

MOMENTUM

Vol. 05 May 2024

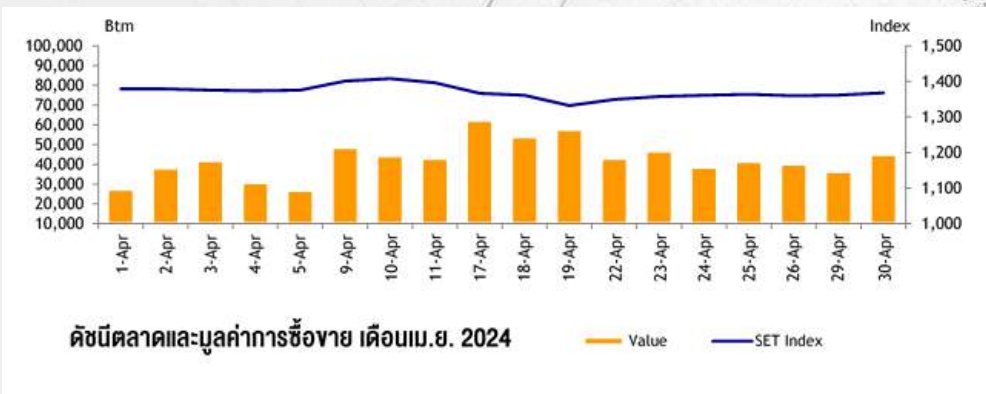


‘1Q24 earnings recovery is key ‘

คาดการณ์ปรับลดอัตราดอกเบี้ยของทั้ง Fed และ กนง. ชะลอลงจากเศรษฐกิจที่แข็งแกร่งและเงินเฟ้อ ที่ดีโดยเฉพาะในสหรัฐ, คาดกำไรเริ่มต้นได้ดีใน 1Q24 โตแรง q-q จากฐานต่ำใน 4Q23

‘Sell in May’ ไม่น่าเกิดขึ้นในปีนี้อาจเศรษฐกิจไทย ที่เริ่มเร่งตัว คงเป้า SET 1,470 จุด

หุ้นเด่นเดือนพ.ค.ประกอบไปด้วย **BDMS, CPALL, ITC, NSL และ TU**



มุมมองทางเทคนิค พ.ค.2024

SET Index ในเดือนที่ผ่านมา มีความผันผวนสูง เริ่มด้วยการ ลากกลับไปยืนเหนือ 1400 จุด แล้วก็ทำ New Low หลุดแนวรับ 1350 จุด ลงถึง 1330 จุด ซึ่ง 1330 จุด นั้นเป็นบริเวณ เส้น MA200 ในภาพรายเดือนพอดี จึงเกิดการรับาวด์กลับ แรงมายืนเหนือ 1350 จุด อีกครั้ง ทำให้ภาพระยะสั้น กลับมาดูไม่แย่ กลายเป็น Sideway เหมือนเดิม อย่างไรก็ตาม จุดชีวิตของ SET ตอนนี้ มี 2 ตัวเลข คือ หลุด 1350 จุด กลายเป็นขาลง หรือลากขึ้นเบรกยืนเหนือ 1400 จุด เพื่อให้โมเมนตัม ทางบวกกลับคืนมา ซึ่งคาดว่า จะเห็นผลชัดเจนในเดือนนี้

กลยุทธ์การลงทุน

Analyst : Veeravat Virochpoka

Register No. 047077



คาดการณ์ปรับลดอัตราดอกเบี้ยของทั้ง Fed และ กนง. ชะลอลงจากเศรษฐกิจที่แข็งแกร่งและเงินเฟ้อที่ดื้อ โดยเฉพาะในสหรัฐ, คาดกำไรเริ่มต้นได้ดีใน 1Q24 โตแรง q-q จากฐานต่ำใน 4Q23 'Sell in May' ไม่น่าเกิดขึ้นในปีนี้อาจเกิดจากเศรษฐกิจไทยที่เริ่มเร่งตัว คงเป้า SET 1,470 จุด หุ่นเด่นเดือนพ.ค.ประกอบไปด้วย BDMS, CPALL, ITC, NSL และ TU

Fed เปลี่ยนโทนจากผ่อนคลายเป็นตึงขึ้น

เจ้าหน้าที่เฟดหลายท่าน รวมถึงประธานเฟดมีท่าทีตึงมากขึ้นในการดำเนินนโยบายทางการเงินจากเศรษฐกิจสหรัฐที่แข็งแกร่ง ขณะเดียวกันอัตราเงินเฟ้อไม่ยอมปรับลง ดัชนีค่าที่คาด ทำให้ตลาดปรับลดคาดการณ์การลดอัตราดอกเบี้ยในปีนี้อาจเดิม 3 ครั้งเป็นน้อยกว่า 2 ครั้ง โดยที่ครั้งแรกน่าจะเกิดขึ้นในเดือน ก.ย. 2024 อย่างไรก็ตาม หากเศรษฐกิจสหรัฐยังคงแข็งแกร่ง มีความเป็นไปได้ที่อัตราดอกเบี้ยนโยบายจะคงที่ตลอดทั้งปี ซึ่งส่งผลให้ Bond yield สหรัฐปรับสูงขึ้นและจำกัดการปรับขึ้นของราคาสินทรัพย์เสี่ยง

คาด สปท. ชะลอการลดดอกเบี้ยจากเศรษฐกิจและเงินเฟ้อที่สูงขึ้น

สปท.ส่งสัญญาณนโยบายทางการเงินที่ตึงตัวมากกว่าที่เราเคยคาดเช่นกัน โดยย้ำว่าอัตราดอกเบี้ยในระดับปัจจุบันไม่เป็นแรงกดดันต่อการเติบโตของเศรษฐกิจ ขณะที่อัตราเงินเฟ้ออาจทยอยปรับสูงขึ้นและถึงเป้า 1-3% ภายในสิ้นปี 2024 ประกอบกับ สปท.คาดการณ์ว่า GDP ของไทยจะปรับเพิ่มขึ้นราว 1% q-q ในทุกไตรมาสในปีนี้ ความเสี่ยงจากอัตราเงินเฟ้อที่อาจสูงกว่าคาด และความไม่แน่นอนทางภูมิรัฐศาสตร์ในตะวันออกกลาง อาจทำให้ กนง. ตรึงอัตราดอกเบี้ยในระดับปัจจุบันตลอดทั้งปี อย่างไรก็ตาม ความเป็นไปได้ในการลดอัตราดอกเบี้ย 1 ครั้งยังมีอยู่หากเศรษฐกิจไทยแยกว่าคาด

