

# IPO - ชันสวีท

## ข้าวโพดไทยไปไกลระดับโลก

ผู้นำข้าวโพดหวานแปรรูปส่งออกภายใต้แบรนด์ “KC” ที่มีศักยภาพการเติบโตของธุรกิจและกำไรจากประสิทธิภาพการทำการค้าระดับโลกและการดกเบี้ยลดลงจากเงิน IPO ซึ่งจะทำให้ PER ปี 2561 เท่ากับ 15 เท่า สูงกว่าคู่แข่ง APURE, CM แต่ยังคงต่ำกว่ามากเทียบกับค่าเฉลี่ยกลุ่มเกษตรอาหารใน MAI

| การกระจายหุ้น IPO (ล้านหุ้น) |      |                      | ก่อน IPO | หลัง IPO |
|------------------------------|------|----------------------|----------|----------|
| ประชาชนทั่วไป                | 130  | นางจิราพร แซ่ลิ้ม    | 99.99%   | 69.77%   |
|                              |      | นางสาวเพ็ญ ม่วงแฝง   | <0.01%   | <0.01%   |
| ทุนเรียกชำระแล้ว (ล้านบาท)   |      | นางเพ็ญลักษณ์ นาคมนิ | <0.01%   | <0.01%   |
|                              |      |                      |          |          |
| ก่อน IPO                     | 150  | ประชาชนทั่วไป        | 0.25%    | 30.23%   |
| หลัง IPO                     | 215  | รวม                  | 100.00%  | 100.00%  |
| ราคาพาร์ (บาท)               |      |                      |          |          |
|                              | 0.50 |                      |          |          |

| รายชื่อกรรมการ            | ตำแหน่ง                                 |
|---------------------------|-----------------------------------------|
| 1. นายไกรฤทธิ์ บุญเกียรติ | ประธานกรรมการ / กรรมการอิสระ            |
| 2. นายพิชัย คชมิตร        | รองประธานกรรมการ / ประธานกรรมการตรวจสอบ |
| 3. นายวรงค์ นันทาภิวัฒน์  | กรรมการ / กรรมการตรวจสอบ                |

### ข้อมูลกับบริษัทเปิดเผยไฟล์สิ่งและการวิเคราะห์เบื้องต้น

**ลักษณะธุรกิจ:** บริษัท ชันสวีทฯ เป็นผู้ผลิตและจำหน่ายข้าวโพดหวานแปรรูปและผลิตภัณฑ์แปรรูปสินค้าเกษตรอื่นๆ ภายใต้แบรนด์ของบริษัทฯ “KC” และยังรับจ้างผลิตสินค้าภายใต้แบรนด์ของลูกค้า (Original Equipment Manufacturer: OEM) โครงสร้างรายได้ปัจจุบันกว่า 88% มาจากการส่งออก

ไปต่างประเทศ ส่วนที่เหลือเป็นการจำหน่ายในประเทศและยังมีธุรกิจ trading ผลิตภัณฑ์สินค้าเกษตร **วิเคราะห์ผลการดำเนินงาน 9M60:** กำไรสุทธิ 9M60 เท่ากับ 111 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 23.4% yoy โดยมี gross margin เฉลี่ยเท่ากับ 21.1% จากการปรับปรุงประสิทธิภาพการผลิตของโรงงาน โดยมีการติดตั้งเครื่องจักรใหม่แล้วเสร็จใน 2Q60 ประกอบด้วยเครื่องบรรจุกระป๋องแบบอัตโนมัติ และการเปลี่ยนหม้อฆ่าเชื้อใหม่ ช่วยหักล้างผลกระทบจากรายได้รวม 9M60 ที่ลดลง 5.5% yoy ไปได้ทั้งหมด

**Valuation เทียบกับคู่แข่งใน SET:** ณ ราคา IPO คิดเป็น PER ปี 2561 ที่ 15.4 เท่า ภายใต้คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2561 เบื้องต้นเติบโตราว 10% yoy ภายใต้สมมติฐานที่ระมัดระวังซึ่งได้สะท้อนผลบวกจากการนำเงินที่ได้จากการระดมทุน IPO ไปชำระคืนหนี้สินเดิมที่มีต้นทุนสูงมูลค่า 300 ล้านบาท หากเทียบกับคู่แข่งใน SET ได้แก่ APURE และ CM ที่มีลักษณะธุรกิจและมูลค่าตลาดใกล้เคียงกัน และมี PER ปี 2561 ที่ประเมินไว้เบื้องต้นราว 9.9 เท่า (คาด EPS เติบโต 5% yoy) และ 10.2 เท่า (คาด EPS เติบโต 5% yoy) พบว่า PER ของ SUN สูงกว่าเล็กน้อย แต่ยังใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ย PER ของกลุ่มเกษตรอาหารใน SET ที่ฝ่ายวิจัยศึกษา (7 บริษัท) เท่ากับ 14 เท่า แต่ยังคงต่ำกว่ามากหากเทียบกับค่าเฉลี่ย PER ของกลุ่มเกษตรอาหารใน MAI (9 บริษัท) ที่สูงเฉลี่ยถึง 46 เท่า

| FY: ปีที่ 31 ธ.ค. | FY56A  | FY57A  | FY58A | FY59A  | 9M60  |
|-------------------|--------|--------|-------|--------|-------|
| รายได้รวม         | 1,005  | 1,543  | 1,692 | 1,709  | 1,239 |
| กำไรสุทธิ         | (27)   | (64)   | 20    | 112    | 111   |
| EPS (บาท)         | (0.06) | (0.15) | 0.05  | 0.26   | 0.26  |
| EPS growth (yoy)  | n.m.   | n.m.   | n.m.  | 456.0% | 23.4% |
| PER (เท่า)*       | n.m.   | n.m.   | 125.2 | 22.5   | 16.9  |
| PBV (เท่า)*       | 20.6   | 67.1   | 53.4  | 19.0   | 2.5   |
| ROE               | n.m.   | n.m.   | 47.5% | 124.2% | 26.0% |

