

เอฟเอ็น แฟคตอรี เอ้าท์เลท จำกัด (มหาชน)

ไม่ใช่แค่เอาท์เลทอีกต่อไป แต่เป็นแหล่งสินค้าการใหม่

Outlet รายแรกของประเทศไทย บูจูดเด่นกำลังจังหวัดท่องเที่ยวทุกสาขา และต้นทุนที่ต่ำ ช่วยหนุนประสิทธิภาพการทำการสูงเป็นอันดับต้นของกลุ่ม กลยุทธ์นับจากนี้เป็นการขยายสาขาเฉลี่ยปีละ 2 สาขา ในปี 2560-2561 และพื้นที่ที่เข้าถึงสาขากำบางแห่งและสาขาใหม่ โดยตั้งจุดเด่นของผู้เข้ารายใหม่เป็นจุดขาย หนุนกำไรปี 2560-61 เพิ่มขึ้นเฉลี่ยปีละ 40%

จุดเด่นทำเลที่ตั้งในจังหวัดท่องเที่ยวหนุนเติบโตตามภาคการท่องเที่ยว

FN Outlet ปัจจุบันมี 7 สาขาตามขอบจังหวัดท่องเที่ยว เตรียมเปิดเพิ่ม 1 สาขาที่อยุธยา ในไตรมาส 4 นี้ ชูจุดขายสินค้า House Brand คุณภาพดี ดีไซน์เก๋ เน้นจับกลุ่มลูกค้านักท่องเที่ยวระดับกลางขึ้นไป จึงสามารถเติบโตได้ตามภาคการท่องเที่ยวไทยที่เพิ่มขึ้นเฉลี่ยปีละ 10% และยังได้ประโยชน์จากการเป็นศูนย์กลางการท่องเที่ยวประเทศแถบ AEC

ค่ากำไร 2560 – 61 เพิ่มขึ้นเฉลี่ยปีละ 40%

เป็นโมเดลธุรกิจที่มีต้นทุนต่ำกว่าค้าปลีกทั่วไป อีกทั้งยังมีค่าใช้จ่ายการตลาดต่ำมาก ประสิทธิภาพทำการกำไรแข็งแกร่งเป็นอันดับ 2 ของกลุ่มรองจาก BEAUTY ด้วย Net margin กว่า 13% บวกกับในปี 2560 จะรับรู้ยอดขายสาขาใหม่อยุธยาเต็มปี (เริ่มให้บริการ 4Q59) และยอดขายเพิ่มจากสาขาเปิดใหม่เฉลี่ยปีละ 2 สาขา ในปี 2560-2561 และจากการเติบโตของรายได้พื้นที่เช่า ที่เน้นคัดกรองผู้เช่าใหม่ที่มีจุดเด่นดึงดูดนักท่องเที่ยว คาดจะหนุนให้ทั้งรายได้และอัตรากำไรสุทธิขยับสูงขึ้นต่อเนื่อง และช่วยขยับเคลือนกำไรในปี 2560 – 2561 ให้เพิ่มขึ้นเฉลี่ยปีละ 40%

ประเมิน Fair value ด้วย DCF เท่ากับ 5.3 บาท

Fair value ปี 2560 คือ DCF (WACC 10.0%, TV Growth 4.2%) เท่ากับ 5.30 บาท เทียบเท่า Expected PER ปี 2560 ที่ 26.5 เท่า ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยกลุ่มที่ 26.7 เท่า ขณะที่ค่ากำไรเติบโตกว่าค่าเฉลี่ยกลุ่ม แม้ Expected PER ปี 60 สูงค่าเฉลี่ยกลุ่มค้าปลีก Outlet ในสหรัฐที่ 23.2 เท่า แต่ประสิทธิภาพในการทำกำไรดีกว่า

การกระจายหุ้น IPO (ล้านหุ้น)		ก่อน IPO		หลัง IPO
ประชาชนทั่วไป	250.0	กลุ่มนายปรีชา ส่งวัฒนา	42.0%	31.5%
กรรมการ/พนักงาน	0.00	กลุ่มนายสมชัย ส่งวัฒนา	26.0%	19.5%
ทุนเรียกชำระแล้ว (ล้านบาท)		กลุ่มนายวราชัย ส่งวัฒนา	19.0%	14.3%
ก่อน IPO	375	กลุ่มนายชนะชัย ส่งวัฒนา	13.0%	9.8%
หลัง IPO	500	ประชาชนทั่วไป	0.0%	25.0%
ราคาพาร์ (บาท)	0.50	รวม	100%	100%

FY: ปีที่ 31 ธ.ค.	FY58A	FY59F	FY60F	FY61F
รายได้ (ล้านบาท)	1,102	1,087	1,224	1,572
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	146	143	200	282
EPS (บาท)	0.23	0.14	0.20	0.28
DPS (บาท)	0.35	0.06	0.08	0.12
BVS (บาท)	0.87	1.53	1.67	1.87
ROE (%)	30.8	13.8	12.5	15.9
EV/EBITDA (x)	36.23	30.90	25.51	21.72

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

FN

Fair Value : 5.30 บาท



บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส จำกัด เป็นผู้
จัดทำรายงานและรับประกันการจำหน่ายหุ้น
สามัญเพิ่มทุนของ FN ในครั้งนี้ โดยการ
จัดทำเอกสารฉบับนี้เพื่อวัตถุประสงค์ในการ
นำเสนอข้อมูลและบทวิเคราะห์เท่านั้น การ
ตัดสินใจลงทุนขึ้นกับดุลยพินิจของนักลงทุน
ระยะเวลาห้ามเผยแพร่รายงานฉบับนี้
(Black out period) ตั้งแต่วันที่ 23 ต.ค.
2559 จนถึงวันสิ้นสุดการจองซื้อ

ผู้ลงทุนควรอ่านรายละเอียดในหนังสือชี้ชวน
ก่อนตัดสินใจลงทุน

กวี มานิตสุทนต์
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 003974
kawee.re@asiaplus.co.th
สารัตถ์ เรื่องทวิ
ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ตาม บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส จำกัด ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใดๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมิได้เป็นการชี้นำ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือพ้องกันใดๆ กับ บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส จำกัด ไม่ว่ากรณีใด