คาดการณ์ 1Q24 ก้าวกระโดด q-q

เราคาดการณ์กำไรรวมใน 1Q24 +44% q-q, -1% y-y กำไรที่โตก้าวกระโดด q-q เกิดจากฐานต่ำใน 4Q23 กำไรของกลุ่มธนาคารที่เติบโต ได้อานิสงส์จากค่าใช้จ่ายและการตั้งสำรอง ECL ที่ลดลง ขณะที่กลุ่มพลังงานน่าจะมีกำไรจากสต็อกและค่าการกลั่นอยู่ในเกณฑ์สูง กลุ่มท่องเที่ยวและขนส่งควรมีกำไรที่ดีตามฤดูกาล สำหรับกลุ่มที่เกี่ยวข้องกับการบริโภค ไม่ว่าจะเป็นกลุ่มค้าปลีก อาหาร การแพทย์ ไฟแนนซ์ และ ICT คาดว่าจะฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งตามการบริโภคในประเทศที่ฟื้นต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม กลุ่มอสังหาริมทรัพย์คาดว่าจะฟื้นตัวช้าที่สุด ลดลงทั้ง q-q, y-y

'Sell in May' ไม่น่าเกิดขึ้นในปี นี้ คงเป้า SET Target

เรายังคงยืนยันการฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งของกำไรของ บจ. เริ่มตั้งแต่ใน 1Q24 และคงเป้า SET Target 1,470 จุด ปัจจุบัน SET มี 2024 P/E 14.8 เท่า โดย Earnings yield gap ยังคงกว้างประมาณ 4% ถือว่าจูงใจมากพอสำหรับการลงทุนระยะกลาง-ยาว การลงทุนยังคงเน้นเลือกหุ้นที่มีแนวโน้มกำไรแข็งแกร่ง และ Valuations ไม่แพง หุ่นเด่นเดือนพ.ค. ของเรา ได้แก่ BDMS, CPALL, ITC, NSL, TU

TOP5 : MAY

บมจ. กรุงเทพดุสิตเวชการ

BDMS TB

BUY, TARGET: 35.00, +22.8%

THAI CAC : N/A

CG2023 : 5

Analyst : Teerapol Udomvej, CFA

FSSIA



คาดการณ์รายได้ 1Q24 จะทำสถิติสูงสุดใหม่และโต 11% y-y

เราคาดว่ารายได้ 1Q24 จะโต 11% y-y โดยรายได้จากผู้ป่วยชาวไทยน่าจะโต 10% y-y เนื่องจากตัวเลขผู้ป่วยไขหวัดใหญ่ โรคทางเดินหายใจและโควิดยังทรงตัวในระดับสูงมาตั้งแต่ 4Q23 รายได้จากผู้ป่วยชาวต่างชาติน่าจะโต 12-14% y-y โดยได้ปัจจัยผลักดันจากผู้ป่วยชาวจีนโดยเฉพาะอย่างยิ่งผู้ป่วยชาวจีนที่อาศัยอยู่ในประเทศไทยและผู้ป่วยชาวยุโรปจากฤดูกาลท่องเที่ยว อย่างไรก็ดีรายได้จากผู้ป่วยชาวตะวันออกกลางน่าจะค่อนข้างทรงตัว y-y การเติบโตของผู้ป่วยชาวสหรัฐอเมริกาเริ่มมีเรตส์ การค้าและซาอุดีอาระเบียน่าจะหักล้างกับผู้ป่วยชาวคูเวตที่ลดลง (คาดว่าลดลงในอัตราสองหลัก y-y) เนื่องจากรัฐบาลคูเวตได้ปรับและลดการรับประกันการจ่ายสำหรับประชาชนชาวคูเวตที่มารับการรักษาในต่างประเทศ เราคาดว่า EBITDA margin จะปรับตัวขึ้นเป็น 25.0% (เทียบกับ 24.6% ใน 1Q23) จากรายได้ที่โตขึ้นซึ่งทำให้เราคาดว่ากำไรปกติ 1Q24 จะโต 16% y-y และทำสถิติสูงสุดใหม่ที่ 4.0 พัน ลบ.

รับแบรนด์เปาโลพลโยอินเป็นพญาไทพลโยอิน

เมื่อเร็ว ๆ นี้ BDMS ได้รับแบรนด์เปาโลพลโยอินเป็นพญาไทพลโยอินเพื่อปรับปรุงบริการโดยรวมและให้สอดคล้องกับวิถีชีวิตของประชากรในบริเวณดังกล่าว เปาโลพลโยอิน (ขนาด 220 เตียง) รายงานรายได้ 2.5 พัน ลบ. ในปี 2023 (2-3% ของรายได้รวม) เราเชื่อว่าโรงพยาบาลดังกล่าวมีศักยภาพที่จะปรับปรุงรายได้และ EBITDA margin ให้เท่ากับพญาไท 2 (ขนาด 262 เตียง) ซึ่งตั้งอยู่ห่างออกไปแค่ 3 กม. และสร้างรายได้ 5 พัน ลบ. ในปี 2023

คาดการณ์กำไรปกติปี 2024 จะโต 14% เป็น 16.4 พัน ลบ.

เราคาดว่ากำไรจะมีโมเมนตัมการเติบโตที่ดีต่อเนื่องใน 2Q24 จากฐานที่ต่ำและผลกระทบจากเทศกาลรอมฎอนที่ลดลงใน 2Q24 เมื่อเทียบกับใน 2Q23 (เทศกาลรอมฎอนเริ่มตั้งแต่วันที่ 10 มี.ค. ถึง 9 เม.ย. ในปี 2024 เทียบกับ 22 มี.ค. ถึง 21 เม.ย. ในปี 2023) ในปี 2024 เราคาดว่ารายได้จะโต 10% (เทียบกับเป้าหมายของบริษัทฯ ที่ 10-12%) และ EBITDA margin จะปรับตัวขึ้นเป็น 24.7% (เทียบกับเป้าหมายของบริษัทฯ ที่ 24-25% และตัวเลขจริงที่ 24.2% ในปี 2023) ซึ่งจะช่วยให้กำไรปกติปี 2024 โต 14% เป็น 16.4 พัน ลบ.