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS (หมายเหตุ\* ใช้ราคา IPO ในการคำนวณ)

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

วัตถุประสงค์ที่ 28 ธันวาคม พ.ศ. 2560

## SUN

|                                    |       |
|------------------------------------|-------|
| ราคา IPO (บาท)                     | 5.85  |
| มูลค่าตลาด (ล้านบาท)               | 2,516 |
| ราคาพาร์ (บาท)                     | 0.50  |
| ทุนจดทะเบียนและชำระแล้ว (ล้านบาท)  | 430   |
| ตลาด MAI - เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร |       |

เอนกพงศ์ พุทธาภิบาล  
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 063609  
anakepong.re@asiaplus.co.th

## SUN ผู้ประกอบการข้าวโพดหวานรายใหญ่ของไทย

บริษัท ชันสวีท จำกัด (มหาชน) หรือ SUN ก่อตั้งเมื่อวันที่ 25 ธ.ค. 40 ปัจจุบันดำเนินธุรกิจผลิตและจำหน่ายข้าวโพดหวานแปรรูปและผลิตภัณฑ์แปรรูปสินค้าเกษตรอื่นๆ ภายใต้ตราสินค้าของบริษัท “KC” (20% ของรายได้รวม) และผลิตสินค้าภายใต้แบรนด์ของลูกค้าอีกด้วย (Original Equipment Manufacturer: OEM 80% ของรายได้รวม) โดยมีสัดส่วนรายได้ถึง 88% มาจากการส่งออกต่างประเทศ นอกจากนี้ ยังทำธุรกิจซื้อมาขายไปสินค้าเกษตรอีกด้วย โดยมีโรงงานตั้งอยู่ที่ อ.สันป่าตอง จ. เชียงใหม่ โดยสามารถแบ่งการดำเนินงานธุรกิจออกเป็น 2 กลุ่ม ได้ดังนี้

- 1) **ธุรกิจผลิตและจำหน่ายข้าวโพดหวานแปรรูป (92% ของรายได้รวม)** สามารถแบ่งได้ 3 ประเภท ได้แก่
    - ข้าวโพดหวานบรรจุกระป๋อง (67% ของรายได้รวม)** สามารถนำไปประกอบอาหารได้ทั้งคาวและหวาน โดยผลิตภัณฑ์ข้าวโพดบรรจุกระป๋องได้ผ่านกระบวนการฆ่าเชื้อแบบสเตอริไลซ์อย่างสมบูรณ์ในระดับอุตสาหกรรม ทำให้สามารถเก็บรักษาได้นานถึง 36 เดือน โดย SUN มีกำลังการผลิตข้าวโพดหวานบรรจุกระป๋องและข้าวโพดหวานบรรจุถุงสุญญากาศที่ 1.50 แสนตัน/ปี
    - ข้าวโพดหวานบรรจุสุญญากาศพร้อมรับประทาน (10% ของรายได้รวม)** ผ่านกระบวนการฆ่าเชื้อแบบสเตอริไลซ์อย่างสมบูรณ์ในระดับอุตสาหกรรม ทำให้สามารถเก็บรักษาได้นานถึง 12-18 เดือน มีจำหน่ายทั้งในประเทศและต่างประเทศ โดยในประเทศไทยมีจำหน่ายตามร้านค้าปลีกสมัยใหม่ (Modern Trade) และร้านสะดวกซื้อ 7-Eleven กว่า 2.5 พันสาขา โดยข้าวโพดหวานบรรจุสุญญากาศที่จำหน่ายใน 7-Eleven จะเก็บได้ราว 7 วัน
    - และข้าวโพดหวานแช่แข็ง (15% ของรายได้รวม)** ผ่านกระบวนการแช่แข็งแบบไอคิวเอฟ (Individual Quick Freezing: IQF) ที่ต้องควบคุมอุณหภูมิในห้องแช่แข็งเท่ากับ -40 องศาเซลเซียส โดย SUN มีกำลังการผลิตข้าวโพดหวานแช่แข็งเท่ากับ 1.62 หมื่นตัน/ปี โดยมีรายได้ส่วนใหญ่มาจากต่างประเทศ
  - 2) **ธุรกิจซื้อมาขายไป (2% ของรายได้รวม)** ดำเนินการจัดหาผลิตภัณฑ์อาหารและผลผลิตทางการเกษตรเพื่อจำหน่ายให้ลูกค้าต่างประเทศ ได้แก่ หอมหัวใหญ่สด สับปะรดบรรจุกระป๋อง ข้าวโพดอ่อนบรรจุกระป๋อง ข้าวหอมมะลิ น้ำมันข้าวโพดและน้ำมันดอกทานตะวัน เป็นต้น
- นอกจากนี้ ยังมีการนำเข้าน้ำมันพืชจากดอกทานตะวันและข้าวโพด ภายใต้แบรนด์ SUNAR จากประเทศตุรกี และซอสมะเขือเทศจากประเทศจีน จำหน่ายให้ลูกค้าในประเทศไทยอีกด้วย

