



แซนวิชร้อน พร้อมรับประทานแล้ววันนี้

NSL ผู้ผลิต Sandwich ที่มี MOU กับทาง CPALL ถึงปี 2569 คาดทำให้รายได้ 5 ปีต่อจากนี้ เติบโตอย่างมั่นคงและสม่ำเสมอ นอกจากนี้เตรียมขยายไปยังธุรกิจอาหารพร้อมรับประทาน ภายหลังระดมทุนแล้วเสร็จ คาดสนับสนุนกำไรปกติปี 2564 – 65 เติบโตเฉลี่ย 27% yoy

Sandwich ร้อนๆ ที่เหมาะทั้งการบริโภคและลงทุน

NSL ผู้ผลิตและจำหน่ายอาหาร แบ่งเป็นธุรกิจเบเกอรี่และรองท้อง (สัดส่วนราว 94% ของยอดขาย) หลักๆ อยู่ในกลุ่ม Sandwich ผ่านช่องทาง 7-11 ซึ่งได้มีการทำ MOU กับ CPALL ถึงปี 2569 หนุนยอดขายบริษัท เติบโตไปในทิศทางเดียวกับ CPALL นอกจากนี้ NSL มีการกระจายโครงสร้างรายได้ไปยังธุรกิจ Food services (สัดส่วนราว 4.5%) ให้กับร้านอาหารและโรงแรม ขณะที่การ IPO ครั้งนี้ บริษัทฯ จะนำเงินบางส่วนไปลงทุนในสายการผลิตอาหารพร้อมรับประทาน สามารถรองรับรายได้ส่วนเพิ่มสูงสุดราว 1.2 พันล้านบาทในอนาคต ถือว่ามีนัยฯ เมื่อเทียบกับยอดขายปี 2563 ที่ 2.9 พันล้านบาท

แนวโน้มกำไรปี 2564 – 65 เติบโตเฉลี่ย 27% yoy

แนวโน้มกำไรปกติปี 2564 เท่ากับ 201 ล้านบาท เติบโต 33% yoy หนุนด้วยแนวโน้มยอดขายเพิ่ม 11.2% yoy แรงผลักดันจากยอดขายช่องทาง 7-11 และธุรกิจ Food services หลัง COVID-19 ในไทยคลี่คลาย รวมถึงคาด Gross Margin เติบโตมาที่ 17% จาก 16% ในปี 2563 สะท้อนพัฒนาการต่อเนื่องของ Gross Margin ที่ไต่ระดับขึ้นจาก 14.9% ในงวด 1Q63 มาอยู่ที่ 17.4% ในงวด 4Q63 ส่วนปี 2565 ประเมินกำไร 244 ล้านบาท (+21% yoy) โดยรวมกำไรปี 2564 – 65 ขยายตัวเฉลี่ย 27% yoy สูงกว่าอัตราการเติบโตของกำไรกลุ่มอาหารปี 2564 – 65 ที่ฝ่ายวิจัยคาดเติบโตเฉลี่ย 7% yoy

อิง PER 21 เท่า ใกล้เคียงกลุ่มฯ ให้ FV ที่ 14.1 บาท

ภายใต้ประมาณการ EPS ปี 2564 ที่ 0.67 บาทต่อหุ้น กำหนด PER ใกล้เคียงค่าเฉลี่ย SETFOOD ย้อนหลังราว 6 ปี ที่ 21 เท่า ได้มูลค่าพื้นฐานปี 2564 เท่ากับ 14.1 บาท

ประมาณการตัวเลวสำคัญทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2562	2563	2564F	2565F	2566F
ยอดขาย (ล้านบาท)	3,370	2,923	3,252	3,646	4,040
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	156	151	201	244	291
Norm Profit (ล้าน)	156	151	201	244	291
EPS (บาท)	0.92	0.67	0.67	0.81	0.97
Norm EPS (บาท)	0.92	0.67	0.67	0.81	0.97
Norm Profit Growth	97%	-3%	33%	21%	19%
DPS (บาท)	0.13	0.85	0.40	0.49	0.58

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

NSL

Fair Value (บาท) 14.10

NSL FOODS
The Happy Taste Creator

การกระจายหุ้น IPO (ล้านหุ้น)

ประชาชนทั่วไป (IPO) 75

ทุนเรียกชำระแล้ว (ล้านบาท)

ก่อน IPO 225

หลัง IPO 300

ราคาพาร์ (บาท) 1

รายชื่อผู้ถือหุ้น ก่อน IPO หลัง IPO

นายสมชาย ธีศวปยานนท์ 100% 75%

นายเจริญ ธีศวปยานนท์ 0% 0%

น.ส. สุกัญญา ธีศวปยานนท์ 0% 0%

ประชาชนทั่วไป (IPO) 0% 25%

รวม 100% 100%

นโยบายจ่ายเงินปันผล : ไม่ต่ำกว่า 50% ของกำไรสุทธิ

บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส จำกัด เป็นผู้จัดทำหมายและรับประกันการจำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่มทุนของ NSL ในครั้งนี้ โดยการจัดทำเอกสารฉบับนี้เพื่อวัตถุประสงค์ในการนำเสนอข้อมูลและบทวิเคราะห์เท่านั้น การตัดสินใจลงทุนขึ้นกับดุลยพินิจของนักลงทุน ผู้ลงทุนควรอ่านรายละเอียดในหนังสือชี้ชวน ก่อนตัดสินใจลงทุน

ระยะเวลาห้ามเผยแพร่รายงานฉบับนี้ (Black out period) ตั้งแต่วันที่ 26 เม.ย. 64 จนถึงสิ้นสุดระยะเวลาการจองซื้อ

RESEARCH DIVISION

บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส

นอวพรรณ น้อยรัชชกร

นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน และด้านเทคนิค

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 019994

ภาสกร หวังวิวัฒน์เจริญ

นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

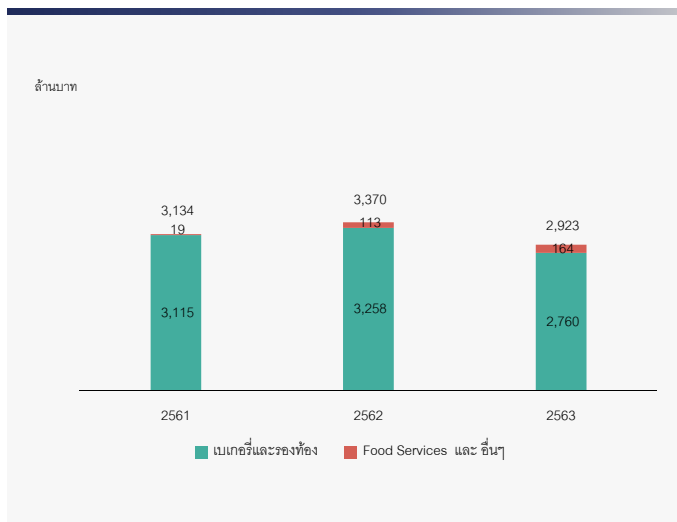
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 093372

Sandwich ร้อนๆ ที่เหมาะกับการบริโภคและลงทุน

บริษัท เอ็นเอสแอล ฟู้ดส์ จำกัด (มหาชน) (“NSL” หรือ บริษัทฯ) ก่อตั้งขึ้นในปี 2549 โดยคุณสมชาย ัศวปิยานนท์ (กรรมการผู้อำนวยการ NSL) ซึ่งมีประสบการณ์ในวงการอาหารมายาวนาน ตั้งแต่ประมาณ 30 ปีก่อน ได้เป็นผู้บุกเบิกการทำอาหารกล่องแช่แข็งรายแรกๆ ของไทย ก่อนจะขยายธุรกิจให้แก่บริษัทในเครือของร้านสะดวกซื้อชั้นนำของไทย

สำหรับปัจจุบัน NSL ประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายสินค้าในกลุ่มอาหาร รวมถึง Food service โดยโครงสร้างรายได้หลักมาจาก สินค้าเบเกอรี่และอาหารรองท้อง (สัดส่วนราว 94% ของยอดขายปี 2563) ในกลุ่ม Sandwich เพื่อจำหน่ายในร้านสะดวกซื้อ 7-11 ภายใต้อาณาเขตของ CPALL อย่าง อีซีทีเอส, อีซีที สวีท และเซเว่น เฟรช

