

MOMENTUM

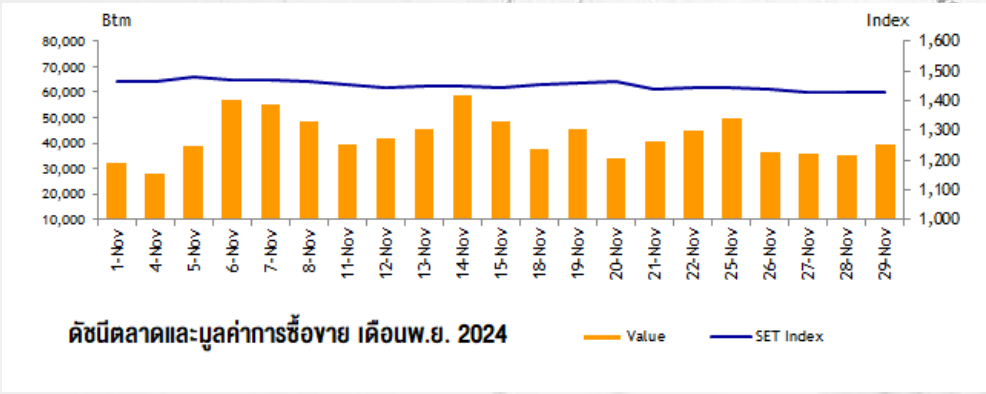
Vol. 12 December 2024



‘Finding opportunity among uncertainty’

เราคาดว่าเศรษฐกิจโลกจะยังเติบโตในเกณฑ์ดีและนโยบายการเงินจะผ่อนคลายต่อเนื่องในปี 2025 ในขณะที่มีความเสี่ยงสำคัญอยู่ที่การกลับมาของนโยบายการค้าของทรัมป์และประเด็นในด้านภูมิรัฐศาสตร์ทางด้านเศรษฐกิจไทยคาดว่าจะฟื้นตัวต่อเนื่องโดยจะสมดุลมากขึ้นในทุกเครื่องยนต์ทางเศรษฐกิจจากการลงทุนที่เพิ่มขึ้นและการบริโภคที่ฟื้นตัว เป้า SET ในปี 2025 ของเราอยู่ที่ 1,600 จุด

หุ้นเด่นเดือนธ.ค. ประกอบไปด้วย AAV, BDMS, CPALL, MAGURO และ RBF



มุมมองทางเทคนิค ธ.ค.2024

SET Index เดือนที่ผ่านมาปรับตัวลงมาตามที่เราได้คาดไว้คือ มาหาแนวรับ 1438 จุด และหลุดลงมา ดังนั้น เราจึงมองโอกาสลงทุน โดยมีแนวรับสำคัญถัดไปที่ 1404-1410 จุด และหากลงถึงระดับดังกล่าว เชื่อว่า SET จะมีโอกาสรีบาวด์กลับขึ้นมาค่อนข้างแรง อย่างไรก็ตามเดือนธันวาคมเป็นเดือนที่วันหยุดเยอะทั้งไทยและต่างประเทศ อาจทำให้บรรยากาศเงียบเหงากว่าปกติ และส่งผลถึงเปิดเงินไหลเข้าที่อาจไม่มากนัก ทำให้ราคาอาจไม่ฟื้นพวณร้อนแรง

กลยุทธ์การลงทุน

Analyst : Veeravat Virochpoka

License no. 047077



เราคาดว่าเศรษฐกิจโลกจะยังเติบโตในเกณฑ์ดีและนโยบายการเงินจะผ่อนคลายต่อเนื่องในปี 2025 ในขณะที่มีความเสี่ยงสำคัญอยู่ที่การกลับมาของนโยบายการค้ำของทรัมป์และประเด็นในด้านภูมิรัฐศาสตร์ ทางด้านเศรษฐกิจไทยคาดว่าจะฟื้นตัวต่อเนื่องโดยจะสมดุลมากขึ้นในทุกเครื่องยนต์ทางเศรษฐกิจจากการลงทุนที่เพิ่มขึ้นและการบริโภคที่ฟื้นตัว เป้า SET ในปี 2025 ของเราอยู่ที่ 1,600 จุด โดยมีหุ้นเด่นเดือน ส.ค.ประกอบไปด้วย AAV, BDMS, CPALL, MAGURO และ RBF

