governance**

- NV ได้จัดทำจรรยาบรรณธุรกิจ หรือ Code of Conduct เพื่อเป็นแนวทางในการปฏิบัติงานแก่พนักงานทุกระดับในการดำเนินธุรกิจอย่างมีจริยธรรม มีความเป็นธรรม และคำนึงถึงผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสียทุกภาคส่วนทั้ง
- NV มีการรณรงค์การต่อต้านการทุจริต มีนโยบายต่อต้านการทุจริตและคอร์รัปชันขึ้นในองค์กร มีการตรวจสอบและถ่วงดุลอำนาจอย่างเหมาะสม ห้ามกรรมการ ผู้บริหารและพนักงานรับและให้ทรัพย์สินหรือผลประโยชน์อื่นใด ให้เป็นไปตามจรรยาบรรณของ NV

**ลักษณะการประกอบธุรกิจ**

บริษัท โนวา ออร์แกนิก จำกัด (มหาชน) (NV) ประกอบธุรกิจผลิตและจัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์เสริมอาหาร (Dietary Supplement Product) ที่มีส่วนประกอบหลักมาจากวัตถุดิบที่หลากหลาย ภายใต้เครื่องหมายการค้าของตัวเอง และธุรกิจรับจ้างผลิตผลิตภัณฑ์เสริมอาหาร (OEM) โดยบริษัทฯ โดยสามารถแบ่งกลุ่มสินค้าหลักๆ ได้ดังนี้

1. กลุ่มผลิตภัณฑ์เสริมอาหารโดนัทท์ “DONUTT” ได้แก่ โดนัทท์คอลลาเจน และโดนัทท์โทเทิลไฟเบอร์ เป็นต้น
2. กลุ่มผลิตภัณฑ์เสริมอาหารลิฟเนส “LIVNEST” เป็นผลิตภัณฑ์เสริมอาหารที่มีส่วนผสมหลักจากวัตถุดิบถั่วเช้า
3. กลุ่มผลิตภัณฑ์เสริมอาหารภายใต้เครื่องหมายการค้าอื่นๆ เช่น ผลิตภัณฑ์เสริมอาหารหลินจือพลัส ชิตาเกะ ผลิตภัณฑ์เสริมอาหารมัทซึทาเกะ และผลิตภัณฑ์บำรุงเส้นผม คิว-ติน แอร์ โทนิค เซรั่ม เป็นต้น

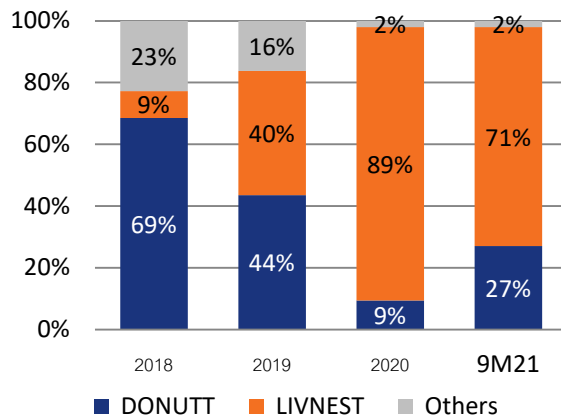
| 1   | 2  | 3  |
|---|--|--|
| กลุ่มผลิตภัณฑ์เสริมอาหาร “DONUTT”   | กลุ่มผลิตภัณฑ์เสริมอาหาร “LIVNEST”   | กลุ่มผลิตภัณฑ์อื่น ๆ   |
|  <p><b>ผลิตภัณฑ์กลุ่มคอลลาเจน</b></p>  <p><b>ผลิตภัณฑ์กลุ่มโยเกิร์ต</b></p>  <p><b>ผลิตภัณฑ์อื่นๆ</b></p>  |  <p><b>ผลิตภัณฑ์กลุ่มถั่วเช้า</b></p>  <p><b>ผลิตภัณฑ์อื่นๆ</b></p>  |  <p><b>การบริการรับจ้างผลิต (OEM)</b></p> <p>รับจ้างผลิตและให้คำแนะนำการออกผลิตภัณฑ์ให้กับลูกค้าภายนอกภายใต้ตราสินค้าหรือเครื่องหมายการค้าของลูกค้ากำหนด</p>  |

**โครงสร้างรายได้**

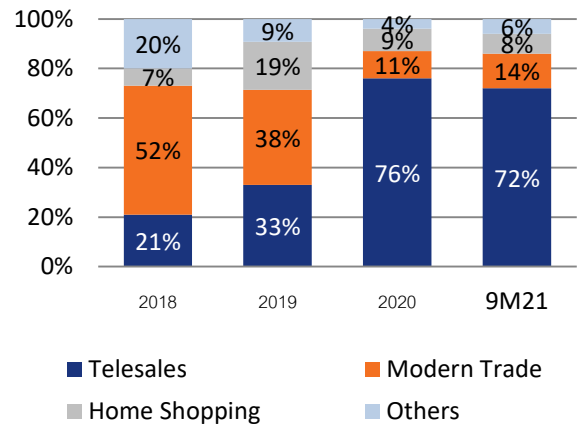
ในช่วงปี 2018-1H21 โครงสร้างรายได้ของ NV ค่อนข้างมีความผันผวนเนื่องจากความนิยมของสินค้าในแต่ละช่วงเวลา โดยในปี 2018 สัดส่วนรายได้ถึง 69% มาจากกลุ่มผลิตภัณฑ์แบรนด์ DONUTT อย่างไรก็ตามในปี 2019-2022 กลุ่มผลิตภัณฑ์เสริมอาหารแบรนด์ LIVNEST ที่มีส่วนผสมจากถั่วเช้ามีรายได้เติบโตก้าวกระโดดและเป็นที่ยอมรับ ส่งผลให้มีสัดส่วนรายได้เพิ่มขึ้นจาก 9% ในปี 2018 พุ่งเป็น 40% และ 90% ในปี 2019-2020 ตามลำดับ อย่างไรก็ตามผลิตภัณฑ์ดังกล่าวถูกกระทบจากกระแสสังคมเชิงลบและต้องชะลอการทำการตลาด ส่งผลให้ยอดขายลดลงและมีสัดส่วนเหลือ 80% ขณะที่กลุ่มผลิตภัณฑ์แบรนด์ DONUTT ยังมีรายได้ที่สม่ำเสมอ ทำให้สัดส่วนเพิ่มขึ้นเป็น 18% ใน 2H21

ในด้านช่องทางการจัดจำหน่าย NV มีการเน้นช่องทางการขายผ่าน Telesales มากขึ้นอย่างมีนัยยะในช่วง 2-3 ปีล่าสุด ส่งผลให้สัดส่วนรายได้จากช่องทางดังกล่าวเพิ่มขึ้นจาก 21% ในปี 2018 เป็น 33% ในปี 2019 และพุ่งขึ้นอย่างมีนัยยะเป็น 72-73% ในปี 2020-2H21