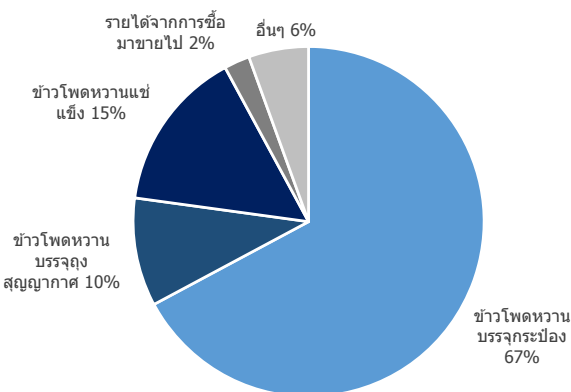
โดย SUN มีนโยบายการกำหนดราคาขายผลิตภัณฑ์ตามต้นทุนของสินค้าแต่ละประเภทบวกด้วยอัตรากำไรที่เหมาะสม (Cost plus margin) โดยมีการจัดทำ Price list สำหรับสินค้าทุกรายการ ซึ่งจะพิจารณา Price list เป็นประจำทุกไตรมาส เพื่อให้สอดคล้องกับต้นทุนการผลิต ภาวะตลาด การแข่งขัน และภาวะความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน

## ตัวอย่างผลิตภัณฑ์ข้าวโพดหวานบรรจุกระป๋องของ SUN



ที่มา : หนังสือชี้ชวน SUN

### โครงสร้างรายได้แบ่งตามผลิตภัณฑ์งวด 9M60



ที่มา : หนังสือชี้ชวน SUN, รวบรวมโดยฝ่ายวิจัย ASPS

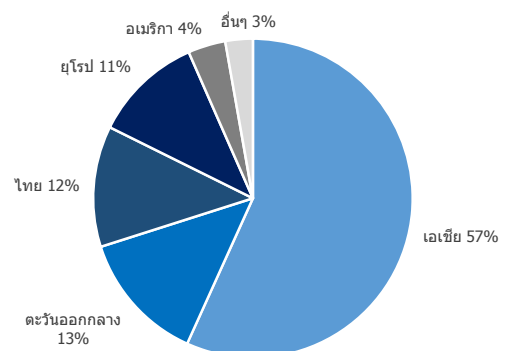
## ตัวอย่างผลิตภัณฑ์ข้าวโพดหวานบรรจุถุงสุญญากาศของ SUN



Retort Pouch Corn on the Cob (Single and Twin)

ที่มา : หนังสือชี้ชวน SUN, รวบรวมโดยฝ่ายวิจัย ASPS

### โครงสร้างรายได้ข้าวโพดหวานแบ่งตามภูมิภาคงวด 9M60



ที่มา : หนังสือชี้ชวน SUN, รวบรวมโดยฝ่ายวิจัย ASPS

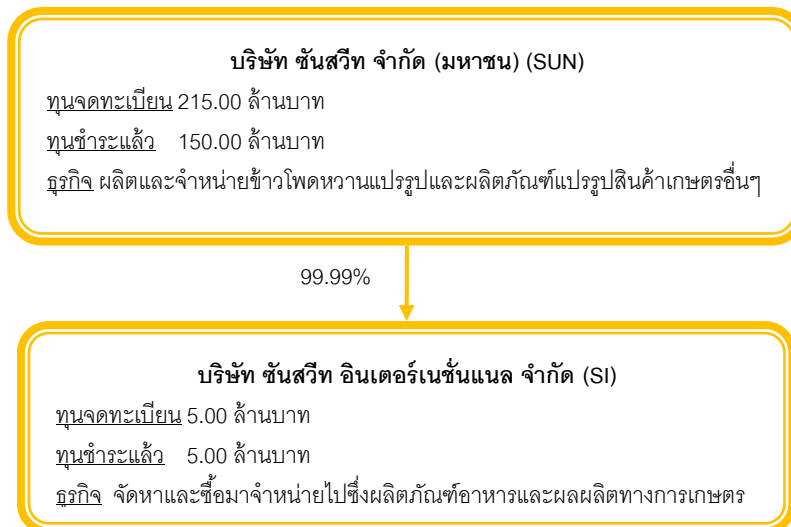
## โครงสร้างการถือหุ้นของกลุ่ม SUN

โครงสร้างการถือหุ้นของ SUN ประกอบด้วย 2 บริษัทดังนี้

**บริษัท ชันสวีท จำกัด (มหาชน):** SUN ประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายข้าวโพดหวานแปรรูปและผลิตภัณฑ์แปรรูปสินค้าเกษตรอื่นๆ

**บริษัท ชันสวีท อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด:** SI (SUN ถือหุ้น 99.99%) ประกอบธุรกิจจัดหาและซื้อเข้ามาจำหน่ายไปผลิตภัณฑ์อาหารและผลผลิตทางการเกษตร