คาดเศรษฐกิจโลกจะฟื้นตัวดีและนโยบายการเงินจะผ่อนคลาย ต่อในปี 2025

เราคาดว่า GDP โลกจะฟื้นตัวต่อเนื่องหลัง IMF คาดว่า เศรษฐกิจโลกจะโต 3.2% y-y ในปี 2025 เศรษฐกิจของประเทศที่พัฒนาแล้วน่าจะฟื้นตัวดีโดยเฉพาะสหรัฐฯ ในขณะที่ยุโรปและญี่ปุ่นมีแนวโน้มที่จะโตในอัตราที่สูงขึ้นโดยได้ปัจจัยหนุนจากการผ่อนคลายนโยบายทางการเงินอย่างต่อเนื่องของธนาคารชาติสำคัญ ๆ อาทิเช่น FED และ ECB ยกเว้น BoJ ที่คาดอยู่ในช่วงดอกเบี้ยขาขึ้น ในขณะที่ประเทศเกิดใหม่และกำลังพัฒนาในเอเชียคาดว่าเศรษฐกิจจะโตในอัตราที่ลดลงเล็กน้อยแต่ยังอยู่ในเกณฑ์ดี อาทิเช่น จีนและอินเดีย ในขณะที่อาเซียนอาจหนุนการเติบโตของภูมิภาคผ่านการท่องเที่ยวที่ฟื้นตัวและการใช้จ่ายในด้านสาธารณสุขโลก

เศรษฐกิจไทยน่าจะโตอย่างมีสมดุลมากขึ้นในทุกเครื่องยนต์ทางเศรษฐกิจโดยเฉพาะในด้านการลงทุน

สภาพัฒน์ฯและ สปท. คาดว่า GDP ของไทยจะโต 2.8-2.9% y-y ในปี 2025 จากสัดส่วนของการบริโภคในภาคเอกชน การส่งออกและการใช้จ่ายภาครัฐที่มีความสมดุล การลงทุนน่าจะเป็นปัจจัยหนุนการเติบโตสำคัญจากทั้งด้านโครงสร้างพื้นฐาน รวมถึงความเชื่อมั่นภาคธุรกิจที่สูงขึ้นจากสัญญาณบวกของการส่งเสริมการลงทุนของ BOI ที่เพิ่มขึ้น สำหรับ สปท. เราคิดว่าประตูสำหรับการปรับลดอัตราดอกเบี้ยเพิ่มอีก 25-50 bps ในปี 2025 ยังเปิดอยู่ถ้าเศรษฐกิจยังโตต่ำและสภาวะการเงินยังตึงตัวโดยเฉพาะด้านการบริโภคในประเทศ ทั้งนี้เราคาดว่า การปรับลดอัตราดอกเบี้ยน่าจะเกิดขึ้นใน 2Q25 เป็นอย่างรวดเร็ว

ความเสี่ยงสำคัญอยู่ที่นโยบายการค้ำของทรัมป์และความตึงเครียดในด้านภูมิรัฐศาสตร์

มีความไม่แน่นอนบางประการในปี 2025 จากการกลับมาเป็นประธานาธิบดีสหรัฐฯ ของโดนัลด์ ทรัมป์เนื่องจากการกลับมาของนโยบายการค้ำของทรัมป์อาจกระทบห่วงโซ่อุปทานและเศรษฐกิจโลก ความเสี่ยงดังกล่าวอาจส่งผลกระทบต่อ การส่งออกของไทยและเสถียรภาพทางเศรษฐกิจของโลกในภาพรวมในทางอ้อม ในทางตรงกันข้ามไทยอาจได้ประโยชน์จากการย้ายฐานการผลิตและอาจได้คำสั่งซื้อเพิ่มจากสหรัฐฯ อีกปัจจัยเสี่ยงจะอยู่ที่ประเด็นในด้านภูมิรัฐศาสตร์ เราคาดว่าราคาน้ำมันจะทรงตัวในระดับต่ำเนื่องจากอุปทานน่าจะเพิ่มเร็วกว่าอุปสงค์ อย่างไรก็ตามความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ที่สูงขึ้นอาจกดดันให้ราคาพลังงานเพิ่มขึ้นและทำให้เกิดความกังวลในด้านเงินเฟ้อซึ่งอาจกระทบต่อการใช้นโยบายการเงิน เป้า SET ในปี 2025 อยู่ที่ 1,600 จุด

เป้า SET ในปี 2025 ของเราอยู่ที่ 1,600 โดยได้มาจาก สมมติฐาน EPS ในปี 2025 ที่ 98 บาทและ PER เป้าหมายที่ 16.3 เท่า Valuations ยังอยู่ในระดับที่น่าสนใจสำหรับการลงทุนในระยะยาวพร้อม Earnings yield gap ที่กว้างประมาณ 4.4% (และสูงขึ้นเป็นราว 5% เมื่อหัก DELTA) ประเด็นการลงทุนสำคัญจะอยู่ที่การกลับมาของรอบการลงทุนและการบริโภคในประเทศที่ฟื้นตัว ในขณะที่บริษัทที่มีแต้ม ESG สูงจะยิ่งน่าสนใจเนื่องจากอาจเป็นเป้าหมายการลงทุนของ VAYU1 หุ้นเด่นของเราประกอบด้วย AAV, BDMS, CPALL, MAGURO และ RBF