โครงสร้างรายได้



ที่มา: หนังสือชี้ชวน

ตัวอย่างผลิตภัณฑ์เบเกอรี่บางส่วนจาก NSL



ที่มา: หนังสือชี้ชวน

ภายหลังได้เห็นรูปผลิตภัณฑ์ของบริษัทฯ ข้างต้น ฝ่ายวิจัยเชื่อว่านักลงทุนทุกท่าน คงเคยเห็นสินค้าวางจำหน่ายใน 7-11 หรือเคยอุดหนุนสินค้าของ NSL แม้รายได้กว่า 90% มาจากช่องทาง 7-11 ดูเหมือนใส่ไข่ในตะกร้าใบเดียว แต่ฝ่ายวิจัยแทบไม่กังวลกับประเด็นดังกล่าว เนื่องจากบริษัทฯ ได้มีการทำ MOU กับ CPALL ถึง 18 ธ.ค. 69 ที่มีข้อกำหนดไม่ให้ CPALL ซื้อสินค้าจากผู้ขายรายอื่นที่มีลักษณะคล้ายกับบริษัทฯ (รายละเอียด MOU ตามรูปด้านล่าง) เป็นเกราะป้องกันคู่แข่งรายอื่นเสริมจากความสัมพันธ์ในการเป็นคู่ค้าทางธุรกิจกับ CPALL มาอย่างยาวนานตั้งแต่ปี 2548 ในส่วนของบริษัท Dough Maker ที่ก่อตั้งโดยคุณสมชาย ัศวปิยานนท์ ก่อนที่ NSL จะรับโอนกิจการทั้งหมด (Entire Business Transfer: EBT) ของ Dough Maker ในปี 2561 และจุดแข็งจากการบริหารจัดการสินค้าตามความต้องการของ CPALL เพราะสินค้าของบริษัทฯ ในกลุ่มเบเกอรี่และรองท้องมีอายุโดยเฉลี่ยราว 5 – 7 วัน (สินค้าเป็นระบบขายขาดให้กับ CPALL จึงไม่มีการรับสินค้าคืนจาก CPALL ในกรณีที่สินค้าหมดอายุ) จึงต้องใช้ความเชี่ยวชาญและประสบการณ์ในการบริหาร Supply chain

MOU ระหว่าง NSL กับ CPALL

NSL และ CPALL ได้ลงนามใน MOU ระยะยาว เพื่อตกลงร่วมกันภายใต้กรอบดังนี้

คู่สัญญา	■ NSL และ CPALL เริ่มเป็นคู่ค้าในการผลิตและจำหน่ายเบเกอรี่ ตั้งแต่ปี 2548 โดยเริ่มมี MOU ครั้งแรกเมื่อปี 2557
คำรับรองของ NSL	■ NSL ตกลงจะผลิตสินค้าตามที่ตกลงร่วมกันให้ CPALL แต่เพียงผู้เดียว โดยจะไม่ผลิตสินค้าที่มีหน้าตา รูปแบบ ลักษณะ สูตร กรรมวิธี กระบวนการผลิต ส่วนผสม ส่วนประกอบ วัตถุดิบ บรรจุภัณฑ์ และวิธีการใดๆ ของสินค้าให้กับบุคคลอื่นอย่างเด็ดขาด เว้นแต่ได้รับความยินยอมเป็นหนังสือจาก CPALL
คำรับรองของ CPALL	■ CPALL จะไม่ซื้อสินค้าจากผู้ขายรายอื่น ที่มีหน้าตา รูปแบบ ลักษณะ สูตร กรรมวิธี กระบวนการผลิต ส่วนผสม ส่วนประกอบ วัตถุดิบ บรรจุภัณฑ์ และวิธีการใดๆ ของสินค้า เหมือนกับที่ซื้อจาก NSL เว้นแต่ได้รับความยินยอมเป็นหนังสือจาก NSL
ระยะเวลาให้คำรับรอง	■ 7 ปี (19 ธ.ค. 62 – 18 ธ.ค. 69)

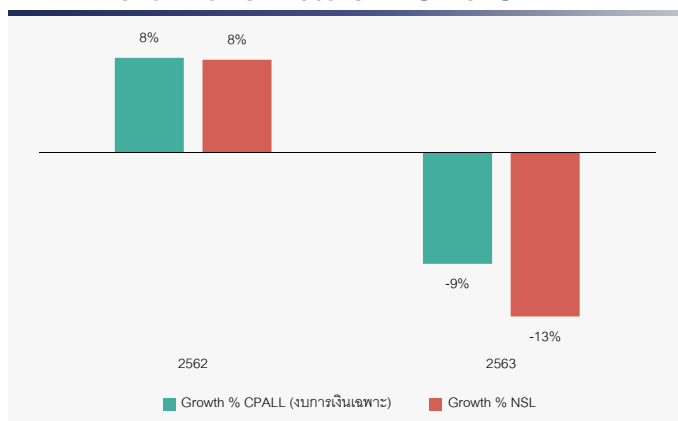
MOU ที่ทำกับ CPALL ครอบคลุมสินค้าอะไรบ้าง

- › สินค้าของ NSL ที่พัฒนาพร้อมกับ CPALL ผู้ประกอบการอื่นห้ามทำและวางขายใน 7/11
- › ถ้า NSL พัฒนาสินค้าใหม่กับ CPALL แบ่งพื้นที่ห้ามผู้ประกอบการอื่นทำและวางขายใน 7/11 เช่น แบ่งเนื้อขนมปัง แบ่งเนื้อครัวซองต์ แบ่งเดนิช แบ่งเนื้อเค้ก เล็กช็อคโกแลต เอแคลร์

ที่มา: NSL

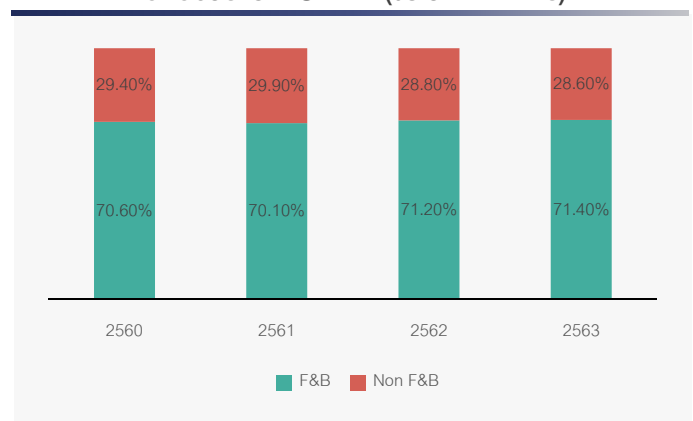
ฝ่ายวิจัยมองธุรกิจเบเกอรี่ ถือเป็นกลุ่มสินค้าที่มีการบริโภคในชีวิตประจำวัน โดยเฉพาะในช่วงเข้าก่อนเวลาเริ่มงาน ผ่านช่องทาง CPALL ที่มีสาขาครอบคลุมทั่วประเทศ ณ สิ้นปี 2563 จำนวน 12,432 สาขา (อิงจาก Presentation ของ CPALL งวดปี 2563 โครงสร้างรายได้ของ CPALL ไม่รวม MAKRO มาจากกลุ่ม F&B เฉลี่ยราว 71% ของยอดขาย CPALL ในปี 2562-63) ประกอบกับการมี MOU ตามข้างต้น ย่อมช่วยสร้างรายได้อย่างสม่ำเสมอ (Recurring income) ให้กับบริษัท และพร้อมเติบโตไปกับ CPALL อย่างน้อยถึงปี 2569

อัตราการเติบโตของรายได้ NSL และ CPALL



ที่มา: งบการเงิน NSL และ CPALL

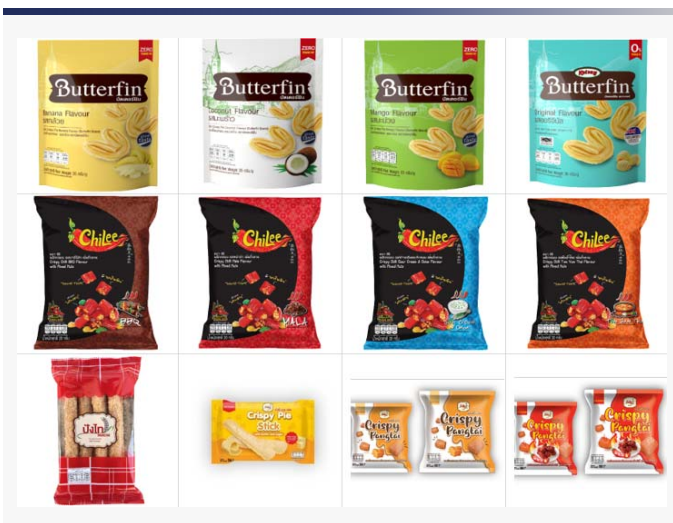
สัดส่วนรายได้ CPALL (งบเฉพาะกิจการ)