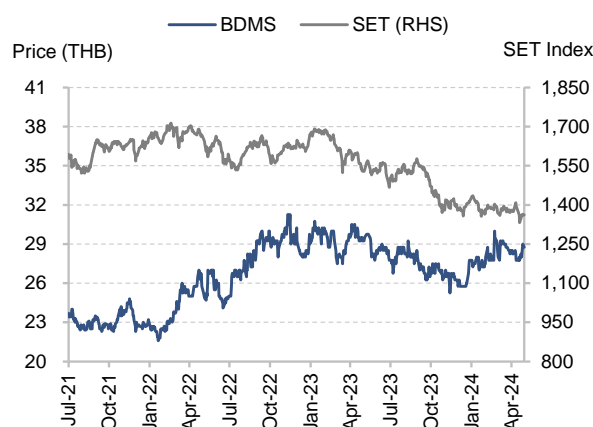
หุ้นมีการซื้อขายในระดับการประเมินมูลค่าที่น่าสนใจ

เราประมาณการและราคาเป้าหมายปี 2024 ของเรากว่า 35.0 บาท (DCF) BDMS มีการซื้อขายในระดับการประเมินมูลค่าที่น่าสนใจที่ 28x ของค่า 2024E P/E ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีย้อนหลังที่ 31x

Consolidated earnings

YE Dec (THB m)	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	102,110	112,311	121,304	131,022
Net profit	14,375	16,413	17,928	19,652
EPS (THB)	0.90	1.03	1.13	1.24
vs Consensus (%)	-	5.4	6.3	5.5
EBITDA	24,740	27,717	30,179	32,859
Recurring net profit	14,375	16,413	17,928	19,652
Core EPS (THB)	0.90	1.03	1.13	1.24
Chg. In EPS est. (%)	-	-	-	-
EPS growth (%)	14.0	14.2	9.2	9.6
Core P/E (x)	31.5	27.6	25.3	23.0
Dividend yield (%)	2.3	2.5	2.5	2.8
EV/EBITDA (x)	18.8	16.7	15.2	13.8
Price/book (x)	4.8	4.5	4.2	4.0
Net debt/Equity (%)	8.8	6.2	1.1	(3.9)
ROE (%)	15.5	16.8	17.3	17.8

Sources: Company data, FSSIA estimates



TOP5 : MAY

บมจ. ซีพี ออลล์

CPALL TB

BUY, TARGET: 77.00, +36.9%

THAI CAC : Certified

CG2023 : 5

Analyst : Jitra Amornthum

Assistant Analyst : Thada Jirachoenying
FSSIA

คาดการณ์กำไรปี 1Q24 ไตรมาส y-y จากยอดขายของทั้ง 3 ธุรกิจ และดอกเบี้ยจ่ายลดลง

เรคาดกำไรปี 1Q24 ที่ 4.86 พันลบ. ลดลง 13% q-q จากปัจจัยด้านฤดูกาล เพิ่มขึ้นเด่น 29% y-y หนุนจากยอดขายของทั้ง 3 ธุรกิจเพิ่มขึ้น โดยเรคาด SSSG ของธุรกิจ CVS +3.5% เพิ่มขึ้นตามจำนวนท่องเที่ยว หนุนตัวเลข Traffic เข้าร้าน 7-eleven เพิ่มขึ้น ขณะที่คาด ธุรกิจ Wholesale +4% และ Retail +6% และคาดร้าน 7-eleven เปิดเพิ่ม 200 สาขา MAKRO 2 สาขา รูปแบบ Eco Plus และ Lotus's ปิดสาขา go fresh 4 สาขา และ Transfer ร้าน Supermarket เป็น Hybrid store 1 สาขา และเปิดสาขา Supermarket ที่มาเลเซียเพิ่ม 1 สาขา

Margin ของ CVS เติบโตแข็งแกร่ง หนุนจาก Product mixed

เรคาด GPM ของธุรกิจ CVS ทรงตัว q-q แต่สูงขึ้น 70 bps y-y หนุนจาก Product mixed ของกลุ่มสินค้าที่ Margin สูงเพิ่มขึ้นอย่าง RTE, เครื่องดื่ม และสินค้า Margin ต่ำอย่างบุหรี่ที่ทรนปรับลดลงจากการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมของผู้บริโภค สำหรับธุรกิจ Wholesale คาดลดลงเล็กน้อยเป็น 10.8% (vs 1Q23 ที่ 10.9%) จากศูนย์กระจายสินค้าแห่งใหม่ ธุรกิจ Retail คาด GPM ทรงตัว y-y ที่ 18.0% ขณะที่ SG&A เพิ่มขึ้นตามยอดขายที่สูงขึ้นและค่าใช้จ่ายก่อนเริ่มดำเนินงานใน DC ใหม่ของ MAKRO รวมถึงค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยที่ลดลงจากการปรับโครงสร้างเงินทุนของ CPAXT

แนวโน้มระยะสั้นยังคงคาดเติบโตได้ทั้ง 3 ธุรกิจ

หากกำไรปี 1Q24 เป็นไปตามคาด จะคิดเป็น 23% ของกำไรปี 2024 โดยเรายังคงประมาณการกำไรปี 2024 ที่ 21 พันลบ. (+16% y-y) แนวโน้ม 2Q24 คาดว่าเติบโตได้ทั้ง q-q และ y-y จากช่วงวันหยุดยาวและการเข้าสู่หน้าร้อน หนุนกลุ่มสินค้า Margin ต่ำอย่างเครื่องดื่ม รวมถึงการฟื้นตัวของยอดขายในธุรกิจ Retail