บมจ. เอเชีย เอวิเอชั่น

AAV TB

BUY, TARGET: 3.40, +20.6%



THAI CAC : N/A
 CG2024 : 5
 Analyst : Teerapol Udomvej, CFA
 License no. 080523

รายงานกำไรปกติในไตรมาส 3Q24 ซึ่งเป็นช่วงที่ธุรกิจซบเซาที่สุด

AAV พลิกมารายงานกำไรปกติใน 3Q24 ที่ 0.1 พัน ลบ. (เทียบกับผลขาดทุนปกติ 1.0 พัน ลบ. ใน 3Q23) ต่ำกว่าที่เรคาดเล็กน้อยจากค่าบัตรโดยสารและรายได้จากบริการเสริมที่ต่ำกว่าคาดเล็กน้อย เมื่อรวมกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยนก่อนหักภาษีจำนวน 4.2 พัน ลบ. AAV รายงานกำไรสุทธิ 3.5 พัน ลบ. รายได้จากผู้โดยสารกระโดดเพิ่ม 15% y-y จากตัวเลขผู้โดยสารขนส่งที่เพิ่ม 7% y-y เป็น 4.9 ล้าน (93% ของระดับก่อนโควิด) พร้อม Load factor ที่อยู่ในเกณฑ์ดีที่ 90% (ทรงตัว y-y) ในขณะที่ค่าบัตรโดยสารเฉลี่ยสูงขึ้น 7% y-y เป็น 1,847 บาทและสูงกว่าระดับก่อนโควิด 27% รายได้จากบริการเสริมสูงขึ้น 1% y-y ใน 3Q24 แม้ว่ารายได้จากบริการเสริมต่อหัวจะลดลงเหลือ 382 บาท (เทียบกับ 404 บาทใน 3Q23) จากค่าธรรมเนียมในการดำเนินการที่ลดลงตามปริมาณการจองผ่านช่องทาง OTA ที่สูงขึ้น ค่าใช้จ่ายลดลง 2% y-y ส่วนมากจากต้นทุนค่าเชื้อเพลิงที่ลดลง 5% y-y ตามราคาเชื้อเพลิงอากาศยานที่ลดลง ในขณะที่ต้นทุนที่ไม่ใช่เชื้อเพลิงสูงขึ้น 1% y-y จากค่าซ่อมบำรุงอากาศยานที่สูงขึ้น 18% y-y และต้นทุนบุคลากรที่สูงขึ้น 19% y-y ซึ่งทำให้อัตรากำไรจากการดำเนินงานปรับตัวขึ้นเป็น 7% (เทียบกับ -6% ใน 3Q23)

ปริมาณผู้โดยสารน่าจะแตะระดับสูงสุดใน 4Q24

เราเข้าร่วมการประชุมนักวิเคราะห์ในวันนี้และได้รับข้อมูลเป็นบวกจากที่ประชุมดังกล่าว การดำเนินงานในไตรมาส 4Q24 น่าจะดีกว่าในไตรมาส 1Q24 (ซึ่งบริษัทฯ มีกำไรปกติ 1.2 พัน ลบ.) AAV วางแผนเพิ่มความจุที่นั่นเป็น 99% ของระดับก่อนโควิดในไตรมาส 4Q24 (เทียบกับ 90% ใน 1Q24) Load factor ยังอยู่ในเกณฑ์ดีที่ 90% ในเดือน ต.ค. พร้อมตัวเลขการจองล่วงหน้าที่อยู่ในระดับสูงในเดือน พ.ย. และ ธ.ค. ซึ่งน่าจะช่วยให้ปริมาณผู้โดยสารในไตรมาส 4Q24 สูงขึ้นเป็นกว่า 5.5 ล้านในไตรมาส 1Q24 นอกจากนี้ราคาเชื้อเพลิงอากาศยานยังลดลงเหลือประมาณ USD88/บาร์เรลในปัจจุบัน (เทียบกับ USD103 ใน 1Q24)

กองบิที่ใหญ่นั้นน่าจะเป็น Upside สำหรับปี 2025

ถ้ากำไรปกติ 4Q24 ออกมาสูงกว่า 1.2 พัน ลบ. กำไรดังกล่าวจะเป็น Upside สำหรับประมาณการในปี 2024 ของเราที่ 2.6 พัน ลบ. กำไรน่าจะโตต่อเนื่องในปี 2025 เนื่องจาก AAV มีกองบิที่ใหญ่นั้นจาก 56 ล้านในปี 2023 เป็น 60 ล้านในปี 2024 นอกจากนี้บริษัทฯ ยังมีแผนรับมอบเครื่องบินเพิ่มอีก 4-5 ลำต่อปีตั้งแต่ปี 2025 เป็นต้นไป ทั้งนี้ AAV ตั้งเป้าเพิ่มสัดส่วนของตลาดในประเทศ อินเดียและเวียดนามในปี 2025