ที่มา: CPALL

นอกจากนี้บริษัทฯ มีการกระจายรายได้ไปยังสินค้าที่พัฒนาผลิตและจำหน่ายขนมขบเคี้ยว ภายใต้แบรนด์ของบริษัทฯ (สัดส่วน 0.5% ของยอดขายปี 2563) ได้แก่ บัตเตอร์ฟิน, ซิลี, เนเชอรัล ไรท์, บังไท เพื่อจำหน่ายทางร้านค้าปลีกสมัยใหม่ (Modern Trade: MT) และร้านค้าปลีกแบบดั้งเดิม (Traditional Trade: TT) อีกทั้งมีการกระจายรายได้ไปยังธุรกิจ OEM และขายเศษขนมปังและอื่นๆ (สัดส่วน 0.5% ของยอดขายปี 2563) โดยในช่วง 4Q63 ได้เริ่มผลิตขนมปังชนิดแผ่นเนื้อนุ่มสไลด์หั่นยาว “เบเกอรี่อาร์กาโตะ” ให้แก่บริษัท เซ็นทรัล ฟู้ด รีเทล จำกัด เพื่อวางจำหน่ายใน Tops Supermarket และ Family Mart ตั้งแต่วันที่ 1 ตุลาคม 2563 และสุดท้ายตั้งแต่ 2H62 บริษัทฯ มีการทำ M&A บจก. ควอลิตี้ฟู้ด สเปเชียลตี้ (QFS) เพื่อขยายไปยังธุรกิจ Food Services (สัดส่วน 4.5% ของยอดขายปี 2563) โดยการแปรรูปเนื้อสัตว์ เพื่อบรรจุใส่บรรจุภัณฑ์ พร้อมนำไปประกอบอาหาร อาทิ เช่น ผลิตภัณฑ์ปลา, อาหารทะเล, เนื้อสัตว์ สหรัยและผักต่างๆ แห้งแข็งและแปรรูป ให้แก่ผู้ประกอบการร้านอาหาร, โรงแรม, ผู้ให้บริการด้านจัดเลี้ยง (Hotel, Restaurant and Catering: HORECA) รวมถึงช่องทาง MT ต่างๆ เช่น Tops Supermarket ภาพรวมแม้ทั้ง 3 ธุรกิจมีฐานรายได้ที่ไม่สูงมาก แต่ฝ่ายวิจัยมองเป็นโอกาสเติบโตในอนาคต โดยเฉพาะ ธุรกิจ Food services สะท้อนจากข้อมูลของศูนย์วิจัยจริยะเพื่ออุตสาหกรรมอาหาร พบว่า อัตราการเติบโตผลิตภัณฑ์แปรรูปเนื้อสัตว์และอาหารทะเลเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ในช่วงปี 2557 – 62 เฉลี่ยอยู่ที่ 8% และฝ่ายวิจัยมองมีแนวโน้มดีต่อเนื่อง ภายหลังการระบาดของ COVID-19 ในปี 2564 ไม่มีการ Lock down เหมือนงวด 2Q63 ทำให้คาดการณ์คำสั่งซื้อจากกลุ่มร้านอาหารในปี 2564 เติบโตขึ้น รวมทั้งแผนการเปิดรับนักท่องเที่ยวต่างชาติมาไทยช่วง 2H64 ขณะที่ประสบการณ์ของผู้บริหารในธุรกิจอาหารมาอย่างยาวนาน คาดใช้ประโยชน์จากเทรนด์ใหม่ในกลุ่มอาหารอย่าง Plant based food และผลิตภัณฑ์ที่มีส่วนผสมของกัญชาและกัญชา มาต่อยอดในธุรกิจอาหารให้เติบโตมากขึ้น

ตัวอย่างสินค้า Snack



ที่มา: หนังสือชี้ชวน

ตัวอย่างสินค้า Food Services



ที่มา: หนังสือชี้ชวน

ระดมทุน IPO พร้อมต่อยอดธุรกิจอาหารพร้อมรับประทาน

บริษัทฯ จะนำเสนอขายหุ้นสามัญต่อประชาชนทั่วไปในครั้งนี้อัตรา 75 ล้านหุ้น (หุ้นใหม่ทั้งหมด) ราคาพาร์ 1 บาท คิดเป็นสัดส่วน 25% ของจำนวนหุ้นสามัญที่ออกชำระแล้วทั้งหมดของบริษัทฯ หลัง IPO หรือ 300 ล้านบาท คิดเป็นทุนจดทะเบียนชำระแล้ว 300 ล้านบาท เทียบกับ ณ 31 ธ.ค. 2563 ที่ 225 ล้านบาท โดยมีรายละเอียดและวัตถุประสงค์การใช้เงินที่ได้จากการระดมทุนไปใช้ ตามรูปด้านล่างนี้

สรุปข้อมูลการเสนอขาย

ชื่อบริษัท	บริษัท เอ็นเอสแอล ฟู้ดส์ จำกัด (มหาชน)
ชื่อย่อในการซื้อขาย	NSL
ตลาดรอง	ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
จำนวนหุ้นที่เสนอขาย	75,000,000 หุ้น หรือคิดเป็น 25% ของจำนวนหุ้นสามัญที่ออกและชำระแล้วทั้งหมด ภายหลังการเสนอขายหุ้นในครั้งนี้
มูลค่าที่ตราไว้ (Par)	1 บาท/หุ้น
ทุนชำระแล้ว (ก่อนเสนอขายหุ้น)	225 ล้านบาท
ทุนจดทะเบียน (หลังเสนอขายหุ้น)	300 ล้านบาท
วัตถุประสงค์การใช้เงิน	1. เพื่อเป็นเงินทุนในการพัฒนาโครงการในอนาคต 2. เพื่อชำระคืนเงินกู้ยืม 3. เพื่อใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนในการดำเนินกิจการ
นโยบายเงินปันผล	ไม่น้อยกว่า 50% ของกำไรสุทธิ
กำหนดการเบื้องต้น	IPO สัปดาห์ที่ 2 เดือนพฤษภาคม 2564 1st Day trade สัปดาห์ที่ 3 เดือนพฤษภาคม 2564

ที่มา: NSL

สำหรับการลงทุนเพื่อพัฒนาโครงการในอนาคต หลักๆ จะนำไปใช้เพื่อลงทุนในสายการผลิตผลิตภัณฑ์ใหม่ ในกลุ่มอาหารแช่แข็งพร้อมรับประทาน (Ready Meal Frozen Food) เช่น ซุป, อาหารแช่แข็ง (มีทบอล, ซอสต่างๆ) ตามด้วยอาหารพร้อมรับประทานแบบไม่ต้องแช่แข็ง (สามารถรับประทานได้ทั้งแบบอุ่นร้อน หรือรับประทานเลย) เช่น อาหารประเภทแกง และสตูหอย อาหารแห้งกึ่งพร้อมรับประทาน อย่าง โจ๊กคัพ ใช้งบลงทุน (CAPEX) ประมาณ 350 ล้านบาท (ระยะเวลาก่อสร้าง 1 ปี) แบ่งเป็นอาคารประมาณ 240 ล้านบาท (ทางบัญชีหักค่าเสื่อมราว 20 ปี คิดเป็นค่าเสื่อมต่อปีราว 12 ล้านบาทต่อปี) และเครื่องจักรราว 110 ล้านบาท (ค่าเสื่อมประมาณ 10 ปี คิดเป็นค่าเสื่อมราคา 11 ล้านบาทต่อปี) รวมกันคิดเป็นค่าเสื่อมราว 22 ล้านบาทต่อปี เทียบเท่าประมาณ 1% ของต้นทุนผลิตในปี 2563