Revenue Breakdown by Products



Revenue Breakdown by Channels



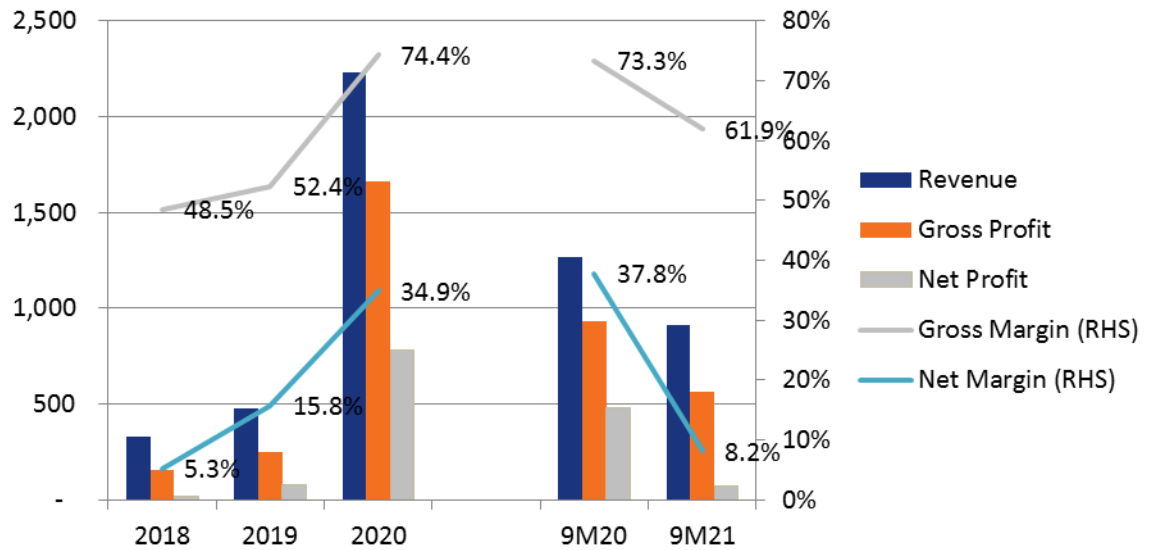
Source: Company Data

### ผลการดำเนินงานในอดีต

ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา (ปี 2018-2020) NV มีผลการดำเนินงานที่เติบโตอย่างต่อเนื่อง โดยในส่วนของรายได้เติบโตจาก 332 ลบ.ในปี 2018 เป็นรายได้เติบโตเป็น 478 ลบ. +46% Y-Y และ 2,231 ลบ. +366.7% Y-Y ในปี 2019-2020 ตามลำดับ โดยในส่วนของรายได้ผลิตภัณฑ์แบรนด์ DONUTT ซึ่งอยู่ในกลุ่มคอลลาเจนและโยอาหามีการชะลอตัวลงชะลอตัวลง -2.2% Y-Y และ -7.7% Y-Y ในปี 2019-2022 แต่ชดเชยได้ทั้งหมดจากการเติบโตที่แข็งแกร่งจากกลุ่มผลิตภัณฑ์แบรนด์ LIVNEST ที่มีถึงเข้าเป็นส่วนผสมหลักและมีกระแสที่ดีในอดีตโดยเติบโต +609.6% Y-Y และ +853.6% Y-Y ในปี 2019-2020 ขณะที่ฝั่ง Margin ปรับตัวขึ้นอย่างมีนัยยะจากทั้งการใช้กำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้น Economy of Scale และ Operating Leverage รวมถึงการเน้นช่องทางการจัดจำหน่าย Telesales ซึ่งสามารถลดค่าใช้จ่ายและต้นทุนได้มากกว่าช่องทาง Modern Trade โดย Gross Margin ในปี 2022 พุ่งขึ้นเป็น 75.4% จาก 52.4% ในปี 2018 ส่วน Net Margin เพิ่มขึ้นจาก 5.3% ในปี 2018 เป็น 34.9% ในปี 2022

ล่าสุดช่วง 9M21 ผลการดำเนินงานของ NV อ่อนตัวลง โดยรายได้อยู่ที่ 910 ลบ. -28.3% Y-Y โดยเกิดจากผลิตภัณฑ์แบรนด์ LIVNEST ที่หดตัวแรงจากผลกระทบเชิงลบด้านความเชื่อมั่นของผู้บริโภคจากประเด็นการโฆษณาเกินจริง ส่งผลให้ Gross Margin ชะลอตัวลงเหลือ 61.9% เทียบกับ 73.3% ในช่วงเดียวกันของปีก่อนเนื่องจาก Utilization Rate ที่ลดลง นอกจากนี้ค่าใช้จ่าย SG&A กลับแรงตัวขึ้นและคิดเป็นสัดส่วนถึง 53.3% ของรายได้ ส่งผลให้ Net Margin ลดลงอย่างมีนัยยะเหลือเพียง 8.2% เทียบกับ 37.8% ปีก่อน

