

Initiate Coverage

NSL Foods (NSL)

ผู้ผลิตเบเกอรี่ที่ยืดตลาดไทยและจะไปตลาดโลก

เราเริ่มต้นบทวิเคราะห์ NSL ด้วยคำแนะนำ ซื้อ ราคาเป้าหมาย 25 บาท โดยเราชอบ NSL จากแนวโน้มกำไรที่จะเพิ่มเท่าตัวภายในปี 2021-24 +28% CAGR/ปี และ 3 ปัจจัยหนุน 1) การผูกขาดขายเบเกอรี่บร็อนส่วนใหญ่ใน 7-11 คาป्लीกเบอร์ 1 ไทย, 2) New S-Curve ธุรกิจใหม่จะค่อย ๆ มีนัยมากขึ้นภายใต้ฐานกำไรที่ยังเล็ก, 3) ราคาหุ้นที่ปรับฐานสะท้อนความกังวลแล้ว และ PE'22 ปัจจุบันที่เพียง 19.8 เท่า ยังต่ำกว่ากลุ่ม

ประเด็นการลงทุน

- **ฐานธุรกิจเดิมเติบโตไปพร้อมกับ CPALL คาป्लीก #1 ของไทย** NSL ผู้ผูกขาด Exclusive Deal การขายเบเกอรี่บร็อน (92.7% ของยอดขาย) ส่วนใหญ่ในร้าน 7-11 โดย CPALL จะไม่ซื้อสินค้าที่มีลักษณะใกล้เคียง NSL เปรียบเสมือนการมีพันธมิตรหน้าร้านกว่า 1.3 หมื่นแห่งทั่วประเทศ โดย NSL เตรียมเปิดตัวสินค้าใหม่ 3-4 รายการ/เดือน (6-8% ต่อเดือน) เพื่อรองรับการกลับมาฟื้นตัวหลัง COVID-19 สะท้อนจากยอดขายสาขาเดิม (SSSG) ปี 2022-23 คาดโตสูง 12%-16%, การเปิดสาขาใหม่ 7-11 ในไทย +5%yoy ต่อปี และโอกาสเติบโตไปกับ CPALL ในกัมพูชาและลาว ที่คู่แข่งยังน้อย
- **New S-Curve ธุรกิจใหม่ จะค่อย ๆ เข้ามานับจาก 2H22** NSL เตรียมขยายฐานธุรกิจใหม่อาหารรูปแบบของ (Retort Food) แบ่งเป็นอาหารไทยจับตลาดยุโรป และขนมหวานในจีน ข้อมูลตลาด Ethnic Food ปัจจุบันมีมูลค่ากว่า 1.6 ล้านล้านบาท และคาดขยายตัว 10.3% CAGR ปี 2021-25 โดยจากตลาดที่ใหญ่ และความนิยมอาหารเอเชียที่สูง (36% ของตลาด) จึงเชื่อว่า NSL จะสามารถสร้างยอดขายใหม่ ๆ ได้ ซึ่งเป็นสินค้าที่ margin สูงขึ้น คาดจะเริ่มส่งออกใน 3Q22 โดยเฟส 1 จะลงทุนเครื่องจักร ใช้พื้นที่โรงงานเดิม (รองรับรายได้ 600 ลบ./ปี) และเฟส 2 ลงทุนใหม่หมด คาดเริ่มผลิตปี 2024 (รองรับยอดขาย 1.2 พันลบ./ปี) ภายใต้ฐานกำไรที่ยังเล็ก 200 ลบ. เชื่อว่าธุรกิจใหม่ดังกล่าวจะเป็น S-Curve หนุนการเติบโตได้อย่างมีนัย และด้วยจุดเด่น Net Cash หนุนขยายธุรกิจมั่นคง และไม่มีความเสี่ยงดอกเบี้ยขาขึ้น
- **ประเมินกำไรปี 2021-24 เพิ่มเท่าตัว เติบโต 28% ต่อปี CAGR** ปี 2021 คาดกำไรเติบโต 27% yoy หนุนจากพัฒนาการ Gross margin ที่ดีขึ้นมีนัย โดยเฉพาะ 1H21 แต่หักล้างบางส่วนจากผลกระทบ Lockdown งวด 3Q21 อย่างไรก็ตาม ปี 2022 คาดฟื้นตัวสูง 38% yoy โดยน้ำหนักการเติบโตจะอยู่ใน 2H22 เป็นหลัก จากทั้งผลฐานต่ำยอดขาย 7-11 ฟื้นตามการ WFH LFH ลดลง และการเดินทางมากขึ้น ประกอบกับ ยอดขายธุรกิจใหม่ margin สูง จะค่อย ๆ เข้ามารวม ขณะที่ปี 2023-24 คาดโต 28% และ 20% จากฐานยอดขายใน 7-11 ที่เป็นเหมือน recurring income เติบโตไปพร้อมกับกลุ่ม CPALL และบวกเพิ่มด้วยยอดขายธุรกิจใหม่ที่มีนัยมากขึ้น โดยประเมินสัดส่วนยอดขายเบเกอรี่ผ่าน 7-11 ต่อสินค้า Retort Food และ Food Services ในปี 2024 จะอยู่ที่ 78% และ 22% ตามลำดับ
- **ประเมินราคาเป้าหมาย 25 บ. แนะนำ ซื้อ** ราคาหุ้นปรับตัวลงมา 12.5% จากจุดสูงสุดเดือนม.ค.22 เชื่อว่าสะท้อนความกังวลต้นทุนที่เพิ่มขึ้นแล้ว แต่จากผลกระทบที่ประเมินน้อยกว่ารายอื่น ประกอบกับแนวโน้มกำไร 2H22 ที่จะเติบโตสูงน่าประทับใจ จึงเชื่อว่าจะเป็นโอกาสในการทยอยซื้อ สะสม เพื่อรองรับกำไรที่จะโดดเด่นขึ้น ประเมินราคาเป้าหมายที่ 25 บ. อิง Forward PE'22 ที่ 28.5 เท่า ใกล้เคียงค่าเฉลี่ย Forward PE'22 บริษัทที่ใกล้เคียงกัน TACC, SNNP และ CPALL

KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Net turnover	3,370	2,923	2,976	3,616	4,156
EBITDA	330	315	356	453	548
Net profit	156	151	193	266	339
Net profit (rep./act.)	156	151	193	266	339
EPS (Bt)	0.92	0.67	0.64	0.89	1.13
PE (x)	19.0	26.0	27.2	19.8	15.5
P/B (x)	6.3	8.7	3.9	3.5	3.1
Dividend yield (%)	0.7	4.9	2.2	3.0	3.9
Net debt/(cash) to equity (%)	120.3	134.0	Cash	Cash	Cash
ROE (%)	39.5	32.6	21.3	18.6	21.2

Source: NSL, Bloomberg, UOB KayHian / n.a.: not available

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลจากที่ปรากฏและเชื่อว่าน่าเชื่อถือแต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮีเนียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณต่าง ๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้ลงทุนหากการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

BUY

Share Price	Bt17.5
Target Price	Bt25.0
Upside	+42.9%

COMPANY DESCRIPTION

NSL ผู้ผลิตและจำหน่ายเบเกอรี่ร็องท็องอบ-อุ่นร้อน ที่มี Exclusive Deal กับร้าน 7-11 ทั่วประเทศ และเตรียมสร้างธุรกิจใหม่อาหารพร้อมทานแบบของหลังเข้า IPO เพื่อส่งออกไปในตลาดยุโรปและจีน

STOCK DATA

GICS sector	Food & Beverage
Bloomberg ticker:	NSL TB
Shares issued (m):	300.0
Market cap (Btm):	5,250.0
Market cap (US\$m):	159.1
3-mth avg daily t'over (US\$m):	1.04

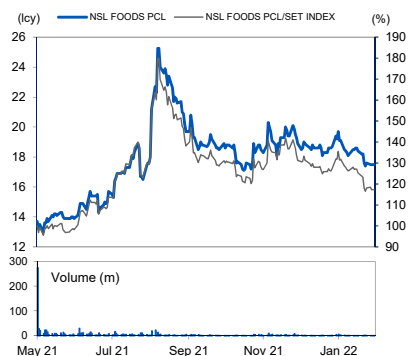
Price Performance (%)

52-week high/low	Bt25.75/Bt13.00				
<b>1mth</b>	<b>3mth</b>	<b>6mth</b>	<b>1yr</b>	<b>YTD</b>	
(6.42)	(6.91)	6.06	27.74	(5.91)	

Major Shareholders

นาย สมชาย อัสวีนิยานนท์	75.00
บริษัท ไทยเอ็นวีดีอาร์ จำกัด	4.59
นาย สมพล ฤกษ์วิบูลย์ศรี	1.15

PRICE CHART



Source: Bloomberg

ANALYST(S)

**Kampon Akaravarinchai**  
+662 659 8031  
kampon@uobkayhian.co.th

## ผู้ผูกขาดแซนดวิชอบร้อนใน 7-11

บริษัท เอ็นเอสแอล ฟู้ดส์ จำกัด (มหาชน) (NSL) ปัจจุบันเป็นผู้ผลิตเบเกอรี่และอาหารรองท้อง Exclusive ให้กับร้านสะดวกซื้อเซเว่น อีเลฟเว่น (7-11, ของ CPALL) ทั้งแซนดวิชอบร้อน และเบอร์เกอร์ ซึ่งถือเป็นหนึ่งในสินค้าขายดีของ CPALL โดยนายสมชาย อัครวิยานนท์ ได้ก่อตั้งบริษัท โดเมคเกอร์ จำกัด (“Dough Maker”) ในปี 2546 ต่อมาบริษัทมีโอกาสในการส่งสินค้าเข้าไปจำหน่ายใน 7-11 ทำให้ CPALL เริ่มเห็นถึงศักยภาพ จึงมีการเลือกให้ Dough Maker เป็นหนึ่งในผู้ผลิตสินค้าประเภทครัวของคัสซิ่งเล็ก และพิซซ่า ให้แก่ร้าน 7-11 ทั่วประเทศ

จากแนวโน้มคำสั่งซื้อที่เพิ่มขึ้นดังกล่าว ทำให้นายสมชาย มีการจัดตั้ง NSL เพื่อเป็นโรงงานแห่งที่ 2 ในปี 2549 เพื่อรองรับการขยายตัวของธุรกิจ และได้ร่วมพัฒนาสินค้ากับ 7-11 มาต่อเนื่อง ทั้งแซนดวิชอบร้อน และเบอร์เกอร์ ต่อมาในปี 2561 NSL มีการรับโอนกิจการทั้งหมด (EBT) จาก Dough Maker เพื่อความคล่องตัวในการดำเนินงาน โดยในปี 2562 NSL เข้าซื้อบริษัท ควอลิตี้ฟู้ด สเปเชียลตี้ จำกัด (“QFS”) เพื่อขยายกิจการสู่ธุรกิจ Food Services จัดจำหน่ายปลา อาหารทะเล เนื้อสัตว์ สหรัวย และผักต่างๆ จากการเล็งเห็นตลาดที่เริ่มเติบโต และนำบริษัทฯ เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เมื่อวันที่ 19 พฤษภาคม 2021