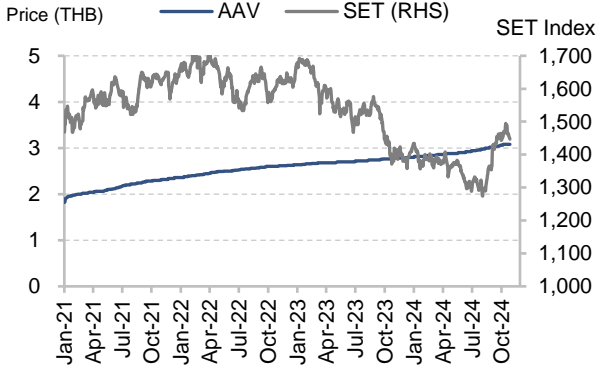
หุ้นมีการซื้อขายโดยมี Valuation ในระดับต่ำ

AAV มีการซื้อขายโดยมี Valuation ในระดับที่น่าสนใจที่ 13x 2025E P/E (เทียบกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มฯ ที่ 14x) หุ้นมีปัจจัยบวกอยู่ที่การดำเนินงานที่ดีในไตรมาส 4Q24 และกำไรที่มี Upside จากภาวะราคาเชื้อเพลิงอากาศยานที่กำลังลดลง

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	42,207	50,765	53,416	54,860
Net profit	466	2,557	2,800	3,028
EPS (THB)	0.04	0.20	0.22	0.24
vs Consensus (%)	-	(17.4)	(9.8)	(12.4)
EBITDA	7,421	10,043	10,361	10,547
Recurring net profit	110	2,557	2,800	3,028
Core EPS (THB)	0.01	0.20	0.22	0.24
Chg. In EPS est. (%)	-	-	-	-
EPS growth (%)	nm	2,232.2	9.5	8.1
Core P/E (x)	328.1	14.1	12.8	11.9
Dividend yield (%)	-	2.8	3.1	3.4
EV/EBITDA (x)	10.5	7.9	7.5	7.2
Price/book (x)	4.3	3.3	2.8	2.5
Net debt/Equity (%)	496.6	391.0	324.5	272.1
ROE (%)	1.3	26.4	23.6	22.1

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



BDMS TB

BUY, TARGET: 36.50, +41.7%

THAI CAC : N/A

CG2024 : 5

Analyst : Teerapol Udomvej, CFA

License no. 080523



Highlights

- เรามีมุมมองเป็นกลางเกี่ยวกับการประชุมนักวิเคราะห์หลังรายงานผลประกอบการ 3Q24
- ผู้บริหารเห็นเป้าหมายเติบโตของรายได้ในปี 2024 ของบริษัทฯ ลงเป็น 7-8% จาก 10% ก่อนหน้า (เทียบกับประมาณการของเราที่ 9%) ส่วนมากจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจซึ่งส่งผลกระทบต่อผู้ป่วยชาวไทยซึ่งรายได้น่าจะทรงตัว y-y ในเดือน ต.ค. (เทียบกับ +6% y-y ใน 3Q24)
- รายได้จากผู้ป่วยต่างชาติน่าจะโตต่อเนื่องใน 4Q24 หลังเพิ่มขึ้นในอัตราสองหลักในเดือน ต.ค. (เทียบกับ +8% y-y ใน 3Q24) โดยได้ปัจจัยผลักดันจากผู้ป่วยชาวตะวันออกกลาง (+26% y-y) และยุโรป (+13% y-y) ซึ่งมีน้ำหนักมากกว่ารายได้จากผู้ป่วยในกลุ่ม CLMV ที่ลดลง 4% y-y ในเดือน ต.ค. จากแรงกดดันของรายได้จากผู้ป่วยชาวอเมริกันที่ลดลง
- การเปลี่ยนระบบส่งต่อผู้ป่วยชาวสหรัฐอเมริกาเรอเมอริตส์จากรวมศูนย์เป็นกระจายอำนาจไม่ได้ส่งผลกระทบต่อ BDMS เนื่องจากรายได้จากผู้ป่วยชาติดังกล่าวโต 29% ใน 3Q24 และ 25% ในช่วง 9M24
- ผู้บริหารตั้งเป้า EBITDA margin ในปี 2024 ที่มากกว่า 24% (เทียบกับ 24.1% ในช่วง 9M24) จากมาตรการประหยัดต้นทุน
- BDMS ตั้งเป้าลูกค้า Longevity Card อย่างน้อย 100 ราย (1 ลบ./ใบ) เพื่อรับสิทธิประโยชน์เฉพาะจาก BDMS Wellness Clinic