**Historical Performance**



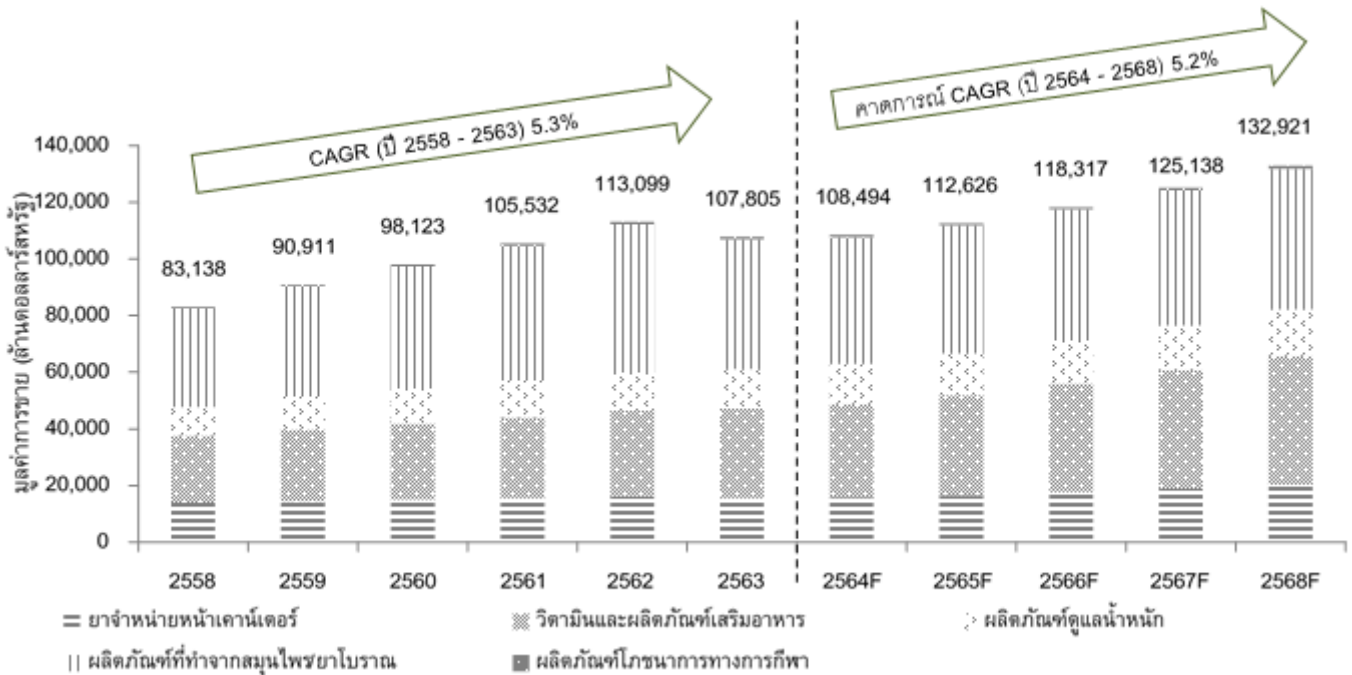
Source: Company Data

**ประเด็นการลงทุน และคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคต**

**ตลาดผลิตภัณฑ์อาหารเสริมของไทยมีการเติบโตอย่างแข็งแกร่ง**

ปัจจุบันตลาดผลิตภัณฑ์อาหารเสริมมีการเติบโตอย่างรวดเร็วและต่อเนื่องจากพฤติกรรมดูแลสุขภาพของผู้บริโภคที่เปลี่ยนแปลงไปหลังจากสถานการณ์ COVID-19 ซึ่งทำให้คนใส่ใจในการดูแลสุขภาพมากยิ่งขึ้นโดยเฉพาะในเชิงป้องกัน ซึ่งเพื่อให้อุปสงค์ต่อความต้องการในปัจจุบันที่มีการใช้ชีวิตอย่างเร่งรีบ เน้นความสะดวกสบายและรวดเร็ว ผลิตภัณฑ์อาหารเสริมจึงเป็นตัวเลือกที่คนส่วนใหญ่นึกถึง โดยสถิติการบริโภคผลิตภัณฑ์หรือสินค้าเกี่ยวกับสุขภาพของประเทศไทย จากข้อมูล Euromonitor International Consumer health in Thailand เดือน พ.ย. 2020 พบว่ามูลค่าตลาดในปี 2020 อยู่ที่ 1.08 แสนลบ. ขยายตัวจาก 8.3 หมื่นลบ.ในปี 2015 หรือคิดเป็นการเติบโต +5.3% CAGR โดยในปี 2020 อาจมีชะลอตัวบ้างเนื่องจากสภาพเศรษฐกิจและปัญหา COVID-19 แต่มีการคาดการณ์ว่าจะขยายตัวขึ้นเป็น 1.33 แสนลบ.ในปี 2025 หรือคิดเป็นการเติบโตเฉลี่ยในปี 2021-2025 ต่อเนื่องอีก +5.2% CAGR ทำให้ภาพรวมอุตสาหกรรมยังเอื้อต่อ NV ในการเติบโตในอนาคต

มูลค่าตลาดผลิตภัณฑ์หรือสินค้าเกี่ยวกับสุขภาพในประเทศไทย



Source: Euromonitor International Consumer Health in World, March 2021

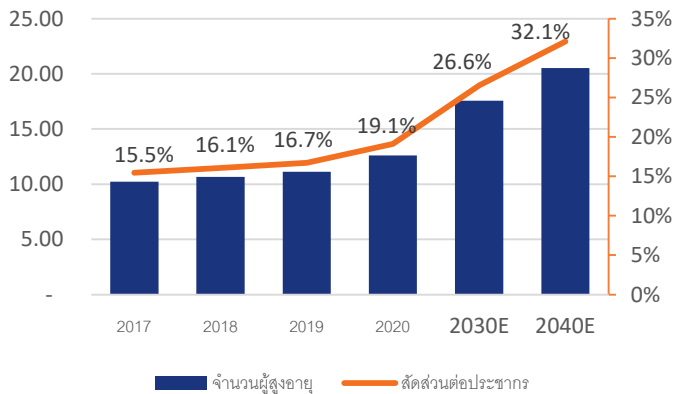
**สังคมผู้สูงอายุเป็นอีกปัจจัยหนุน ผู้บริโภคซื้อผ่านช่องทางค้าปลีกไม่มีหน้าร้านสอดคล้องกับกลยุทธ์ NV**

จากโครงสร้างประชากรของประเทศไทยที่มีแนวโน้มจำนวนประชากรผู้สูงอายุที่มีอายุตั้งแต่ 60 ปีขึ้นไปเพิ่มสูงขึ้นจากสัดส่วน 15.5% ของประชากรปี 2017 เป็น 19.1% ในปี 2563 และจะเร่งขึ้นต่อเนื่องในช่วง 10 ปีข้างหน้าแตะ 31.4% ในปี 2030 คาดช่วยหนุนการเติบโตของ NV เนื่องจากมีสัดส่วนรายได้หลักจากกลุ่มผลิตภัณฑ์อาหารเสริมประเภทคอลลาเจนและอาหารเสริมที่มีส่วนผสมหลักจากถั่งเช่าซึ่งลูกค้าส่วนใหญ่เป็นกลุ่มผู้สูงอายุและเป็นกลุ่มลูกค้าเป้าหมายหลักของ NV

นอกจากนี้พฤติกรรมของผู้บริโภคที่เปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วทั้งจาก COVID-19 และบริการ E-Commerce ไม่ว่าจะช่องทางวิทยุ โทรศัพท์ ทีวีและอินเทอร์เน็ต ทำให้มูลค่าตลาดจำหน่ายสินค้าผ่านร้านค้าปลีกแบบไม่มีหน้าร้านเติบโตอย่างต่อเนื่อง +8.8% CAGR ในช่วงปี 2015-2021 และสอดคล้องกับกลยุทธ์ของ NV ที่หันมาเน้นจำหน่ายสินค้าผ่าน Telesales มากขึ้นตั้งแต่ปี 2020 เป็นต้นมาและเป็นช่องทางการจัดจำหน่ายที่มี Margin สูงกว่าช่องทางอื่นๆ หนุน Margin ยกฐานแรงในปี 2020-9M21 เทียบกับช่วงปี 2018-2019 ที่สัดส่วน Telesales ยังไม่สูงนักและเน้นขายผ่านช่องทาง Modern Trade เป็นหลัก

สัดส่วนประชากรผู้สูงอายุเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง

มูลค่าการจำหน่ายผ่านร้านค้าปลีกไม่มีหน้าร้าน



Source: NESDC

Source: Euromonitor International, Channel Distribution for Consumer Health in Thailand

จุดแข็ง NV คือการมีโรงงานเป็นของตัวเองทำให้มีแต้มต่อด้าน Margin โรงงานใหม่หนุนการเติบโตระยะยาว