## 7-11 ยังเป็นช่องทางขายหลัก แต่เตรียมขยายฐานใหม่

ปัจจุบัน NSL มีรายได้จากการขายแบ่งเป็นทั้งหมด 4 กลุ่มผลิตภัณฑ์ และอีก 1 กลุ่มจะเพิ่มมาในช่วง 3Q22 โดยแบ่งเป็น ดังนี้

1) กลุ่มสินค้าเบเกอรี่และรองท้อง (92.7% ของยอดขายรวม) แบ่งเป็น 3 ส่วน คือ 1.เบเกอรี่อบร้อนแซนดวิช แบ่งขนมปัง แบ่งครัวซองต์ และแบ่งเดนิช, 2.เบเกอรี่อุ่นร้อน ด้วยไมโครเวฟ เช่น เบอร์เกอร์ และโทสต์, 3.เบเกอรี่พร้อมรับประทาน เช่น เอแคลร์ เค้ก โดยในช่วงปกติ NSL จะมีการร่วมพัฒนาสูตรและสินค้ากับ 7-11 อย่างต่อเนื่องอยู่แล้ว เพื่อเพิ่มความหลากหลายของผลิตภัณฑ์

2) Food Services (6.2% ของยอดขายรวม) คือ การแปรรูปเนื้อสัตว์ เช่น ขอดเกล็ด แล่เนื้อ บรรจุ ในลักษณะ OEM แบรินด์ MyChoice ของ Tops, จำหน่ายแบรินด์นำเข้า Talley, และจำหน่ายในแบรินด์ของ NSL คือ Golden Bay โดยระยะถัดไปบริษัทจะต่อยอดช่องทาง Food services ผ่านการเพิ่มช่องทางจัดจำหน่าย และเพิ่มกลุ่มสินค้าใหม่ เช่น กลุ่ม Pre-Cooking เพื่อจับลูกค้ากลุ่มร้านอาหาร Chain store ที่ต้องการให้สินค้ามีรสชาติที่เป็นมาตรฐานในทุกสาขา

3) กลุ่มขนมขบเคี้ยว Snack และรับจ้างผลิตเบเกอรี่ (1.1% ของยอดขายรวม) เป็นการจ้างผู้ผลิต OEM ภายใต้แบรินด์ซิลลี่ บังไท ของ NSL

4) ผลิตภัณฑ์ใหม่กลุ่มสินค้าพร้อมรับประทานบรรจุในถุง (Retort Food) ซึ่งมีจุดเด่นในการสามารถรสชาติอาหารได้ดี, น้ำหนักเบา ขนส่งง่ายและให้ความสะดวกสามารถรับประทานได้ทันที โดย NSL จะพัฒนาสินค้าเป็น 2 กลุ่ม คือ 1.กลุ่มอาหารพร้อมทาน เช่น แกงเขียวหวาน, มัสมัน เน้นจับตลาดในกลุ่มประเทศยุโรป และ 2.กลุ่มของหวาน เช่น ข้าวเหนียวเปียกกล้วย เพื่อส่งไปตลาดประเทศจีน โดยคาดว่าจะเริ่มผลิตนับจาก 3Q22

สินค้าแซนวิชขอบ-อุ่นร้อน และแฮมเบอร์เกอร์ ในร้าน 7-11



Source: NSL, UOB Kay Hian

สินค้าเค้ก และอาหารรองท้อง ในร้าน 7-11



Source: NSL, UOB Kay Hian

สินค้า Food Services แปรนตของ NSL และรับผลิต OEM



Source: NSL, UOB Kay Hian

ตัวอย่างรูปแบบสินค้าใหม่อาหารของพร้อมทาน (Retort Food)



Source: NSL, UOB Kay Hian

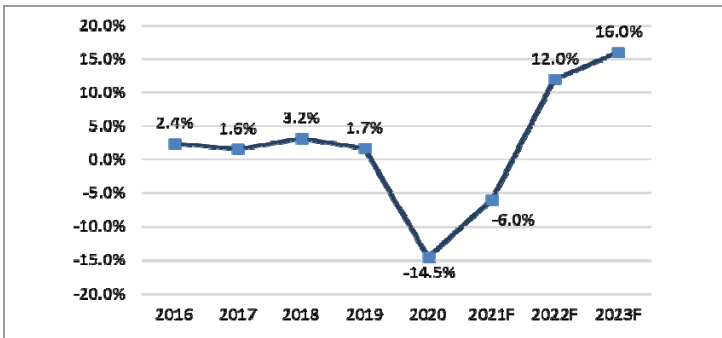
เติบโตไปพร้อมกับกลุ่ม CPALL คำปลีกเบอร์ 1 ของไทย