โดยในเบื้องต้นบริษัทฯ จะผลิตโดยใช้เครื่องจักรที่มีหรือ OEM ไปก่อนสำหรับสินค้าที่ NSL ไม่มีเครื่องจักร หากผลตอบรับและ Demand มีจำนวนเพียงพอ บริษัทฯ จะเริ่มลงทุนซึ่งคาดว่าจะภายในปี 2565 รองรับรายได้สูงสุดประมาณ 1.2 พันล้านบาท (เทียบเท่ากำลังผลิตประมาณ 21 ตันต่อวัน) ถือว่ามีน้อย เมื่อเทียบกับยอดขายในปี 2563 ของบริษัทฯ ที่ 2.9 พันล้านบาท ในความเห็นฝ่ายวิจัยมองว่าผลิตภัณฑ์อาหารพร้อมรับประทานประเภทแกงต่างๆ นอกจากรองรับตลาดในประเทศ (Modern Trade, HORECA) ยังมีโอกาสเติบโตในต่างประเทศ ที่นิยมอาหารชาวต่างชาติ (Ethnic Food) โดย Mordor Intelligence คาดการณ์ตลาดอุตสาหกรรมอาหาร Ethnic Food จากปี 2561 ที่ 1.2 ล้านล้านบาท มาที่ 2.3 ล้านล้านบาท คิดเป็นการเติบโตเฉลี่ย 11.8% ต่อปี ณ ปี 2567 ปัจจัยหนุนจากการที่หลายประเทศมีอัตราผู้อพยพที่สูงขึ้นเรื่อยๆ และผู้บริโภคมีความรู้และความเข้าใจในเรื่องของการบริโภคเพิ่มมากขึ้น ทำให้เกิดความต้องการอาหารจำพวก Ethnic Food มากขึ้นเรื่อยๆ ในหลายประเทศทั่วโลก (ที่มา : หนังสือชี้ชวน NRF ส่วนที่ 2.2.2 ลักษณะการประกอบธุรกิจ วันที่ 24 ก.ย. 63) ซึ่งฝ่ายวิจัยประเมินจากประสบการณ์ในธุรกิจอาหารมานานกว่า 30 ปี การขยายธุรกิจเพิ่มในกลุ่มอาหาร กอปรกับเคยมีประสบการณ์ในการทำธุรกิจอาหารแข่งแข่งมาก่อน เชื่อว่าธุรกิจใหม่มีความเป็นไปได้ ในกรณีที่ประสบความสำเร็จ นอกจากต่อยอดการเติบโตของยอดขาย ยังช่วยเพิ่มประสิทธิภาพการทำการค้า เนื่องจากมองว่าสินค้าภายใต้แบรนด์ของตนเองมีมาร์จิ้นสูงกว่าสินค้าในกลุ่มเบเกอรี่และรองท้อง ที่มีข้อจำกัดในการปรับเพิ่มราคาขาย ซึ่งฐานกำไรปี 2562 – 63 ของ NSL ที่ราว 150 ล้านบาท ต่อปี ทำให้ในกรณีที่ผลิตภัณฑ์ใหม่ประสบความสำเร็จจะเป็นแรงส่งต่อกำไรอย่างมีนัยยะ

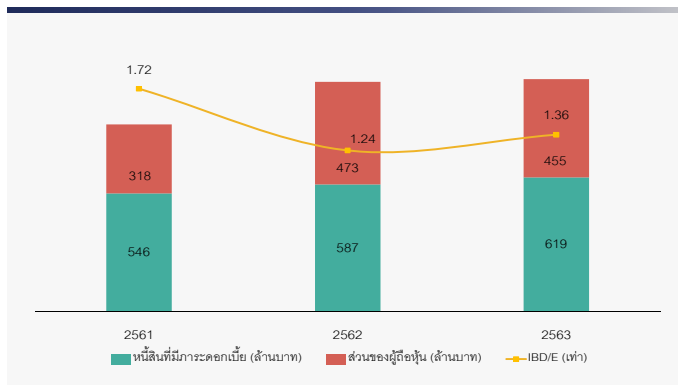
โครงการในอนาคต

สายการผลิตสำหรับผลิตภัณฑ์	1. อาหารแช่แข็งพร้อมรับประทาน (Ready Meal Frozen Food) เช่น ซุป อาหารแช่แข็ง เช่น มีทบอล ซอสต่างๆ แช่แข็งเพื่อนำไปปรุงอาหารต่อไป 2. อาหารพร้อมรับประทานแบบไม่ต้องแช่เย็น เช่น แกงต่างๆ กับข้าวต่างๆ เมื่อจะรับประทานก็นำไปอุ่นร้อน 3. อาหารแห้งกึ่งพร้อมรับประทาน เช่น ไข่คัพ ซุป เมื่อรับประทานเติมน้ำร้อนลงไป
มูลค่าเงินลงทุนที่คาดว่าจะใช้	ประมาณ 350 ล้านบาท แบ่งเป็น 1. ก่อสร้างอาคารประมาณ 240 ล้านบาท 2. ลงทุนในเครื่องจักรประมาณ 110 ล้านบาท
ระยะเวลาที่คาดว่าจะเริ่มก่อสร้างและระยะเวลาก่อสร้างและติดตั้งเครื่องจักรโดยประมาณ	ขึ้นอยู่กับสภาพตลาดและการตอบรับของสินค้า และกำลังการผลิตที่เหลือในโรงงานสาขา 2 เนื่องจากสถานการณ์ COVID-19 ทำให้ NSL ต้องระมัดระวังเรื่องการลงทุนเป็นพิเศษ ในปี 2564 หากกำลังการผลิตที่โรงงานสาขา 2 สามารถรองรับความต้องการสินค้าได้เพียงพอ NSL จะผลิตด้วยตนเองที่โรงงานสาขา 2 ไปก่อน และว่าจ้าง OEM สำหรับสินค้าที่ใช้เทคโนโลยีใหม่ที่ NSL ยังไม่มีเครื่องจักรรองรับ ทั้งนี้ เมื่อยอดขายและผลตอบรับเป็นที่น่าพอใจและเห็นถึงอัตราการเติบโตที่คาดว่าจะยั่งยืน NSL จะเริ่มก่อสร้างโรงงานและสายการผลิตแห่งใหม่เพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดต่อผลประกอบการของ NSL โดยระยะเวลาก่อสร้างโดยประมาณอยู่ที่ 12 เดือน
กำลังผลิต	รองรับรายได้สูงสุดประมาณ 1,200 ล้านบาท (ประมาณ 21 ตันต่อวัน)

ที่มา: หนังสือชี้ชวน

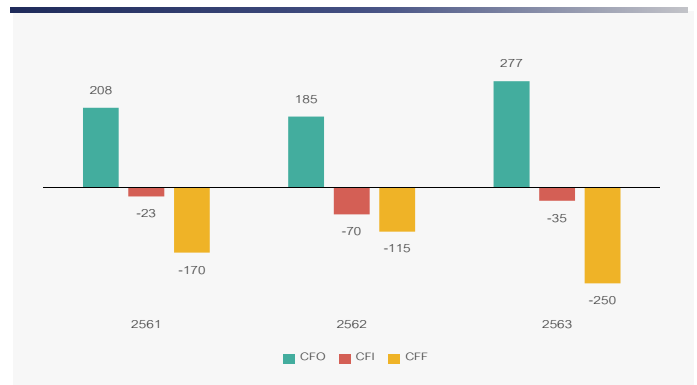
สำหรับการชำระเงินกู้ยืม หากพิจารณาภาระหนี้ที่มีดอกเบี้ย (รวมหนี้สินตามสัญญาเช่าทางการเงิน) ณ สิ้นปี 2563 รวบรวม 619 ล้านบาทและส่วนของผู้ถือหุ้นรวม 455 ล้านบาท ฝ่ายวิจัยคาดหมายหลัง IPO สัดส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยกับสถาบันการเงินเทียบกับส่วนของผู้ถือหุ้น (IBD/E) จะลดลงจาก 1.36 เท่า ณ สิ้นปี 2563 (สัดส่วน IBD/E ณ สิ้นปี 2564 ขึ้นอยู่กับราคา IPO เป็นหลัก) ช่วยลดภาระดอกเบี้ยจ่ายต่ำลงจาก 24 ล้านบาทในปี 2563 (Cost of fund ปี 2563 อยู่ที่ 4%) นอกจากนี้สถานะการเงินที่แข็งแกร่งขึ้น กอปรกับกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO) ช่วงปี 2562 – 63 เฉลี่ยรวม 230 ล้านบาทต่อปี และคาดการณ์ปี 2564 - 2565 เฉลี่ยรวม 300 ล้านบาทต่อปี คาดสร้างโอกาสในการจ่ายเงินปันผลตามนโยบายที่กำหนดไว้ไม่ต่ำกว่า 50% ของกำไรสุทธิ