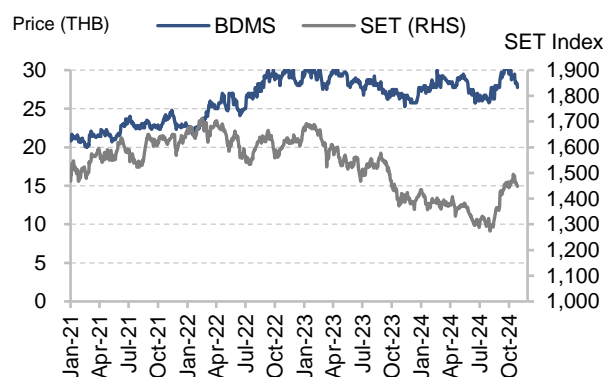
Recommendation

- เราคาดว่ากำไรจะโตต่อเนื่อง y-y ใน 4Q24 โดยได้ปัจจัยหนุนจากรายได้จากผู้ป่วยต่างชาติที่อยู่ในเกณฑ์ดี
- BDMS มีการซื้อขายโดยมี Valuation ในระดับที่น่าสนใจที่ 24x 2024E P/E ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีย้อนหลังที่ 34x

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	102,110	111,730	120,675	130,342
Net profit	14,375	15,971	17,640	19,341
EPS (THB)	0.90	1.00	1.11	1.22
vs Consensus (%)	-	-	1.6	0.7
EBITDA	24,740	27,071	29,721	32,363
Recurring net profit	14,375	15,971	17,640	19,341
Core EPS (THB)	0.90	1.00	1.11	1.22
EPS growth (%)	14.0	11.1	10.4	9.6
Core P/E (x)	29.6	26.6	24.1	22.0
Dividend yield (%)	2.4	2.6	2.6	2.9
EV/EBITDA (x)	17.7	16.1	14.5	13.2
Price/book (x)	4.5	4.2	4.0	3.7
Net debt/Equity (%)	8.8	6.7	1.6	(3.3)
ROE (%)	15.5	16.4	17.1	17.6

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



CPALL TB

BUY, TARGET: 83.00, +34.4%

THAI CAC : Certified

CG2024 : 5

Analyst : Thada Jirachoenying

License no. 054189



CPALL รายงานกำไรปกติ 6.2 พันลบ. (+1% q-q, +45% y-y) ดีกว่าที่เรคาด 5% จาก GPM ที่ดีกว่าคาด และดีกว่าตลาดคาด 9%

Highlights

- CPALL รายงานกำไรสุทธิ 5.6 พันลบ. (-10% q-q, +27% y-y) หากไม่รวมรายการค่าใช้จ่ายครั้งเดียวจาก Fx loss และ Amalgamation ของ CPAXT รวม 2 รายการจำนวน 582 ลบ. จะมีกำไรปกติ 6.2 พันลบ. (+1% q-q, +45% y-y) จากยอดขายและ GPM ที่สูงขึ้นของทั้ง 3 ธุรกิจ
- รายได้รวมเพิ่มขึ้น 6% y-y จาก SSSG ที่เป็นบวกได้ทั้ง 3 ธุรกิจ ขณะที่รายได้จาก CVS เพิ่มขึ้น 8.8% หนุนจาก SSSG ของ CVS +3.3% จาก Spending per ticket +2% y-y และ Traffic +1% y-y โดยยังได้แรงหนุนจากการท่องเที่ยวที่ดี และมาตรการกระตุ้น 10,000 บาทที่ช่วยให้บรรยากาศการจับจ่ายใช้สอยดีขึ้น และยอดขายผ่านช่องทางออนไลน์ที่ยังเติบโต รวมถึง campaign stamp ที่ได้รับการตอบรับที่ดีกว่าปีที่แล้ว และการขยายสาขาใหม่ 5% y-y
- GPM ของ CVS ที่ 29.1% สูงกว่าที่เรคาด (เรคาด 28.4%) หนุนจาก Product margin ที่ดีขึ้นทั้งในกลุ่ม Food โดยเฉพาะกลุ่มสินค้า RTE ที่ High margin ยิ่งขายได้ดีต่อเนื่องเช่น ผลไม้, ขนมหวาน รวมถึง Non-food อย่าง Personal care, Health care, Household และสินค้า Low margin อย่างบุหรี่ยาน้อยลง ขณะที่ SG&A to sales ปรับสูงขึ้นเป็น 20.8% (+50bps q-q, +50bps y-y) จากค่าใช้จ่ายทางการตลาดเพิ่มขึ้น มาจากการทำ campaign stamp

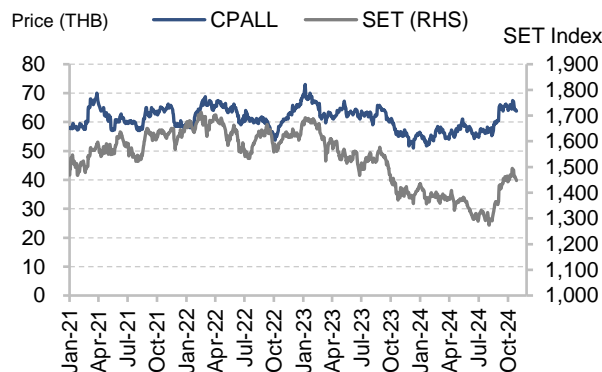
Outlook

- กำไรปกติ 9M24 คิดเป็น 75% ของประมาณการทั้งปี โดยเรายังคงประมาณการปี 2024 ที่ 24.5 พันลบ. (+35%) เติบโตดีที่สุดในกลุ่ม แนวโน้ม SSSG 4QTD ยังเป็นบวกได้ 1-3% ทั้ง 3 ธุรกิจ