การแข่งขันในตลาดผลิตภัณฑ์เสริมอาหารถือว่าอยู่ในระดับที่ค่อนข้างสูงจากจำนวนผู้เล่นในตลาดที่มาก และมี Barrier to Entry ค่อนข้างต่ำ มีโรงงานรับจ้างผลิตสินค้า OEM จำนวนมาก อย่างไรก็ตาม NV ยังมีความสามารถในการแข่งขันเหนือคู่แข่ง ทั้งขนาดของบริษัทที่ใหญ่เป็นอันดับต้นๆของอุตสาหกรรม และโดยเฉพาะอย่างยิ่งการมีโรงงานเป็นของตนเองถึง 2 แห่งในปัจจุบัน ทำให้มีความได้เปรียบในแง่ของ Margin ที่สูงกว่าคนอื่นที่ไม่มีโรงงานและต้องอาศัยการจ้างผลิต ทำให้สามารถทนทานหากมีการแข่งขันด้านราคาที่สูงได้มากกว่า นอกจากนี้แผนการก่อสร้างโรงงานใหม่แห่งที่ 3 และคลังสินค้าใหม่ซึ่งจะทยอยแล้วเสร็จในปี 2023-2024 จะช่วยหนุนการเติบโตระยะยาว โดยจะใช้สำหรับผลิตสินค้าแบรนด์ของตัวเอง ขณะที่ โรงงานเดิมจะสามารถปรับเปลี่ยนเพื่อรองรับการรับจ้างผลิต (OEM) ได้มากขึ้นในอนาคต รวมถึงใช้สำหรับขยายธุรกิจโรงสกัดและผลิตภัณฑ์สมุนไพรซึ่งมีการเติบโตที่ต่อเนื่อง นอกจากนี้การก่อสร้างอาคารสำนักงานแห่งใหม่จะทำให้สามารถขยายทีมขาย Telesales ได้มากขึ้นซึ่งเป็นช่องทางที่มีประสิทธิภาพสูงและเหมาะกับสินค้าและธุรกิจของ NV และเป็นช่องทางที่มี Margin สูงที่สุด

ผู้เล่นในตลาดผลิตภัณฑ์เสริมอาหารและวิตามิน

| ลำดับ                                | ชื่อบริษัทฯ                                | เครื่องหมายการค้า | รายได้จากการขาย (ลบ.) |           |        |
|--------------------------------------|--|-------------------|-----------------------|-----------|--------|
|                                      |  |                   | 2018                  | 2019      | 2020   |
| <b>ผลิตภัณฑ์เสริมอาหารและวิตามิน</b> |  |                   |                       |           |        |
| 1.                                   | บริษัท เมก้า ไลฟ์ไซแอนซ์ จำกัด (มหาชน)     | MEGA              | 10,182                | 11,129.80 | 12,589 |
| 2.                                   | บริษัท อาร์เอส จำกัด (มหาชน) <sup>1/</sup> | RS Mall           | 2,127                 | 2,012     | 2,382  |
| 3.                                   | บริษัท โนวา ออร์แกนิก จำกัด (มหาชน)        | LIVNEST / DONUTT  | 327                   | 478       | 2,231  |
| 4.                                   | บริษัท เอ็นบีดี เฮลแคร์ จำกัด              | Vistra            | 847                   | 767       | 712    |
| 5.                                   | บริษัท จัมโบ้ไลฟ์ กรุป จำกัด               | CordyPlus         | 11                    | 14        | 23     |
| 6.                                   | บริษัท อมาโต้ กรุป จำกัด                   | Amado             | 177                   | 691       | -      |
| 7.                                   | บริษัท เวอร์รินา อินเดอร์เนชั่นแนล จำกัด   | Verena            | 110                   | 79        | -      |
| 8.                                   | บริษัท ไลฟ์ เอ어드 ไซลูชั่น จำกัด            | Cordy Thai        | 76                    | 73        | -      |

Source: Filling

**โครงการลงทุนในอนาคต**

|  |   |   |
|--|---|---|
| <p><b>โรงงานและคลังสินค้า<br/>แห่งใหม่ พร้อม<br/>เครื่องจักร</b></p>     | <ul style="list-style-type: none"> <li>ที่ตั้ง : ถนนประชาอุทิศ-คู่สร้าง ตำบลในคลองบางปลากด อำเภอพระสมุทรเจดีย์ จังหวัดสมุทรปราการ</li> <li>ขนาดพื้นที่ใช้สอยรวม: ~ 7,000 ตารางเมตร</li> <li>มูลค่างานก่อสร้าง : ~ 500 ล้านบาท</li> <li>กำลังการผลิต : กำลังการผลิตแบบซองบรรจุ ~199 ล้านซองต่อปี และ<br/>แคปซูลกำลังการผลิตต่อปีประมาณ ~1,580 ล้านเม็ดต่อปี</li> <li>กำหนดการแล้วเสร็จ : คลังสินค้าประมาณปลายปี 2565 ถึงต้นปี 2566 และโรงงานประมาณปลายปี 2566 ถึงต้นปี 2567</li> </ul> |    |
| <p><b>ปรับปรุงโรงงานเดิม<br/>ผลิตสินค้าสมุนไพร<br/>และโรงงานสกัด</b></p> | <ul style="list-style-type: none"> <li>ขอใบอนุญาตผลิตสมุนไพร</li> <li>โรงงานสกัดสารสำคัญจากสมุนไพร เช่น ฟ้าทะลายโจร เป็นต้น</li> <li>มูลค่างานก่อสร้าง : ~ 35 ล้านบาท</li> <li>กำหนดการแล้วเสร็จ : คาดว่าจะดำเนินการขอใบอนุญาตและปรับปรุงโรงงานแล้วเสร็จภายในช่วงต้นปี 2565</li> </ul>  |    |
| <p><b>สำนักงานแห่งใหม่<br/>รองรับการขายงาน<br/>Telesales</b></p>         | <ul style="list-style-type: none"> <li>ที่ตั้ง : ซอยพระรามที่ 2 แขวงแสมดำ เขตบางขุนเทียน กรุงเทพฯ (บริเวณสำนักงานเดิม)</li> <li>ขนาดพื้นที่ใช้สอยรวม: ~ 2,000 ตารางเมตร</li> <li>มูลค่างานก่อสร้าง : ~ 50 ล้านบาท</li> <li>กำหนดการแล้วเสร็จ : ภายในปี 2565 (อยู่ระหว่างออกแบบโครงสร้าง)</li> </ul>   |   |
| <p><b>สินค้าใหม่</b></p>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>สารสกัดกระชายขาวผสมสารสกัดมะขามป้อมชนิดแคปซูล (ออกจำหน่ายแล้ว)</li> <li>ไวตามินซีชนิดแคปซูล (ออกจำหน่ายแล้ว)</li> <li>กาแฟผสมสารสกัดกระชายขาวและสารสกัดเห็ดหลินจือ</li> <li>สารสกัดขิงผสมสารสกัดกระชายขาวชนิดขงดื่ม</li> <li>สารสกัดงาดำ พลัส ยูซี-ทู ชนิดแคปซูล</li> </ul>  |  |