## โครงสร้างการถือหุ้นของกลุ่ม SUN



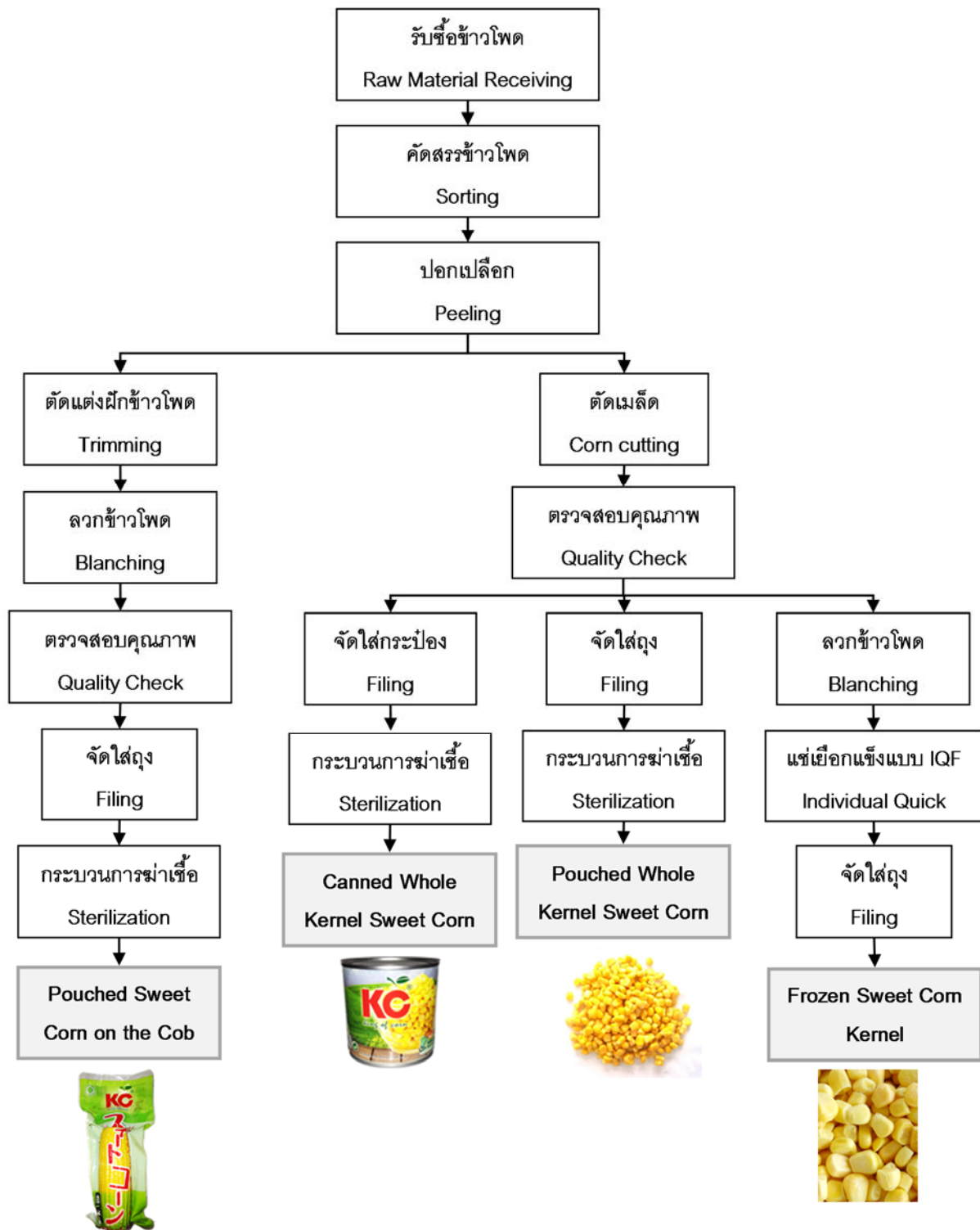
ที่มา : หนังสือชี้ชวน SUN

## จัดหาวัตถุดิบจากภาคเหนือเป็นหลัก

SUN จัดหาวัตถุดิบข้าวโพดหวานจากในประเทศทั้งหมด ซึ่งมีพื้นที่เพาะปลูกข้าวโพดอยู่ในภาคเหนือตอนบนและตอนล่างรวมทั้งสิ้น 13 จังหวัด โดย SUN มีวิธีการจัดหาวัตถุดิบข้าวโพดหวาน 3 วิธี ดังนี้

- 1) **ผู้รวบรวมวัตถุดิบ (Broker)** โดย SUN และผู้รวบรวม (Broker) จะวางแผนการปลูกข้าวโพดร่วมกัน และผู้รวบรวมจะกระจายการปลูกข้าวโพดไปให้เกษตรกรในสังกัด ให้ได้ผลผลิตข้าวโพดหวานตามที่ตกลงไว้ในสัญญา ซึ่ง SUN จะส่งทีมงานไปสำรวจและให้ความรู้เกษตรกรเป็นครั้งคราว โดยในปีฤดูกาลผลิตปี 2559/60 (ต.ค. 59-ก.ย.60) ผู้รวบรวมมีพื้นที่เพาะปลูกข้าวโพดในสังกัดทั้งสิ้น 7.29 หมื่นไร่ และในงวด 9M60 SUN จัดหาวัตถุดิบข้าวโพดหวานจาก Broker ได้ทั้งสิ้น 8.17 หมื่นตัน หรือคิดเป็น 96.0% ของปริมาณวัตถุดิบข้าวโพดหวานทั้งหมด
- 2) **เกษตรกรที่บริษัทส่งเสริมการเพาะปลูกผ่านโครงการสมาร์ทฟาร์ม (Smart Farming)** ซึ่งเป็นโครงการที่ SUN เริ่มขึ้นตั้งแต่เดือนธ.ค. 55 เพื่อนำเทคโนโลยีมาช่วยในการพัฒนาการปลูกข้าวโพดหวานให้เกษตรกร ตั้งแต่การนำดินในพื้นที่เพาะปลูกมาวิเคราะห์ธาตุอาหารในดิน การวางระบบน้ำหยดในแปลงเพาะปลูก เป็นต้น ทำให้ได้ผลผลิตข้าวโพดหวาน 3 ตัน/ไร่ สูงกว่าการปลูกแบบปกติที่ให้ผลผลิตข้าวโพดหวาน 1.5-2 ตัน/ไร่ โดยปัจจุบัน SUN ได้ทำสัญญาส่งเสริมกับเกษตรกรจำนวน 50 ราย คิดเป็นพื้นที่ 2.18 พันไร่ และในงวด 9M60 SUN จัดหาวัตถุดิบข้าวโพดหวานจาก smart farming ได้ทั้งสิ้น 168 ตัน หรือคิดเป็น 0.2% ของปริมาณวัตถุดิบข้าวโพดหวานทั้งหมด
- 3) **เกษตรกรภายใต้การทำสัญญาส่งเสริมโดยตรง (Contact Farming)** SUN ส่งเสริมให้เกษตรกรในท้องถิ่นปลูกข้าวโพดหวานเป็นรายครั้ง และมีการให้ความรู้ในการปลูกข้าวโพดให้ได้คุณภาพ โดยปัจจุบันมีเกษตรกรในเครือข่ายกว่า 2 หมื่นราย และในงวด 9M60 SUN จัดหาวัตถุดิบข้าวโพดหวานจาก contact farmer ได้ทั้งสิ้น 3.26 พันตัน หรือคิดเป็น 3.8% ของปริมาณวัตถุดิบข้าวโพดหวานทั้งหมด