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	895,281	957,718	1,009,392	1,059,728
Net profit	18,482	24,480	27,722	31,376
EPS (THB)	2.06	2.73	3.09	3.49
vs Consensus (%)	-	3.8	3.9	5.5
EBITDA	52,942	60,001	67,368	74,001
Recurring net profit	18,136	24,480	27,722	31,376
Core EPS (THB)	2.02	2.73	3.09	3.49
EPS growth (%)	36.6	35.0	13.2	13.2
Core P/E (x)	31.2	23.1	20.4	18.0
Dividend yield (%)	1.6	2.2	2.4	2.8
EV/EBITDA (x)	21.3	19.0	16.6	14.8
Price/book (x)	5.6	5.0	4.5	4.0
Net debt/Equity (%)	119.4	115.6	101.7	87.4
ROE (%)	17.1	20.9	21.3	21.6

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



MAGURO TB

BUY, TARGET: 22, +6.3%

THAI CAC : N/A

CG2024 : N/A

Analyst : Sureporn Teewasuwet

License no. 040694



Highlights

- MAGURO** รายงานกำไรสุทธิ 3Q24 ทำสถิติสูงสุดใหม่ที่ 29 ลบ. (+127% q-q, +54% y-y) ดีกว่าที่คาดไว้ที่ 22 ลบ. อย่างมีนัยสำคัญโดยได้ปัจจัยผลักดันจากรายได้และอัตรากำไรขั้นต้นที่สูงกว่าคาด
- รายได้รวมแต่ละระดับสูงสุดใหม่ที่ 356 ลบ. (+11% q-q, +33% y-y) โดยมีปัจจัยหนุนจาก: 1) การเติบโตของยอดขายสาขาเดิม (SSSG) ที่พลิกเป็นบวกเล็กน้อยที่ 0.5% y-y จาก -3.6% y-y ใน 2Q24; และ 2) ผลกระทบเชิงบวกของการเปิด 4 สาขาใหม่ในระหว่างไตรมาสซึ่งทำให้ตัวเลขสาขารวมเพิ่มขึ้นเป็น 32 ณ สิ้นไตรมาส 3Q24 จาก 21 ใน 3Q23
- อัตรากำไรขั้นต้นดีกว่าที่คาดมากโดยอยู่ที่ 47.5% (เทียบกับที่เราคาดไว้ที่ 43.5%) เพิ่มขึ้นจาก 42.6% ใน 2Q24 และ 45.5% ใน 3Q23 ตัวเลขปรับตัวดีขึ้นจากต้นทุนวัตถุดิบที่ลดลงโดยเฉพาะราคาปลาแซลมอน (-28% q-q, -3% y-y) รวมถึงรายได้จากแบรนด์ที่มีอัตรากำไรสูง อาทิเช่น Hitori Shabu ซึ่งมีสัดส่วนเพิ่มขึ้นเป็น 29.5% ของรายได้รวม (เทียบกับ 27.2% ใน 2Q24 และ 22.2% ใน 3Q23)
- ค่าใช้จ่ายรวมเพิ่ม 16% q-q และ 34% y-y ใน 3Q24 จากต้นทุนในการเปิดสาขา ค่าใช้จ่ายพนักงานและการลงทุนในระบบเพื่อสนับสนุนการเติบโตและการเปิดสาขาใหม่ อย่างไรก็ตามรายได้และอัตรากำไรขั้นต้นที่อยู่ในเกณฑ์ดีช่วยทำให้อัตรากำไรสุทธิเพิ่มขึ้นเป็น 8.2% จาก 7.1% ใน 3Q23