เน้นจับลูกค้านักเดินทางและนักท่องเที่ยว

บริษัท เอฟเอ็น แฟคตอรี เอ๊าท์เลท (FN) ก่อตั้งเมื่อวันที่ 17 พฤศจิกายน 2543 ด้วยทุนจดทะเบียน 1,000,000 บาท ภายใต้การบริหารของนายปรีชา ส่งวัฒนา ดำเนินธุรกิจศูนย์จำหน่ายสินค้าลักษณะ คล้ายโกดัง หรือที่เรียกกันว่า Outlet ซึ่งเป็นศูนย์รวมสินค้าอุปโภคบริโภค ประเภทเสื้อผ้า เครื่องนอ นเครื่องหนัง เพอร์นิเจอร์ และของใช้ภายในบ้าน โดยเป็นสินค้าที่มีคุณภาพเทียบเท่าสินค้าส่งออกทั้ง รูปแบบและดีไซน์ ด้วยราคาขายถูกใกล้เคียงกับการซื้อตรงจากผู้ผลิตปัจจุบันบริษัทมีร้านเอฟเอ็น ภายใต้ชื่อ FN Outlet รวมกันทั้งสิ้น 7 สาขา ประกอบด้วย สาขาเพชรบุรี หัวหิน พัทยา ศรีราชา ปาก ช่อง สิงห์บุรี และกาญจนบุรี

โดย FN มีการจัดจำหน่ายสินค้า House Brand แบ่งเป็น 2 กลุ่ม คือ 1) Non-apparel ประกอบด้วย เครื่องใช้ในครัวเรือน เครื่องนอ นและเครื่องใช้ในการเดินทาง และ 2) Apparel ประกอบด้วย เครื่องแต่ง กายและเสื้อผ้าที่เป็นสินค้าแบบเรียบง่าย ไม่มีปัญหาการตกทุน บริษัทจะเป็นผู้ดีไซน์แบบสินค้า และ จ้างโรงงานของผู้ผลิตภายนอก OEM) จากทั้งในและต่างประเทศกว่า 120 รายผลิตสินค้าให้แก่ FN โดยตรง เพื่อวางจำหน่ายใน Outlet ภายใต้ตราสินค้าของบริษัท (House Brand) ได้แก่ ตราสินค้า In-Co, Cheval, Lady De' Cheval, Cheval Kids, Sleep Mate, Nipon, Prim, Cushy, Cushy Luxury, Cherish, Cherish Kids, Rollica และ ETC นอกจากนี้ FN ยังมีการจัดจำหน่ายสินค้าภายใต้ตราสินค้า อื่นที่เป็น International Brand ผ่านการซื้อมาขายไปและรับฝากขาย เพื่อตอบสนองความต้องการที่ หลากหลายของผู้บริโภคให้ครบถ้วน

โดยในเดือนพ.ค. 2559 FN ได้เข้าลงทุน ซื้อบริษัทย่อย 1 แห่ง คือ บริษัท เซฟ นาว 2494 จำกัด (SN) ซึ่งดำเนินธุรกิจจำหน่ายประเภทเสื้อผ้า และเครื่องใช้ในบ้านในลักษณะค้าปลีกในรูปแบบคล้ายกับ ห้างสรรพสินค้าโดยมีร้าน ตั้งอยู่ในตัวเมืองหาดใหญ่ 1 แห่ง เพื่อขยายฐานลูกค้าไปยังกลุ่มลูกค้าผู้มี รายได้ระดับปานกลางถึงระดับล่าง ซึ่งแตกต่างจากกลุ่มลูกค้าของ FN จึงเหมาะสมที่จะใช้ SN เป็น แปรนตร์รอง

ด้วยจุดเด่นของสาขาทั้งหมดที่ตั้งอยู่บริเวณนอกเมืองของจังหวัดท่องเที่ยว กลุ่มลูกค้าหลักของ FN จึง มี 2 กลุ่ม คือ 1) กลุ่มนักท่องเที่ยวหรือนักท่องเที่ยวที่เดินทางผ่านสาขาของ FN โดยมีทั้งนักท่องเที่ยว ต่างชาติ และนักท่องเที่ยวในประเทศไทย และ 2) ผู้อาศัยในชุมชนหรือจังหวัดโดยรอบสาขา ซึ่งหาก พิจารณาภาวะการแข่งขัน พบว่า คู่แข่งส่วนใหญ่เป็นคู่แข่งทางอ้อมคือกลุ่มโมเดิร์นเทรดได้แก่ ห้างสรรพสินค้า และไฮเปอร์มาร์เก็ต ซึ่งเน้นกลุ่มลูกค้าที่อาศัยอยู่ในตัวเมือง และ ร้าน "PREMIUM OUTLET" ซึ่งดำเนินธุรกิจให้บริการพื้นที่เช่าให้ผู้ผลิตสินค้านำสินค้ามาจัดจำหน่ายโดยตรง

ภาพรวมธุรกิจ กลุ่ม FN



ที่มา : บริษัท เอฟเอ็น แฟคตอรี เอ๊าท์เลท จำกัด (มหาชน)

ขยายสาขาและปรับเปลี่ยนพื้นที่เช่าใหม่ให้เป็นมากกว่า Outlet

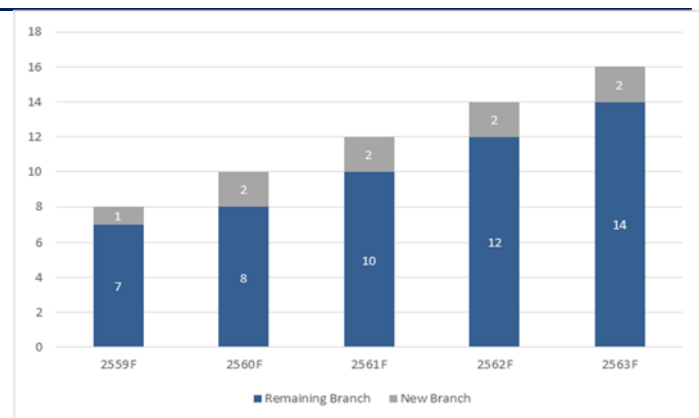
จากปัจจุบัน FN มีจำนวนสาขาทั้งหมด 7 สาขา บนพื้นที่รวมกว่า 34,069 ตารางเมตร ซึ่งใช้ในการดำเนินธุรกิจ โดยในไตรมาส 4 ปีนี้ FN มีแผนที่จะเปิดสาขาเพิ่มที่จังหวัดอยุธยา นอกจากนี้ยังมีแผนที่จะขยายสาขาเพิ่ม 4 สาขา ภายในปี 2561 โดยจะเริ่มจากหัวเมืองท่องเที่ยวที่สำคัญ ซึ่งแต่ละสาขาใช้ต้นทุนราว 120 ล้านบาท