NSL ผู้ผลิตสินค้าแซนวิชขอบร้อนในใจผู้บริโภค ที่มีหนึ่งในจุดแข็งสำคัญการเป็น Partner สัญญา Exclusive ร่วมกับร้านสะดวกซื้อ 7-11 (ตั้งแต่ 19 ธ.ค.2019 – 18 ธ.ค.2026) โดยมีข้อตกลงหลัก คือ NSL จะไม่สามารถผลิตและจำหน่ายสินค้าสูตรที่เป็นกรรมสิทธิ์ของ CPALL เช่น แซนวิชขอบร้อน เบอร์เกอร์อุ่นร้อน ให้กับผู้อื่น แต่ในทางเดียวกัน CPALL ก็จะไม่ซื้อสินค้าที่มีหน้าตา สูตรกรรมวิธี ส่วนผสม ที่เหมือนกับที่ซื้อจาก NSL จากผู้ผลิตรายอื่น เท่ากับว่า NSL จะเป็นผู้ผูกขาดการขายแซนวิช เบอร์เกอร์ และเบเกอรี่พร้อมทานบางส่วน รวมมากกว่า 50 SKUs (เป็นการขายขาดให้ CPALL) ในร้าน 7-11 ทั่วประเทศกว่า 1.3 หมื่นสาขา และการขยายไปต่างประเทศกับ CPALL อีกอย่างน้อยถึงปี 2026 โดยปัจจุบัน NSL จะมีการเปิดตัวสินค้าใหม่ๆที่ร่วมพัฒนากับ 7-11 อีกราว 3-4 รายการ/เดือน (คิดเป็นสัดส่วนสินค้าทดลองใหม่ราว 6-8% ต่อเดือน)

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลง่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆโดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เอชเอ็น (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณต่าง ๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนโดยไม่เป็นการชี้นำชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆที่ปรากฏในรายงาน

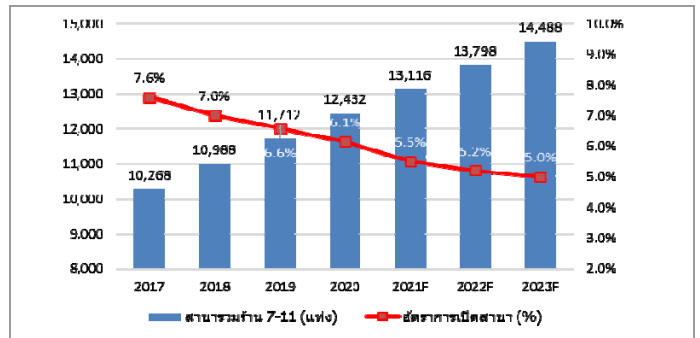
แม้ช่วงที่ผ่านมา 7-11 จะได้รับผลกระทบจากการใช้มาตรการปิดเมืองของรัฐฯ แต่ปัจจุบันจากการระบาด COVID-19 ที่เริ่มคลี่คลาย เชื่อว่าจะค่อยๆ คัดหวังการฟื้นตัวได้ดีขึ้น อิงจากประมาณการยอดขายสาขาเดิม (SSSG) ปี 2022 ของ CPALL ที่ฝ่ายวิจัยกำหนดฟื้นตัวราว 12%yoy จากฐานต่ำการ Lockdown และจับจ่ายชะลอตัว แต่เราเชื่อว่าสินค้าของ NSL มีโอกาสที่จะขยายตัวได้สูงกว่า จากทั้ง 1) การเร่งเปิดตัวผลิตภัณฑ์ใหม่ๆ +6-8% ต่อเดือน เช่น การ Co-Branding รวมกับผลิตภัณฑ์อื่นๆ, 2) กลุ่มนักเรียนที่จะกลับมาโรงเรียน (LFH WFH ลดลง) และ 3) ผลกระทบมาตรการคนละครึ่งที่เป็นฐานเดียวกันแล้ว นอกจากนี้ ยังมีอีกปัจจัยหนุนจากการเปิดสาขาใหม่ร้าน 7-11 เป็นราว 1.38 หมื่นแห่ง ในปี 2022 (+5.2%yoy)

แนวโน้มยอดขายสาขาเดิม (SSSG) ของร้าน 7-11 CPALL



Source: CPALL, UOB Kay Hian

การเปิดสาขาของร้าน 7-11 CPALL



Source: CPALL, UOB Kay Hian

ขณะที่ความกังวลระยะสั้น ต้นทุนวัตถุดิบที่ราคาสูงขึ้น เช่น เนื้อหมู ใน 1Q22 เชื่อว่า NSL จะได้รับผลกระทบจำกัดกว่ารายอื่นๆ เนื่องจากปัจจุบัน NSL และ CPALL มีการทยอยปรับราคาขายสินค้าขึ้น เช่น แชนด์วิชแฮมชีส เดิม 25 เป็น 27 บาท (+8%) นับจากเดือนก.พ.22 แล้ว ซึ่งเชื่อว่าจะไม่กระทบต่อฐานลูกค้าเดิม เพราะมีราคาไม่สูง เทียบกับผู้ประกอบการรายอื่นๆ เช่น กลุ่มร้านอาหาร MK, ZEN ที่ปรับราคาขึ้นได้ยาก หรือล่าสุดที่มีการปรับราคาอาจมีผลกระทบต่อจำนวนลูกค้า เพราะเดิมมีราคาสูงอยู่แล้ว หรือ CBG, OSP ที่ปรับราคาขายเครื่องดื่มชูกำลังไม่ได้เนื่องจากการแข่งขันสูง