## ลักษณะการดำเนินงานของ SUN



ที่มา : หนังสือข้าวโพด SUN

## ระดมทุนขยายกำลังการผลิต...ฐานการเงินแข็งแกร่งขึ้นมาก

SUN ถือหุ้นใหญ่โดยคุณจิราพร แซ่ลิ้มสัดส่วนถึง 99.99% โดยภายหลังการทำ IPO ในตลาด MAI เพื่อเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนให้ประชาชนทั่วไปทั้งสิ้น 130 ล้านหุ้น หรือคิดเป็นสัดส่วน 30.23% ของทุนเรียกชำระแล้ว ที่ราคา IPO 5.85 บาท/หุ้น ทำให้ SUN จะได้รับเงินจากการระดมทุนครั้งนี้ทั้งสิ้น 760.50 ล้านบาท โดยสัดส่วนการถือหุ้นของคุณจิราพร แซ่ลิ้มจะลดลงเหลือ 69.77%

โดยสัดส่วนการเสนอขายหุ้น IPO แบ่งได้ดังนี้

- 1) เสนอขายต่อบุคคลตามดุลยพินิจของผู้จัดจำหน่าย 97.50 ล้านหุ้น คิดเป็น 75.0% ของหุ้นที่นำมาขาย IPO ทั้งหมด
- 2) เสนอขายต่อผู้มีอุปการคุณของบริษัท 19.50 ล้านหุ้น คิดเป็น 15.0% ของหุ้นที่นำมาขาย IPO ทั้งหมด
- 3) เสนอขายต่อพนักงานและผู้บริหาร (ที่ไม่ใช่กรรมการ) ของบริษัท 11.81 ล้านหุ้น คิดเป็น 9.1% ของหุ้นที่นำมาขาย IPO ทั้งหมด
- 4) เสนอขายต่อบุคคลที่มีความสัมพันธ์กับบริษัท 1.19 ล้านหุ้น คิดเป็น 0.9% ของหุ้นที่นำมาขาย IPO ทั้งหมด

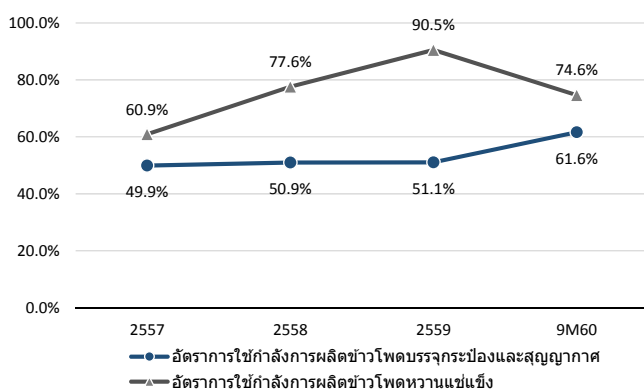
ทั้งนี้ หนังสือชี้ชวนของ SUN ได้เปิดเผยว่ามีสัดส่วนหุ้นของ “ผู้มีส่วนร่วมในการบริหาร” ที่ไม่ติด Silent Period จำนวน 64.35 ล้านหุ้น หรือคิดเป็น 14.97% ของทุนชำระแล้วภายหลังการทำ IPO ทำให้อาจมีแรงขายหุ้นจากผู้บริหารออกมาในวันแรกของการซื้อขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์

วัตถุประสงค์ของการใช้เงินที่ได้จากการระดมทุนครั้งนี้ สามารถแบ่งได้ 3 อย่าง ดังนี้

- 1) ใช้ในการลงทุนเครื่องจักรเพื่อขยายกำลังการผลิตและเพิ่มประสิทธิภาพในการผลิตภายในปี 2562 ทั้งหมด 260 ล้านบาท แบ่งเป็น 1) SUN มีแผนขยายสายการผลิตข้าวโพดหวานแช่แข็ง 1 สาย เนื่องจากปัจจุบันมีการใช้กำลังการผลิตเกือบเต็มแล้วใช้เงิน 160 ล้านบาท และ 2) SUN มีแผนที่จะลงทุนเครื่องจักรประเภทเครื่องตัดหัว-ทำนข้าวโพดหวาน เครื่องคัดตำหนิข้าวโพด และเครื่องจักรในกระบวนการบรรจุและการฆ่าเชื้อ เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพการทำงานให้ดีขึ้น รวมใช้เงินทั้งสิ้น 100 ล้านบาท
- 2) ใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนในการดำเนินธุรกิจ 417.81 ล้านบาท
- 3) ใช้ชำระเงินกู้ยืมจากสถาบันการเงิน 50 ล้านบาท ภายในปี 2561