สัดส่วน IBD/E



ที่มา: งบการเงิน

งบกระแสเงินสด NSL



ที่มา: งบการเงิน

ทั้งนี้ ภายใต้เกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์ กำหนดให้ Strategic Shareholders (กรรมการ, ผู้บริหาร, ผู้ถือหุ้น > 5% ของทุนชำระแล้ว และผู้มีอำนาจควบคุม รวมถึงผู้ที่เกี่ยวข้องกับบุคคลดังกล่าว) ห้ามขายหุ้น (Silent Period) สัดส่วน 55% ของทุนชำระแล้วหรือ 165 ล้านหุ้น หลังเสนอขายหุ้น IPO เป็นเวลา 1 ปี นับจากวันแรกที่เข้าตลาดหลักทรัพย์ฯ (โดยหากครบกำหนด 6 เดือนแรกหลังเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ฯ จะสามารถขายได้ 25% ของหุ้น Silent Period ที่เหลือ 75% จะขายได้เมื่อครบกำหนด 1 ปี) ภายหลังการเสนอขายหุ้น Strategic Shareholders ถือหุ้นรวมกันประมาณ 225 ล้านหุ้น จึงทำให้หุ้นที่ไม่ติด Silent Period จำนวน 60 ล้านหุ้น หรือคิดเป็น 20% ของหุ้นทั้งหมดหลัง IPO

สัดส่วนการถือหุ้นก่อนและหลัง IPO

ผู้ถือหุ้น	ก่อน IPO		หลัง IPO	
	จำนวนหุ้น	สัดส่วน (%)	จำนวนหุ้น	สัดส่วน (%)
นายสมชาย ธีศวปยานนท์	224,999,800	100.00%	224,999,800	75.00%
นายเจริญ ธีศวปยานนท์	100	0.00%	100	0.00%
น.ส. สุกัญญา ธีศวปยานนท์	100	0.00%	100	0.00%
ประชาชนทั่วไป (IPO)	-	-	75,000,000	25.00%
รวมจำนวนหุ้น	225,000,000	100.00%	300,000,000	100.00%

ที่มา: หนังสือชี้ชวน

Utilization Rate เพิ่มขึ้นและ Gross Margin มีพัฒนาการต่อเนื่อง

สถานการณ์การระบาดของ COVID-19 ในไทย นำไปสู่การ Lock Down เมืองในงวด 2Q63 ย่อมส่งผลกระทบต่อช่องทางการขายผ่าน 7-11 ฯลฯ อย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ ส่งผลให้โรงงานผลิตกลุ่มสินค้าเบเกอรี่และรองท้อง ทั้ง 2 โรงงาน (นิคมอุตสาหกรรมอมตะ) แบ่งเป็นโรงงานสาขา 1 ที่มีกำลังผลิต 4.5 แสนชิ้นต่อวัน สามารถผลิตเพียง 2.6 แสนชิ้นต่อวัน คิดเป็น Utilization Rate 58% ลดลงจาก 78% ในปี 2562 เช่นเดียวกับโรงงานสาขา 2 ที่มีกำลังผลิต 8 แสนชิ้นต่อวัน สามารถผลิตจริง 2.2 แสนชิ้นต่อวัน เทียบเท่า Utilization Rate 28% ต่ำลงจาก 37.5% ในปี 2562 อย่างไรก็ตามสถานการณ์ COVID-19 ผ่านจุดเลวร้ายสุดแล้วในปี 2563 คาดการณ์ส่งให้ Utilization rate ของทั้ง 2 โรงงานตั้งแต่ปี 2564 ทอยแรงตัวขึ้น (Ramp up) โดยรวมยอดขายปี 2563 สะท้อนตัว 13.3% yoy มาอยู่ที่ 2.9 พันล้านบาท โดยธุรกิจเบเกอรี่และรองท้อง อ่อนตัว 15% yoy เท่ากับ 2.76 พันล้านบาท ซึ่งไม่สามารถชดเชยได้กับธุรกิจ Food Services เติบโตมาที่ 133 ล้านบาทจาก 76 ล้านบาท ในปี 2562 เพราะการรับรู้รายได้เต็มปี เทียบกับปีก่อนที่เริ่มรับรู้รายได้ตั้งแต่ 2H62

ด้าน Gross Margin มีปัจจัยหนุนจากการบริหารต้นทุนการผลิตอย่างมีประสิทธิภาพ โดยเฉพาะต้นทุนวัตถุดิบที่เป็นต้นทุนหลัก หนุน Gross Margin ปี 2563 เติบโตต่อเนื่องเป็น 16.2% จาก 14.9% ในปี 2562 และ 12.9% ในปี 2561 ขับเคลื่อนด้วย Gross Margin ในธุรกิจอาหารสูงขึ้นมาที่ 16.8% จาก 15% ในปี 2562 ทดแทนได้กับมารจิ้นธุรกิจ Food Services ที่รายได้ยังอ่อนแอ ทำให้ได้รับผลกระทบจากต้นทุนคงที่ อย่างเงินเดือนพนักงานและค่าเสื่อมราคา ส่งผลให้ Gross Margin ในธุรกิจ Food Services ลดลงเหลือ 5% จาก 11.1% ในปี 2562 ซึ่งส่วนนี้ฝ่ายวิจัยมองเป็นช่องให้เกิดการพัฒนาขึ้นต่อจากนี้ ตามรายได้ในธุรกิจ Food Services ที่มีแนวโน้มฟื้นตัว ตามการกระจายตัวของวัคซีน COVID-19 ในไทย

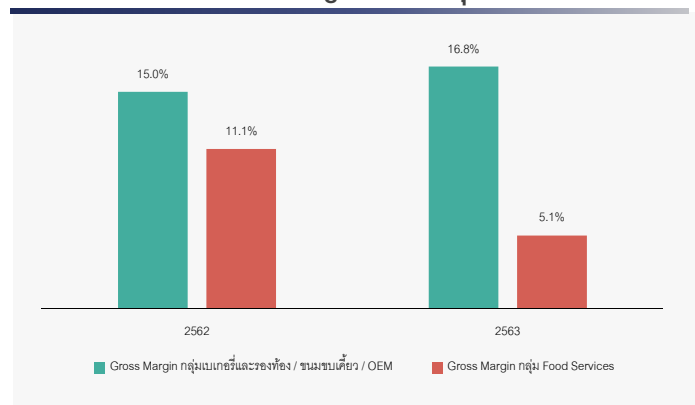
สรุปแล้วกำไรปี 2563 อยู่ที่ 151 ล้านบาท ลดลงเพียง 3% yoy ต่ำกว่ายอดขายที่หดตัว 13.3% yoy จากการบริหารต้นทุนผลิตในธุรกิจเบเกอรี่และรองท้องอย่างมีประสิทธิภาพ ชดเชย Gross Margin ของ Food services ที่อ่อนตัวลง ภาพรวม Net profit margin ปี 2563 อยู่ที่ 5.2% เติบโตจาก 4.64% ในปี 2562 และ 2.5% ในปี 2561

Capacity / Utilization Rate ธุรกิจเบเกอรี่และรองท้อง

	2562	2563
Capacity (ชิ้นต่อวัน)		
สาขา 1	450,000	450,000
สาขา 2	800,000	800,000
Utilization Rate %		
สาขา 1	77.8%	57.8%
สาขา 2	37.5%	27.5%

ที่มา: หนังสือชี้ชวน

Gross Margin แยกธุรกิจ



ที่มา: หนังสือชี้ชวน

ผลประกอบการรายไตรมาส

(ล้านบาท)	1Q62	2Q62	3Q62	4Q62	1Q63	2Q63	3Q63	4Q63	% YoY	% QoQ	2563	2562	% YoY
รายได้รวม	830	845	860	836	809	612	743	758	-9.3%	2.0%	2,923	3,370	-13.3%
กำไรขั้นต้น	133	113	130	127	121	95	127	132	3.7%	3.5%	475	503	-5.6%
ค่าใช้จ่ายขายและบริหาร	68	69	68	76	74	53	62	75	-0.6%	21.2%	264	280	-5.7%
กำไรสุทธิ	47	30	44	35	32	30	49	41	15.8%	-17.1%	151	156	-3.1%
กำไรปกติ	47	30	44	35	32	30	49	41	15.8%	-17.1%	151	156	-3.1%
EPS (บาท)	0.27	0.18	0.26	0.21	0.14	0.13	0.22	0.18	-12.5%	-17.1%	0.67	0.92	-26.8%
Norm EPS (บาท)	0.27	0.18	0.26	0.21	0.14	0.13	0.22	0.18	-12.5%	-17.1%	0.67	0.92	-26.8%
Gross margin (%)	16.0%	13.4%	15.1%	15.2%	14.9%	15.6%	17.1%	17.4%			16.2%	14.9%	
SG&A/Sales (%)	8.2%	8.1%	7.9%	9.1%	9.1%	8.7%	8.3%	9.9%			9.0%	8.3%	
Norm Profit margin (%)	5.6%	3.6%	5.2%	4.2%	4.0%	4.9%	6.6%	5.4%			5.2%	4.6%	