Source: NV

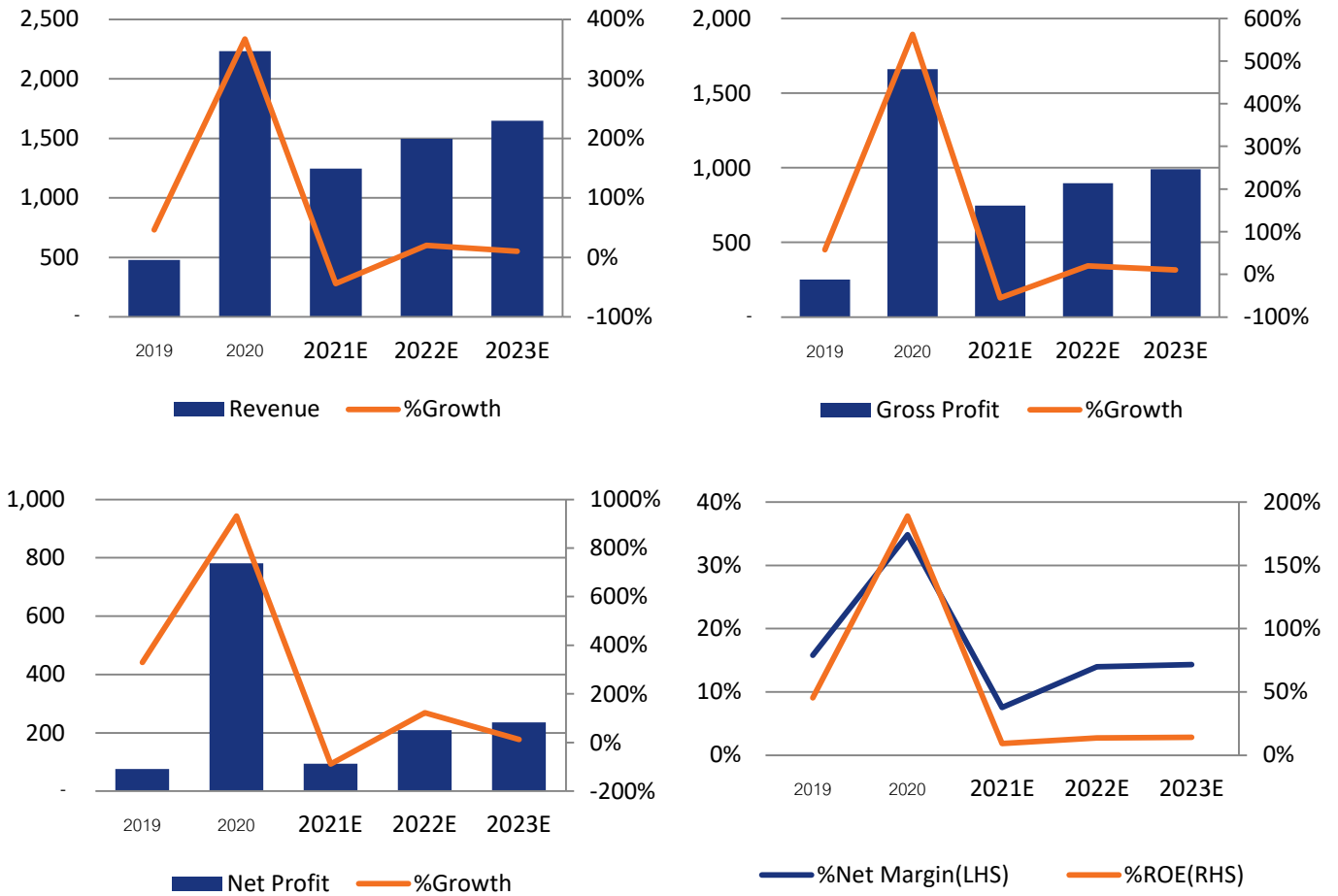
**คาดการณ์ปี 2021 สะดุดก่อนกลับมาฟื้นแรงในปี 2022**

เราคาดการณ์การดำเนินงานของ NV จะหดตัวแรงในปี 2021 ทั้งจากฐานที่สูงในปี 2020 รวมถึงผลกระทบเชิงลบด้านความเชื่อมั่นของผู้บริโภคต่อผลิตภัณฑ์เสริมอาหารที่มีถึงห้าเป็นส่วนผสมหลักแบรนด์ LIVNEST ซึ่งทำให้รายได้หดตัวแรง ขณะที่ผลิตภัณฑ์เสริมอาหารคอลลาเจนและเส้นใยอาหาร DONUTT แม้คาดว่าจะเติบโตดี แต่ชดเชยได้ไม่หมด ส่งผลให้รายได้ปี 2021 คาดว่าจะอยู่ที่ 1,246 ลบ. -44.2% Y-Y ขณะที่ Margin คาดลดลงจาก Utilization Rate ที่ลดลง รวมถึงผลของ Operating Leverage ส่งผลให้ Gross Margin ชะลอจาก 74.4% ในปี 2020 เหลือ 60% ในปีนี้ ขณะที่สัดส่วนค่าใช้จ่าย SG&A ต่อยอดขยายคาดว่าจะปรับเพิ่มขึ้นเนื่องจากบางส่วนเป็นต้นทุนคงที่ ส่งผลให้กำไรปกติปี 2021 คาดจบที่ 94 ลบ. -87.9% Y-Y โดย Net Margin ลดเหลือเพียง 7.6% เทียบกับ 34.9% และ 15.8% ในปี 2020 และ 2019 ตามลำดับ

อย่างไรก็ตามเราประเมินว่าผลการดำเนินงานปี 2022 ของ NV จะกลับมาฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่ง ทั้งกลุ่มผลิตภัณฑ์คอลลาเจนที่คาดว่าจะเติบโตได้ต่อเนื่อง ขณะที่ความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่มีต่อผลิตภัณฑ์ผสมถึงห้าคาดว่าจะทยอยฟื้นตัวขึ้น โดยเฉพาะหากมีบริษัทยาและผลการศึกษาเชิงการแพทย์ที่น่าเชื่อถือของสถาบันต่างๆ ออกมาอย่างแพร่หลายในระยะถัดไป ซึ่งจะส่งผลให้รายได้จากกลุ่มผลิตภัณฑ์ LIVNEST คาดว่าจะฟื้นตัวอย่างมีนัยยะ โดยเราประเมินรายได้จากการดำเนินงานปี 2022 ที่ 1,495 ลบ. +20% Y-Y ขณะที่ Gross Margin คาดยังสามารถทรงตัวในระดับที่ดีราว 60% ขณะที่สัดส่วนค่าใช้จ่าย SG&A ต่อยอดขยายคาดว่าจะลดลงอย่างมีนัยยะเหลือ 42.5% เทียบกับ 50.5% ในปี 2021 ส่งผลให้กำไรสุทธิคาดฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งเป็น 209 ลบ. +121.9% Y-Y โดยมี Net Margin ฟื้นกลับเป็นตัวเลข 2 หลักอีกครั้งที่ 16.1%