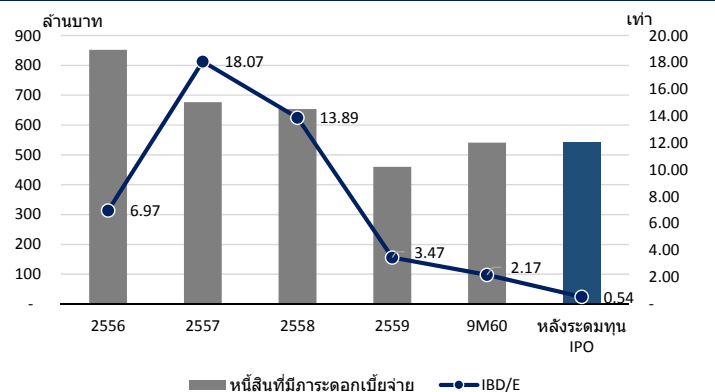
## อัตราการใช้กำลังการผลิตข้าวโพดหวานบรรจุกระป๋อง

## และข้าวโพดหวานข้าวโพดหวานแช่แข็งของ SUN



ที่มา : หนังสือชี้ชวน SUN, รวบรวมโดยฝ่ายวิจัย ASPS

## อัตราส่วน IBD/E ก่อนและหลังการทำ IPO



ที่มา : หนังสือชี้ชวน SUN, รวบรวมโดยฝ่ายวิจัย ASPS

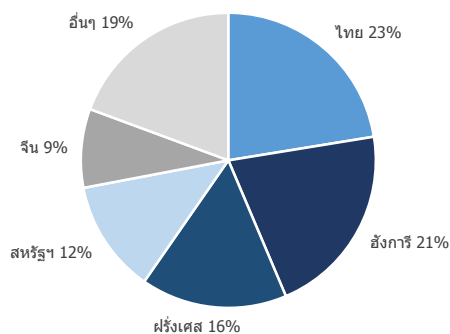
SUN ได้รับเงินจากการระดมทุน IPO ทั้งสิ้น 760.50 ล้านบาท ทำให้สัดส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยจ่ายต่อทุน (IBD/E) ภายหลังการทำ IPO ของ SUN จะปรับลดลงเหลือ 0.54 เท่า จาก 2.17 เท่า ณ สิ้นงวด 9M60 และหาก SUN นำเงิน 50 ล้านบาทที่ได้จากการระดมทุนไปชำระหนี้สินเลย ก็จะทำให้สัดส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยจ่ายต่อทุน ปรับลดลงเหลือ 0.49 เท่า ทำให้ฐานะทางการเงินภายหลังการระดมทุน IPO อยู่ในระดับที่แข็งแกร่งขึ้นมาก และมีความสามารถในการก่อหนี้เพิ่มได้เพื่อใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนและขยายกำลังการผลิตได้ในอนาคต

### ไทยเป็นผู้ส่งออกข้าวโพดหวานรายใหญ่ของโลก

SUN เป็นผู้ส่งออกข้าวโพดหวานรายใหญ่ของไทย โดยในประเทศไทยมี 5 บริษัท (ได้แก่ SUN, บ.ย้อยของ APURE และอีก 3 บริษัทเป็นบริษัทนอกตลาดฯ) ที่มีความสามารถในการผลิตข้าวโพดหวานแปรรูปคุณภาพสูง ทำให้ตลาดนี้มีผู้ขายน้อยรายหรือเป็นลักษณะ Oligopoly ทั้งนี้ SUN มีมูลค่าการส่งออกการส่งออกข้าวโพดหวานสู่ต่างประเทศในปี 2559 อยู่ที่ 1.38 พันล้านบาท คิดเป็น 17.9% ของมูลค่าการส่งออกข้าวโพดหวานของประเทศไทย และคิดเป็น 3.1% ของมูลค่าการส่งออกข้าวโพดหวานของทุกประเทศ

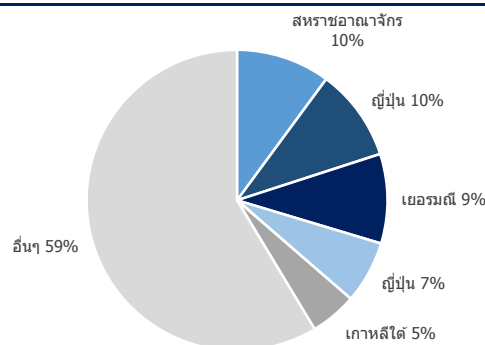
ประเทศไทยเป็นหนึ่งในหลายประเทศที่นิยมปลูกข้าวโพดหวาน เนื่องจากมีสภาพแวดล้อมเอื้ออำนวยต่อการเพาะปลูก โดยส่วนใหญ่ปลูกกันในพื้นที่ภาคเหนือ โดยสำนักงานเศรษฐกิจการเกษตรรายงานว่าผลผลิตข้าวโพดของไทยในปี 2558 อยู่ที่ 4.34 แสนตัน ลดลง 5.5% yoy ทั้งนี้ ผลผลิตพันธุ์ข้าวโพดที่ SUN ส่งออกสู่ต่างประเทศเป็นข้าวโพดหวานที่ใช้การปรุงแต่งรูปแบบอื่นๆที่ไม่ใช่การแช่แข็ง แต่จะใช้เกลือหรือสารปรุงแต่งอื่นๆ (ยกเว้นน้ำส้มสายชู) ซึ่งประเทศไทยถือเป็นผู้ส่งออกรายใหญ่สุดของโลกในสินค้าประเภทนี้ ตามมาด้วยฮังการี และฝรั่งเศส ส่วนผู้นำเข้าข้าวโพดหวานรายใหญ่ของโลก ได้แก่ สหราชอาณาจักร ญี่ปุ่นและเยอรมนี