ที่มา: งบการเงิน

หมายเหตุ: ปี 1Q62 – 4Q62 EPS / Norm EPS คำนวณ Fully diluted ที่ 175 ล้านหุ้น และ 1Q63 – 4Q63 ที่ 225 ล้านหุ้น

แนวโน้มกำไรปกติปี 2564 – 65 เติบโตเฉลี่ย 27% สูงกว่ากลุ่มฯ

แนวโน้มกำไรปกติปี 2564 – 65 เท่ากับ 201 ล้านบาท (+33% yoy) และ 244 ล้านบาท (+21% yoy) ขยายตัวเฉลี่ย 27% yoy ถือว่าสูงกว่าอัตราการเติบโตของกำไรกลุ่มอาหารในปี 2564 – 65 ที่คาดเติบโตเฉลี่ย 7% yoy (เฉพาะหุ้นที่ฝ่ายวิจัย Coverage คิดเป็นสัดส่วนประมาณ 59% ของกำไรสุทธิ SETFOOD ปี 2562 ตามที่เปิดเผยใน SETSMART ณ 26 มี.ค. 64 เท่ากับ 5.55 หมื่นล้านบาท)

สมมติฐาน ในการประมาณการ

	2562	2563	2564F	2565F	2566F
Sale Growth %	7.6%	-13.3%	11.2%	12.1%	10.8%
Gross Margin	14.9%	16.2%	17.0%	17.5%	18.0%
SG&A/Sales	8.3%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
Norm Profit Margin	4.6%	5.2%	6.2%	6.7%	7.2%

ที่มา: สายงาน วิจัย บล. เอเซีย พลัส

แนวโน้มกำไรกลุ่มฯ ที่ฝ่ายวิจัย Coverage (ณ 26 มี.ค. 64)

(ล้านบาท)	2562	2563	2564F	2565F	Growth 2564	Growth 2565
CPF	18,456	26,022	25,649	27,938	-1.4%	8.9%
TU	3,816	6,246	6,390	6,572	2.3%	2.9%
OSP	3,259	3,504	3,796	4,372	8.3%	15.2%
TFG	1,440	2,563	2,194	2,477	-14.4%	12.9%
TVO	1,411	1,656	1,972	1,664	19.1%	-15.6%
M	2,604	907	1,500	2,113	65.3%	40.8%
KSL	941	-344	670	860	N.A.	28.4%
TKN	366	243	455	550	87.5%	20.8%
SAPPE	403	380	434	504	14.2%	16.1%
Total	32,695	41,178	43,060	47,050	4.6%	9.3%
NSL	156	151	201	244	32.9%	21.2%

ที่มา: งบการเงินบริษัท และ สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

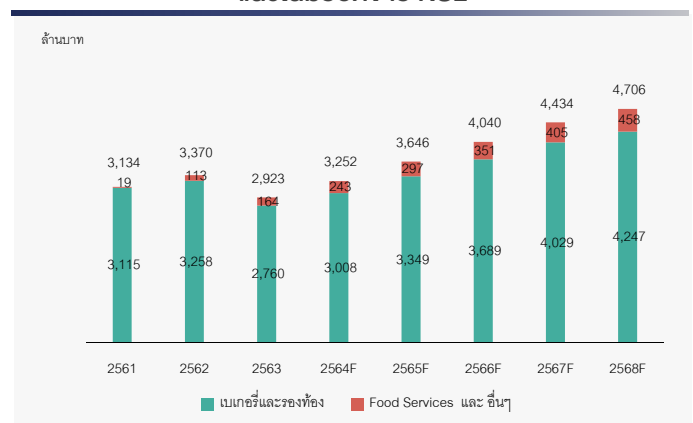
โดยฝ่ายวิจัยคาดว่าจะยอดขายปี 2564 – 65 ของ NSL สูงขึ้นเฉลี่ย 11.7% yoy (ใกล้เคียงกับ TACC ที่ตั้งเป้าหมายยอดขายปี 2564 เติบโต 10% - 15% yoy โดยรายได้ TACC ประมาณ 95% มาจาก 7-11) อยู่ที่ 3.25 พันล้านบาท และ 3.65 พันล้านบาท ตามลำดับ ขับเคลื่อนด้วยยอดขายในกลุ่มเบเกอรี่และรองท้องในช่องทาง 7-11 เป็นไปในทิศทางเดียวกับประมาณการกำไร CPALL ของฝ่ายวิจัยที่ใช้ในการจัดทำวิเคราะห์หีบห่อล่าสุด (23 ก.พ. 64) ได้คาดการณ์ยอดขายสาขาเดิม (SSSG) เฉพาะ CPALL ในปี 2564 - 65 อยู่ที่ 6.5% yoy และ 2.5% yoy ตามลำดับ และสมมติฐานการเปิดสาขาใหม่ปี 2564 – 65 เฉลี่ย 700 สาขา (เพิ่มขึ้นเฉลี่ยราว 5% ต่อปี) ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยปี 2561 – 63 ที่ 721 สาขาต่อปี ประกอบกับธุรกิจ Food Services มีแนวโน้มฟื้นตัว เนื่องจากสถานการณ์ COVID-19 ผ่อนคลายขึ้น หนุนคำสั่งซื้อลูกค้ากลุ่มโรงแรมและร้านอาหาร (HORECA) ททยอยฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป ทั้งนี้ ฝ่ายวิจัยยังไม่รวมกลุ่มธุรกิจอาหารพร้อมรับประทาน (แช่แข็งและไม่ต้องแช่เย็น) และกึ่งพร้อมรับประทานไว้ในประมาณการปี 2565 ถือเป็น Upside ที่รออยู่

สมมติฐาน SSSG และ Store Growth ของ 7-11



ที่มา: CPALL และ สายงาน วิจัย บล. เอเชีย พลัส

แนวโน้มยอดขาย NSL

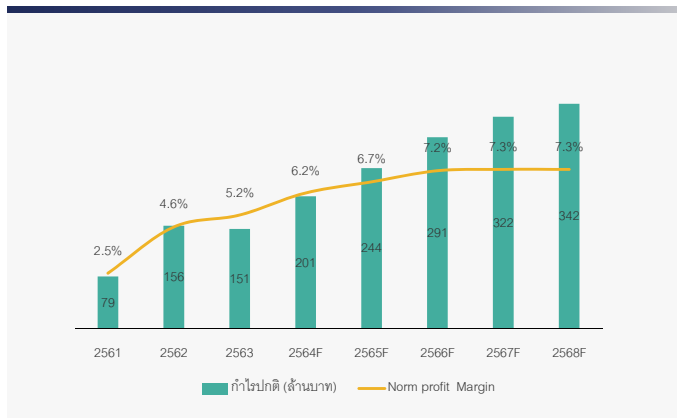


ที่มา: งบการเงิน และ สายงาน วิจัย บล. เอเชีย พลัส

ขณะที่ Gross Margin ปี 2564 – 65 ประเมินที่ 17% และ 17.5% ตามลำดับ สะท้อนพัฒนาการของ Gross Margin ที่ดีขึ้นอย่างต่อเนื่องจาก 14.9% ในงวด 1Q63 มาที่ 17.4% ในงวด 4Q63 รวมทั้งทิศทางรายได้ธุรกิจ Food services สูงขึ้น ย่อมทำให้เกิด Economies of scale ด้าน SG&A/Sales ปี 2564 - 65 คาดไว้ที่ 9% ทรงตัวจากปี 2563 นอกจากนี้ภาระดอกเบี้ยจ่ายมีแนวโน้มลดลงจาก 24 ล้านบาทในปี 2563 มาที่ 12 ล้านบาทในปี 2564 และ 8 ล้านบาทในปี 2565 ตามแผนการนำเงินจาก IPO ไปชำระหนี้เงินกู้ยืมระยะสั้นบางส่วน