คงคำแนะนำ ซื้อ ราคาเป้าหมาย 77 บาท

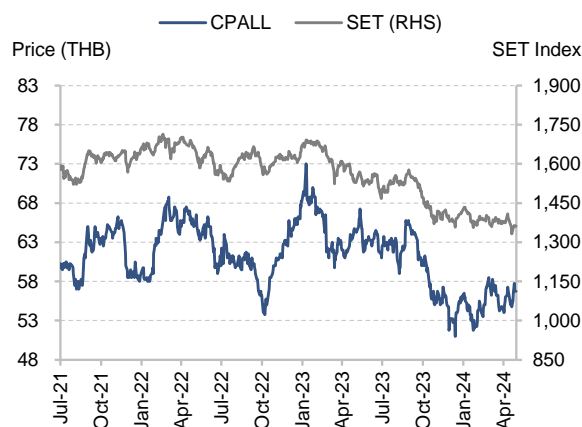
คงคำแนะนำ ซื้อ ราคาเป้าหมาย 77 บาท เลือกเป็น Top pick ของกลุ่มจากทั้งแนวโน้มระยะสั้น และในปี 2024 ยังเติบโต ตามการฟื้นตัวของนักท่องเที่ยวและการบริโภคในประเทศ รวมถึงการเติบโตของ O2O นอกจากนี้ Valuation ยังอยู่ในระดับน่าสนใจ ปัจจุบันเทรดบน 2024E P/E ที่ 24.0 เท่า เท่ากับค่าเฉลี่ย 5 ปี -2SD



Consolidated earnings

YE Dec (THB m)	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	895,281	949,172	999,896	1,049,860
Net profit	18,482	21,037	24,588	27,795
EPS (THB)	2.06	2.34	2.74	3.09
vs Consensus (%)	-	(0.6)	1.5	2.5
EBITDA	52,942	57,596	65,852	73,655
Recurring net profit	18,136	21,037	24,588	27,795
Core EPS (THB)	2.02	2.34	2.74	3.09
Chg. In EPS est. (%)	-	-	-	-
EPS growth (%)	36.6	16.0	16.9	13.0
Core P/E (x)	27.9	24.0	20.6	18.2
Dividend yield (%)	1.8	2.1	2.4	2.8
EV/EBITDA (x)	20.1	18.9	16.3	14.3
Price/book (x)	5.0	4.5	4.1	3.7
Net debt/Equity (%)	119.4	119.4	108.0	95.2
ROE (%)	17.1	18.1	19.3	19.7

Sources: Company data, FSSIA estimates



TOP5 : MAY

มมจ. ไอ-เทล คอร์ปอเรชั่น

ITC TB

BUY, TARGET: 27, +22%


THAI CAC : Declared

CG2023 : 5

Analyst : Sureeporn Teewasuwet

FSSIA

กำไรสุทธิ 1Q24 อาจสูงกว่าที่เราเคยคาด

กำไร 1Q24 อาจสูงกว่าที่เราเคยคาดโดยอาจแตะ 742 ลบ. (+74.6% y-y, ลดลงเล็กน้อย q-q) (เทียบกับประมาณการเดิมของเราที่ 680 ลบ.) แนวโน้มที่ดีขึ้นดังกล่าวมีสมมติฐานจากข้อมูลที่เราได้รับจากที่ประชุมเมื่อวันที่ 28 มี.ค. โดยผู้บริหารได้เปิดเผยว่ารายได้สินค้า Premium ใน 1Q24 ได้ขยับขึ้นเป็น 49.6% ของรายได้รวม (เทียบกับ 43.2% ในปี 2023) ซึ่งสูงกว่าเป้าหมายทั้งปี 45-48% และดีกว่าประมาณการก่อนหน้าของเรา นอกจากนี้ต้นทุนปลาถูกนำไปปรับตัวลดลง โดยมีราคาเฉลี่ยใน 1Q24 อยู่ที่ USD1,333 ต่อตัน (-12% q-q, -27% y-y) ดังนั้นเราจึงคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นอาจปรับขึ้นต่ออยู่ที่ 23% สูงกว่าเป้าหมายของ ITC ที่ 21-22%

แนวโน้ม 2Q24 ยังเป็นบวก

เราคาดว่ารายได้ 1Q24 จะเติบโตราว 15% y-y แต่ลดลง 13% q-q จากฐานที่สูงในไตรมาสก่อน ซึ่งการเติบโต y-y ถือว่าสอดคล้องกับการส่งออกอาหารสัตว์เลี้ยงของไทยในช่วง 1QTD ที่โตราว 23% y-y ขณะที่แนวโน้ม 2Q24 ยังดีต่อเนื่อง หลังมีคำสั่งซื้อล่วงหน้าครอบคลุมราว 72% ของเป้าหมายได้แล้ว โดยลูกค้ารายใหญ่รายหนึ่งได้สั่งซื้อสินค้าครอบคลุมกว่า 50% ของเป้าหมายได้ทั้งปีพร้อมล็อกราคาขายใน 1Q-2Q24 ที่ค่อนข้างสูงใกล้เคียงกับในช่วง 2H23 (อ้างอิงจากราคาปลาอยู่ที่ USD1,700-1,800 ต่อตัน) ดังนั้นเราจึงคิดว่ารายได้รวมใน 2Q24 อาจฟื้นตัวเป็น 4.3-4.5 พัน ลบ. เติบโตมากกว่า 30% y-y ปัจจัยดังกล่าวน่าจะช่วยชดเชยผลกระทบจากต้นทุนค่าเสื่อมที่สูงขึ้นอันเกิดจากการเริ่มดำเนินงานของสายการผลิตใหม่ หากเป็นไปตามที่เราคาด แนวโน้มกำไรสุทธิ 2Q24 อาจทะลุระดับ 800 ลบ.ได้

เริ่มเห็น Upside ต่อประมาณการปี 2024 ของเรา

ผู้บริหารคงเป้าหมายการเติบโตที่ Conservative สำหรับปี 2024 ประกอบด้วย 1) การเติบโตของรายได้ที่ 15% y-y 2) อัตรากำไรขั้นต้นที่ 21-22% โดยรวมผลของค่าเสื่อมที่สูงขึ้นและยังคงสัดส่วนสินค้า Premium ที่ 45-48% ของรายได้รวม 3) สัดส่วนค่าใช้จ่ายการขายและบริหารต่อยอดขายที่ 7-8% และ 4) ค่าใช้จ่ายการลงทุน (CAPEX) ที่ 1.4 พัน ลบ. จากผลประกอบการ 1H24 ที่คาดว่าจะออกมาดี อัตรากำไรขั้นต้นอาจมี Upside ถ้าสัดส่วนสินค้า Premium ยังคงอยู่ที่ 48-50% ใน 2H24 และราคาขายเฉลี่ยทรงตัวที่ระดับเดียวกันกับในช่วง 1H24