**Financial Projection**



Source: Company Data and Finansia Estimates

**ประเมินมูลค่าเหมาะสม**

เราประเมินมูลค่า NV ด้วยวิธี Relative PER โดยอิงจากผู้เล่นในตลาดฯที่มีธุรกิจใกล้เคียงกัน โดยมีทั้งผู้ผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์เสริมอาหาร ได้แก่ DOD MEGA IP รวมถึงผู้จัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์เสริมอาหารโดยการจ้างผลิตอย่าง RS เรามองว่าธุรกิจของ NV ควรจะมี Premium ของ DOD ซึ่งแม้จะเป็นผู้ผลิตสินค้าในกลุ่มเดียวกันอย่างคอลลาเจน แต่ NV มีแบรนด์เป็นของตนเองจึงมีความได้เปรียบในการแข่งขันมากกว่า อย่างไรก็ตามเราคาดว่า NV ควรจะมี Discount จาก MEGA และ IP ซึ่งมีแบรนด์สินค้าที่แข็งแกร่งและเป็นที่จดจำของลูกค้ามากกว่า และ Discount จาก RS ซึ่งธุรกิจเป็นค้าปลีกและบันเทิง

เราจึงใช้ระดับ Target PER ที่ 22 เท่าในการประเมินมูลค่าธุรกิจของ NV กำหนดราคาเป้าหมายปี 2022 ได้ที่ 7.70 บาท โดย ณ ระดับ Target PE ดังกล่าวเทียบกับการเติบโตของกำไรเฉลี่ยในปี 2021-2024 ที่ค่า +40.3% CAGR คิดเป็น PEG ที่ราว 0.55 เท่า ซึ่งมองว่าสมเหตุสมผล

Peers Comparison

|            | Target Price | Sales Growth |             | Gross margin |             | NPAT Growth |             | Net margin  |             | ROE         |             | PER         |             | PBV        |            |
|------------|--------------|--------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|
|            |              | (%)          |             | (%)          |             | (%)         |             | (%)         |             | (%)         |             | (x)         |             | (x)        |            |
|            |              | 2022E        | 2023E       | 2022E        | 2023E       | 2022E       | 2023E       | 2022E       | 2023E       | 2022E       | 2023E       | 2022E       | 2023E       | 2022E      | 2023E      |
| DOD        | 13.20        | 5.5          | 5.0         | 42.0         | 42.5        | 184.7       | 7.0         | 26.7        | 27.2        | 21.4        | 20.5        | 15.8        | 14.7        | 3.4        | 3.0        |
| RS         | 22.00        | 13.8         | 15.6        | 50.6         | 50.9        | 85.2        | 25.7        | 16.0        | 17.4        | 27.8        | 29.5        | 24.3        | 19.4        | 6.2        | 5.3        |
| MEGA       | 56.00        | 9.2          | 9.1         | 41.4         | 41.4        | 12.7        | 11.2        | 12.9        | 13.1        | 23.2        | 23.4        | 20.8        | 18.7        | 4.8        | 4.4        |
| IP         | 25.50        | 23.8         | 17.8        | 48.8         | 49.0        | 30.9        | 31.0        | 13.4        | 14.9        | 24.0        | 28.0        | 45.7        | 35.0        | 11.0       | 9.8        |
| <b>Avg</b> |              | <b>13.1</b>  | <b>11.9</b> | <b>45.7</b>  | <b>46.0</b> | <b>78.4</b> | <b>18.7</b> | <b>17.3</b> | <b>18.2</b> | <b>24.1</b> | <b>25.4</b> | <b>26.6</b> | <b>22.0</b> | <b>6.3</b> | <b>5.6</b> |
| NV         | 7.00         | 20.0         | 10.2        | 60.0         | 60.0        | 121.9       | 12.8        | 14.0        | 14.3        | 13.7        | 14.0        | -           | -           | -          | -          |

Source: Finansia

โครงสร้างการถือหุ้น และนโยบายการจ่ายเงินปันผล

NV มีทุนจดทะเบียน 300 ล้านบาท เรียกชำระแล้ว 225 ล้านบาท แบ่งออกเป็นหุ้นสามัญจำนวน 450 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 0.50 บาท ภายหลังจากการเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนจำนวน 150 ล้านหุ้นแก่ประชาชนเป็นครั้งนี้ บริษัทจะมีทุนจดทะเบียนเรียกชำระแล้วเต็มมูลค่า 300 ล้านบาท แบ่งเป็นหุ้นสามัญจำนวน 600 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 0.50 บาท

วัตถุประสงค์การเพิ่มทุนครั้งนี้

- 1) ใช้สำหรับลงทุนโรงงานและคลังสินค้าแห่งใหม่
- 2) ใช้สำหรับปรับปรุงโรงงานเดิมเพื่อการผลิตสินค้าประเภทสมุนไพรและโรงงานสกัดสารสำคัญ
- 3) ใช้สำหรับปรับปรุงอาคารสำนักงานแห่งใหม่
- 4) ใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนในการประกอบกิจการ

โครงสร้างผู้ถือหุ้นของ NV

| รายชื่อผู้ถือหุ้น                                     | ก่อน IPO       | หลัง IPO       |
|---|----------------|----------------|
| ครอบครัวจันทรัฐจันทมาศ                                | 92.36%         | 69.27%         |
| ทรัสต์เพื่อกิจการร่วมทุน กองทุนร่วมลงทุนในกิจการ SMEs | 4.20%          | 3.15%          |
| ครอบครัวตั้งตรงศักดิ์                                 | 1.40%          | 1.05%          |
| ครอบครัวสังพรประเสริฐ                                 | 0.93%          | 0.70%          |
| บริษัท คอสมิก คอนคอร์ต คอร์ปอเรชั่น จำกัด             | 0.67%          | 0.50%          |
| นายแก้วกล้า ตั้งติสานนท์                              | 0.20%          | 0.15%          |
| นางสาวมาลินี ชำรงวินิจฉัย                             | 0.13%          | 0.10%          |
| นายปิยวัฒน์ รุ่งธนาภิรมย์                             | 0.11%          | 0.08%          |
| ประชาชนทั่วไป   | -              | 25.0%          |
| <b>รวม</b>  | <b>100.00%</b> | <b>100.00%</b> |

Source: Company Data

นโยบายการจ่ายเงินปันผล

บริษัทมีนโยบายการจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นในอัตราไม่น้อยกว่า 40% ของกำไรสุทธิหลังหักสำรองตามกฎหมาย และเงินสำรองอื่นตามที่บริษัทกำหนด

**ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ**

**1. ความเสี่ยงในการประกอบธุรกิจ**

ได้แก่ ความเสี่ยงในการควบคุมการสื่อสารและการโฆษณาผลิตภัณฑ์ การเปลี่ยนแปลงเชิงลบต่อ Presenter ความเสียหายจากสินค้าไม่ปลอดภัยและการฟ้องร้อง ความเสี่ยงจากการกระจุกตัวของรายได้ภายในกลุ่มผลิตภัณฑ์ที่มีส่วนผสมหลักจากตั้งเช่าเป็นหลัก ความเสี่ยงจากการแข่งขันในตลาดผลิตภัณฑ์เสริมอาหาร ความเสี่ยงจากการไม่ประสบความสำเร็จของผลิตภัณฑ์ใหม่ ความเสี่ยงในการทำตลาดและจำหน่ายผ่าน Telesales ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงผู้จำหน่ายวัตถุดิบหลัก