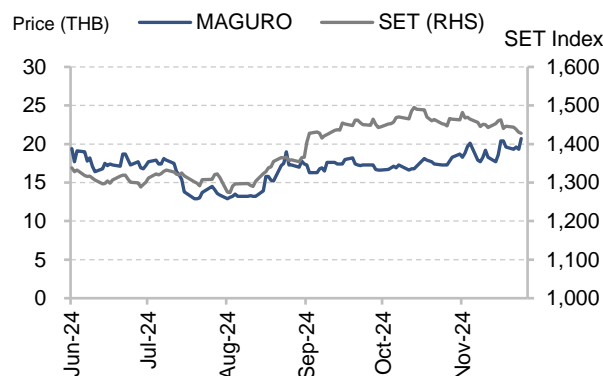
Outlook

- กำไรปกติในช่วง 9M24 อยู่ที่ 68 ลบ. (+15.5% y-y) คิดเป็น 74% ของประมาณการทั้งปีของเรา กำไร 4Q24 มีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นเนื่องจากโดยปกติ 4Q เป็น High season นอกจากนี้บริษัทฯ ยังได้ประโยชน์จากผลประกอบการเต็มไตรมาสของ 4 สาขาใหม่ที่เปิดใน 3Q24 พร้อมแผนเปิดอีก 6 สาขาใหม่ใน 4Q24 นอกจากนี้บริษัทฯ จะรับรู้ต้นทุนที่ลดลงตามราคาปลาแซลมอนที่ลดลงเต็มจำนวนในไตรมาสนี้
- ประมาณการขั้นต้นของเราระบุว่ากำไรปกติ 4Q24 อาจทำสถิติสูงสุดใหม่ที่ประมาณ 33-35 ลบ. ซึ่งอาจให้ Upside 10% แก่ประมาณการกำไรปกติปี 2024 ของเราในปัจจุบัน

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	1,044	1,333	1,598	1,892
Net profit	72	84	121	156
EPS (THB)	0.69	0.67	0.96	1.24
vs Consensus (%)	-	(6.3)	(0.5)	(1.6)
EBITDA	218	262	314	368
Recurring net profit	72	84	121	156
Core EPS (THB)	0.69	0.67	0.96	1.24
EPS growth (%)	131.1	(3.7)	44.0	28.5
Core P/E (x)	26.4	27.4	19.0	14.8
Dividend yield (%)	4.5	2.2	3.2	4.1
EV/EBITDA (x)	10.2	8.9	7.5	6.3
Price/book (x)	7.2	3.6	3.4	3.1
Net debt/Equity (%)	117.1	4.0	6.2	4.5
ROE (%)	26.5	18.7	18.4	21.9

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



TOP5 : DECEMBER 2024

มมจ. อาร์ แอนด์ บี ฟู้ด ซัพพลาย

RBF TB

BUY, TARGET: 7.20, +9.1%

THAI CAC : Certified

CG2024 : 5

Analyst : Sureporn Teewasuwet

License no. 040694



RBF ตั้งเป้าให้รายได้โตในเกณฑ์ดีในปี 2025

เราจัดงาน Finansia Exclusive Talk กับ RBF และได้รับข้อมูลเชิงลึกเป็นบวก ผู้บริหารตั้งเป้าให้รายได้ในปี 2025 โต 10-15% y-y โดยคาดว่ารายได้ในประเทศจะโต 5-10% และต่างประเทศจะโตมากกว่า 20% สำหรับตลาดในประเทศ RBF กำลังขยายกำลังการผลิตที่โรงงานในอยุธยา โดยเฉพาะสายการผลิตซอสและโซรซึ่งกำลังการผลิตจะเพิ่ม 5 เท่า (จากฐานที่ต่ำ) เพื่อรองรับคำสั่งซื้อจากกลุ่มซอสที่ใช้ในการเคลือบ (ลูกค้า B2B) และแบรนด์ Hello Boy ของบริษัท เรามีมุมมองเชิงบวกเกี่ยวกับกลุ่มซอสโดยคาดว่าจะเริ่มรับรู้กำลังการผลิตใหม่ได้ในไตรมาส 2Q25

ตลาดต่างประเทศจะเป็นประเด็นสำคัญในปี 2025

การลดลงของรายได้ของ RBF ในจีนน่าจะสิ้นสุดใน 1Q25 และเราคาดว่ารายได้ต่างประเทศจะโตอย่างมีนัยสำคัญใน 2Q25 โดยบริษัทฯ น่าจะรายงานการเติบโตต่อเนื่องในอินโดนีเซียและเวียดนามซึ่งมีการใช้กำลังการผลิตปัจจุบันอยู่ที่ 80% และมีแผนที่จะขยายตลาดดังกล่าว ในญี่ปุ่น RBF กำลังพัฒนาผลิตภัณฑ์แช่แข็ง ในอินเดียบริษัทฯ ได้เซ็นสัญญากับลูกค้ารายใหญ่รายหนึ่ง (สำหรับแป้งและเกล็ดขนมปัง) โดยคาดว่าจะมียอดขายเริ่มต้นในปี 2024 เมื่อโรงงานดังกล่าวแล้วเสร็จและเริ่มดำเนินงานในไตรมาส 2Q25 บริษัทฯ จะสามารถรับคำสั่งซื้อลูกค้าขนาดใหญ่ซึ่งจะทำให้อัตรากำไรดีขึ้นเนื่องจากการผลิตในอินเดียจะช่วยลดต้นทุนวัตถุดิบได้ 30% เมื่อเทียบกับในไทยและจะช่วยลดต้นทุนค่าขนส่งได้ด้วย