ช่วงที่ผ่านมา FN มีจำนวนวันหมุนเวียนสินค้าคงคลัง (Inventory Turnover Days) สูงถึง 240 วัน เพราะการจ้างผลิตสินค้าตามแบบที่ตนเองการ ทำให้มีข้อจำกัดเงื่อนไขปริมาณการสั่งซื้อขั้นต่ำอยู่ในระดับสูง เป็นผลให้ FN มีสินค้าคงคลังอยู่ในสต็อกจำนวนมาก แต่เนื่องจากสินค้าที่ FN จ้างผลิตไม่ใช่สินค้าแฟชั่น คือเน้นจำหน่ายสินค้าโทนเรียบๆ เน้นความดูดีมีสไตล์ ทำให้สินค้าไม่ตกยุค สะท้อนได้จากค่าเผื่อการลดมูลค่าสินค้า สินค้าล้าสมัยและเคลื่อนไหวช้า มีจำนวนน้อยมากเพียงราว 13-16 ล้านบาท จากจำนวนสินค้าคงเหลือ ราว 450 ล้านบาท หรือคิดเป็นประมาณ 3.22% เท่านั้น ดังนั้นการขยายสาขาเพิ่ม จะช่วยให้ระบายสต็อกมายังสาขาใหม่ได้ทันที ถือเป็นการช่วยเพิ่มประสิทธิภาพในการบริหารสินค้าคงคลัง

ทั้งนี้นอกจากการขยายสาขาเพื่อเพิ่มรายได้จากการขายแล้ว FN ยังมีแผนขยายพื้นที่ให้เช่าของสาขาเดิมบางสาขา โดยการ Renovate พื้นที่ และหาผู้เช่าพื้นที่หลักรายใหญ่ ที่มีแนวคิดการให้บริการใหม่ๆ ที่สามารถดึงดูดนักท่องเที่ยว โดยภายในปี 2560 มีแผนที่จะปรับปรุงสาขาปากช่อง หัวหิน และเพชรบุรี และจะปรับปรุงพื้นที่เช่าสาขาเดิมที่เหลือทั้งหมดให้เสร็จภายในอีก 1-2 ปีข้างหน้า เพื่อให้นักท่องเที่ยวรับรู้ได้ว่า FN Outlet เป็นแหล่งสันทนาการแห่งใหม่ของนักท่องเที่ยว

ปัจจุบัน FN มีบริษัทย่อย คือ SAVE NOW ถือหุ้น 99.99% ที่เพิ่งซื้อมาช่วงเดือนพ.ค. ที่ผ่านมานี้ บริษัทดังกล่าวดำเนินงานร้านจำหน่ายสินค้า 1 แห่ง รูปแบบคล้ายห้างสรรพสินค้า อยู่ที่ อ.หาดใหญ่ จังหวัดสงขลา ผ่านการเช่าพื้นที่

ภาพการขยายสาขา



ที่มา : หนังสือชี้ชวนและฝ่ายวิจัย ASPS

แนวโน้มรายได้ค่าเช่า

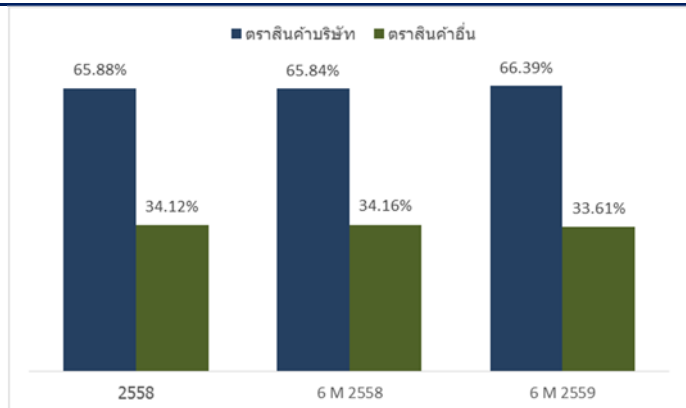


ที่มา : หนังสือชี้ชวน

สินค้า House Brand มาร์จินสูง คุณภาพมาตรฐานระดับสากล

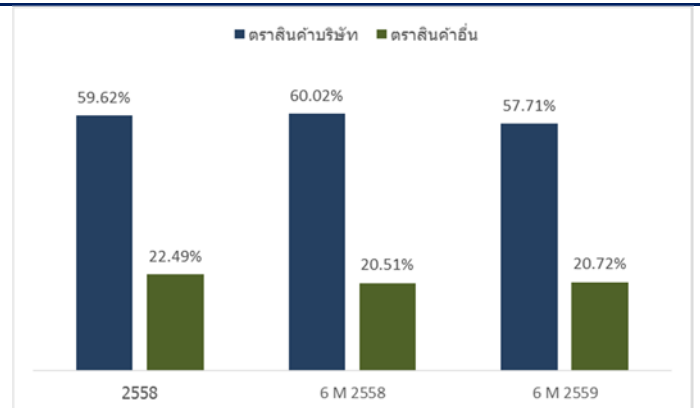
สินค้า House brand เป็นสินค้าที่บริษัทพัฒนาขึ้นมา โดยเน้นคุณภาพระดับสากลและมีเอกลักษณ์เฉพาะตัว เพื่อวางจำหน่ายที่เอทิลเลทของบริษัทเท่านั้น สินค้าเหล่านี้ได้รับการออกแบบโดยดีไซน์เนอร์ของบริษัทที่มีความชำนาญในแต่ละกลุ่มสินค้า เมื่อสินค้าออกจากโรงงานจะถูกนำมาวางจำหน่ายที่เอทิลเลทโดยตรง จึงทำให้มีต้นทุนการจัดจำหน่ายและการตลาดค่อนข้างต่ำ ซึ่งส่งผลให้สินค้าของบริษัทมีต้นทุนต่ำ FN จึงได้เปรียบผู้ประกอบการค้าปลีกรายอื่นในเรื่องของการตั้งราคาสินค้า ทำให้มี Gross margin ที่เกิดจากสินค้า House brand สูงเฉลี่ย 59% ปัจจุบันสินค้า House brand ได้รับการตอบรับเป็นอย่างดี ยอดขายเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ตอบโจทย์แก่ผู้บริโภคได้ครบถ้วน ด้วยคุณภาพระดับสากล ในราคาที่ต่ำกว่าผู้ประกอบการรายอื่น โดยคาดสัดส่วนยอดขายสินค้า House brand จะมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่องจากปัจจุบันที่ราว 66% ของรายได้จากการขายรวม เพราะการจำหน่ายสินค้าภายใต้ตราสินค้าอื่น มีอัตรากำไรที่ต่ำกว่า (ตามตารางด้านล่าง) ทั้งนี้สินค้าตราอื่นที่ FN จัดจำหน่ายมี 2 รูปแบบคือ 1. ซื้อสินค้าจากเจ้าของตราสินค้าอื่นเพื่อมาจำหน่ายในเอทิลเลท และ 2. รับฝากขายสินค้าจากเจ้าของตราสินค้าอื่น โดยตราสินค้าส่วนใหญ่เป็น International Brand ที่เป็นคอลเลกชันรองของคอลเลกชันใหม่ เพื่อเพิ่มความหลากหลายของสินค้า ตอบสนองต่อลูกค้าได้อย่างครบถ้วน