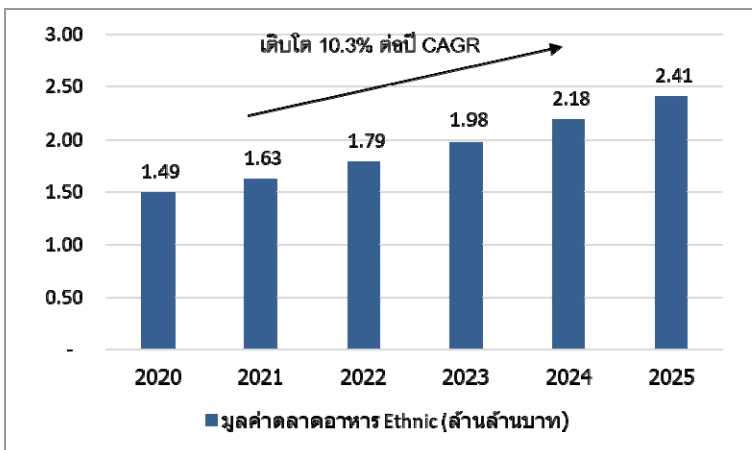
ระยะถัดไปปี 2023 คาด SSSG ของ CPALL จะเติบโตราว 16% yoy และจะกลับสู่ระดับการเติบโตปกติคาดราว 2%-3% ต่อปี จากการเติบโตตามการบริโภค, แนวโน้ม Urbanization ของไทยที่ปัจจุบันยังอยู่ราว 51% เทียบกับประเทศพัฒนาแล้วที่ระดับ 80%-90% ซึ่งผู้บริโภคจะยิ่งต้องการความสะดวกสบายที่มากขึ้น รวมถึงจะยังมียอดขายส่วนเพิ่มตามการเปิดสาขาของ 7-11 คาดราว 500-700 แห่ง/ปี (ราว +5%yoy) ในไทย และยังคงคาดหวังยอดขายต่อสาขาที่เพิ่มขึ้นตามทิศทางการเปิดร้านพื้นที่ใหญ่ขึ้น นอกจากนี้ ปัจจุบัน 7-11 เริ่มมีการขยายไปในประเทศกัมพูชาแล้ว (ลาว คาดจะเปิดในปี 2022) โดยหากเปรียบเทียบประชากรต่อสาขาของร้านสะดวกซื้อในไทย ที่ระดับราว 3.4 พันคน/แห่ง เทียบกับกัมพูชาและลาว ที่มีประชากร 16.7 และ 7.3 ล้านคน และปัจจุบันมีจำนวนร้านสะดวกซื้อน้อย (คาด < 100 แห่ง) เชื่อว่าหากกำหนดสัดส่วนประชากรต่อสาขาเท่ากับไทย จะยังคงคาดหวังร้านสะดวกซื้อทั่วประเทศที่จะเพิ่มขึ้นได้เป็นระดับ 4.9 และ 2.1 พันแห่ง (รวมราว 54% ของสาขา 7-11 ในไทยปัจจุบัน)

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลจากที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูเอสบี เคย์ ฮีเนียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณวันที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนโดยไม่เป็นการชักชวนให้ลงทุนในหลักทรัพย์หรือซื้อขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

### New S-Curve ธุรกิจใหม่ จะค่อย ๆ เข้าม่านับจาก 2H22

หลังจากการเข้า IPO ในตลาดฯ NSL มีแผนที่จะขยายธุรกิจใหม่ โดยต่อยอดจากประสบการณ์ในธุรกิจผลิตเติม คือ การออกผลิตภัณฑ์สินค้าพร้อมทาน อาหาร และของหวาน ในรูปแบบของสำเร็จรูป (Retort Food) ซึ่งสามารถขนส่งง่าย และเก็บได้นาน โดยปัจจุบัน NSL กำลังเดินทางไปศึกษาตลาด และดำเนินการอื่นๆ เช่น การจดลิขสิทธิ์ ทั้งในยุโรป เพื่อทำตลาดอาหารไทย เช่น แกงเขียวหวาน มีส้มน้ พร้อมทาน และในจีน จะเน้นที่ขนมหวานไทย เช่น ข้าวเหนียวเปียกกล้วย โดยปัจจุบันอยู่ระหว่างเจรจากับ Partner ในต่างประเทศ โดยจะเน้นในรูปแบบการขายขาดเป็นหลัก เหมือนกับที่ขายให้ CPALL ทำให้ NSL จะไม่มีความเสี่ยงในการแบกรับสินค้า

คาดการณ์มูลค่าและอัตราการเติบโตของตลาด Ethnic Food



Source: Fortune Business Insight, UOB Kay Hian

จากการรวบรวมมูลค่าตลาดการบริโภคอาหารต่างชาติในแต่ละประเทศ (Ethnic Food) มีการคาดการณ์ของ Fortune Business Insight ว่าในปี 2021 มีมูลค่าสูงถึง 1.6 ล้านล้านบาท และคาดว่าจะเพิ่มเป็น 2.4 ล้านล้านบาท ในปี 2025 คิดเป็น CAGR ปี 2021-25 เฉลี่ยที่ 10.3% ต่อปี ตลาดที่ขยายตัวเพิ่มขึ้น มาจากการเรียนรู้วัฒนธรรมต่างประเทศ จากทั้งผู้อพยพ และการท่องเที่ยวระหว่างประเทศที่มากขึ้น โดยปัจจุบันกลุ่มอาหารเอเชียมีสัดส่วนอันดับ 1 อยู่ที่ราว 35.8% ของทั่วโลก สะท้อนถึงความนิยมอาหารเอเชียที่สูง เช่นเดียวกับในจีนที่อาหารเอเชียมีส่วนแบ่งตลาดใน Ethnic Food อันดับ 1 ที่ราว 50%