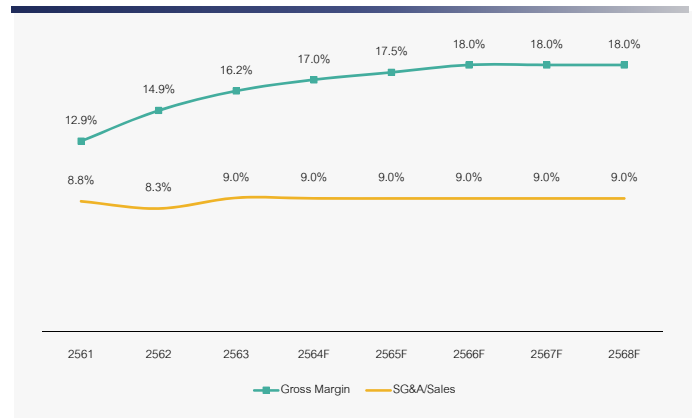
สำหรับแนวโน้มกำไร 1Q64 แม้ยอดขายเผชิญความเสี่ยงจากการระบาดระลอกใหม่ของ COVID-19 ในไทย โดยเฉพาะ ม.ค. 64 ที่ผู้ติดเชื้อใหม่รายวันทำจุดสูงสุดที่ราว 900 คน แต่คาดการณ์การทยอยฟื้นตัว หลังล่าสุดช่วง มี.ค. 64 ผู้ติดเชื้อใหม่รายวันลดลงเหลือไม่เกิน 100 คนต่อวัน ประกอบกับ Gross Margin ในงวด 1Q63 มีฐานต่ำที่ 14.9% จึงประเมินกำไรปกติพอประคองตัวเมื่อเทียบกับ 32 ล้านบาทในงวด 1Q63 และ 40.6 ล้านบาท ในงวด 4Q63

แนวโน้มกำไรปกติรายปี NSL



ที่มา: งบการเงิน และ รายงาน วิจัย บล. เอเชีย พลัส

แนวโน้มประสิทธิภาพการดำเนินงาน



ที่มา: งบการเงิน และ รายงาน วิจัย บล. เอเชีย พลัส

ทั้งนี้ ภายใต้ Sensitivity Analysis ต่อประมาณการปี 2564 – 65 ของฝ่ายวิจัยพบว่า

- ยอดขายปี 2564 – 65 ที่เพิ่มขึ้น (ลดลง) เฉลี่ย 1% จากเดิม บนสมมติฐานอื่นคงเดิม จะทำให้กำไรปี 2564 – 65 เพิ่มขึ้น (ลดลง) จากประมาณการเฉลี่ยราว 1.4%
- Gross Margin ปี 2564 – 65 ที่เพิ่มขึ้น (ลดลง) จากเดิม 1% บนสมมติฐานอื่นคงเดิม จะทำให้กำไรปี 2564 – 65 เพิ่มขึ้น (ลดลง) จากประมาณการเฉลี่ยราว 12%
- SG&A/Sales ปี 2564 – 65 ที่เพิ่มขึ้น (ลดลง) จากเดิม 1% บนสมมติฐานอื่นคงเดิม จะทำให้กำไรปี 2564 – 65 ลดลง (เพิ่มขึ้น) จากประมาณการเฉลี่ยราว 12%

อิง PER 21 เท่า ใกล้เคียงกลุ่มฯ ให้ FV ที่ 14.1 บาท

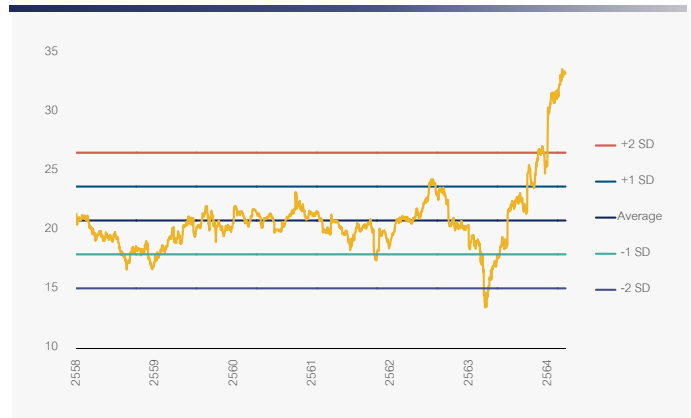
ภายใต้ประมาณการ EPS (Fully Diluted) ปี 2564 ที่ 0.67 บาท (รวมหุ้น IPO ใหม่ 75 ล้านหุ้น) ในการประเมินมูลค่าหุ้นภายใต้วิธี PER เนื่องจากไม่มีธุรกิจที่เหมือนกับ NSL อย่างสมบูรณ์แบบ จึงกำหนด PER ใกล้เคียงค่าเฉลี่ย SETFOOD ย้อนหลังราว 6 ปี (1 ม.ค. 58 – 26 มี.ค. 64) ที่ 21 เท่า ถือว่าไม่แพงเมื่อเทียบกับ TACC ที่มีโครงสร้างรายได้เครื่องต้มจาก 7-11 เป็นหลักมีค่าเฉลี่ย PER ย้อนหลัง 4 ปี (30 ธ.ค. 59 – 26 มี.ค. 64) ที่ 27 เท่า นอกจากนี้ทั้ง SET Index และ SETFOOD ปัจจุบันมี PER ที่ซื้อขายสูงกว่าค่าเฉลี่ยในอดีต (ตามรูปด้านล่าง) จึงมอง PER ที่ 21 เท่า อยู่ในระดับที่เหมาะสม และให้ FV ปี 2564 ที่ 14.1 บาท

Historical PER SET Index



ที่มา: Bloomberg

Historical PER SETFOOD



ที่มา: Bloomberg

Historical PER TACC



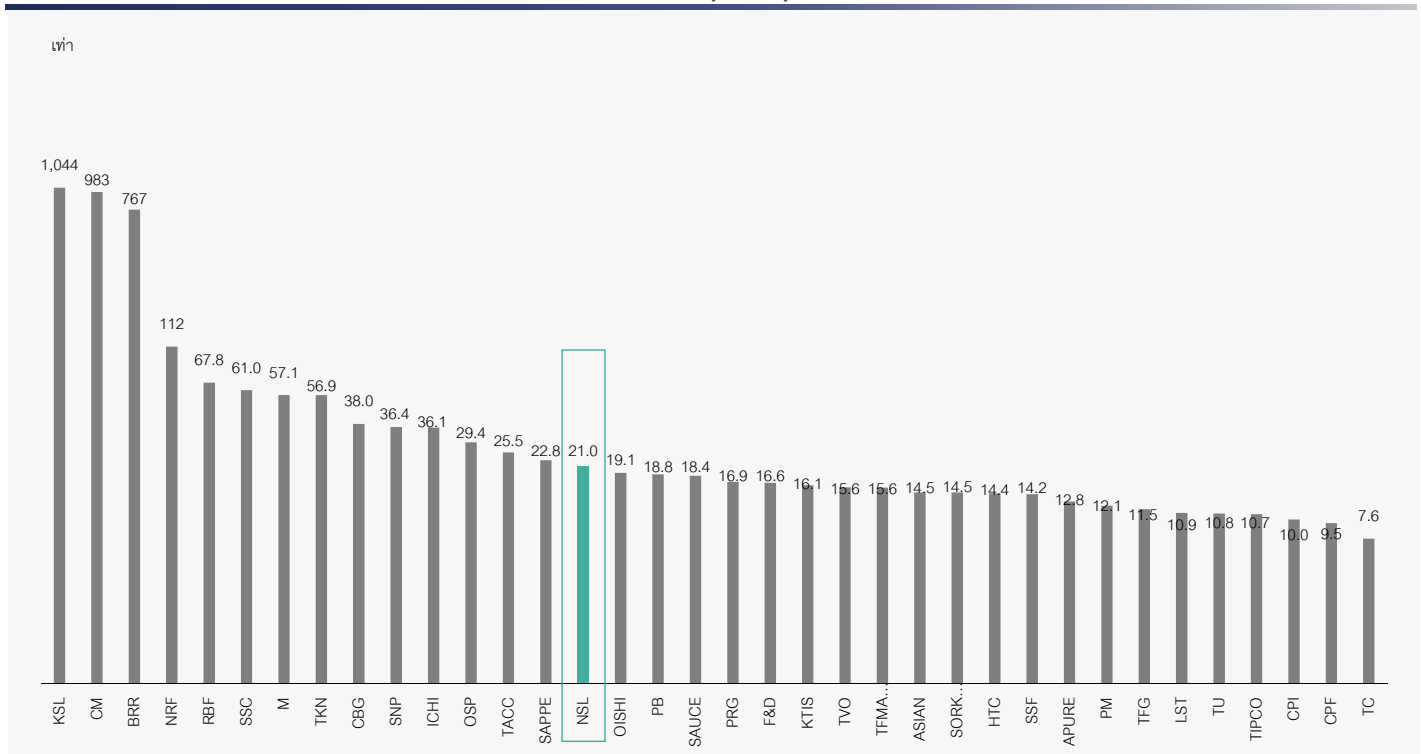
ที่มา: Bloomberg

Sensitivity ของ FV ภายใต้วิธี PER

PER	2564F EPS = 0.67
18	12.10
19	12.70
20	13.40
21	14.10
22	14.80
23	15.40
24	16.10
25	16.80

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

Historical PER ช้อย่ายหุ้นในกลุ่มฯ ณ 26 มี.ค. 64



ที่มา: SETSMART (เฉพาะบริษัทที่มีกำไรสุทธิปี 2563)