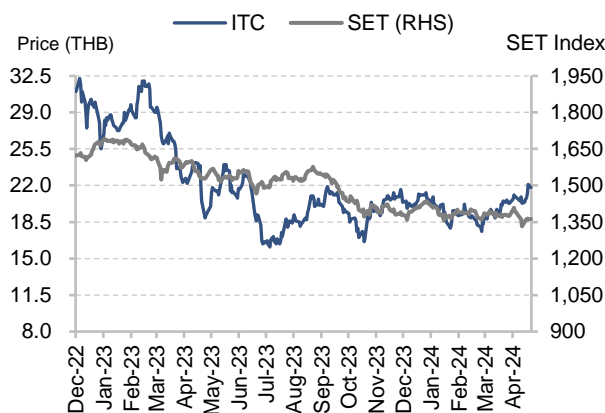
คงคำแนะนำซื้อที่ราคาเป้าหมาย 27 บาท

นักกลยุทธ์ของ FSSIA ได้เลือก ITC เป็นหนึ่งในหุ้นเด่นใน FSSIA's Momentum Report สำหรับเดือน เม.ย. 2024 เราคงคำแนะนำซื้อที่ราคาเป้าหมาย 27 บาท เราชอบโมเมนตัมกำไร 1Q24 ที่อยู่ในเกณฑ์ดีซึ่งอาจเกิดต่อเนื่องจนถึง 3Q24 ปัจจุบัน ITC มีการซื้อขายที่ 19.7x ของค่า 2024E P/E พร้อม Upside อีก 28%

Consolidated earnings

YE Dec (THB m)	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	15,577	17,779	19,947	21,907
Net profit	2,281	3,217	3,705	4,184
EPS (THB)	0.76	1.07	1.24	1.39
vs Consensus (%)	-	12.2	14.1	10.3
EBITDA	2,995	3,963	4,569	5,154
Recurring net profit	2,312	3,217	3,705	4,184
Core EPS (THB)	0.77	1.07	1.24	1.39
Chg. In EPS est. (%)	-	-	-	-
EPS growth (%)	(68.6)	39.1	15.2	12.9
Core P/E (x)	27.4	19.7	17.1	15.1
Dividend yield (%)	2.8	3.6	4.1	4.6
EV/EBITDA (x)	18.0	13.5	11.8	10.4
Price/book (x)	2.7	2.6	2.5	2.4
Net debt/Equity (%)	(40.0)	(40.2)	(37.8)	(36.7)
ROE (%)	9.6	13.6	15.1	16.2

Sources: Company data, FSSIA estimates



TOP5 : MAY

บมจ. เอ็นเอสแอล ฟู้ดส์

NSL TB

BUY, TARGET: 36.00, +45.2%

THAI CAC : N/A

CG2023 : 3

Analyst : Sureporn Teewasuwet

FSSIA



แนวโน้มกำไร 1Q24 ดีกว่าที่เคยคาด

แนวกำไรสุทธิ 1Q24 มีแนวโน้มดีกว่าที่เคยคาด น่าจะแตะจุดสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 110 ล้านบาท (+8% q-q, +45 y-y) จากยอดขายที่แข็งแกร่งของสินค้าเบเกอรี่ (ขายผ่านช่องทาง 7-Eleven) สอนทางฤดูกาล ทั้งนี้ ทั้งผลิตภัณฑ์ปัจจุบัน เช่น แซนด์วิชอบร้อน และขนมอบอื่นๆ รวมถึงผลิตภัณฑ์ใหม่ เช่น สตรอเบอร์รี่กานาช เจอร์รี่สตรอเบอร์รี่ชีสเค้ก โดนัทไส้กะหรี่ไก่ เอแคลร์ช็อคโกแลตเฮอรัลชี นมปังพินชั้น และมีนิตริสปีโรล 2 รสชาติของแบรนด์ NSL ต่างสร้างยอดขายที่ดี เราจึงคาดการณ์ได้ 1.34 พันลบ. +23% y-y และคาดอัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้น 50 bps เป็น 19.5%

แซนด์วิชอบร้อนสร้างสถิติยอดขายสูงสุดในเดือน เม.ย.

ในเดือน เม.ย. ยอดขายแซนด์วิชอบร้อนทำสถิติสูงสุดแตะ 800,000 ชิ้นต่อวัน หนุนจากภาคท่องเที่ยวที่ต่อเนื่อง แซนด์วิชดังกล่าวกำลังเป็นกระแสในสื่อโซเชียลในหมู่นักท่องเที่ยวต่างชาติ ด้วยยอดขายที่แข็งแกร่ง บริษัทมีแผนผลิตผลิตภัณฑ์ใหม่ต่อเนื่อง ขณะเดียวกัน เราคาดว่า Pen 1 จะฟื้นตัวและคุ้มทุนใน 2Q24 จาก 1Q24 ที่เราคาดว่าจะยังมีผลขาดทุนเล็กน้อย ส่วน BAW คาดว่าจะมีเริ่มกำไรเล็กน้อยตั้งแต่ 1Q24 ประสบความสำเร็จในการฟื้นตัวตามเป้าหมายที่ NSL Intertrade คาดว่าจะยังขาดทุนเล็กน้อยเพราะเพิ่งเริ่มส่งออก โดยรวมแล้วเราจึงคาดว่า NSL จะเดินหน้าสร้างกำไรนิวไฮ

ปรับประมาณการขึ้นอีกครั้ง

จากแนวโน้มกำไรที่ดีเกินคาดใน 1H24 ทำให้เราปรับกำไรปี 2024-26 ขึ้น 6-10% ส่งผลให้กำไรปี 2024 เติบโตอย่างมีนัยสำคัญ 30% y-y (ดีกว่าเดิมที่คาด +23% y-y) บนสมมติฐานการเติบโตของรายได้ที่ปรับขึ้นเป็น +19% สอดคล้องกับเป้าหมายบริษัท และปรับอัตรากำไรขั้นต้นขึ้น 30 bps เป็น 18.8% จากผลของ economies of scale ประกอบกับพัฒนาการที่ดีขึ้นของ BAW สำหรับค่าแรงขั้นต่ำที่ปรับขึ้นเป็น 400 บาทต่อวัน เราประเมินว่าจะกระทบกำไรไม่เกิน 5% แต่เชื่อว่าผลกระทบจะจำกัดมากจากการปรับขึ้นราคายาง ขณะที่กำลังซื้อจะเพิ่มขึ้นตามรายได้ที่สูงขึ้น