**2. ความเสี่ยงด้านการบริหาร**

ได้แก่ ความเสี่ยงจากการมีกลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่มากกว่า 50% ซึ่งมีอิทธิพลต่อการออกเสียงในที่ประชุมผู้ถือหุ้นของบริษัท

**3. ความเสี่ยงเกี่ยวกับการเสนอขายหลักทรัพย์**

ได้แก่ ความเสี่ยงเรื่องตลาดรองสำหรับการซื้อขายหลักทรัพย์ เนื่องจากเสนอขายก่อนที่จะรับทราบผลพิจารณาของตลาดฯ ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาหุ้นที่อาจก่อให้เกิดผลขาดทุนอย่างมีนัยสำคัญต่อผู้ลงทุนที่ซื้อหุ้น IPO ในครั้งนี้ รวมถึงความเสี่ยงจากการที่ผู้ถือหุ้นที่มีถิ่นที่อยู่นอกประเทศไทยอาจมีข้อจำกัดในการใช้สิทธิซื้อหุ้นเพิ่มทุนของบริษัทในอนาคต

**Income Statement (Consolidated)**

| (Bt mn)             | 2019 | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------------|------|-------|-------|-------|-------|
| Revenue             | 478  | 2,231 | 1,246 | 1,495 | 1,648 |
| Cost of sales       | 228  | 572   | 498   | 598   | 659   |
| Gross profit        | 251  | 1,660 | 747   | 897   | 989   |
| SG&A                | 151  | 682   | 629   | 636   | 694   |
| Operating profit    | 99   | 978   | 118   | 262   | 295   |
| Other income        | 1    | 9     | 0     | 0     | 0     |
| EBIT                | 100  | 985   | 119   | 262   | 295   |
| EBITDA              | 107  | 996   | 143   | 290   | 335   |
| Interest expense    | 5    | 1     | 1     | 1     | 1     |
| Tax on income       | 19   | 204   | 24    | 52    | 59    |
| Earnings after tax  | 76   | 781   | 94    | 209   | 236   |
| Minority interest   | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| Normalized earnings | 76   | 781   | 94    | 209   | 236   |
| Extraordinary items | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| Net profit          | 76   | 781   | 94    | 209   | 236   |

**Cash Flow Statement (Consolidated)**

| (Bt mn)                   | 2019 | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------------------|------|-------|-------|-------|-------|
| Profit before tax         | 76   | 781   | 94    | 209   | 236   |
| Deprec. & amortization    | 8    | 11    | 24    | 28    | 40    |
| Change in working capital | 26   | 214   | 99    | 12    | 7     |
| Other adjustments         | 6    | 7     | 8     | 9     | 10    |
| Cash flow from operations | 115  | 1,013 | 225   | 258   | 293   |
| Capital expenditure       | -8   | -237  | -20   | -200  | -200  |
| Others                    | 0    | -86   | 0     | 0     | 0     |
| Cash flow from investing  | -8   | -323  | -20   | -200  | -200  |
| Free cash flow            | 107  | 777   | 205   | 58    | 93    |
| Net borrowings            | -118 | 22    | -4    | -4    | -4    |
| Equity capital raised     | 92   | 75    | 750   | 0     | 0     |
| Dividends paid            | -82  | -501  | 0     | -38   | -84   |
| Others                    | 53   | -1    | 0     | 0     | 0     |
| Cash flow from financing  | -55  | -405  | 746   | -42   | -87   |
| Net change in cash        | 53   | 286   | 951   | 16    | 5     |

**Balance Sheet (Consolidated)**

| (Bt mn)                   | 2019 | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------------------|------|-------|-------|-------|-------|
| Cash                      | 55   | 334   | 1,277 | 1,284 | 1,280 |
| Accounts receivable       | 91   | 182   | 73    | 88    | 97    |
| Inventory                 | 97   | 128   | 98    | 117   | 129   |
| Other current assets      | 21   | 60    | 42    | 47    | 50    |
| Total current assets      | 264  | 704   | 1,490 | 1,536 | 1,555 |
| PP&E                      | 128  | 353   | 349   | 521   | 681   |
| Other assets              | 15   | 95    | 83    | 86    | 88    |
| Total assets              | 407  | 1,151 | 1,922 | 2,143 | 2,324 |
| Short-term loans          | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| Accounts payable          | 114  | 254   | 221   | 265   | 292   |
| Current portion of LT     | 2    | 4     | 4     | 4     | 4     |
| Other current liabilities | 51   | 276   | 243   | 251   | 256   |
| Total current liabilities | 167  | 533   | 468   | 520   | 553   |
| Long-term loan            | 0    | 20    | 16    | 12    | 8     |
| Other non-current liab.   | 3    | 8     | 4     | 5     | 6     |
| Total non-current liab.   | 3    | 28    | 21    | 18    | 14    |
| Total liabilities         | 170  | 561   | 488   | 538   | 567   |
| Registered capital        | 150  | 225   | 300   | 300   | 300   |
| Paid up capital           | 150  | 225   | 300   | 300   | 300   |
| Share premium             | 42   | 42    | 717   | 717   | 717   |
| Legal reserve             | 7    | 15    | 15    | 15    | 15    |
| Retained earnings         | 38   | 308   | 402   | 574   | 726   |
| Others                    | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| Minority Interests        | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| Shareholders' equity      | 236  | 590   | 1,434 | 1,605 | 1,758 |

**Key Ratios**

|                            | 2019  | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Growth (%)</b>          |       |       |       |       |       |
| Revenue                    | 46.0  | 366.7 | -44.2 | 20.0  | 10.2  |
| EBITDA                     | 197.5 | 827.4 | -85.7 | 103.0 | 15.5  |
| Net profit                 | 329.8 | 932.1 | -87.9 | 121.9 | 12.8  |
| Normalized earnings        | 329.8 | 932.1 | -87.9 | 121.9 | 12.8  |
| <b>Profitability (%)</b>   |       |       |       |       |       |
| Gross profit margin        | 52.4  | 74.4  | 60.0  | 60.0  | 60.0  |
| EBITDA margin              | 22.5  | 44.6  | 11.5  | 19.4  | 20.3  |
| EBIT margin                | 20.9  | 44.2  | 9.5   | 17.5  | 17.9  |
| Normalized profit margin   | 15.8  | 34.9  | 7.6   | 14.0  | 14.3  |
| Net profit margin          | 15.8  | 34.9  | 7.6   | 14.0  | 14.3  |
| Normalized ROA             | 21.5  | 100.2 | 6.1   | 10.3  | 10.6  |
| Normalized ROE             | 45.2  | 189.0 | 9.3   | 13.7  | 14.0  |
| Normalized ROCE            | 41.6  | 159.4 | 8.2   | 16.1  | 16.7  |
| <b>Risk (x)</b>            |       |       |       |       |       |
| DE                         | 0.7   | 1.0   | 0.3   | 0.3   | 0.3   |
| Net D/E                    | 0.5   | 0.4   | -0.5  | -0.5  | -0.4  |
| Net debt/EBITDA            | 1.1   | 0.2   | -5.5  | -2.6  | -2.1  |
| <b>Per share data (Bt)</b> |       |       |       |       |       |
| Reported EPS               | 0.25  | 1.74  | 0.16  | 0.35  | 0.39  |
| Normalized EPS             | 0.25  | 1.74  | 0.16  | 0.35  | 0.39  |
| EBITDA                     | 0.36  | 2.21  | 0.24  | 0.48  | 0.56  |
| Book value                 | 0.79  | 1.31  | 2.39  | 2.68  | 2.93  |
| Dividend                   | 0.27  | 1.11  | 0.06  | 0.14  | 0.16  |
| Par                        | 0.50  | 0.50  | 0.50  | 0.50  | 0.50  |
| <b>Valuations (x)</b>      |       |       |       |       |       |
| P/E                        | 27.6  | 4.0   | 43.1  | 19.7  | 17.7  |
| Norm P/E                   | 27.6  | 4.0   | 43.1  | 19.7  | 17.7  |
| P/BV                       | 8.7   | 5.3   | 2.9   | 2.6   | 2.4   |
| EV/EBITDA                  | 20.4  | 3.3   | 23.4  | 11.7  | 10.2  |
| Dividend yield (%)         | 3.9   | 16.1  | 0.9   | 2.0   | 2.3   |