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เอชเอ็น (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

Initiate Coverage

Thursday, 17 February 2022

ฝ่ายวิจัยมีมุมมองบวกต่อแผนธุรกิจดังกล่าว จากแรงหนุนทั้งตลาดที่เติบโตสูง และจุดได้เปรียบจากความนิยมอาหารเอเชียของคนทั่วโลก ประกอบกับ ประสบการณ์ในธุรกิจกลุ่มอาหารของ NSL กว่า 20 ปี เชื่อว่าจะทำให้การทำธุรกิจ Retort Food ดังกล่าวมีความเป็นไปได้ โดยในกรณีที่สามารถทำตลาดในยุโรปและจีนได้จริง เชื่อว่าจะเป็น Upside ที่สูงต่อ NSL ภายใต้ฐานกำไรที่ยังเล็กเพียงราว 150-200 ล้านบาท (ฐานยอดขายปัจจุบันเพียงราว 3 พันล้านบาท) ในปี 2562-64 เนื่องจากเป็นตลาดที่ใหญ่ รวมถึงเป็นกลุ่มสินค้าที่ให้ margin ที่สูงกว่าระดับเดิม ทั้งนี้ ปัจจุบัน NSL มีการทยอยสั่งซื้อเครื่องจักรเข้ามาแล้ว และอยู่ระหว่างเตรียมความพร้อมผลิต ควบคู่ไปกับการศึกษาตลาด คาดจะเริ่มส่งออกในงวด 3Q22 โดยการผลิตจะแบ่งเป็น 2 เฟส คือ

เฟส 1: เริ่มผลิต 3Q22 ปัจจุบันซื้อเครื่องจักรผลิตในพื้นที่โรงงานเดิม สามารถรองรับรายได้ราว 600 ล้านบาท/ปี กำลังผลิต 10.5 ตัน/วัน งบลงทุน (Capex) รวมเพียง 30 ล้านบาท

เฟส 2: ลงทุนก่อสร้างอาคาร และติดตั้งอุปกรณ์ เครื่องจักรใหม่ สามารถรองรับรายได้ราว 1.2 พันล้านบาท/ปี กำลังผลิต 21 ตัน/วัน เงินลงทุนรวม 350 ล้านบาท (แบ่งเป็นค่าอาคาร 240 และเครื่องจักร 110 ล้านบาท) โดยการขยายกำลังผลิต เฟส 2 จะเริ่มก่อสร้างเมื่อสินค้า Retort Food ติดตลาดมากขึ้น ใช้เวลาก่อสร้าง 12 เดือน เบื้องต้นคาดการณ์ก่อสร้างในปี 2023 และเริ่มผลิตต้นปี 2024

**เป้าหมายยอดขายโตเกือบเท่าตัวใน 5 ปี มีแรงหนุนด้วยฐานทุนแกร่ง**

ในปี 2021 NSL มีสัดส่วนยอดขายเบเกอรี่ร้าน 7-11 ราว 95% และสินค้าอื่นๆราว 5% โดยในปี 2022 บริษัทตั้งเป้าสัดส่วนยอดขายเบเกอรี่ใน 7-11 ที่ 90% และยอดขายอื่นที่ 10% ภายใต้ฐานยอดขาย 3.9 พันล้านบาท โดยหลักจะมาจากยอดขาย Food Service และ Retort Food ที่เพิ่มขึ้น และภายในปี 2026 ตั้งเป้าสัดส่วนใน 7-11 ต่อยอดขายอื่นที่ 70%:30% ฐานยอดขาย 6 พันล้านบาท ภาพรวมฝ่ายวิจัยประเมินมีความเป็นไปได้สูง และอาจเป็น Upside ต่อประมาณที่กำหนดอนุรักษ์นิยมให้สัดส่วนยอดขาย ใน 7-11 และอื่นๆ ปี 2022-26 ที่ 88%:12% และ 75%:25% ภายใต้ฐานยอดขายที่ 3.6 และ 5.65 พันล้านบาท ตามลำดับ

แผนขยายยอดขายกว่าเท่าตัวในเวลา 5 ปี ดังกล่าว จะหนุนด้วยฐานทุนที่มีความพร้อมสูง หลังเข้า IPO ในตลาด โดย ณ สิ้นงวด 9M21 NSL มีเงินสดในมือรวม 410 ล้านบาท โดยมีฐานะการเงินเป็น Net Cash (เงินสดมากกว่าหนี้ที่มีภาระดอกเบี้ย) ภายใต้กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO) ปีละราว 200 ล้านบาท จะช่วยเสริมความพร้อมในการขยายฐานการผลิต (Scale-up production capacity) ได้อย่างรวดเร็ว และไม่มีความเสี่ยงท่ามกลางภาวะดอกเบี้ยขาขึ้นด้วย

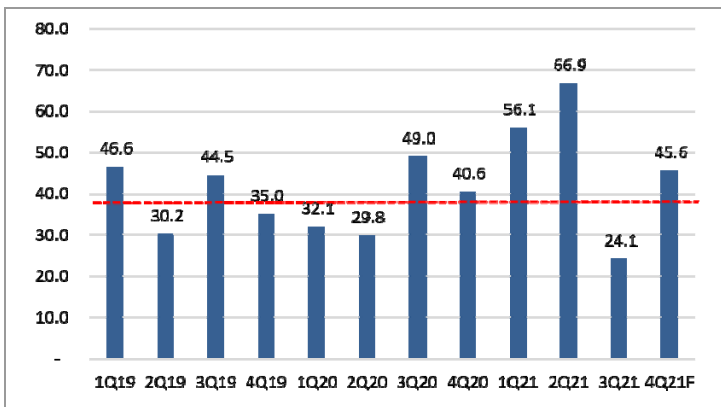
รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักนำชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