### ผู้ส่งออกข้าวโพดหวานที่ไม่ใช้การแช่แข็งรายใหญ่ของโลกปี 2559



ที่มา : หนังสือชี้ชวน SUN, รวบรวมโดยฝ่ายวิจัย ASPS

### ผู้นำเข้าข้าวโพดหวานที่ไม่ใช้การแช่แข็งรายใหญ่ของโลกปี 2559

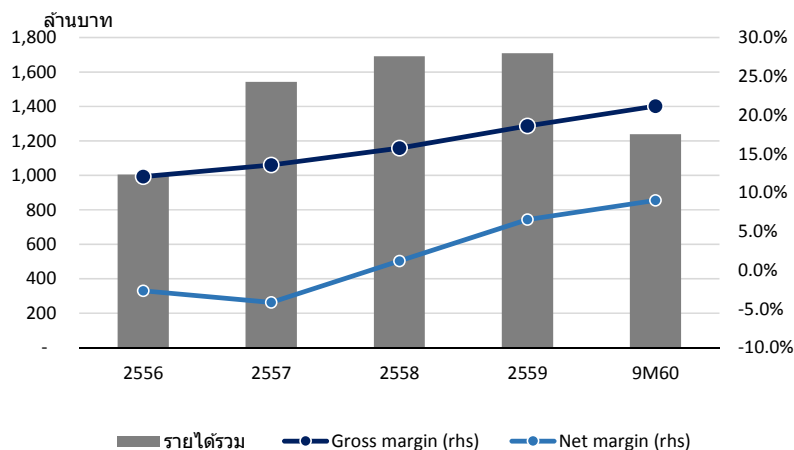


ที่มา : หนังสือชี้ชวน SUN, รวบรวมโดยฝ่ายวิจัย ASPS

### กำไรสุทธิ 9M60 เติบโต จากประสิทธิภาพการดำเนินงานดีขึ้น

กำไรสุทธิงวด 9M60 ของ SUN เท่ากับ 111 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 23.4% yoy มีปัจจัยสนับสนุนจากการบันทึกกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยนเพิ่มขึ้นเป็น 18 ล้านบาท ซึ่งหากไม่รวมรายการดังกล่าว กำไรจากการดำเนินงานงวด 9M60 จะเท่ากับ 93 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 11.1% yoy มีปัจจัยสนับสนุนจาก gross margin เฉลี่ยงวด 9M60 ปรับเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 21.1% จาก 18.5% ในงวด 9M59 ผลจากประสิทธิภาพการดำเนินการผลิตในโรงงานดีขึ้น จากการติดตั้งเครื่องจักรใหม่เสร็จไปตั้งแต่งวด 2Q60 ได้แก่ เครื่องบรรจุกระป๋องแบบอัตโนมัติ การเปลี่ยนหม้อฆ่าเชื้อใหม่ เป็นต้น หักล้างรายได้รวมงวด 9M60 ที่อ่อนตัวลง 5.5% yoy เนื่องจากบริษัทมีการปรับปรุงเครื่องจักรใหม่ในช่วงงวด 1Q60 ทำให้ไม่สามารถรับคำสั่งซื้อที่เข้ามาได้อย่างเต็มที่ และสัดส่วนค่าใช้จ่าย SG&A/Sales ที่เพิ่มขึ้นสู่ระดับ 12.5% ไปได้ทั้งหมด

## ประสิทธิภาพการกำกับของ SUN



ที่มา : หนังสือชี้ชวน SUN/ SET/ รวบรวมโดยฝ่ายวิจัย ASPS

## Valuation เกี่ยวกับการเติบโต ถือว่าน่าสนใจ

ณ ราคา IPO คิดเป็น PER ปี 2561 ที่ 15.4 เท่า ภายใต้คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2561 เบื้องต้นเติบโตราว 10% yoy ภายใต้สมมติฐานที่ระมัดระวังซึ่งได้สะท้อนผลบวกจากการนำเงินที่ได้จากการระดมทุน IPO ไปชำระคืนหนี้สินเดิมที่มีต้นทุนสูงมูลค่า 300 ล้านบาท หากเทียบกับคู่แข่งใน SET ได้แก่ APURE และ CM ที่มีลักษณะธุรกิจและมูลค่าตลาดใกล้เคียงกัน และมี PER ปี 2561 ที่ประเมินไว้เบื้องต้นราว 9.9 เท่า (คาด EPS เติบโต 5% yoy) และ 10.2 เท่า (คาด EPS เติบโต 5% yoy) พบว่า PER ของ SUN สูงกว่าเล็กน้อย แต่ยังใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ย PER ของกลุ่มเกษตรอาหารใน SET ที่ฝ่ายวิจัยศึกษา (7 บริษัท) เท่ากับ 14 เท่า แต่ยังต่ำกว่ามากหากเทียบกับค่าเฉลี่ย PER ของกลุ่มเกษตรอาหารใน MAI (9 บริษัท) ที่สูงเฉลี่ยถึง 46 เท่า