โครงสร้างรายได้แยกตามกลุ่มผลิตภัณฑ์



ที่มา : หนังสือนิทัศน์

อัตรากำไรขั้นต้นแยกตามกลุ่มผลิตภัณฑ์



ที่มา : หนังสือนิทัศน์

ศักยภาพเติบโตตามอุตสาหกรรมท่องเที่ยว

จากภาพรวมธุรกิจ กล่าวได้ว่า FN เกี่ยวข้องโดยตรงกับอุตสาหกรรมการท่องเที่ยว ซึ่งหากพิจารณาฐานข้อมูลอุตสาหกรรมล่าสุดโดยกระทรวงการท่องเที่ยวและกีฬา ประเทศไทยเป็นหนึ่งในหลายประเทศที่มีชื่อเสียงในการท่องเที่ยว โดยมีสถานที่ท่องเที่ยวหลายแห่งในแต่ละจังหวัดซึ่งมีชื่อเสียงต่อชาวไทยและชาวต่างชาติ โดยปีที่ผ่านมาประเทศไทยติด 1 ใน 10 ประเทศที่น่าท่องเที่ยวมากที่สุดในโลก ถือได้ว่าเป็นอุตสาหกรรมที่มีแนวโน้มสดใสต่อเนื่องในอนาคตสะท้อนจากการเติบโตของนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เข้ามาในประเทศไทยที่เติบโตเฉลี่ย 10% ต่อปี ในปี 2555-2558 และยังมีแนวโน้มดีต่อเนื่องในอนาคตจากการเข้าสู่ประชาคมอาเซียน (AEC) ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อธุรกิจการท่องเที่ยว โดยประเทศไทย มีศักยภาพที่จะเป็นศูนย์กลางการท่องเที่ยวในภูมิภาค โดยเฉพาะการเป็นศูนย์กลางการท่องเที่ยวในกลุ่มประเทศ CLMV เนื่องจากโครงสร้างการท่องเที่ยวพื้นฐานของประเทศไทยมีความสามารถเหนือกว่า โดยเฉพาะในเรื่องการคมนาคม จึงเชื่อว่าประเทศไทยจะเป็นจุดเริ่มต้นของการท่องเที่ยวในภูมิภาค จากข้อมูลของสภาอุตสาหกรรมท่องเที่ยวแห่งประเทศไทย (สทท.) เม็ดเงินจากภาคท่องเที่ยวคิดเป็น 8% ของ GDP ประเทศไทย ในอนาคต องค์การการท่องเที่ยวโลก (UNWTO) คาดการณ์ว่า เมื่อถึงปี 2563 จะมีนักท่องเที่ยวระหว่างประเทศถึง 1,600 ล้านคน โดย

ภูมิภาคที่เป็นแหล่งท่องเที่ยวยอดนิยมคือ เอเชียตะวันออก และกลุ่มประเทศในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ โดยในปี 2559 นี้ สทท. ได้คาดการณ์ว่าจะมีนักท่องเที่ยวต่างชาติเข้ามามากถึง 33.93 ล้านคน เพิ่มขึ้น 13.55% จากปี 2558 ซึ่งอยู่ที่ 29.88 ล้านคน

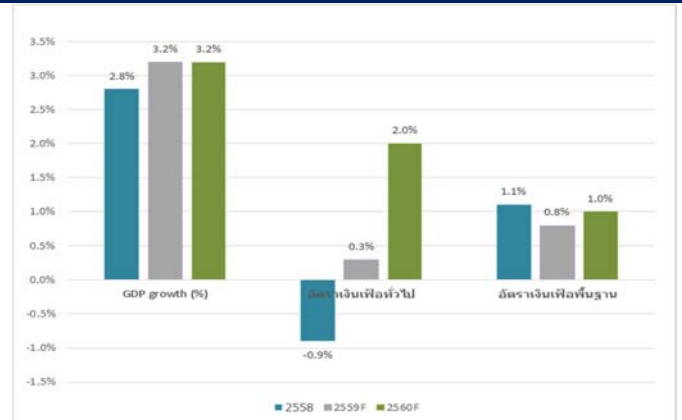
นอกจากนี้ ภาวะอุตสาหกรรมของกลุ่มอุตสาหกรรมค้าปลีก ปัจจุบันถือว่ายังมีการแข่งขันสูง ยังไม่มีปัจจัยบวกที่โดดเด่นที่ช่วยกระตุ้นกลุ่มอุตสาหกรรมค้าปลีกได้ อย่างไรก็ตาม แนวโน้มสถานการณ์อุตสาหกรรมค้าปลีกในอีก 5 ปี ข้างหน้า คาดการณ์ว่าอุตสาหกรรมค้าปลีกจะเติบโตสูงขึ้น เพราะการขยายตัวของสังคมเมือง รวมถึงการเข้าสู่ประชาคมอาเซียน (AEC) ซึ่งเป็นโอกาสที่จะขยายตลาดเพิ่มขึ้นได้

แนวโน้มนักท่องเที่ยวต่างชาติ



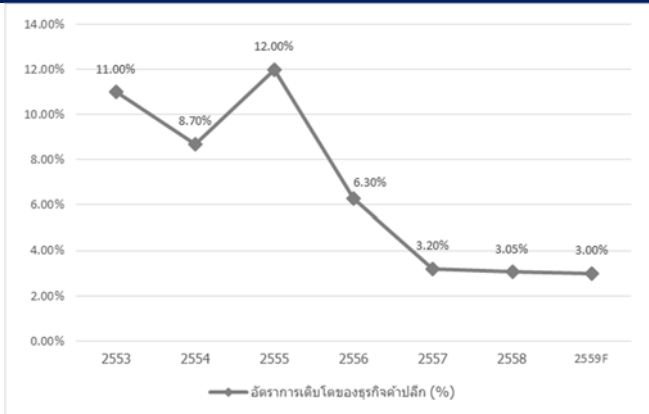
ที่มา : สมาอุตสาหกรรมท่องเที่ยวแห่งประเทศไทยและกระทรวงการท่องเที่ยวและกีฬา