**ปี 2021-24 คาดกำไรเติบโต 28.3% ต่อปี CAGR หนุนกำไรเพิ่มเท่าตัว**

กำไร NSL งวด 9M21 อยู่ที่ 147 ล้านบาท เติบโตสูง 32.8% yoy โดยยอดขายรวมทรงตัว yoy จากผลกระทบการระบาด COVID-19 และมาตรการ Lockdown ในงวด 3Q21 กดดันการจ่ายชะลอตัว อย่างไรก็ตาม มีปัจจัยหนุนสำคัญมาจากประสิทธิภาพกำไรที่เพิ่มขึ้น โดยอัตรากำไรขั้นต้น (Gross margin) เพิ่มขึ้นเป็น 18.2% จาก 15.9% ในงวด 9M20 หนุนจากทั้ง 1) การหา Supplier รายใหม่ ๆ เพื่อลดต้นทุนราคาวัตถุดิบ, 2) ลด Credit term ทำให้ได้ส่วนลดต้นทุนวัตถุดิบ, 3) การพัฒนาประสิทธิภาพการผลิตวิเคราะห์ต้นทุน (ความสามารถทำกำไรที่ดีขึ้น สะท้อนจาก Gross margin งวด 3Q21 ที่เพิ่มเป็น 16.6% จาก 15.6% ใน 2Q21 ภายใต้การ Lockdown และฐานยอดขายใกล้เคียงกัน) แม้หักล้างบางส่วนจาก SG&A/Sales ที่เพิ่มขึ้น จากค่าใช้จ่ายป้องกัน COVID-19 ในโรงงาน, ค่าวัคซีน, ค่า ATK แต่ยังไม่น่ากังวลเนื่องจากส่วนใหญ่เป็นค่าใช้จ่ายครั้งเดียว

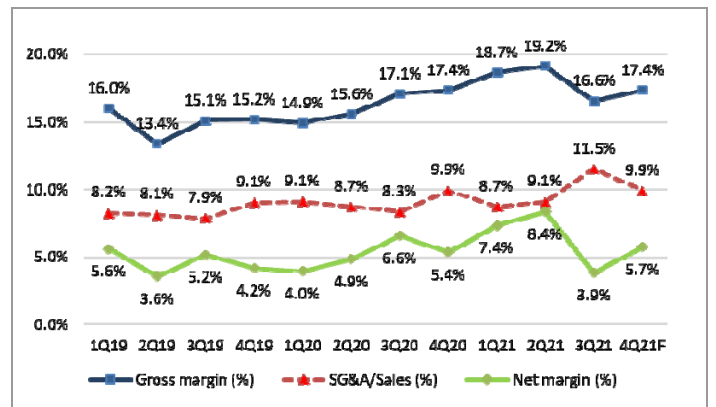
ประเมินกำไรงวด 4Q21 เติบโต 12.3% yoy และ 88.8% qoq โดยการฟื้นตัว yoy หนุนจากยอดขายรวมที่เติบโต 4.6% yoy จากยอดขายกลุ่ม Food services ที่ฟื้นตัวเร็ว หลังการเปิดเมือง, ยอดขายเบเกอรี่กลับมาทรงตัว yoy ได้ ประกอบกับ ดอกเบี้ยจ่ายที่ลดลงหลังชำระหนี้บางส่วน ขณะที่ความสามารถทำกำไรโดยรวมใกล้เคียงเดิม ในส่วนการฟื้นตัว qoq หลักๆ หนุนจากฐานต่ำการ Lockdown ที่กดดันยอดขายและอัตรากำไร ภาพรวมกำไรปี 2021 คาดเติบโต 27.3% yoy โดยหลักจากพัฒนาการของประสิทธิภาพทำกำไรที่ดีขึ้นมีนัย

แนวโน้มกำไรรายไตรมาสของ NSL



Source: NSL, UOB Kay Hian

ประสิทธิภาพทำกำไรรายไตรมาสของ NSL



Source: NSL, UOB Kay Hian

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลง่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลง่าโดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูเอบี เคย์ ฮีเนียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณใดง่าที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนโดยไม่ได้เป็นการรับประกันกับชนง่าให้ก่งลงทุนง่าการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดง่าที่ปรากฏในรายงาน

ขณะที่ปี 2022 คาดกำไรสุทธิฟื้นตัวสูง 37.7% yoy โดยประเมินช่วง 1H22 การเติบโตอาจยังไม่ค่อยดีขึ้นแต่เบื้องต้นคาดว่าราว 0%-5% เนื่องจากมีฐานสูงการฟื้นตัวหลัง COVID, Gross margin ที่เพิ่มขึ้น และภาษีจ่าย 2Q21 ที่ลดลงจากการลดหย่อนเข้า IPO ประกอบกับ ผลกระทบจากราคาวัตถุดิบที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นใน 1H22 แม้ขาดเซียบางส่วนจากที่ NSL สามารถปรับราคาขายสินค้าที่ต้นทุนเพิ่มขึ้นร่วมกับร้าน 7-11 ไปแล้ว แต่งวด 2H22 คาดหวังฐานกำไรเติบโตน่าประทับใจมากกว่า 1 เท่าตัว หนุนจากทั้งฐานต่ำยอดขายช่องทาง 7-11 ที่จะฟื้นตัวหนุนจากการ WFH (Work from Home), LFH (Learn from Home) ที่ลดลง และการเดินทางข้ามจังหวัดที่เพิ่มขึ้น ประกอบกับ ยอดขายธุรกิจใหม่ ซึ่งมี margin สูง จะเริ่มเข้ามาหนุนมากขึ้น