Source: Company data, Finansia research

**บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)**

|   |   |  |   |   |
|---|---|--|---|---|
| <p><b>สำนักงานใหญ่</b><br/>999/9 อาคารดี ออฟฟิศ แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25<br/>ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน<br/>เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร<br/>02-658-9000, 02-658-9500</p>                          | <p><b>สำนักงานอัลมาลิ่งค์</b><br/>25 อาคารอัลมาลิ่งค์ ชั้น 9,14,15<br/>ช.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี<br/>เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร<br/>02-646-9600, 02-646-9999</p>                           | <p><b>สาขา เซ็นทรัลพลาซ่า 1</b><br/>7/129-221 อาคารเซ็นทรัล พลาซ่า<br/>ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1<br/>ถ.บรมราชชนนี แขวง อนุสาวรีย์<br/>เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร<br/>02-878-5999</p> | <p><b>สาขา บางกระบือ</b><br/>3105 อาคารเอ็มมาร์ค ชั้น 3<br/>ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว<br/>แขวงคลองจั่น เขตบางกระบือ<br/>จ.กรุงเทพมหานคร<br/>02-378-4545</p> | <p><b>สาขา ประชาชื่น</b><br/>105/1 อาคารบี ชั้น 4<br/>ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว<br/>เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร<br/>02-580-9130</p>             |
| <p><b>สาขา บางนา</b><br/>589 หมู่ 12 อาคารชุดทาวเวอร์ 1<br/>ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 589/105<br/>(เดิม 1093/105)<br/>ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา<br/>เขตบางนา จ.กรุงเทพมหานคร<br/>02-740-7100</p> | <p><b>สาขา มินท์ ทาวเวอร์</b><br/>ชั้น 6 (ห้องเลขที่ 601), 7, 8 และ 9<br/>อาคาร มินท์ ทาวเวอร์<br/>เลขที่ 719 ถนนบรมหัตถ์ทอง<br/>แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน<br/>จ.กรุงเทพมหานคร<br/>02-680-0700</p> | <p><b>สาขา สีลม 1</b><br/>130-132 อาคารสีลม ทาวเวอร์ 1<br/>ชั้น 2 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี<br/>เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร<br/>02-690-4100</p>   | <p><b>สาขา เคียนหวน (สีลม 2)</b><br/>140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18<br/>ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี<br/>เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร<br/>02-254-1717</p>                 | <p><b>สาขา สาทร</b><br/>เลขที่ 48/32 ชั้น 16<br/>อาคารทีเอสโกทาวเวอร์ ถนนสาทรเหนือ<br/>แขวงสีลม เขตบางรัก<br/>จ.กรุงเทพมหานคร<br/>02-036-4859</p> |
| <p><b>สาขา รังสิต</b><br/>1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17<br/>ชอยพหลโยธิน 60 ถนนพหลโยธิน<br/>ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี<br/>02-993-8180</p>   | <p><b>สาขา รัตนาธิเบศร์</b><br/>576 ถ.รัตนาธิเบศร์<br/>ต.บางกระสอบ อ.เมืองนนทบุรี<br/>จ.นนทบุรี<br/>02-831-8300</p>   | <p><b>สาขา แจ้งวัฒนะ</b><br/>99, 99/9<br/>เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์<br/>ยูนิตเลขที่ 1904 ชั้น 19<br/>หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด<br/>ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี<br/>02-005-4193</p>           |   |   |
| <p><b>สาขา ขอนแก่น</b><br/>311/1<br/>ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่งแก่นนคร)<br/>ต.ในเมือง<br/>อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น<br/>043-058-925</p>  | <p><b>สาขา อุดรธานี</b><br/>197/29, 213/3<br/>ถ.อุดรธานี ต.หมากแข้ง<br/>อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี<br/>042-245-589</p>  | <p><b>สาขา เชียงใหม่</b><br/>310<br/>หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์<br/>ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน<br/>อ.เมือง จ.เชียงใหม่<br/>053-235-889, 053-204-711</p>   | <p><b>สาขา เชียงราย</b><br/>353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก<br/>อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย<br/>053-750-120</p>  | <p><b>สาขา สมุทรสาคร</b><br/>เลขที่ 813/30 ถนนรสิงห์ ตำบลมหาชัย<br/>อำเภอเมืองสมุทรสาคร<br/>จ.สมุทรสาคร<br/>034-428-045</p>                       |
| <p><b>สาขา แม่สาย</b><br/>119 หมู่ 10 ต.แม่สาย<br/>อ.แม่สาย จ.เชียงราย<br/>053-640-599</p>  | <p><b>สาขา นครราชสีมา</b><br/>198/1 ต.ระกอบสมอราย<br/>ต.ในเมือง<br/>อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา<br/>044-288-700, 044-014-322,<br/>044-014-323</p>  | <p><b>สาขา ออนไลน์ภูเก็ต</b><br/>22/18<br/>ถ.หลวงพ่อดำ<br/>ต.หาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต<br/>จ.ภูเก็ต<br/>076-210-499</p>  | <p><b>สาขา หาดใหญ่</b><br/>106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย<br/>ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา<br/>074-243-777</p>  | <p><b>สาขา สุราษฎร์ธานี</b><br/>173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่<br/>ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี<br/>จ.สุราษฎร์ธานี<br/>077-222-595</p>   |
| <p><b>สาขา ดรง</b><br/>59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง<br/>อ.เมืองตรัง จ.ตรัง<br/>075-211-219</p>   | <p><b>สาขา ปัตตานี</b><br/>300/69-70 หมู่ 4 ต.สุตะมิแล<br/>อ.เมือง จ.ปัตตานี<br/>073-350-140-4</p>  |  |   |   |

**คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน**

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

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

**DISCLAIMER:** รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เราเชื่อหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ 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, 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, TASCOS, 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 **NR** หมายถึง "ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR"

**IOD (IOD Disclaimer)**

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ 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