ลูกค้าใหม่อาจให้ Upside แก่ประมาณการของเรา

สำหรับลูกค้าใหม่ชาวปากีสถาน (ลูกค้า QSR รายสำคัญ) ลูกค้ารายดังกล่าวได้เริ่มสร้างรายได้คิดเป็นสัดส่วนเล็กน้อยใน 4Q24 และคาดว่าจะสร้างรายได้เต็มที่ในปี 2025 ในขั้นต้นเราคาดว่ารายได้ อาจคิดเป็นประมาณ 1.4-1.5% ของรายได้รวมในปี 2025 ในขณะที่ลูกค้า QSR รายหนึ่งในรัสเซียเพิ่งเข้าสู่ช่วงทดลองและน่าจะสร้างรายได้ในปี 2025 สูงกว่าปากีสถาน RBF วางแผนผลิตให้แก่ลูกค้ารายนี้ที่โรงงานในเวียดนามและอินโดนีเซีย

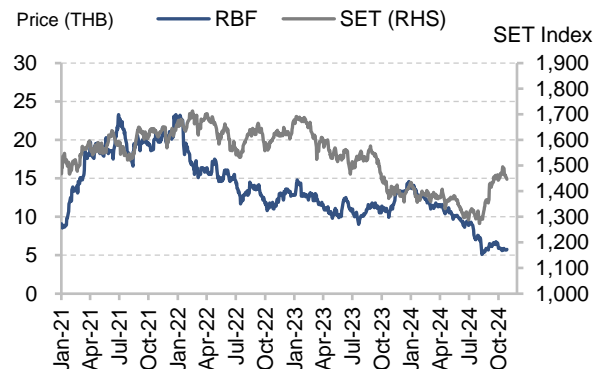
คงคำแนะนำซื้อที่ราคาเป้าหมาย 7.2 บาท

ในระยะสั้นเราคาดว่ากำไร 4Q24 จะฟื้นตัว q-q เป็น 130-135 ลบ. ทั้งนี้เรามองว่า RBF น่าจะผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วในปี 2024 เมื่อทำไร่น่าจะลดลง 21% y-y ก่อนกลับมาโต 28% y-y ในปี 2025 ปัจจุบันสถานการณ์ยังใกล้เคียงกับที่เราคาด เราคงราคาเป้าหมายที่ 7.2 บาท (ค่า P/E ที่ 22x คงเดิม) และยังคงแนะนำซื้อ

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	4,421	4,394	4,898	5,411
Net profit	649	515	657	752
EPS (THB)	0.32	0.26	0.33	0.38
vs Consensus (%)	-	(4.8)	-	4.4
EBITDA	1,068	928	1,186	1,359
Recurring net profit	666	501	657	752
Core EPS (THB)	0.33	0.25	0.33	0.38
Chg. In EPS est. (%)	-	-	-	-
EPS growth (%)	45.0	(24.8)	31.3	14.4
Core P/E (x)	18.2	24.2	18.4	16.1
Dividend yield (%)	2.9	2.3	3.0	3.4
EV/EBITDA (x)	10.7	12.3	9.7	8.4
Price/book (x)	2.5	2.4	2.3	2.2
Net debt/Equity (%)	(14.8)	(13.4)	(11.7)	(11.7)
ROE (%)	14.5	10.2	12.8	13.8

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>AAA</td> <td>8.571-10.000</td> <td rowspan="3">Leader: leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities</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>BBB</td> <td>4.286-5.713</td> <td rowspan="2">Average: a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers</td> </tr> <tr> <td>BB</td> <td>2.857-4.285</td> </tr> <tr> <td>B</td> <td>1.429-2.856</td> <td rowspan="2">Laggard: lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks</td> </tr> <tr> <td>CCC</td> <td>0.000-1.428</td> </tr> </tbody> </table>	Rating	Score Range	Description	AAA	8.571-10.000	Leader: leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities	AA	7.143-8.570	A	5.714-7.142	BBB	4.286-5.713	Average: a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers	BB	2.857-4.285	B	1.429-2.856	Laggard: lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks	CCC	0.000-1.428
Rating	Score Range	Description																				
AAA	8.571-10.000	Leader: leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities																				
AA	7.143-8.570																					
A	5.714-7.142																					
BBB	4.286-5.713	Average: a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers																				
BB	2.857-4.285																					
B	1.429-2.856	Laggard: lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks																				
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 นักวิเคราะห์มิได้มีผลประโยชน์และผลตอบแทนที่เกี่ยวข้องกับการให้คำแนะนำใดๆ ไม่ว่าทางตรงหรือทางอ้อม

ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ข้อมูลเท่านั้น บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

คณะกรรมการ/ผู้บริหารของบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) ได้ดำรงตำแหน่งคณะกรรมการ/ผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนดังนี้ AEONTS, AOT, BAFFS, BCPG, BE8, EA, FPT, FSX, KDH, SVI, VNG, WP, XO

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