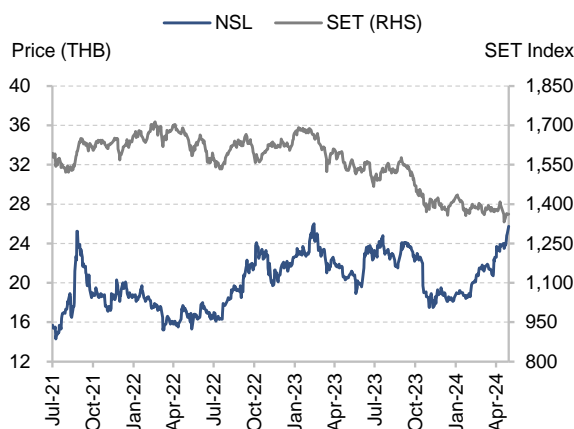
ยืนยันคำแนะนำซื้อ ปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 36 บาท

เราปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 36 บาทจาก 30 บาท จากการปรับ P/E ขึ้นเป็น 25 เท่าเท่ากับค่าเฉลี่ยในอดีต จากเดิม 22 เท่า สะท้อนการเติบโตที่สูงขึ้น เราเชื่อว่า NSL จะก้าวเข้าสู่ New S-curve อีกครั้งจากการรุกตลาดส่งออกเพื่อยขยายฐานตลาดและลูกค้า

Consolidated earnings

YE Dec (THB m)	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	4,793	5,707	6,535	7,402
Net profit	333	434	508	588
EPS (THB)	1.11	1.45	1.69	1.96
vs Consensus (%)	-	7.2	8.0	11.4
EBITDA	557	676	797	925
Recurring net profit	333	434	508	588
Core EPS (THB)	1.11	1.45	1.69	1.96
Chg. In EPS est. (%)	-	5.7	8.1	10.3
EPS growth (%)	12.1	30.2	17.1	15.8
Core P/E (x)	22.3	17.1	14.6	12.6
Dividend yield (%)	2.6	3.4	4.0	4.6
EV/EBITDA (x)	13.4	10.6	9.0	7.7
Price/book (x)	4.8	4.3	3.8	3.4
Net debt/Equity (%)	1.4	(15.7)	(14.1)	(16.6)
ROE (%)	22.5	26.3	27.5	28.4

Sources: Company data, FSSIA estimates



TOP5 : MAY

บมจ. ไทยยูเนียน กรุ๊ป

TU TB

BUY, TARGET: 17.30, +19.3%

THAI CAC : Certified

CG2023 : -

Analyst : Sureporn Teewasuwet

FSSIA



คาดการณ์ 1Q24 จะลดลง q-q

เรคาดกำไรสุทธิ 1Q24 ที่ 832 ลบ. ปรับตัวดีขึ้นจากที่เคยขาดทุนอย่างมีนัยสำคัญใน 4Q23 แต่ลดลง 19% y-y เมื่อหักผลขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนค่าตัวราว 50 ลบ. ถ้าไปปกติน่าจะอยู่ที่ 882 ลบ. (-25% q-q, +9% y-y) กำไรน่าจะปรับขึ้น y-y จากอัตรากำไรขั้นต้นที่สูงขึ้นในธุรกิจ Frozen และ Pet care สาเหตุที่คาดการณ์กำไรลดลง q-q มาจาก 1) ค่ารายได้รวมที่ลดลง 6.4% q-q 2) อัตรากำไรขั้นต้นที่คาดว่าจะลดลงเหลือ 16.8% จาก 17.8% ใน 4Q23 และ 3) กลับมามีค่าใช้จ่ายภาษีที่คาดว่าจะอยู่ในอัตรา 6-8% จากก่อนหน้านี้ได้ประโยชน์ทางภาษีจาก Red Lobster

การลดขนาดธุรกิจและแนวโน้มการซื้อที่ไม่ชัดเจนกดดันรายได้

เรคาดว่ารายได้รวมใน 1Q24 จะลดลง 6% q-q แต่เพิ่มขึ้น 1.8% y-y เมื่อหักผลกระทบเชิงบวกของการอ่อนค่าของค่าเงินบาท รายได้รวมน่าจะทรงตัว y-y ใน 1Q24 ค่ารายได้จากธุรกิจ Frozen จะลดลง 16% q-q และ 10% y-y จากการลดขนาดธุรกิจและแนวโน้มการซื้อที่ไม่ชัดเจนในตลาดสหรัฐฯ ในขณะที่เรคาดว่าธุรกิจ Ambient จะมีรายได้เพิ่มขึ้นเล็กน้อยโดยยังไม่เห็นการลดราคาอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้เรายังคาดรายได้ Pet food จะโต 15% y-y สอดคล้องกับ ITC อย่างไรก็ดีต้นทุนค่าขนส่งทางตู้ที่สูงขึ้นน่าจะผลักดันให้สัดส่วนค่าใช้จ่ายการขายและบริหารต่อยอดขายเพิ่มเป็น 12.5% ใน 1Q24 เทียบกับ 11.7% ใน 4Q23 ซึ่งสูงกว่าเป้าหมายของ บริษัท ที่ 11-12%

คาดการณ์ 1Q24 จะเป็นจุดต่ำสุดของปีนี้

ถ้าผลประกอบการ 1Q24 ออกมาตามคาด กำไรดังกล่าวจะคิดเป็น 17.5% ของประมาณการกำไรทั้งปีของเรา แม้เรามีมุมมองระยะยาวในการปรับราคาขายที่อาจเกิดขึ้นใน 2Q24 ตามราคาปลาที่ลดลง แต่ผู้บริหารยังให้แนวโน้มราคาขายเฉลี่ยจะทรงตัวได้ เนื่องจากคาดว่าราคาปลาจะฟื้นตัวใน 2Q-3Q24 ตามฤดูกาล เพราะฉะนั้นเรจึงคาดว่ากำไรจะฟื้นตัวตั้งแต่ 2Q24 เป็นต้นไปโดยได้ปัจจัยผลักดันจากปัจจัยด้านฤดูกาลและแนวโน้มคำสั่งซื้อที่ปรับตัวดีขึ้น