แนวโน้มภาวะเศรษฐกิจ



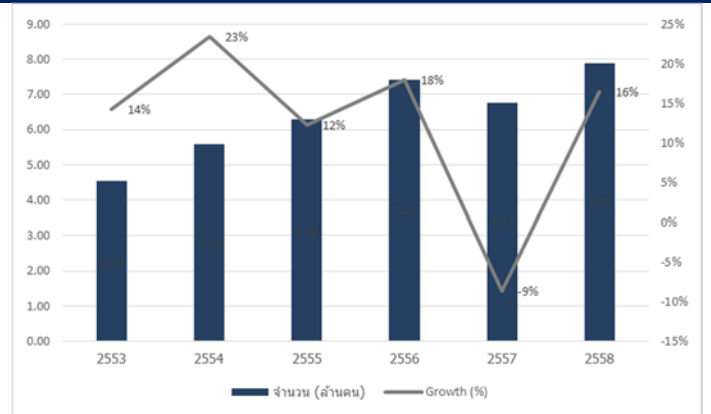
ที่มา : ธนาคารแห่งประเทศไทย

ภาพรวมอัตราการเติบโตของธุรกิจค้าปลีกไทย



ที่มา : รวบรวมจากมติชน

แนวโน้มการเดินทางจากกลุ่มอาเซียน



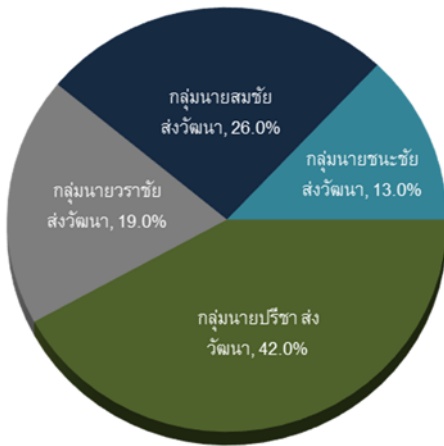
ที่มา : กระทรวงการท่องเที่ยวและกีฬา

นำเงินจาก IPO ไปขยายสาขาเพิ่ม ปรับปรุงสาขาเดิม ใช้หนี้หุ้นเวียนกิจการในอนาคต

ก่อนเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ บริษัทมีทุนจดทะเบียนและที่เรียกชำระแล้ว 375 ล้านบาท (จำนวนหุ้นทั้งหมด 750 ล้านหุ้น, ราคาพาร์ที่ 0.50 บาท) และครั้งนี้จะระดมทุนผ่านการเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนให้แก่ประชาชนอีก 250 ล้านหุ้น คิดเป็น 25% ของทุนชำระแล้วภายหลัง IPO รวมจำนวนหุ้นทั้งหมดหลังเพิ่มทุน IPO ทั้งหมด 1,000 ล้านหุ้น คิดเป็น Dilution Effect จากการเพิ่มทุน 25% โดยจะนำเงินที่ได้จากการขายหุ้น IPO ไปใช้ลงทุนขยายสาขา, ปรับปรุงสาขาเดิม, ใช้ชำระหนี้กู้ยืม และเป็นเงินทุนหมุนเวียนและการขยายธุรกิจในอนาคต

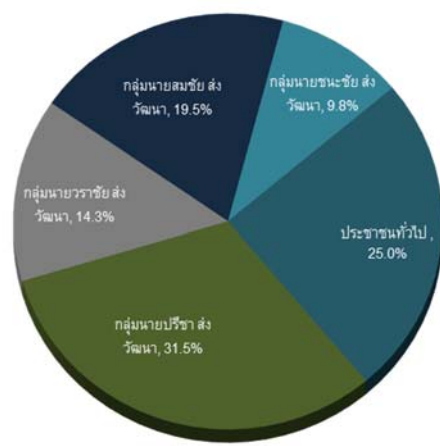
ทั้งนี้ ภายหลังจากการระดมทุนดังกล่าว กลุ่มผู้ถือหุ้นเดิมทั้งหมด 4 กลุ่ม จะลดสัดส่วนการถือหุ้นเดิมจาก 100% เหลือ 75% ของทุนชำระเรียบร้อยแล้วทั้งหมดที่มีอยู่ 1,000 ล้านหุ้น โดยภายใต้หลักเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์ กำหนดให้กลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่ ห้ามขายหุ้น (Silent Period) สัดส่วน 55% ของทุนชำระแล้ว หรือเท่ากับ 550 ล้านหุ้น ภายหลังจากเสนอขายหุ้น IPO เป็นระยะเวลา 1 ปี นับจากวันแรกที่บริษัทเข้าซื้อขาย อย่างไรก็ตาม หากครบ 6 เดือนแรกหลังเข้าซื้อขาย จะสามารถขายได้จำนวน 25% ของหุ้น 55% ที่ติดข้อกำหนด (หรือคิดเป็น 13.75% ของทุนชำระแล้ว) ส่วนที่เหลืออีก 75% จะขายได้เมื่อครบกำหนด 1 ปี

สัดส่วนการถือหุ้น - ก่อน IPO



ที่มา : บริษัท เอฟเอ็น แพคคอร์ เอิร์ทเลท จำกัด (มหาชน)

สัดส่วนการถือหุ้น - หลัง IPO

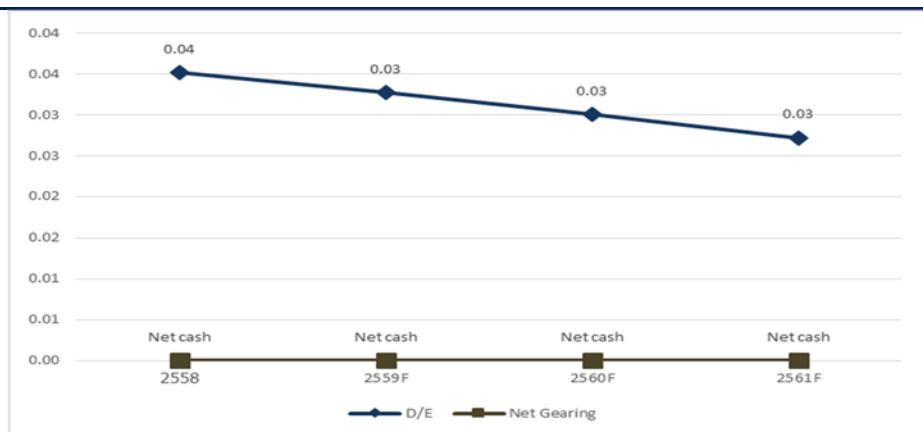


ที่มา : บริษัท เอฟเอ็น แพคคอร์ เอิร์ทเลท จำกัด (มหาชน)