PER ของ NSL ที่แสดงอยู่เป็นค่า PER ที่ฝ่ายวิจัยใช้ในการประเมินมูลค่าพื้นฐาน

ประเด็นความเสี่ยงสำคัญ

1. สภาวะเศรษฐกิจไทยที่ยังชะลอตัว ย่อมกดดันกำลังซื้อผู้บริโภค อาจเป็นเหตุให้ยอดขายต่ำกว่าที่คาดการณ์ โดยยอดขายปี 2564 – 65 ที่ลดลงเฉลี่ย 1% จากเดิม ภายใต้สมมติฐานอื่นคงเดิม จะทำให้กำไรปี 2564 – 65 ลดลง จากประมาณการเดิมเฉลี่ยราว 1.4%
2. การบริหารต้นทุนผลิตต่ำกว่าที่คาด ทั้งจากการปรับขึ้นของราคาวัตถุดิบ ฯลฯ ส่งผลให้ Gross Margin ช่นแกว่าคาด โดย Gross Margin ปี 2564 – 65 ที่ลดลงจากเดิม 1% ภายใต้สมมติฐานอื่นคงเดิม จะทำให้กำไรปี 2564 – 65 ลดลง จากประมาณการเดิมเฉลี่ยราว 12%
3. การออกผลิตภัณฑ์ใหม่ช่วงแรก มีโอกาสส่งผลให้ค่าใช้จ่ายการตลาดสูงขึ้น ในขณะที่ยอดขายยังต้องใช้เวลา อาจทำให้สัดส่วน SG&A/Sales สูงกว่าที่คาดการณ์ โดย SG&A/Sales ปี 2564 – 65 ที่เพิ่มขึ้น จากเดิม 1% ภายใต้สมมติฐานอื่นคงเดิม จะทำให้กำไรปี 2564 – 65 ลดลง จากประมาณการเดิมเฉลี่ยราว 12%

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2564 - 66

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2563	2564F	2565F	2566F
รายได้	2,923	3,252	3,646	4,040
ต้นทุนขาย	(2,448)	(2,699)	(3,008)	(3,313)
กำไรขั้นต้น	475	553	638	727
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(264)	(293)	(328)	(364)
ดอกเบี้ยจ่าย	(24)	(12)	(8)	(3)
ค่าใช้จ่ายอื่น	-	-	-	-
รายได้อื่น	4	5	5	5
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	191	253	306	365
ภาษีเงินได้	(39)	(52)	(62)	(75)
ส่วนแบ่งกำไร/ขาดทุนจากบริษัทรวม	-	-	-	-
กำไรปกติ	151	201	244	291
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	-	-
กำไรสุทธิ	151	201	244	291
Norm EPS	0.67	0.67	0.81	0.97
อัตราการเติบโตของยอดขาย	-13%	11%	12%	11%
อัตราการเติบโตของกำไรสุทธิ	-3%	33%	21%	19%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	16%	17%	18%	18%
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	5%	6%	7%	7%
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	1Q63	2Q63	3Q63	4Q63
รายได้	809	612	743	758
ต้นทุนขาย	(689)	(516)	(616)	(627)
กำไรขั้นต้น	121	95	127	132
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(74)	(53)	(62)	(75)
ดอกเบี้ยจ่าย	(7)	(6)	(6)	(6)
รายได้อื่น	1	1	2	0
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	41	37	61	51
ภาษีเงินได้	(9)	(8)	(12)	(11)
ส่วนแบ่งกำไร/ขาดทุนจากบริษัทรวม	-	-	-	-
กำไรปกติ	32.1	29.8	49.0	40.6
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	-	-
กำไรสุทธิ	32.1	29.8	49.0	40.6
Norm EPS	0.14	0.13	0.22	0.18
การเติบโตของยอดขาย (YoY)	-2.5%	-27.6%	-13.5%	-9.3%
การเติบโตของกำไรสุทธิ (YoY)	-31.2%	-1.3%	10.1%	15.8%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	14.9%	15.6%	17.1%	17.4%
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	4.0%	4.9%	6.6%	5.4%
อัตราส่วนทางการเงิน				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2563	2564F	2565F	2566F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	0.72	1.87	1.78	1.79
อัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็ว (เท่า)	0.54	1.63	1.52	1.53
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	6.87	7.30	6.90	6.98
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	19.26	18.25	17.45	17.31
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	5.82	6.08	5.74	5.84
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น (D/E)	2.46	0.67	0.56	0.49
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย (ROA)	9.4%	10.8%	11.2%	12.9%
ผลตอบแทนจากส่วนผู้ถือหุ้นเฉลี่ย (ROE)	32.6%	23.1%	18.0%	19.6%

ที่มา: รายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2564-66 (ต่อ)

งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2563	2564F	2565F	2566F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
กำไรสุทธิ	151	201	244	291
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด				
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	100	105	123	140
อื่นๆ	41	-	-	-
เพิ่ม/ลดจากกิจกรรมดำเนินงาน	292	306	366	431
การเปลี่ยนแปลงในสินทรัพย์และหนี้สิน	(15)	3	(43)	2
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	277	309	323	433
กระแสเงินสดจากการลงทุน				
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร (CAPEX)	(33)	(50)	(175)	(175)
เงินสดรับจากการจำหน่ายสินทรัพย์ถาวร	0.1	-	-	-
เงินสดจ่ายเพื่อซื้อสินทรัพย์ไม่มีตัวตน	(1.4)	-	-	-
กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	(35)	(50)	(175)	(175)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
เพิ่ม/ลด เงินกู้ (รวมดอกเบี้ยจ่าย)	(80)	(329)	(105)	(105)
เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	55	825	-	-
ลด จ่ายปันผล	(225)	(191)	(121)	(146)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	(250)	304	(226)	(251)
เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	(8)	564	(77)	6
งบดุล (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2563	2564F	2565F	2566F
เงินสด & เงินฝาก	10	573	496	502
ลูกหนี้การค้า	413	477	521	585
สินค้าคงเหลือ	142	154	176	187
ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์	972	917	970	1,005
ค่าความนิยม	-	-	-	-
สินทรัพย์อื่น	37	37	37	37
สินทรัพย์รวม	1,575	2,159	2,200	2,317
เจ้าหนี้การค้า	404	483	506	583
หนี้สินอื่นๆ	96	100	100	100
หนี้สินระยะสั้นที่มีภาระดอกเบี้ย	333	105	105	70
หนี้สินระยะยาวที่มีภาระดอกเบี้ย	286	181	76	6
หนี้สินรวม	1,120	869	787	760
ทุนที่ชำระแล้ว	225	300	300	300
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	750	750	750
กำไรสะสม	230	240	363	507
จัดสรรแล้ว-สำรองตามกฎหมาย	30	30	30	30
ยังไม่ได้จัดสรร	200	210	333	477
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	-	-	-	-
ส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมด	455	1,290	1,413	1,557
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	1,575	2,159	2,200	2,317
สมมติฐานในการทำประมาณการ				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2563	2564F	2565F	2566F
สมมติฐาน				
Sale Growth (%)	-13.3%	11.2%	12.1%	10.8%
Gross Margin (%)	16.2%	17.0%	17.5%	18.0%
SG&A/Sales	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส