

ริบ สปอร์ต

ระดมทุน ก้าวสู่ตัวแทนจำหน่ายสินค้ารองเท้าและเครื่องแต่งกายแนวกีฬาชั้นนำ

ผู้ผลิตและจำหน่ายสินค้ารองเท้าและเครื่องแต่งกายแนวกีฬา Converse ด้วยโครงสร้างการเงิน Net Cash และเงินจาก IPO เปิดโอกาสการลงทุน คาดกำไร 2 ปีข้างหน้าเติบโตเฉลี่ย 18% ต่อปี กำหนด FV ที่ PER 2561 อิงค่าเฉลี่ยกลุ่มฯ บวกพรีเมียมจากการเติบโตที่โดดเด่น ที่ 22 เท่า ได้ราคา 8.1 บาท

ผู้ค้าปลีกสินค้ารองเท้าและเครื่องแต่งกายแนวกีฬาภายใต้ตราสินค้าชั้นนำของโลก Converse

RSP เป็นตัวแทนผลิตและจำหน่ายสินค้าเครื่องแต่งกายแนวกีฬา นำโดยตราสินค้าชั้นนำ Converse ซึ่งได้รับสิทธิจาก Converse Inc. ตั้งแต่ปี 2546 โดยในช่วงปี 2557 – 2559 มียอดขายเติบโตเฉลี่ยปีละ 29.4% และกำไรสุทธิเฉพาะส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่ เติบโตเฉลี่ยปีละ 98.3% ตามกระแสนิยมรักสุขภาพและกีฬาที่พุ่งสูงในหมู่คนไทย แต่เพื่อสร้างโอกาสขยายฐานธุรกิจผ่านแบรนด์ชั้นนำอื่นๆ เริ่มจาก Pony ซึ่งเป็นตราสินค้าจากสหรัฐฯ และคาดว่าจะมีเพิ่มอีกในอนาคต นำมาสู่การเพิ่มทุน IPO ครั้งนี้

คาดการณ์กำไรปี 2560-62 เติบโตเฉลี่ยปีละ 18.2%

RSP มีแผนใช้เงิน IPO ลงทุนขยายสาขาของ Converse และ Pony (ซึ่งเริ่มดำเนินงานในเดือน ก.ย. 2560) ซึ่งจะทำให้ช่วงปี 2560 – 2562 คาดมีจำนวนสาขาเติบโตเฉลี่ยปีละ 10.2% บวกกับ ยอดขายสาขาเดิมที่จะฟื้นตัวนับจาก 3Q60 และเติบโตต่อเนื่องหลังจากนั้น คาดหนุนรายได้เติบโตเฉลี่ยปีละ 16.9% และหนุนกำไรปี 2560-62 เติบโตเฉลี่ยต่อปีใกล้เคียงกันที่ 18.2% ต่อปี ทั้งนี้ ยังไม่รวมการเติบโตจากการขยายธุรกิจไปขายสินค้าใหม่ ๆ อีกในอนาคต

มูลค่าเหมาะสมอิงค่าเฉลี่ย PER ปี 2561 กลุ่มฯ + พรีเมียม อยู่ที่ 8.1 บาท

ด้วยลักษณะธุรกิจที่เป็นตัวแทนจำหน่ายสินค้ารองเท้าและเครื่องแต่งกายแนวกีฬา ในการประเมินมูลค่าพื้นฐาน ฝ่ายวิจัยยึดค่าเฉลี่ย PER'61 ผู้ประกอบการ 2 กลุ่ม คือ 1) ผู้ผลิตและจำหน่ายสินค้ากีฬาชั้นนำของโลก และ 2) ผู้ค้าปลีกที่เป็นตัวแทนจำหน่าย (สินค้าอื่น) ในไทย ที่มีค่าเฉลี่ย PER'61 ที่ 20 เท่า บวกกับค่าพรีเมียม เนื่องจากกำไรปี 2561 คาดเติบโตถึง 21.6% มากกว่ากลุ่มที่เติบโต 15.0% จึงใช้ PER'61 ที่ 22 เท่า ได้มูลค่าเหมาะสมที่ 8.1 บาท ส่วนความเสี่ยงธุรกิจอยู่ที่การพึ่งตราสินค้า Converse เป็นหลัก และการขยายธุรกิจไปขายสินค้าใหม่ยังไม่มีหลักประกันถึงความสำเร็จ

การกระจายหุ้น IPO (ล้านหุ้น)			ก่อน IPO	หลัง IPO
ประชาชนทั่วไป	195	กลุ่มวงศ์โพธิ์ธิปไตย	100.00%	74.03%
กรรมการ/พนักงาน	5	กรรมการ/พนักงาน	0.00%	0.65%
ทุนเรียกชำระแล้ว (ล้านบาท)		ประชาชน	0.00%	25.32%
ก่อน IPO	570			
หลัง IPO	770			
ราคาพาร์ (บาท)	1	รวม	100.00%	100.00%

FY: ปี 31 ธ.ค.	FY58A	FY59A	FY60F	FY61F	FY62F
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	245	299	233	284	326
EPS (บาท)	122.34	85.36	0.30	0.37	0.42
Norm EPS (บาท)	122.34	85.36	0.30	0.37	0.42
DPS (บาท)	155.00	157.00	0.09	0.15	0.17
BVS (บาท)	251.09	188.84	3.04	3.26	3.51
ROE (%)	51.5	51.4	15.5	11.7	12.5

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS, *เงินปันผลเฉพาะงวด 2H60 หลังระดมทุนเข้าตลาดเท่านั้น, กำไรปี 2558 เป็นของเฉพาะผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ดี บริษัทหลักทรัพย์ เอเซีย พลัส จำกัด ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใดๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมีได้เป็นการชี้แนะ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือพันธะผูกพันใดๆ กับ บริษัทหลักทรัพย์ เอเซีย พลัส จำกัด ไม่ว่ากรณีใด

วันอังคารที่ 10 ตุลาคม พ.ศ. 2560

RSP

Fair value : 8.1



บริษัทหลักทรัพย์ เอเซีย พลัส จำกัด เป็นผู้ร่วมจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่มทุนของ RSP ในครั้งนี้ โดยการจัดทำเอกสารฉบับนี้เพื่อวัตถุประสงค์ในการนำเสนอข้อมูลและบทวิเคราะห์เท่านั้น การตัดสินใจลงทุนขึ้นกับดุลยพินิจของนักลงทุน

ระยะเวลาห้ามเผยแพร่รายงานฉบับนี้ (Black out period) ตั้งแต่วันที่ 19 ตุลาคม 2560 จนถึงวันสิ้นสุดการจองซื้อ

ผู้ลงทุนควรอ่านรายละเอียดในหนังสือชี้ชวนก่อนตัดสินใจลงทุน

สุวัฒน์ วัฒนพรพรหม

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 0044015

suwat.re@asiaplus.co.th

สารัตถ์ เรืองทวีป

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

RSP ตัวแทนสินค้า Converse ที่พร้อมขยายตัวสู่แบรนด์ชั้นนำอื่น

บริษัท ริช สปอร์ต จำกัด (มหาชน) หรือ RSP ก่อตั้งในปี 2544 ดำเนินธุรกิจหลัก คือ เป็นผู้ได้รับสิทธิในการผลิตและจัดจำหน่าย รวมถึงโฆษณาประชาสัมพันธ์สินค้ายี่ห้อ Converse แต่ผู้เดียวในประเทศไทย แบ่งสินค้าหลักที่จำหน่าย 2 ประเภท หลัก คือ 1. รองเท้า (Footwear) และ 2. เสื้อผ้ากับเครื่องแต่งกายอื่นๆ (Non-Footwear) อาทิ หมวก ถุงเท้า กระเป๋า ซึ่งสามารถตอบสนองความต้องการของลูกค้าได้อย่างครบถ้วน โดยเฉพาะสินค้ารองเท้าซึ่งเป็นที่ยอมรับอย่างมากของกลุ่มวัยรุ่น และถือเป็นสินค้าหลักที่สร้างยอดขายให้ RSP โดยมีสัดส่วนยอดขายถึงราว 80% ของยอดขายทั้งหมด ขณะที่ส่วนที่เหลือ 20% นั้นมาจากสินค้ากลุ่มเสื้อผ้าและเครื่องแต่งกายอื่น

ปัจจุบัน RSP มีการจัดจำหน่ายทั้งในลักษณะขายปลีกและขายส่ง ได้แก่

1. ขายปลีกผ่านเคาน์เตอร์จำหน่ายสินค้าในห้างสรรพสินค้า (Shop-in-shop) อาทิ เซ็นทรัล, โรบินสัน, เดอะมอลล์ และซูเปอร์สปอร์ต ในลักษณะฝากขาย (Consignment) มีสัดส่วนยอดขายเฉลี่ยอยู่ที่ราว 46.2% โดยปัจจุบันมีจำนวนสาขาลักษณะดังกล่าว 114 แห่ง

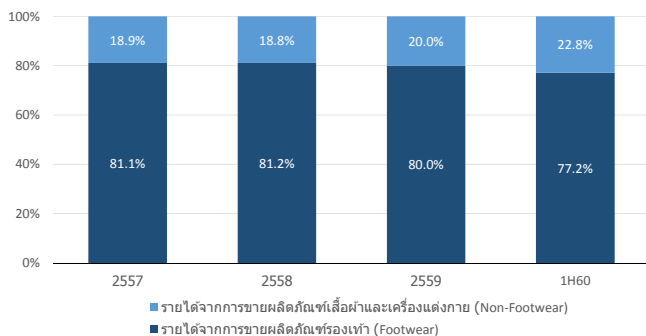
2. ขายปลีกผ่านร้านค้าปลีกของบริษัทฯ (Mono Brand Store) มีสัดส่วนยอดขายเฉลี่ยอยู่ที่ราว 18.2% และปัจจุบันมีจำนวนสาขาราว 41 แห่ง

3. การขายส่ง RSP จัดจำหน่ายให้ทั้งร้านค้าที่เป็นเครือข่าย (Chain Stores) ได้แก่ Active Nation, Sport Dome, Outlet Mall และร้านค้าทั่วไป มีสัดส่วนยอดขายเฉลี่ยอยู่ที่ราว 35.6%

ขณะที่การจัดหาสินค้า Converse จะดำเนินการด้วย 2 วิธี คือ 1. ส่งผลิตจากโรงงานของบริษัทย่อยเบเนฟิท ซูส จำกัด หรือ BNS ซึ่ง RSP ถือหุ้นจำนวน 99.99% มีกำลังการผลิตรองเท้าสูงถึง 1.2 ล้านคู่ต่อปี และ 2. สั่งซื้อสินค้าสำเร็จรูปโดยตรงจาก Converse และ สั่งซื้อจากผู้รับจ้างผลิตที่ผ่านการรับรองมาตรฐานจาก Converse (OEM)

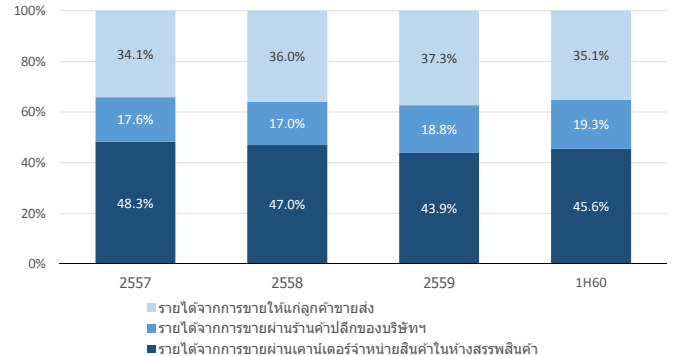
รองเท้า Converse ถือเป็นสินค้าที่สร้างรายได้หลักให้กับ RSP

สัดส่วนรายได้แบ่งตามประเภทสินค้า



ที่มา : บริษัท, รวบรวมโดยฝ่ายวิจัย ASPS

สัดส่วนรายได้แบ่งตามช่องทางจำหน่าย



ที่มา : บริษัท, รวบรวมโดยฝ่ายวิจัย ASPS

เพื่อเป็นการขยายช่องทางจำหน่ายสินค้า Converse และลดความเสี่ยงทางธุรกิจที่พึ่งพิงเพียงสินค้าของ Converse รวมถึงต่อ ยอดความเชี่ยวชาญในการจัดจำหน่ายรองเท้าที่ได้รับสิทธิจากตราสินค้าชั้นนำอื่นจากต่างประเทศ ส่งผลให้ RSP เริ่มทำสัญญาเป็นตัวแทนสินค้าใหม่ๆ เริ่มจากการทำสัญญากับ Pony International Limited จากประเทศฮ่องกง เพื่อเป็นตัวแทนออกแบบ ผลิต และใช้ตราสินค้าในการจัดจำหน่าย, โฆษณา และประชาสัมพันธ์สินค้าภายใต้ตราสินค้า Pony แต่เพียงผู้เดียวในประเทศไทย, กัมพูชา และลาว โดยเริ่มจำหน่ายสินค้าภายใต้ตราสินค้า Pony ในประเทศไทยในเดือนกันยายน 2560 ซึ่งในช่วงแรกจะเป็นการจัดจำหน่ายผ่านเคาน์เตอร์จำหน่ายสินค้าในห้างสรรพสินค้า (Shop-in-shop) เป็นหลัก

สถานะทางการเงินของ RSP ถือว่ามีความแข็งแกร่ง โดย ณ สิ้นงวด 2Q60 มีสถานะ Net Cash (-289.91 ล้านบาท) และมีฐานทุนสูงถึง 750.99 ล้านบาท อย่างไรก็ตาม เพื่อความคล่องตัวในการเริ่มต้นขยายตัวสู่การเป็นตัวแทนจำหน่ายสินค้าเครื่องแต่งกายแนวกีฬากายได้ตราสินค้าอื่นๆ และสร้างโอกาสการเติบโตในระยะยาว ซึ่งจำเป็นต้องใช้เงินทุนเพิ่มเติม ทั้งในส่วนของ เงินทุนหมุนเวียนในการดำเนินงาน และการขยายสาขา จึงเป็นที่มาของการระดมทุน IPO ครั้งนี้

ตัวอย่างสินค้า Converse



ที่มา : บริษัท

ตัวอย่างสินค้า Pony แบรนด์ใหม่ที่ RSP เริ่มขายตั้งแต่ ก.ย. 2560



ที่มา : บริษัท

ระดมทุน IPO จำนวน 200 ล้านบาท Dilution 25.97%

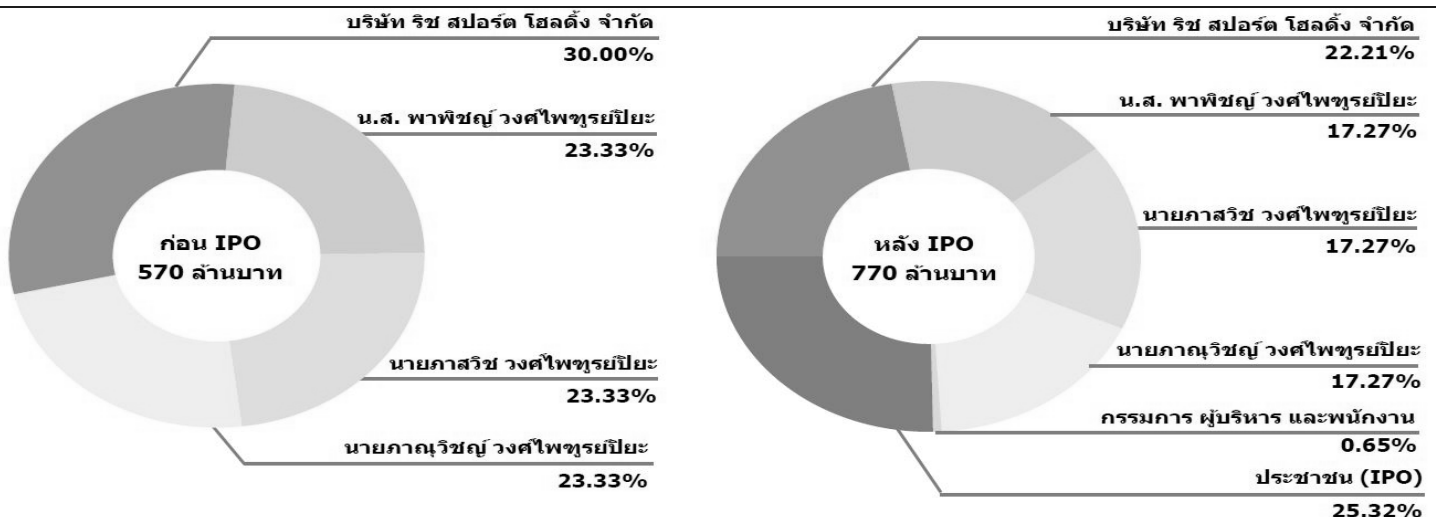
วันที่ 31 พ.ค. 60 ที่ประชุมผู้ถือหุ้นบริษัทได้มีมติอนุมัติให้ RSP แปรสภาพเป็นบริษัทมหาชนจำกัด, เปลี่ยนแปลงมูลค่าที่ตราไว้จากหุ้นละ 100 บาท เป็นหุ้นละ 1 บาท และเพิ่มทุนจดทะเบียนจาก 570 ล้านบาท เป็น 770 ล้านบาท ด้วยการออกหุ้นสามัญใหม่ (IPO) จำนวน 200 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 1 บาท รายละเอียดการจัดสรร ดังนี้

1. หุ้นสามัญเพิ่มทุนจำนวน 195 ล้านหุ้น เสนอขายให้แก่ประชาชน
2. หุ้นสามัญเพิ่มทุนจำนวน 5 ล้านหุ้น เสนอขายให้แก่กรรมการ ผู้บริหาร, และพนักงานของบริษัทฯ และบริษัทย่อย โดยในกรณีที่มีหุ้นเหลือจากการเสนอขายให้นำเสนอขายแก่ประชาชนต่อไป

ในส่วนของ Dilution Effect จากการขายหุ้นเพิ่มทุนครั้งนี้คิดเป็นอัตราส่วนราว 25.97% โดยกลุ่มผู้ถือหุ้นเดิม จะลดสัดส่วนการถือหุ้นเหลือ 74.03% จากเดิมที่ถือหุ้นรวมกัน 100% รายละเอียดดังรูป

กลุ่มผู้ถือหุ้นเดิมจะลดสัดส่วนการถือหุ้นเหลือ 74.03% หลัง IPO จากก่อน IPO ที่ถือหุ้น 100%

โครงสร้างการถือหุ้น ก่อน VS หลัง IPO



ที่มา : บริษัท

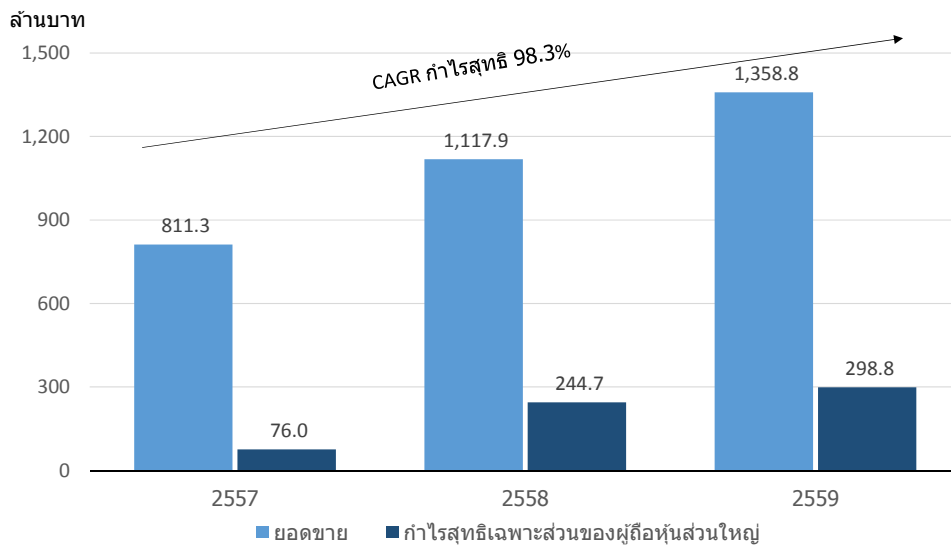
ทั้งนี้ ภายใต้หลักเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์ กำหนดให้กลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่ ห้ามขายหุ้น (Silent Period) สัดส่วน 55% ของทุนชำระแล้วหลัง IPO หรือเท่ากับ 423.50 ล้านหุ้น (ส่วนที่ไม่ติด Silent Period มีจำนวน 146.5 ล้านหุ้น) ในช่วง 6 เดือนแรกนับจากเข้าซื้อขายวันแรก หลังจากนั้นจะสามารถขายได้จำนวน 25% หรือคิดเป็น 105.88 ล้านหุ้น ส่วนที่เหลืออีก 75% จะขายได้เมื่อครบกำหนด 1 ปี

ผู้นำสินค้ากีฬาที่มีฐานธุรกิจแข็งแกร่งเติบโต

RSP ถือเป็นผู้ประกอบการค้าปลีกที่มีฐานธุรกิจแข็งแกร่ง โดยเฉพาะข้อได้เปรียบที่เป็นตัวแทนจำหน่ายสินค้า Converse โดยในกลุ่มสินค้ารองเท้า Converse มีตราสินค้าแข็งแกร่ง จากการเป็นแบรนด์รองเท้าผ้าใบที่มีประวัติศาสตร์ในสหรัฐฯ มานานมากกว่า 100 ปี เป็นที่ยอมรับทั่วโลก โดยเฉพาะสินค้านี้ Basic ที่มีดีไซน์ที่เป็นเอกลักษณ์ และเข้าได้กับทุกยุคทุกสมัย และสวมใส่ได้ทุกเพศทุกวัย และในขณะเดียวกันก็ยังมีสินค้ารุ่นใหม่ที่มีดีไซน์และดีไซน์เปลี่ยนแปลงไปตามกระแสนิยมของแฟชั่นที่เปลี่ยนแปลงเร็ว ประกอบกับ กระแสรักสุขภาพ ในประเทศไทยที่สูงขึ้นในระยะหลัง จึงหนุนสินค้ากีฬาและเครื่องแต่งกายแนวกีฬากลายเป็นที่นิยมมากขึ้น หนุนช่วงปี 2557 - 2559 มียอดขายเติบโตต่อเนื่องเฉลี่ยปีละ 29.4% (CAGR) และกำไรสุทธิ (เฉพาะส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่) เติบโตต่อเนื่องเฉลี่ยปีละ 98.3% (CAGR) ในช่วงปี 2557-2559 ส่วนทางการลงทุนในประเทศไทยที่ไม่ค่อยสดใส

ฐานรายได้ปีละ 1.4 พันล้านบาท หากเทียบกับผู้ที่เป็ตัวแทนจำหน่ายสินค้ากีฬา RSP เป็นรองเพียง Nike (ประเทศไทย) และ Adidas (ประเทศไทย)

ยอดขายและกำไรสุทธิเฉพาะส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่ของ RSP ในปี 2557-59



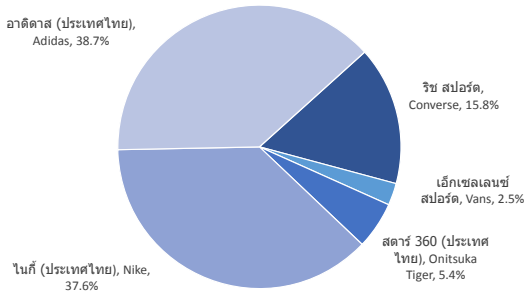
ที่มา : บริษัทและฝ่ายวิจัย ASPS

แม้ฐานรายได้ของ RSP อยู่ที่ราวปีละ 1.1 - 1.4 พันล้านบาท หากเปรียบเทียบกับผู้ประกอบการที่จำหน่ายสินค้ากีฬาหรือเครื่องแต่งกายแนวกีฬารอง RSP จะเป็นรองเพียงแค่ผู้ประกอบการต่างประเทศอย่าง Nike (ประเทศไทย) และ Adidas (ประเทศไทย)

หากเปรียบเทียบกับกลุ่มที่เน้นจำหน่ายสินค้าเครื่องแต่งกายแนวกีฬาก่อนหน้านี้ที่เน้นกลุ่มรองเท้าผ้าใบเหมือนกัน RSP มีมียอดขายสูงสุด โดยในกลุ่มข้างต้นที่ฝ่ายวิจัยรวบรวมข้อมูลได้ ประกอบด้วย บริษัท เอ็กเซลเลนซ์ สปอร์ต จำกัด ตัวแทนจำหน่ายสินค้ายี่ห้อ Vans ในประเทศไทย และบริษัท สตาร์ 360 (ประเทศไทย) จำกัด ตัวแทนจำหน่ายสินค้ายี่ห้อ Onitsuka Tiger จึงน่าจะถือได้ว่า RSP เป็นหนึ่งในผู้นำของสินค้าเครื่องแต่งกายแนวกีฬาของประเทศไทย บวกกับ การเป็นตัวแทนจำหน่าย

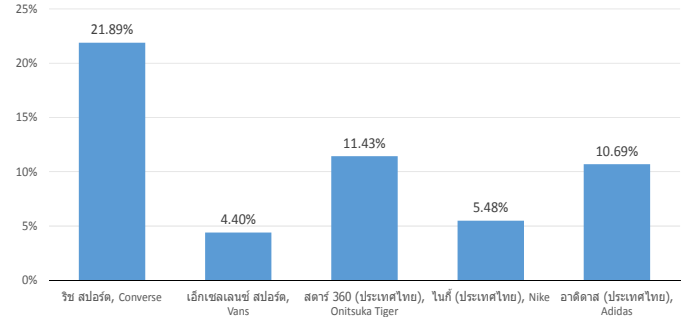
Converse แต่เพียงผู้เดียว ยังช่วยให้ประสิทธิภาพการทำกำไร คือ Gross margin และ Net margin ของ RSP ในปี 2559 อยู่ที่ 53.2% และ 22.0% โดดเด่นกว่าผู้ค้าปลีกสินค้าเครื่องแต่งกายแนวกีฬารายอื่น โดยมี Gross margin และ Net margin สูงเฉลี่ย 53.3% และ 17.8% ตามลำดับ สูงเป็นลำดับต้นๆ ของผู้ประกอบการค้าปลีกที่ฝ่ายวิจัยดูแล (ดังรูป)

ส่วนแบ่งตลาดของ RSP VS กลุ่ม ณ สิ้นปี 2558



ที่มา : บริษัท, กรมพัฒนาธุรกิจการค้า, รวบรวมโดยฝ่ายวิจัย ASPS

ประสิทธิภาพทำกำไร (Net margin) RSP VS กลุ่ม ณ สิ้นปี 2558



ที่มา : บริษัท, กรมพัฒนาธุรกิจการค้า, รวบรวมโดยฝ่ายวิจัย ASPS

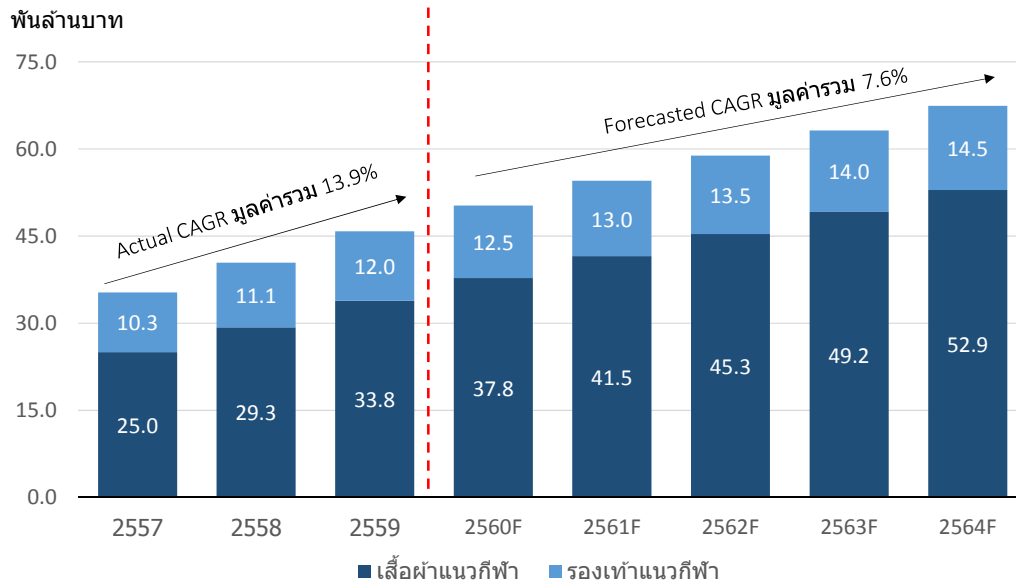
ได้แรงหนุนอุตสาหกรรมค้าปลีก ที่ผ่านจุดต่ำไปแล้ว ขณะที่ละจะฟื้นตัวจากนี้

ภาพรวมอุตสาหกรรมค้าปลีก ตั้งแต่ช่วง 4Q59 ที่ผ่านมา ถือได้ว่าซบเซาลงไปอย่างมีนัยยะ จากปัจจัยลบต่างๆ ที่ทยอยเข้ามา อาทิ ความคึกคักในการจับจ่ายที่ลดลงในช่วงไว้อาลัยปลายปี 2559 ขณะที่กำลังซื้อยังถูกถ่วงด้วยสัดส่วนหนี้ครัวเรือนทรงตัวระดับสูงที่ 80% ของรายได้ นอกจากนี้ ฤดูฝนที่ยาวนานกว่าปกติ ก็เป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่คอยกดดันกำลังซื้อผู้บริโภคมาโดยตลอด อย่างไรก็ตาม เชื่อว่าในงวด 2Q60 น่าจะเป็นจุดต่ำสุด และเริ่มเห็นสัญญาณฟื้นตัวตั้งแต่ช่วง 3Q60 สะท้อนจากดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค หรือ CCI (ซึ่งเป็นดัชนีชี้แนวโน้มยอดขายสาขาเดิมของกลุ่มค้าปลีกราว 3-6 เดือน) สำหรับช่วงเดือน ม.ค. 2560 – ส.ค. 2560 ยังเติบโตราว 2.92% YoY จากเฉลี่ย 73.31 จุด ในช่วงเดียวกันปีก่อน เป็นเฉลี่ย 75.45 ในปีนี้ และโดยเฉพาะ CCI ประจำเดือน ส.ค. 2560 ยังถือเป็นมารกลับมาฟื้นตัว MoM เป็นครั้งแรกในรอบ 4 เดือน มาอยู่ที่ 74.5 จุด อีกด้วย ขณะเดียวกันทิศทางข้างต้นยังสอดคล้องกับการเติบโตของเศรษฐกิจไทยในปี 2560-2561 จากตัวเลขการคาดการณ์ของฝ่ายวิจัยและกองทุนการเงินระหว่างประเทศ หรือ IMF ยังคาดว่าจะมีอัตราการเติบโตเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ระดับ 3.5%-4% ต่อปี

และหากพิจารณาถึงกลุ่มสินค้าที่ RSP จำหน่ายเป็นหลัก คือ เครื่องแต่งกายแนวกีฬาในประเทศไทย ถือว่ายังมีศักยภาพการเติบโตที่สูง จากกระแสสุขภาพของคนไทยที่มากขึ้นในระยะ 4-5 ปีหลัง และยังมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง สะท้อนจากคาดการณ์อัตราการเติบโตในปี 2560 อยู่ที่ 9.8% และต่อเนื่องในปี 2561 ที่ 8.5% สูงกว่าอัตราการเติบโตเศรษฐกิจไทยตามตัวเลขข้างต้น นอกจากนี้ ยังสูงกว่าอัตราการเติบโตของมูลค่าตลาดเสื้อผ้าและรองเท้า โดยภาพรวมที่มีตัวเลขคาดการณ์ว่าในปี 2560 จะเติบโตราว 2.9% และต่อเนื่อง 3.2% ในปี 2561 ภาพรวมจึงเชื่อว่าภาวะอุตสาหกรรมที่น่าจะอีกปัจจัยหนุนให้ธุรกิจ RSP ยังอยู่ในทิศทางที่สดใส

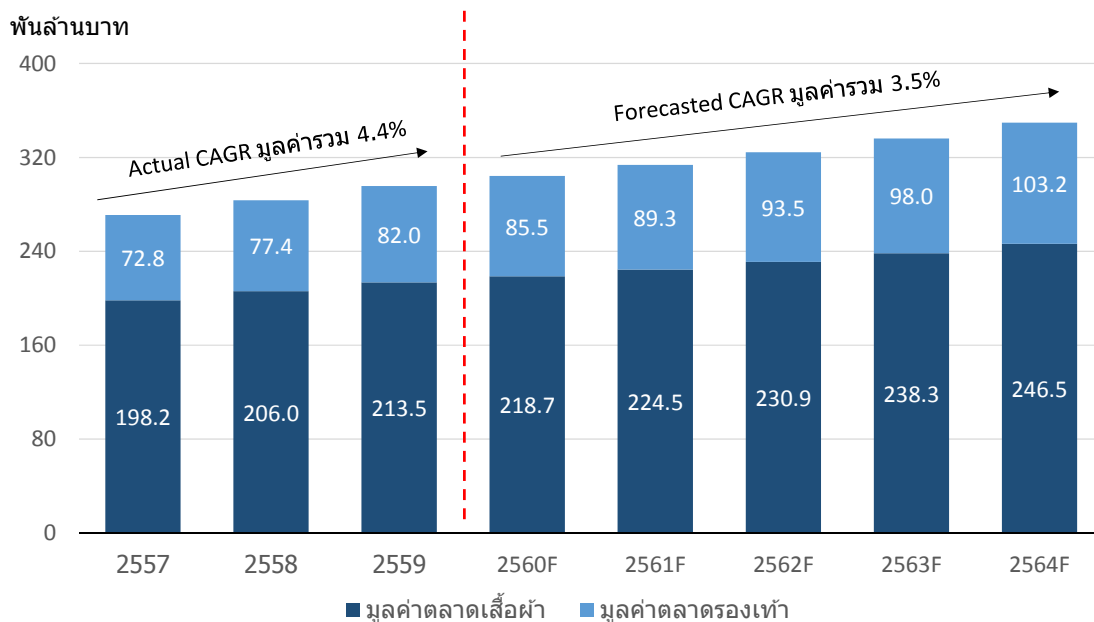
มีการคาดการณ์ว่ามูลค่ากลุ่มสินค้าเครื่องแต่งกายแนวกีฬาของไทยในปี 2560-61 จะเติบโตถึงราว 9.8% และ 8.5% ตามลำดับ

มูลค่าตลาดของสินค้าเครื่องแต่งกายไฟฟ้า (พันล้านบาท)



ที่มา : Filling, Euromonitor

มูลค่าตลาดของสินค้าเสื้อผ้าและรองเท้า (พันล้านบาท)



ที่มา : Filling, Euromonitor

กำไรสุทธิเติบโตแรงเฉลี่ยปีละ 18.2% ใน 2 ปีหน้า

ฝ่ายวิจัยประเมินกำไรสุทธิ RSP ในช่วงปี 2560-62 เติบโตเฉลี่ยปีละ 18.2% YoY แม้ฝ่ายวิจัยคาดว่ากำไรสุทธิปี 2560 ของ RSP จะหดตัวราว 21.93% มาอยู่ที่ 233.24 ล้านบาท แต่เป็นผลกระทบจากภาพรวมอุตสาหกรรมที่ชะลอตัว ซึ่งกดดันต่อยอดขายสาขาเดิมในช่วง 1H60 ก่อนตัวลงอย่างมีนัยยะ ซึ่งสถานการณ์ปัจจุบันกลับมาฟื้นตัวขึ้นเป็นลำดับ คาดช่วยผลักดันให้ยอดขายสาขาเดิมเริ่มมีทิศทางดีขึ้นตั้งแต่ต้นงวด 3Q60 และคาดยอดขายสาขาเดิมของ RSP จะกลับมาเติบโต YoY อย่างเด่นชัดในงวด 4Q60 ที่ฐานยอดขายเดิมต่ำในปีก่อน (ช่วงไว้อาลัย) จึงเชื่อว่ายอดขายสาขาเดิมทั้งปีจะหดตัว

ยอดขายที่เพิ่มขึ้น จะช่วยสร้างความประหยัลดต่อขนาดต่อค่าใช้จ่ายขายบริหารส่วนใหญ่นั้นเป็นรายจ่ายคงที่ด้วย

เฉลี่ยเพียง 10% - 15% YoY (จาก 1H60 ที่หดตัวถึง 15%-20% YoY) และเชื่อว่า akan กลับมาฟื้นตัวได้ ในปี 2561-62 ที่ระดับใกล้เคียงอุตสาหกรรมเครื่องแต่งกายแฟชั่นกีฬาที่เฉลี่ยราว 8.3% ต่อปี ประกอบกับ ผลบวกแผนขยายสาขาใหม่ คาดหนุนยอดขายที่หดตัว 7.1% ในปี 2560 กลับมาเติบโต 16.9% ในปี 2561 และ 17.0% ในปี 2562

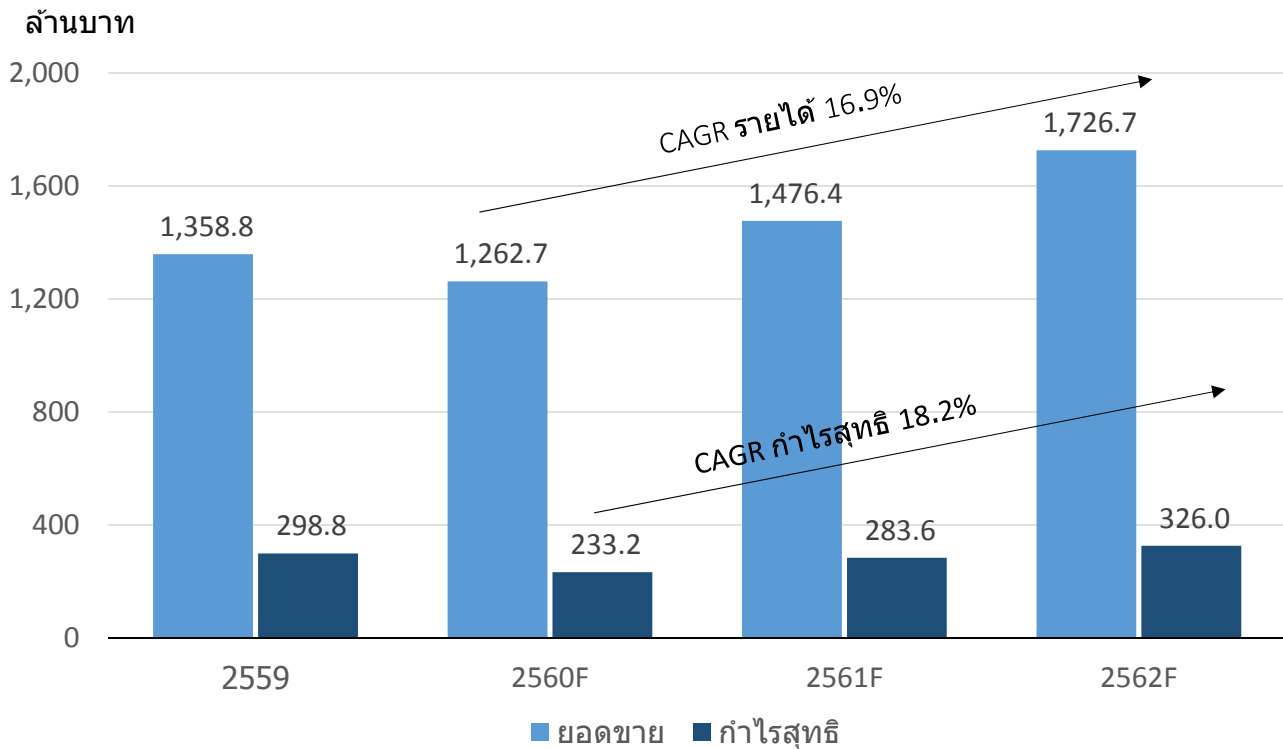
ผลบวกยอดขายที่กลับมาเติบโต ก่อให้เกิดความประหลาดต่อขนาด เนื่องจากค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารส่วนใหญ่เป็นรายจ่ายคงที่ คาดหนุน SG&A/Sales ลดลง 0.6% ในปี 2561 และต่อเนื่องอีก 0.7% ในปี 2562 ขณะที่ Gross Profit Margin คาดทรงตัวในปี 2561 แม้มีสัดส่วนยอดขายสินค้า Pony ซึ่งมีอัตรากำไรสูงกว่าสินค้า Converse แต่ถูกหักล้างจากการยกเลิกใช้โรงงานผลิตรองเท้า Converse หลังจากเจ้าของแบรนด์ Converse Inc. กำหนดให้ RSP เปลี่ยนนโยบายให้ RSP จัดหาผลิตภัณฑ์ภายใต้ตราสินค้า Converse ด้วยการสั่งซื้อสินค้าโดยตรงจาก Converse และการจ้างผู้รับจ้างผลิตภายนอก (OEM) ที่ผ่านการรับรองมาตรฐานจาก Converse เท่านั้น จากเดิมที่มีสินค้าบางส่วน RSP ทำการผลิตเองซึ่งให้กำไรสูงกว่า นอกจากนี้ การนำสายการผลิต Converse เดิมไปใช้ผลิตสินค้า Pony ตราสินค้าใหม่ที่เริ่มจำหน่ายตั้งแต่ ก.ย. 2560 (หลังจากยกเลิกการผลิตสินค้า Converse จะยังคงเหลือสินค้ารองรับการดำเนินงานต่อเนื่องไปอีกราว 4 เดือน) และในปี 2562 น่าจะมีแนวโน้มลดลงราว 1.1% จากการรับรู้ผลลบยกเลิกผลิตสินค้า Converse เดิมปี ภาพรวมจึงคาดว่า Net Profit Margin จะเพิ่มขึ้นจากปี 2560 ที่คาดราว 18.5% มาอยู่ที่ 19.2% ในปี 2561 ก่อนจะปรับลดลงมาอยู่ที่ 18.9% ในปี 2562

สมมติฐานในการประมาณการกำไรปี 2560 – 2564 ของฝ่ายวิจัย

สมมติฐานในการประมาณการ (ล้านบาท), ณ สิ้นสุดปี	2560F	2561F	2562F	2563F	2564F
Converse					
รายได้จากการขายปลีกผ่านผ่านเคาน์เตอร์จำหน่ายสินค้าในห้างสรรพสินค้า (Shop in shop)	597.94	659.08	739.93	827.67	898.57
รายได้จากการขายปลีกผ่านร้านค้าปลีกของบริษัท (Mono brand shop)	251.76	305.05	361.32	399.09	436.50
รายได้จากการขายให้แก่ลูกค้าขายส่ง	405.42	417.58	438.46	460.38	483.40
รวมรายได้จากสินค้า Converse	1,255.11	1,381.71	1,539.70	1,687.15	1,818.47
Gross margin (%)	52%	52%	51%	51%	51%
ยอดขายสาขาเดิม / แห่ง / ปี (Shop in shop)	5.22	5.73	6.18	6.68	7.08
ยอดขายสาขาเดิม / แห่ง / ปี (Mono brand shop)	5.75	6.31	6.81	7.09	7.37
Pony					
รายได้จากการขายปลีกผ่านเคาน์เตอร์จำหน่ายสินค้าในห้างสรรพสินค้า (Shop in shop)	84.72	162.00	224.82	264.13	295.15
รายได้จากการขายให้แก่ลูกค้าขายส่ง	10.00	25.00	43.75	60.16	71.44
รวมรายได้จากสินค้า Pony	94.72	187.00	268.57	324.29	366.58
Gross margin (%)	57%	57%	58%	58%	58%
ยอดขายสาขาเดิม / แห่ง / ปี (Shop in shop)	1.20	2.04	3.06	3.67	4.04
SG&A / Sales (%)	29%	29%	28%	27%	27%

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

ยอดขายและกำไรสุทธิของ RSP ในปี 2559-62



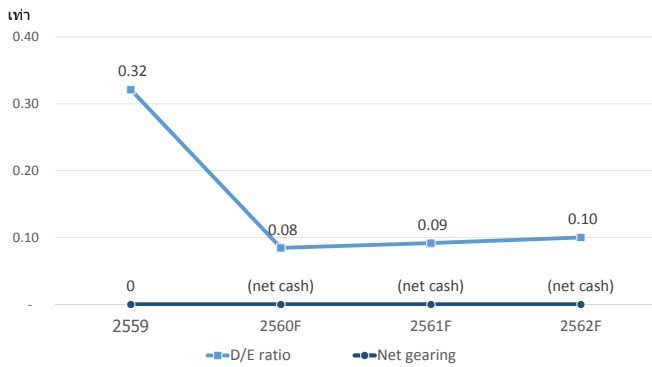
ที่มา : บริษัทและฝ่ายวิจัย ASPS

ฐานะการเงินแข็งแกร่ง หลัง IPO และยังมีเงินปันผลให้

ฐานะการเงินภายหลังการขายหุ้น IPO คาดว่าแข็งแกร่งขึ้นอย่างมีนัยยะ ด้วยฐานทุนที่เพิ่มขึ้นจาก ณ สิ้นงวด 2Q60 อีกราว 1.59 พันล้านบาท คาดว่าจะช่วยลดอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนลงมาอยู่ที่ระดับ 0.08 เท่าจากก่อนหน้านี้ IPO ที่ราว 0.21 เท่า และยังคงสถานะ Net Cash ต่อเนื่อง ช่วยให้มีสภาพคล่องเพียงพอในการขยายสาขา รวมถึงโอกาสรองรับการลงทุนเพื่อเสริมศักยภาพธุรกิจเดิมได้ในระยะยาว รวมถึงการขยายตัวเข้าสู่ธุรกิจใหม่ๆ หากมีโอกาส ทั้งนี้ ทางบริษัทมีนโยบายที่จ่ายเงินปันผลในอัตราไม่ต่ำกว่า 40% ของกำไรสุทธิ ส่งผลให้นักลงทุนยังสามารถคาดหวังเงินปันผลต่อหุ้นในปี 2560 ราว 0.09 บาท (เงินปันผลเฉพาะงวด 2H60) เพิ่มขึ้นเป็น 0.15 บาท ในปี 2561 และเพิ่มเป็น 0.17 ในปี 2562 บนสมมติฐาน Dividend Payout Ratio ที่ 40%

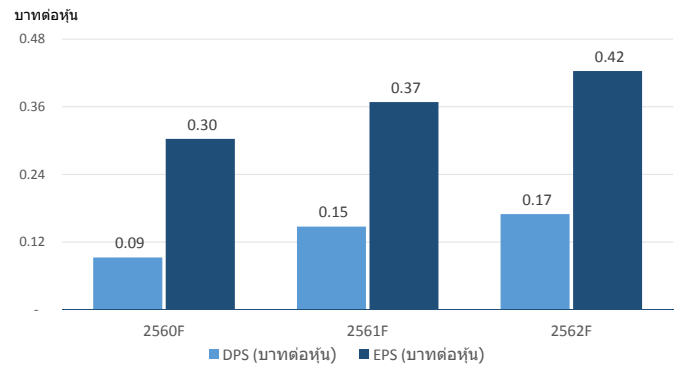
RSP มีนโยบายจ่ายเงินปันผล 40% ของผลกำไรสุทธิในแต่ละปี

อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน และ Net Gearing หลังเพิ่มทุน



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

คาดการณ์กำไรต่อหุ้นและเงินปันผลต่อหุ้นปี 2560-62



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

มูลค่าเหมาะสมอิงค่าเฉลี่ย PER ปี 2561 กลุ่มฯ + พรีเมียม อยู่ที่ 8.1 บาท

ด้วยลักษณะธุรกิจที่เป็นผู้ได้รับสิทธิในการผลิตและจัดจำหน่ายสินค้ารองเท้าและเครื่องแต่งกายแนวกีฬา ในการประเมินมูลค่าเหมาะสม ฝ่ายวิจัยพิจารณาจากค่าเฉลี่ยผู้ประกอบการ 2 กลุ่ม คือ 1) ผู้ผลิตและจัดจำหน่ายสินค้าเครื่องแต่งกายแนวกีฬาชั้นนำของโลก ซึ่งมีค่าเฉลี่ย PER'60 ที่ 24 เท่า และ PER'61 ที่ 20 เท่า (Simple average) และ 2) ผู้ค้าปลีกที่มีลักษณะเป็นตัวแทนจัดจำหน่าย (สินค้าอื่น) ในประเทศไทย ซึ่งมีค่าเฉลี่ย PER'60 ที่ 22 เท่า และ PER'61 ที่ 19 เท่า (Simple average) เพื่อสะท้อนลักษณะของธุรกิจ RSP ที่ดำเนินการทั้งผลิตและเป็นตัวแทนจำหน่ายสินค้า โดยฝ่ายวิจัยยึดค่าเฉลี่ย PER'61 + พรีเมียมจากการเติบโตของกำไรที่ 21.6% โคตรเด่นกว่ากลุ่มที่เติบโตเพียง 15% จึงอิงค่าเฉลี่ย PER'61 ที่ 22 เท่า ได้มูลค่าเหมาะสมที่ 8.1 บาท

ยึดค่าเฉลี่ย PER ผู้ประกอบการ 2 กลุ่มคือ

1. ผู้ผลิตสินค้ากีฬาในต่างประเทศ และ
2. ธุรกิจที่มีลักษณะเป็นตัวแทนจำหน่ายในประเทศไทย ในการประเมินมูลค่าพื้นฐาน

ตารางเปรียบเทียบ PER กลุ่มฯ (แบ่งกลุ่มผู้ผลิต & ตัวแทนจำหน่าย)

Ticker	Company	Country	Net Profit (Million Unit of Domestic Currency)			NP Growth	PER		
			2559	2560F	2561F	60-61 (CAGR)	2559	2560F	2561F
ผู้ผลิตสินค้าแฟชั่นกีฬาชั้นนำ									
VFC US Equity	VF CORP	U.S.	1,074	1,199	1,315	10.6%	24	21	19
NKE US Equity	NIKE INC -CL B	U.S.	3,760	3,954	4,409	8.3%	24	23	20
ADS GR Equity	ADIDAS AG	Germany	1,017	1,300	1,630	26.6%	38	30	24
PUM GR Equity	PUMA SE	Germany	62	124	172	65.9%	79	40	29
ICON US Equity	ICONIX BRAND GROUP INC	U.S.	(252)	41	37	1603.3%	(1)	8	9
Total			1,132	1,324	1,512	Average	33	24	20
ผู้ค้าปลีกที่เป็นตัวแทนจำหน่ายสินค้าไทย									
BIG TB Equity	BIG CAMERA CORP PCL	Thailand	846	877	989	8.1%	15	15	13
COM7 TB Equity	COM7 PCL	Thailand	407	546	648	26.2%	40	29	25
Total			1,253	1,423	1,636	Average	27	22	19

ที่มา : Bloomberg

ความเสี่ยงในการลงทุน

1. ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงตราสินค้าหลัก เนื่องจากปัจจุบันรายได้เกือบทั้งหมดของ RSP มาจากการจำหน่ายสินค้าภายใต้ตราสินค้า Converse เพียงตราสินค้าเดียว โดยมีสัญญาฉบับ Converse Inc. ในการเป็นผู้ผลิต, จัดจำหน่าย และทำการตลาดแต่เพียงผู้เดียว เป็นระยะเวลา 3 ปี ซึ่งจะสิ้นสุดในวันที่ 31 ธันวาคม 2561 ดังนั้น หาก RSP ไม่ได้รับการต่อสัญญาจาก Converse อาจส่งผลกระทบต่อรายได้และผลประกอบการอย่างมีนัยสำคัญ แต่อย่างไรก็ตาม ตลอดระยะเวลา 14 ปี ที่ผ่านมา RSP ได้รับการต่อสัญญามาโดยตลอด และสามารถสร้างยอดขายเติบโตต่อเนื่อง จึงเชื่อว่า RSP จะยังได้รับการต่อสัญญาต่อไป
2. ความเสี่ยงจากการเริ่มจำหน่ายสินค้าภายใต้ตราสินค้าใหม่ จากแผนการขยายธุรกิจไปจำหน่ายสินค้าภายใต้ตราสินค้า Pony ในประเทศไทย ตั้งแต่เดือน ก.ย. 2560 ซึ่งอาจมีความเสี่ยงที่ยอดขายไม่เป็นไปตามแผน และอาจไม่คุ้มค่าต่อเงินลงทุน อย่างไรก็ตาม จากประสบการณ์และความเชี่ยวชาญของผู้บริหาร บวกกับช่วงแรกจะเป็นการขายผ่านเคาน์เตอร์จำหน่ายสินค้าในห้างสรรพสินค้า ซึ่งใช้เงินลงทุนน้อยกว่า และค่าใช้จ่ายหลักเกิดจากส่วนแบ่งกำไร น่าจะลดความเสี่ยงดังกล่าวลงไปได้มาก
3. ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ (ดอลลาร์สหรัฐฯ) เนื่องจาก RSP มีนโยบายการจัดหาสินค้าด้วย 2 วิธีหลัก คือ การสั่งซื้อสินค้า ซึ่งสัดส่วนราวครึ่งหนึ่งของยอดสั่งซื้อ เป็นการสั่งซื้อจากต่างประเทศ และอีกวิธีหนึ่งคือ การผลิตสินค้า ซึ่งสัดส่วนราว 1 ใน 3 ของต้นทุนวัตถุดิบ เป็นการจัดหาจากต่างประเทศ ในขณะที่รายได้เป็นเงินบาท จึงมีความเสี่ยงที่จะทำให้อัตราแลกเปลี่ยนเงินขึ้นในกรณีที่เงินสกุลดอลลาร์สหรัฐฯ แข็งค่าขึ้น อย่างไรก็ตาม RSP มีนโยบายในการติดตามความเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนอย่างใกล้ชิด ประกอบกับการกำหนดราคาสินค้า RSP ได้กำหนดราคาที่เผื่อค่าความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนไว้แล้ว และยังพิจารณาทำ Forward Contract บางส่วน ตามความเหมาะสม ทำให้ช่วงที่ผ่านมาไม่มีกำไร หรือ ขาดทุน จากอัตราแลกเปลี่ยนไม่เกิน 2.15 ล้านบาท ซึ่งไม่มีความสำคัญต่อผลการดำเนินงาน

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2560-62

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2559	2560F	2561F	2562F
รายได้จากการขาย	1,359	1,263	1,476	1,727
ต้นทุนขาย	(637)	(601)	(702)	(839)
กำไรขั้นต้น	722	661	775	887
ค่าใช้จ่ายในการขาย	(348)	(370)	(423)	(483)
ดอกเบี้ยจ่าย	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
รายได้อื่น	5	5	9	10
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	379	296	360	414
ภาษีเงินได้	(81)	(63)	(77)	(88)
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	-	-	-	-
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	0	(0)
กำไรสุทธิ	299	233	284	326
กำไรปกติ	299	233	284	326
EPS (บาท)	85.36	0.30	0.37	0.42
การเติบโตของรายได้จากการขาย	21.6%	-7.1%	16.9%	17.0%
การเติบโตของกำไรสุทธิ	22.1%	-21.9%	21.6%	14.9%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	53.2%	52.4%	52.5%	51.4%
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน	27.6%	23.1%	23.8%	23.4%

งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	3Q59	4Q59	1Q60	2Q60
รายได้จากการขาย	N/A	N/A	350	247
ต้นทุนขาย	N/A	N/A	(163)	(119)
กำไรขั้นต้น	N/A	N/A	187	128
ค่าใช้จ่ายในการขาย	N/A	N/A	(89)	(79)
ดอกเบี้ยจ่าย	N/A	N/A	(0)	(0)
ค่าใช้จ่ายอื่น	N/A	N/A	-	-
รายได้อื่น	N/A	N/A	2	2
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	N/A	N/A	100	52
ภาษีเงินได้	N/A	N/A	(20)	(10)
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	N/A	N/A	-	-
รายการพิเศษอื่น ๆ	N/A	N/A	-	-
กำไรสุทธิ	N/A	N/A	80	42
กำไรจากการดำเนินงาน	N/A	N/A	98	50

การเติบโตของรายได้จากการขาย (YoY)	N/A	N/A	-4.1%	-21.7%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	N/A	N/A	53.5%	51.9%
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน	N/A	N/A	28.1%	20.0%
การเติบโตของกำไรสุทธิ (YoY)	N/A	N/A	-6.3%	-43.1%

อัตราส่วนทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2559	2560F	2561F	2562F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	3.73	14.32	13.07	11.87
อัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็ว (เท่า)	2.61	13.35	12.11	10.90
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	6.70	6.70	6.70	6.70
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	3.89	3.89	3.89	3.89
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	5.08	5.08	5.08	5.08
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	0.32	0.08	0.09	0.10
Gearing ratio	0.01	0.00	0.00	0.00
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้น	51.4%	15.5%	11.7%	12.5%
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์	37.3%	13.7%	10.7%	11.4%

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2560-62 (ต่อ)

งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2559	2560F	2561F	2562F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
กำไรสุทธิ	299	233	284	326
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด				
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	29	43	50	60
กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	-	-	-	-
อื่นๆ	(0)	182	35	(3)
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(89)	39	(34)	(43)
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	239	497	335	340
กระแสเงินสดจากการลงทุน				
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	1	-	-	-
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	-	2	(1)	(1)
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(39)	(77)	(92)	(110)
กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	(39)	(76)	(93)	(111)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
เพิ่ม/ลด เงินกู้	(2)	(0)	0	1
เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	150	1,620	-	-
เพิ่ม/ลด ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	-	-	-	-
ลด จ่ายปันผล	(290)	(355)	(146)	(125)
อื่นๆ	(0)	(0)	(0)	(0)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	(142)	1,265	(146)	(124)
เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	59	1,687	96	105
งบดุล (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2559	2560F	2561F	2562F
เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	233	1,920	2,016	2,121
เงินลงทุนระยะสั้น	-	-	-	-
ลูกหนี้การค้า	199	189	220	258
สินค้าคงเหลือ	198	155	180	216
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	30	28	32	38
ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	165	197	235	281
สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนอื่น	47	50	57	64
สินทรัพย์รวม	873	2,538	2,741	2,977
เจ้าหนี้การค้า	126	118	138	165
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	49	39	47	54
เจ้าหนี้การเงินระยะสั้น	2	3	2	3
เจ้าหนี้การเงินระยะยาว	6	5	5	6
หนี้สินไม่หมุนเวียนอื่น	30	33	38	43
หนี้สินรวม	212	198	230	271
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	-	-	-	-
ทุนที่ชำระแล้ว	350	770	770	770
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	50	1,250	1,250	1,250
กำไรสะสม	261	320	490	686
องค์ประกอบอื่นของส่วนของผู้ถือหุ้น	-	-	-	-
ส่วนของผู้ถือหุ้น	661	2,340	2,510	2,706
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	873	2,538	2,741	2,977
สมมติฐานในการประมาณการ				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2559	2560F	2561F	2562F
รวมรายได้จากสินค้า Converse	1,358.9	1,255.1	1,381.7	1,539.7
ยอดขายสาขาเดิมของร้าน Shop in shop / แห่ง / ปี	5.3	5.2	5.7	6.2
ยอดขายสาขาเดิมของร้าน Mono brand / แห่ง / ปี	6.4	5.8	6.3	6.8
รวมรายได้จากสินค้า Pony	-	94.7	187.0	268.6
ยอดขายสาขาเดิมของร้าน Shop in shop / แห่ง / ปี	-	1.2	2.0	3.1
Gross margin (%)	53%	52%	52%	51%
SG&A / Sales (%)	26%	29%	29%	28%