## เปรียบเทียบข้อมูลทางการเงินของ SUN และคู่แข่งในอุตสาหกรรมฯ

| งวด 9M60                                                | SUN     | APURE   | CM     |
|---------------------------------------------------------|---------|---------|--------|
| <b>กำลังการผลิต</b>                                     |         |         |        |
| กำลังการผลิตข้าวโพดหวานบรรจุกระป๋องและสุญญากาศ (ตัน/ปี) | 150,000 | 100,000 | -      |
| กำลังการผลิตข้าวโพดแช่แข็ง (ตัน/ปี)                     | 16,200  | -       | -      |
| กำลังการผลิตแปรรูปผักแช่แข็ง (ตัน/ปี)                   | -       | -       | 42,000 |
| <b>อัตราการทำกำไร (งวด 9M60)</b>                        |         |         |        |
| รายได้รวม (ล้านบาท)                                     | 1,239   | 1,230   | 1,067  |
| กำไรสุทธิ (ล้านบาท)                                     | 111     | 133     | 153    |
| Gross margin (%)                                        | 21.1%   | 27.0%   | 26.6%  |
| Net margin (%)                                          | 9.0%    | 10.8%   | 14.3%  |
| IBD/E (เท่า)                                            | 0.54    | 0.00    | 0.00   |
| <b>Valuation (27 ธ.ค. 60)</b>                           |         |         |        |
| EPS (12 เดือนย้อนหลัง)                                  | 0.31    | 0.17    | 0.48   |
| Trailing PER (เท่า)                                     | 18.9    | 11.0    | 11.9   |
| BVS (บาท)                                               | 2.35    | 1.59    | 3.76   |
| PBV (เท่า)                                              | 2.5     | 1.2     | 1.5    |
| ROA (%)                                                 | 11.5%   | 10.8%   | 12.8%  |
| ROE (%)                                                 | 26.0%   | 11.8%   | 14.0%  |
| ราคาหุ้น (บาท)                                          | 5.85    | 1.91    | 5.70   |
| ราคาพาร์ (บาท)                                          | 0.50    | 0.70    | 1.00   |
| มูลค่าตลาดรวม (Market Capitalization: ล้านบาท)          | 2,516   | 1,830   | 2,173  |

ที่มา : หนังสือชี้ชวน SUN/ SET/ รวบรวมโดยฝ่ายวิจัย ASPS

## ประเด็นความเสี่ยงที่มีน้ำหนักต่อผลการดำเนินงานของ SUN

## 1) ความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยน:

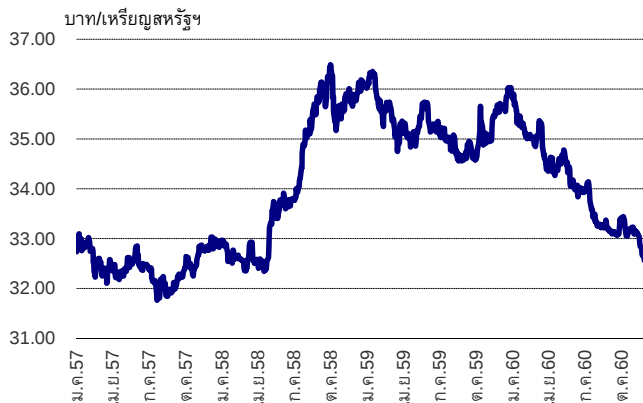
SUN มีสัดส่วนรายได้จากการส่งออกสินค้าสู่ต่างประเทศในงวด 9M60 ถึง 83% ซึ่งส่วนใหญ่เป็นสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐ โดย SUN มีนโยบายการบริหารจัดการความเสี่ยงอัตราแลกเปลี่ยนด้วยการทำสัญญาซื้อขายเงินต่างประเทศล่วงหน้า (Forward Contract) กับธนาคาร ในสัดส่วนไม่น้อยกว่า 70% ของมูลค่าการซื้อขายของลูกค้า

## 2) ความเสี่ยงด้านวัตถุดิบข้าวโพดหวาน:

ข้าวโพดหวานเป็นวัตถุดิบหลักที่ใช้ในการผลิตสินค้าของบริษัท ซึ่งเป็นผลผลิตทางการเกษตรที่มีความผันผวน ทั้งในด้านปริมาณและราคา เป็นผลจากสภาพอากาศที่เปลี่ยนแปลง ภัยธรรมชาติ ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อผลผลิตและคุณภาพของข้าวโพดหวาน นอกจากนี้ นโยบายของรัฐบาลที่ส่งเสริมการปลูกพืชชนิดอื่น อาจส่งผลให้เกษตรกรหันไปปลูกพืชที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าแทน ทำให้ผลผลิตข้าวโพดหวานออกสู่ตลาดลดลง และส่งผลให้ราคาวัตถุดิบข้าวโพดหวานสูงขึ้น และอาจทำให้ SUN มีวัตถุดิบข้าวโพดหวานในการผลิตสินค้าให้ลูกค้าไม่เพียงพอ ส่งผลกระทบต่อ SUN

โดยราคาวัตถุดิบข้าวโพดหวานเฉลี่ยงวด 9M60 เท่ากับ 4.82 บาท/ก.ก. ลดตัวลง 7.8% จากราคาเฉลี่ยปี 2560 ทั้งนี้ SUN ได้บริหารความเสี่ยงด้านวัตถุดิบข้าวโพด ด้วยการทำสัญญาทางการเกษตรแบบพันธสัญญา (Contact Farming) กับผู้รวบรวมวัตถุดิบ ซึ่งมีสมาชิกเกษตรกรในเครือข่าย 2 หมื่นครอบครัว ซึ่งได้มีการกำหนดราคารับซื้อล่วงหน้าจากผู้รวบรวมวัตถุดิบหรือเกษตรกรไว้แล้ว

ทิศทางค่าเงินบาท/ดอลลาร์สหรัฐ



ที่มา : Bloomberg

ราคาวัตถุดิบข้าวโพดหวานเฉลี่ยตั้งแต่ปี 2557-ก.ย. 2560



ที่มา : หนังสือชี้ชวน SUN, รวบรวมโดยฝ่ายวิจัย ASPS