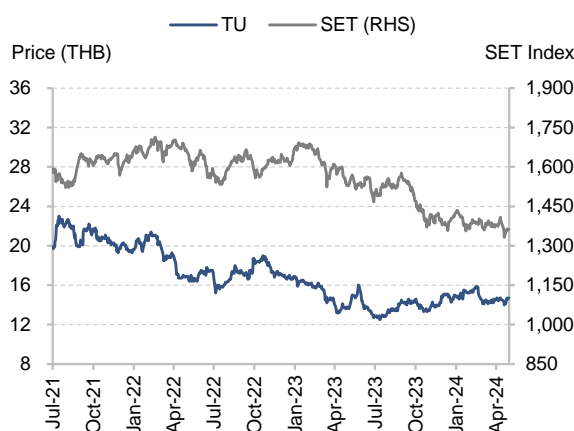
ลงคำแนะนำซื้อที่ราคาเป้าหมายเดิมที่ 17.3 บาท

เรคาดราคาเป้าหมายปี 2024 ไว้ที่ 17.3 บาท (SoTP) คิดเป็นค่า P/E ที่ 17x มีความเป็นไปได้สูงว่ากำไร 1Q24 จะเป็นจุดต่ำสุดของปีนี้ จนถึงวันที่ 27 มี.ค. TU ได้ซื้อคืนหุ้นไปแล้ว 85.7 ล้านหุ้น (1.84% ของจำนวนหุ้นรวม) ที่ราคาเฉลี่ย 14.4 บาทต่อหุ้น บริษัทฯ ยังมีหุ้นเหลือให้ซื้อคืนได้อีก 114.3 ล้านหุ้น โดยโครงการซื้อคืนดังกล่าวจะครบกำหนดวันที่ 30 มี.ค. 2024

Consolidated earnings

YE Dec (THB m)	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	136,153	136,911	142,388	149,507
Net profit	(13,933)	5,043	5,593	6,150
EPS (THB)	(2.99)	1.08	1.20	1.32
vs Consensus (%)	-	(15.0)	(15.0)	0.2
EBITDA	12,163	12,357	13,067	13,887
Recurring net profit	(13,933)	5,043	5,593	6,150
Core EPS (THB)	(2.99)	1.08	1.20	1.32
Chg. In EPS est. (%)	nm	-	-	-
EPS growth (%)	nm	nm	10.9	10.0
Core P/E (x)	(4.8)	13.4	12.1	11.0
Dividend yield (%)	3.7	4.1	4.6	4.6
EV/EBITDA (x)	10.6	9.9	9.3	8.8
Price/book (x)	1.2	1.2	1.1	1.1
Net debt/Equity (%)	81.0	72.9	70.4	67.2
ROE (%)	(20.0)	8.7	9.5	9.9