ฐานะการเงินแกร่ง จะเป็น Net cash หลัง IPO

ด้วยฐานะทางการเงินที่ถือว่าแข็งแกร่ง โดยมีการกู้เงินระยะสั้นเพื่อใช้หมุนเวียนไม่มาก ขณะที่มีการกู้ยืมระยะยาวเพื่อปรับโครงสร้างทางการเงินสำหรับเตรียมความพร้อมในการนำบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ โดย ณ สิ้น 2Q59 มีระดับ D/E และ Net gearing 1.2 และ 0.822 เท่าตามลำดับ และภายหลังจากการระดมเงินทุนจาก IPO คาดจะนำเงินบางส่วนมาใช้หนี้ ทำให้ระดับหนี้ลดลง โดยคาด D/E และ Net gearing ในปี 2559 จะลดลงเหลือราว 0.04 เท่าและ -0.38 เท่า (Net cash) ตามลำดับ จึงมีความพร้อมด้านเงินทุนและเป็นโอกาสการขยายการลงทุนเพิ่มเติมในอนาคต

ภาพการ D/E Ratio และ Net Gearing



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

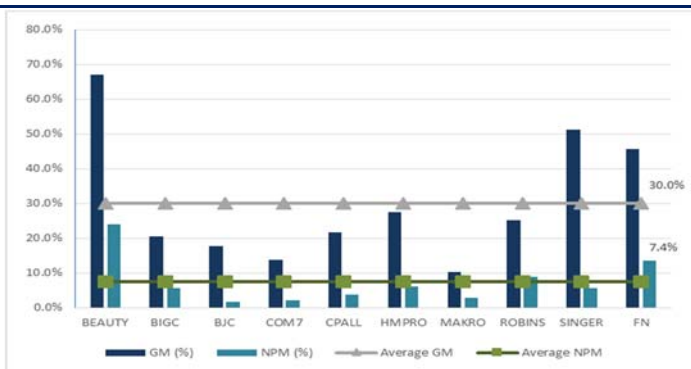
อัตราการทำกำไรเหนือค่าเฉลี่ยกลุ่มฯ และมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น

Net margin ในปีที่ผ่านมาอยู่ที่ 13.1% เกิดจาก Gross margin 46.7% และ SG&A/Sale 31.6% ซึ่งหากเปรียบเทียบกับ ผู้ประกอบการในกลุ่มพบว่า FN แม้จะเป็นบริษัทเล็ก แต่สามารถแข่งขันได้ มีจุดเด่นที่ Gross margin สูงกว่าค่าเฉลี่ยในอุตสาหกรรม (28.3%) ค่อนข้างมาก เนื่องจากเน้นขายผลิตภัณฑ์ที่เป็น House Brand ซึ่งมี Gross margin สูงถึง 58-60.0% ขณะที่ Net margin งวด 2Q59 อยู่ที่ 13.6% สูงเป็นอันดับ 2 ของกลุ่มรองจาก BEAUTY และสูงกว่าค่าเฉลี่ยกลุ่มฯ ถึงเท่าตัว ทั้งนี้ค่าเปรียบเทียบกับหุ้นค่าปลีกแฟชั่นในสหรัฐที่มี Outlet พบว่า Net margin ของทุกบริษัทต่ำกว่า 10% ยกเว้นเพียง Tanger ที่มี Net margin สูงกว่า FN

แนวโน้มอัตราการกำไรในช่วงต่อจากนี้ เชื่อว่าจะสามารถปรับขึ้นได้ เป็นไปตามกลยุทธ์ที่พยายามเพิ่มสัดส่วนการผลิตสินค้า House brand มากขึ้น ซึ่งจะช่วยให้ Gross margin โดยเฉลี่ยให้สูงขึ้นอีก และการขยายสาขาทำให้ FN ได้ประโยชน์จากการประหยัดจากขนาด จากการสั่งซื้อสินค้าคราวละมากๆ ได้ อีกทั้งการเพิ่มพื้นที่ให้เช่าจะสามารถผลักดันให้ Net margin เติบโตไปอีกมาก

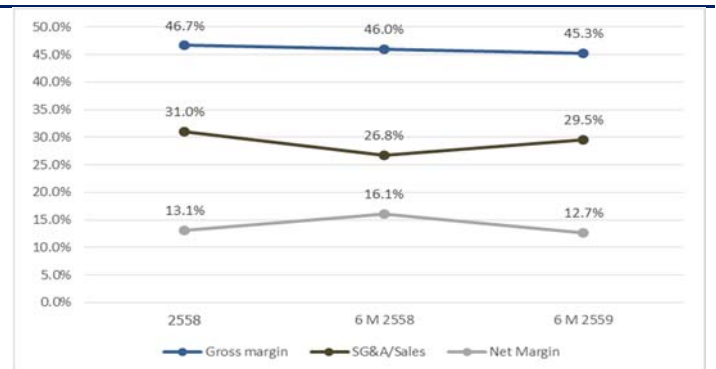
ทั้งนี้ กลยุทธ์ของ FN มุ่งเน้นการประหยัดจากขนาดและการขยายพื้นที่ให้เช่า คาดว่าจะเป็นปัจจัยหลักที่ทำให้ Net margin ขยับเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง จาก 13.2% ในปี 59 เป็น 16.3%, 17.9% และ 19.2% ในปี 60, 61 และ 62 ตามลำดับ

เปรียบเทียบอัตราการกำไรของกลุ่มค้าปลีกไทย



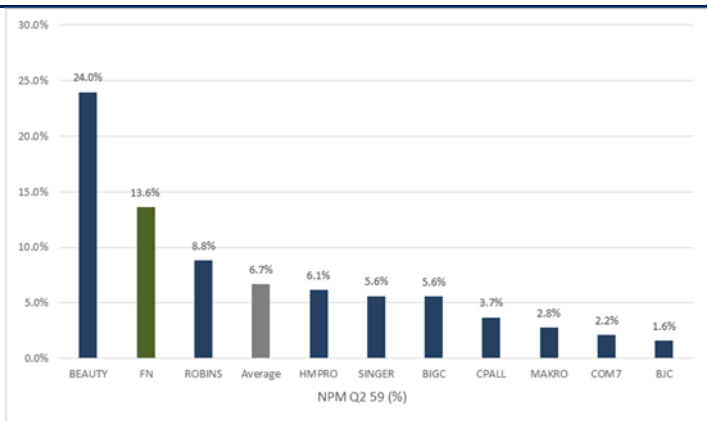
ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

ประสิทธิภาพการกำไรของ FN



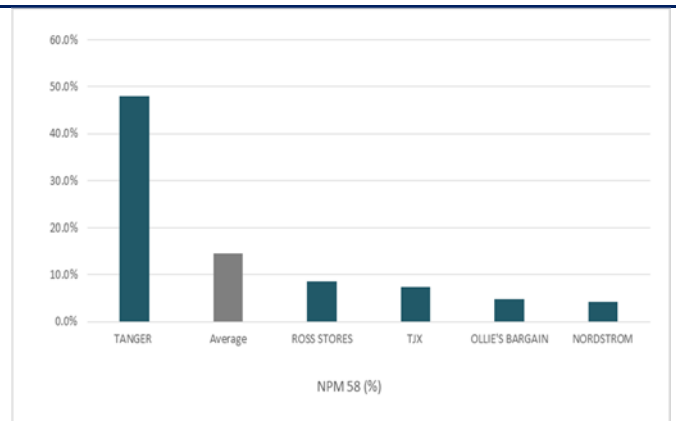
ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

เปรียบเทียบประสิทธิภาพการกำไรของกลุ่มค้าปลีกไทย



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

เปรียบเทียบประสิทธิภาพการกำไรของหุ้นค้าปลีกแฟชั่นในสหรัฐ



ที่มา : Bloomberg

ภาคกำไร ปี59 เป็นจุดต่ำสุด แต่จะกลับสู่ยุคเติบโตตั้งแต่ ปี60

กำไรสุทธิ 1H59 อยู่ที่ 68.95 ล้านบาท ลดลง 24% yoy หลัก ๆ เกิดจากยอดขายที่ลดลง 5.3% yoy เนื่องจากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจที่เป็นไปอย่างช้า ๆ จึงทำให้การจับจ่ายใช้สอยของภาคครัวเรือนยังมีไม่มากนัก นอกจากนี้ บริษัทยังมีค่าใช้จ่ายอื่นที่เพิ่มขึ้นมาจากปี 58 ได้แก่ ค่าเสื่อมราคาอาคารสำนักงานใหญ่ที่สร้างแล้วเสร็จเมื่อช่วงเดือน ต.ค. 58 และค่าใช้จ่ายเงินเดือนและสวัสดิการในส่วนงานบริหาร

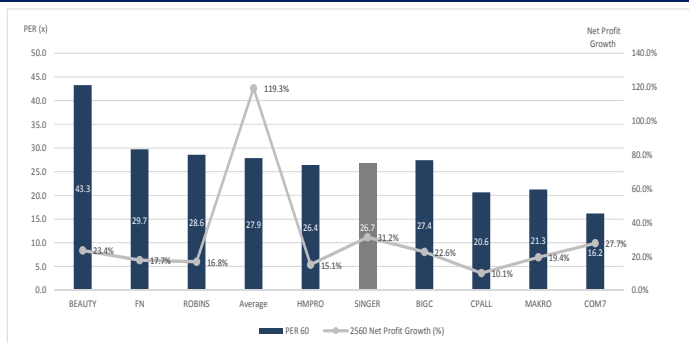
ทั้งนี้คาดว่ากำไรสุทธิ 2H59 จะดีกว่าช่วง 1H59 และดีกว่าช่วงเดียวกันของปีก่อนซึ่งอยู่ที่ 55.66 ล้านบาท เพราะการเปิดสาขาใหม่ที่อยุธยา 1 แห่งใน 4Q59 ซึ่งสาขาดังกล่าวจะเพิ่มพื้นที่สำหรับให้เช่ามากขึ้น คาดจะทำให้ทั้งยอดขายและรายได้พื้นที่เช่าดีกว่า 1H59 ขณะที่ค่าใช้จ่ายมีแนวโน้มลดลงจากงวด 1H59 เพราะไม่มีค่าใช้จ่ายสำหรับการปรับโครงสร้างทางการเงินเพื่อเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์เหมือนงวด 1H59 อีกทั้งภาระดอกเบี้ยจ่ายลดลงอย่างมีนัยสำคัญ เพราะคาดว่าบริษัทจะนำเงินที่ได้จาก IPO บางส่วนไปชำระหนี้มีภาระดอกเบี้ยทั้งหมดราว 380 ล้านบาท ทำให้ไม่มีภาระดอกเบี้ยจ่ายโดยไม่จำเป็นอีกต่อไป คาดกำไรสุทธิทั้งปี 2559 จะอยู่ที่ 143 ล้านบาท ลดลงจากปีก่อนหน้าเพียง 1.9%

ขณะที่ผลบวกของสาขาเปิดใหม่ อยุธยา จะช่วยสร้างยอดขายและรายได้พื้นที่เช่าเต็มปีตั้งแต่ปี 2560 รวมถึงผลบวกจากการเปิดสาขาใหม่เฉลี่ยปีละ 2 แห่ง ในปี 2560-61 โดยมีกลยุทธ์เพิ่มพื้นที่มากขึ้น และคัดสรรผู้เช่ารายใหญ่ที่มีจุดขายเป็นเอกลักษณ์ เพื่อช่วยดึงดูดนักท่องเที่ยวเข้ามาใช้บริการ รวมถึงการปรับเพิ่มพื้นที่เช่าสาขาเก่าบางสาขา โดยคัดกรองผู้เช่ารายใหม่ที่มีจุดเด่น เรียกลูกค้าและนักท่องเที่ยวเข้ามาใช้บริการ คาดว่าต้นทุนกำไรปี 2560 – 61 เติบโตสูงเฉลี่ยปีละ 40% และคาดว่าจะเพิ่มอีกราว 30% ในปี 2562

ประเมิน Fair value ด้วย DCF อยู่ที่ 5.3 บาท

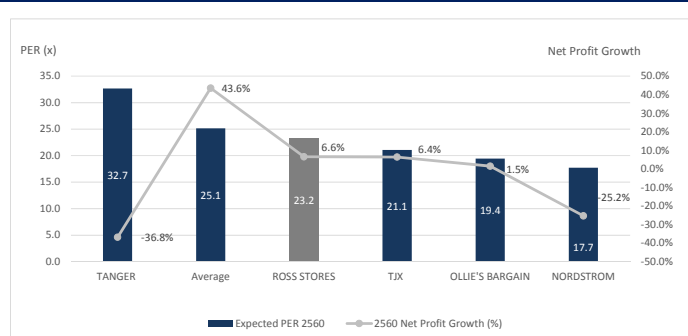
ประเมินมูลค่าพื้นฐานอิงวิธี DCF (WACC 10.0%, TV Growth 4.2%) อยู่ที่ 5.3 บาท เทียบเท่า Expected PER ปี 2560 ที่ 26.5 เท่า ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยของกลุ่มฯ ที่ 26.7 เท่า ในขณะที่ค่าเฉลี่ย Net Profit Growth ของกลุ่มอยู่ที่ 31.2% ซึ่งต่ำกว่าของ FN และเมื่อเปรียบเทียบกับ ค่าเฉลี่ย PER ของกลุ่มผู้ค้าปลีกสินค้าแฟชั่นชั้นนำในสหรัฐที่มี Outet พบว่าอยู่ที่ 23.2 เท่าและกลุ่มดังกล่าวมี Expected Net Profit Growth ปี 2560 เฉลี่ยต่ำเพียง 6.6% FN จึงมีความน่าสนใจมากกว่า

PER และ Net Profit Growth กลุ่มค้าปลีกไทย



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

PER และ Net Profit Growth หุ่นค้าปลีกแฟชั่นในประเทศสหรัฐอเมริกา



ที่มา : Bloomberg

ปัจจัยเสี่ยง

1. เหตุการณ์ความวุ่นวายทางการเมือง การก่อการร้าย หรือภัยธรรมชาติที่อาจบั่นทอนบรรยากาศการท่องเที่ยว ซึ่งส่งผลกระทบต่อแนวโน้มนักท่องเที่ยว
2. ความเสี่ยงจากการขยายสาขา อาจไม่ประสบความสำเร็จตามแผนงานที่คาดไว้ อันเนื่องมาจากปัจจัยที่ไม่สามารถควบคุมได้ อาทิ ภาวะเศรษฐกิจภายในประเทศไทย ภาวะเศรษฐกิจโลก การเปลี่ยนแปลงทางการเงิน และพฤติกรรมผู้บริโภค เป็นต้น
3. ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงกระแสนิยม เนื่องจากสินค้าแฟชั่นเป็นสินค้าที่มีการเปลี่ยนแปลงค่อนข้างรวดเร็ว อย่างไรก็ตาม ตัวบริษัทเองมีทีมงานที่ทำหน้าที่ติดตามการเปลี่ยนแปลงกระแสนิยม โดยเฉพาะ เพื่อไม่ให้หลุดกระแส รวมทั้ง บริษัทยังสร้างความสัมพันธ์อันดีกับผู้ผลิตหลายแห่งเพื่อให้เพียงพอต่อการสั่งผลิตที่ต้องการความรวดเร็ว เพื่อจะได้นำสินค้ามาจัดจำหน่ายได้ตามเวลาที่เหมาะสมและไม่ล่าช้ากว่ากระแสนิยม

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2559-61

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2558	2559F	2560F	2561F
ยอดขาย	1,102	1,087	1,224	1,572
ต้นทุนขาย	(588)	(592)	(667)	(857)
กำไรขั้นต้น	514	495	557	715
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(348)	(331)	(350)	(426)
ดอกเบี้ยจ่าย	(2)	(14)	(0)	(0)
ค่าใช้จ่ายอื่น	-	-	-	-
รายได้อื่น	19	31	44	64
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	184	180	251	353
ภาษีเงินได้	(37)	(37)	(51)	(72)
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	146	143	200	282
กำไร/ขาดทุนจากผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	-	-	-	-
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	-	-
กำไรสุทธิ (บาท)	146	143	200	282
EPS fully diluted (บาท)	0.23	0.14	0.20	0.28

การเติบโตของยอดขาย	N/A	N/A	-3.0%	-7.4%
การเติบโตของกำไรสุทธิ	193.8%	-2.2%	39.6%	40.8%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	46.7%	45.5%	45.5%	45.5%
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	13.3%	13.2%	16.3%	17.9%

งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	1Q58	2Q58	1Q59	2Q59
ยอดขาย	267	288	259	267
ต้นทุนขาย	145	155	144	144
กำไรขั้นต้น	122	133	116	123
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	72	79	80	81
ดอกเบี้ยจ่าย	0	0	4	4
ค่าใช้จ่ายอื่น	-	-	-	-
รายได้อื่น	5	5	8	9
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	54	59	41	46
ภาษีเงินได้	11	12	8	10
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	43	47	33	36
กำไร/ขาดทุนจากผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	-	-	-	-
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	-	-
กำไรสุทธิ	43	47	33	36

การเติบโตของยอดขาย (YoY)	N/A	7.8%	-10.1%	2.9%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	45.6%	46.3%	44.6%	46.0%
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	16.2%	16.5%	12.6%	13.6%

อัตราส่วนทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2558	2559F	2560F	2561F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	2.27	11.16	7.88	6.59
อัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็ว (เท่า)	0.33	6.84	5.00	4.44
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	224	224	224	224
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	1.33	1.49	1.98	2.93
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	10.2	10.2	10.2	10.22
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	0.87	0.07	0.08	0.08
Gearing ratio	0.63	-	-	-
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	14.6%	10.8%	11.6%	14.7%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	30.8%	13.8%	12.5%	15.9%

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2559-61 (ต่อ)

งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2558	2559F	2560F	2561F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
กำไรสุทธิ	146	143	200	282
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด				
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	27	40	53	72
กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้				
อื่นๆ	18	14	0	0
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	14	28	89	64
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	206	225	342	417
กระแสเงินสดจากการลงทุน				
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	(74)	(0.00)	-	-
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	79	-	-	-
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(146)	(143)	(320)	(320)
กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	(141)	(143)	(320)	(320)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
เพิ่ม/ลด เงินกู้	(87)	(348)	-	-
เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	1,060	-	-
อื่นๆ	(1)	(14)	(0)	(0)
ลด จ่ายปันผล	-	(223)	(60)	(80)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	(88)	475	(60)	(80)
เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	(24)	557	(38)	17

งบดุล (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2558	2559F	2560F	2561F
เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	42	599	561	578
ลูกหนี้การค้า	8	1	5	5
สินค้าคงเหลือ	444	397	337	292
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	26	27	20	20
ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	493	595	862	1,110
สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนอื่น	14	17	17	17
สินทรัพย์รวม	1,028	1,636	1,802	2,022
เจ้าหนี้การค้า	57	39	65	84
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	67	52	52	52
เจ้าหนี้สถาบันการเงินระยะสั้น	105	0	-	-
เจ้าหนี้สถาบันการเงินระยะยาว	243	-	-	-
หนี้สินไม่หมุนเวียนอื่น	6	15	15	15
หนี้สินรวม	478	106	132	150
ทุนที่ชำระแล้ว	315	500	500	500
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	875	875	875
กำไรสะสม	234	155	295	496
ส่วนของผู้ถือหุ้น	549	1,530	1,670	1,871
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	1,028	1,636	1,802	2,022

สมมติฐานในการประมาณการ

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2558	2559F	2560F	2561F
ยอดขายเติบโต	49.6%	-1.4%	12.6%	28.5%
การเติบโตของยอดขายสาขาเดิม	N.A.	-6%	0%	3%
- สาขา	N.A.	7	8	10
สาขาใหม่ (แห่ง)	0	1	2	2
รายได้ค่าเช่าเติบโต	95%	63%	42%	45%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	46.7%	45.5%	45.5%	45.5%
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขาย	31.6%	30.5%	28.6%	27.1%
Capex (ล้านบาท)	145	142	320	320