Sources: Company data, FSSIA estimates



Disclaimer for ESG scoring

ESG score	Methodology	Rating																				
The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) By S&P Global	The DJSI World applies a transparent, rules-based component selection process based on the companies' Total Sustainability Scores resulting from the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA). Only the top-ranked companies within each industry are selected for inclusion.	Be a member and invited to the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA) for DJSI. Companies with an S&P Global ESG Score of less than 45% of the S&P Global ESG Score of the highest scoring company are disqualified. The constituents of the DJSI indices are selected from the Eligible Universe.																				
Sustainability Investment List (THSI) by The Stock Exchange of Thailand (SET)	THSI quantifies responsibility in Environmental and Social issues by managing business with transparency in Governance, updated annually. Candidates must pass the preemptive criteria, with two crucial conditions: 1) no irregular trading of the board members and executives; and 2) free float of >150 shareholders, and combined holding must be >15% of paid-up capital. Some key disqualifying criteria include: 1) CG score of below 70%; 2) independent directors and free float violation; 3) executives' wrongdoing related to CG, social & environmental impacts; 4) equity in negative territory; and 5) earnings in red for > 3 years in the last 5 years.	To be eligible for THSI inclusion , verified data must be scored at a minimum of 50% for each indicator, unless the company is a part of DJSI during the assessment year. The scoring will be fairly weighted against the nature of the relevant industry and materiality. SETTHSI Index is extended from the THSI companies whose 1) market capitalization > THB5b (~USD150b); 2) free float >20%; and 3) liquidity >0.5% of paid-up capital for at least 9 out of 12 months. The SETTHSI Index is a market capitalisation-weighted index, cap 5% quarterly weight at maximum, and no cap for number of stocks.																				
CG Score by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)	An indicator of CG strength in sustainable development, measured annually by the Thai IOD, with support from the Stock Exchange of Thailand (SET). The results are from the perspective of a third party, not an evaluation of operations.	Scores are rated in six categories: 5 for Excellent (90-100), 4 for Very Good (80-89), 3 for Good (70-79), 2 for Fair (60-69), 1 for Pass (60-69), and not rated for scores below 50. Weightings include: 1) the rights; 2) and equitable treatment of shareholders (weight 25% combined); 3) the role of stakeholders (25%); 4) disclosure & transparency (15%); and 5) board responsibilities (35%).																				
AGM level By Thai Investors Association (TIA) with support from the SEC	It quantifies the extent to which shareholders' rights and equitable treatment are incorporated into business operations and information is transparent and sufficiently disclosed. All form important elements of two out of five the CG components to be evaluated annually. The assessment criteria cover AGM procedures before the meeting (45%), at the meeting date (45%), and after the meeting (10%). (The first assesses 1) advance circulation of sufficient information for voting; and 2) facilitating how voting rights can be exercised. The second assesses 1) the ease of attending meetings; 2) transparency and verifiability; and 3) openness for Q&A. The third involves the meeting minutes that should contain discussion issues, resolutions and voting results.)	The scores are classified into four categories: 5 for Excellent (100), 4 for Very Good (90-99), 3 for Fair (80-89), and not rated for scores below 79.																				
Thai CAC By Thai Private Sector Collective Action Against Corruption (CAC)	The core elements of the Checklist include corruption risk assessment, establishment of key controls, and the monitoring and developing of policies. The Certification is good for three years. (Companies deciding to become a CAC certified member start by submitting a Declaration of Intent to kick off an 18-month deadline to submit the CAC Checklist for Certification, including risk assessment, in place of policy and control, training of managers and employees, establishment of whistleblowing channels, and communication of policies to all stakeholders.)	The document will be reviewed by a committee of nine professionals. A passed Checklist will move for granting certification by the CAC Council approvals whose members are twelve highly respected individuals in professionalism and ethical achievements.																				
Morningstar Sustainalytics	The Sustainalytics' ESG risk rating provides an overall company score based on an assessment of how much of a company's exposure to ESG risk is unmanaged. Sources to be reviewed include corporate publications and regulatory filings, news and other media, NGO reports/websites, multi-sector information, company feedback, ESG controversies, issuer feedback on draft ESG reports, and quality & peer reviews.	A company's ESG risk rating score is the sum of unmanaged risk. The more risk is unmanaged, the higher ESG risk is scored. <table border="1" style="width: 100%; text-align: center;"> <thead> <tr> <th>NEGL</th> <th>Low</th> <th>Medium</th> <th>High</th> <th>Severe</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>0-10</td> <td>10-20</td> <td>20-30</td> <td>30-40</td> <td>40+</td> </tr> </tbody> </table>	NEGL	Low	Medium	High	Severe	0-10	10-20	20-30	30-40	40+										
NEGL	Low	Medium	High	Severe																		
0-10	10-20	20-30	30-40	40+																		
ESG Book	The ESG score identifies sustainable companies that are better positioned to outperform over the long term. The methodology considers the principle of financial materiality including information that significantly helps explain future risk-adjusted performance. Materiality is applied by over-weighting features with higher materiality and rebalancing these weights on a rolling quarterly basis.	The total ESG score is calculated as a weighted sum of the features scores using materiality-based weights. The score is scaled between 0 and 100 with higher scores indicating better performance.																				
MSCI	MSCI ESG ratings aim to measure a company's management of financially relevant ESG risks and opportunities. It uses a rules-based methodology to identify industry leaders and laggards according to their exposure to ESG risks and how well they manage those risks relative to peers.	<table border="1" style="width: 100%; text-align: center;"> <thead> <tr> <th>Rating</th> <th>Score Range</th> <th>Description</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td rowspan="3">Leader:</td> <td>AAA</td> <td>8.571-10.000</td> </tr> <tr> <td>AA</td> <td>7.143-8.570</td> </tr> <tr> <td>A</td> <td>5.714-7.142</td> </tr> <tr> <td rowspan="3">Average:</td> <td>BBB</td> <td>4.286-5.713</td> </tr> <tr> <td>BB</td> <td>2.857-4.285</td> </tr> <tr> <td>B</td> <td>1.429-2.856</td> </tr> <tr> <td>Laggard:</td> <td>CCC</td> <td>0.000-1.428</td> </tr> </tbody> </table>	Rating	Score Range	Description	Leader:	AAA	8.571-10.000	AA	7.143-8.570	A	5.714-7.142	Average:	BBB	4.286-5.713	BB	2.857-4.285	B	1.429-2.856	Laggard:	CCC	0.000-1.428
Rating	Score Range	Description																				
Leader:	AAA	8.571-10.000																				
	AA	7.143-8.570																				
	A	5.714-7.142																				
Average:	BBB	4.286-5.713																				
	BB	2.857-4.285																				
	B	1.429-2.856																				
Laggard:	CCC	0.000-1.428																				
Moody's ESG solutions	Moody's assesses the degree to which companies take into account ESG objectives in the definition and implementation of their strategy policies. It believes that a company integrating ESG factors into its business model and relatively outperforming its peers is better positioned to mitigate risks and create sustainable value for shareholders over the medium to long term.																					
Refinitiv ESG rating	Designed to transparently and objectively measure a company's relative ESG performance, commitment and effectiveness across 10 main themes, based on publicly available and auditable data. The score ranges from 0 to 100 on relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly. (Score ratings are 0 to 25 = poor; >25 to 50 = satisfactory; >50 to 75 = good; and >75 to 100 = excellent.)																					
S&P Global	The S&P Global ESG Score is a relative score measuring a company's performance on and management of ESG risks, opportunities, and impacts compared to its peers within the same industry classification. The score ranges from 0 to 100.																					
Bloomberg	ESG Score	Bloomberg score evaluating the company's aggregated Environmental, Social and Governance (ESG) performance. The score is based on Bloomberg's view of ESG financial materiality. The score is a weighted generalized mean (power mean) of Pillar Scores, where the weights are determined by the pillar priority ranking. Values range from 0 to 10; 10 is the best.																				
Bloomberg	ESG Disclosure Score	Disclosure of a company's ESG used for Bloomberg ESG score. The score ranges from 0 for none to 100 for disclosure of every data point, measuring the amount of ESG data reported publicly, and not the performance on any data point.																				

Rating regarding the sustainable development of Thai listed companies, both on the SET and MAI, are publicly available on the website of the Securities and Exchange Commission of Thailand (SEC). Currently, ratings available are 1) **CG Score**; 2) **AGM Level**; 3) **Thai CAC**; and 4) **THSI**. The ratings are updated on an annual basis. FSSIA does not confirm nor certify the accuracy of such ratings.

Source: FSSIA's compilation

DISCLAIMERS AND DISCLOSURES

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ที่ปรึกษาการลงทุน เอฟ เอส เอส อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือว่าหรือควรเชื่อว่าจะมีความน่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตาม บริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

ความเห็นต่างๆ ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้เป็นมุมมองส่วนตัวของนักวิเคราะห์ที่มีต่อหลักทรัพย์นั้นๆ นักวิเคราะห์ไม่ได้มีผลประโยชน์และผลตอบแทนที่เกี่ยวข้องกับการให้คำแนะนำใดๆ ไม่ว่าจะทางตรงหรือทางอ้อม

ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ข้อมูลเท่านั้น บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ต่างๆ รวมถึง SET50 Future โดยบริษัทฯ อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุนในหลักทรัพย์

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

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุนในอุตสาหกรรม

OVERWEIGHT	"ลงทุนมากกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ สูงกว่า ตลาด ในระยะ 12 เดือนข้างหน้า
NEUTRAL	"ลงทุนเท่ากับตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ เท่ากับ ตลาด ในระยะ 12 เดือนข้างหน้า
UNDERWEIGHT	"ลงทุนน้อยกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ ต่ำกว่า ตลาด ในระยะ 12 เดือนข้างหน้า

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น