ภาพรวมฝ่ายวิจัยประเมินกำไรปี 2021-24 เติบโต CAGR สูง 28.3% ต่อปี จากฐานกำไร ปี 2021 ที่ราว 193 ล้านบาท จะเพิ่มขึ้นเท่าตัวมาอยู่ที่ระดับ 400 ล้านบาท ในปี 2024 ภายใต้ฐานยอดขายธุรกิจเบเกอรี่ที่ฟื้นตัวตาม SSSG และการเปิดสาขา 7-11 ของ CPALL โดยในปี 2023-24 คาดกำไรเติบโต 27.6% และ 20.2% ตามลำดับ หนุนจากผลบวกจากธุรกิจใหม่อาหารของพร้อมทานที่จะเริ่มมีนัยมากขึ้น และจะช่วยหนุนความสามารถทำกำไรขยายตัว ตามสัดส่วนสินค้า margin สูงที่มากขึ้น และประโยชน์การประหยัดต่อขนาดต้นทุนคงที่ที่เพิ่มขึ้น

## สมมติฐานในประมาณการ

ทิศทางกำไรดังกล่าวอิงจากสมมติฐานหลัก ดังนี้

- ยอดขายของ NSL (คาดปี 2021-24 เติบโต 17.4% ต่อปี CAGR)

ปี 2022 ประเมินยอดขายรวมเติบโต 21.5% yoy และขยายตัวอีก 14.9% และ 16% yoy ในปี 2023-24 ภายใต้สมมติฐานหลัก คือ

- ยอดขายสินค้าเบเกอรี่ช่องทางร้าน 7-11 ในปี 2022 คาดเติบโต 14.8% yoy มาอยู่ที่ 3.18 พันล้านบาท (เป้าหมายบริษัทที่ 3.3 พันล้านบาท) และปี 2023-24 เติบโต 9.7% และ 8.8% yoy ตามลำดับ สอดคล้องกับการเติบโตในภาวะปกติของ SSSG และการเปิดสาขา 7-11 ระดับราว 2-3% และ 5% ต่อปี ตามลำดับ รวมถึงยอดขายส่วนเพิ่มจากการเปิดตัวสินค้าใหม่ๆทุกปี

- ยอดขาย Food services ในปี 2022-24 คาดเติบโต 42.9%, 20% และ 8.3% yoy ตามลำดับ

- ยอดขายธุรกิจใหม่อาหารของพร้อมทาน คาดฐานยอดขายปี 2022 ที่ 150 ล้านบาท (เป้าหมายบริษัทที่ 200-300 ล้านบาท) และเพิ่มขึ้นในปี 2023-24 มาอยู่ที่ 330 และ 660 ล้านบาท (เติบโต 120% และ 100%) ตามลำดับ โดยยอดขายปี 2023 จะมาจากการรับรู้ยอดขายเต็มปีการผลิตในเฟส 1 (รองรับยอดขายสูงสุด 600 ล้านบาท) และในปี 2024 จะมียอดขายส่วนเพิ่มจากการเปิดโรงงานเฟส 2 (รองรับยอดขายสูงสุด 1.2 พันล้านบาท)



Initiate Coverage

Thursday, 17 February 2022

• อัตรากำไรขั้นต้น (Gross margin)

ปี 2022 กำหนดที่ 18.5% เพิ่มขึ้นจากปี 2020-21 ที่ 16.2% และ 18% จากฐานยอดขายเบเกอรี่ที่เพิ่มขึ้น ประกอบกับการพัฒนาความสามารถทำกำไรต่อเนื่อง ขณะที่ปี 2023-24 เพิ่มขึ้นเป็น 19.2% และ 19.5% จากสัดส่วนยอดขายธุรกิจใหม่ margin สูงกว่าค่าเฉลี่ย ที่เพิ่มขึ้น โดยในปี 2024 อัตราเพิ่มขึ้นลดลง โดยหักล้างบางส่วนจากค่าเสื่อมโรงงานใหม่

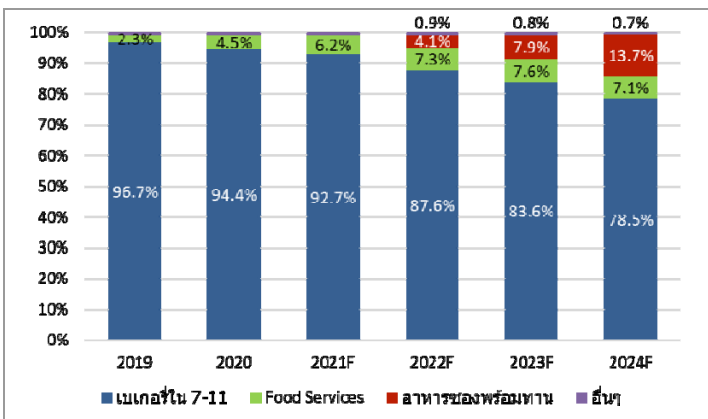
• SG&A/Sales

ปี 2022 กำหนดที่ 9.1% ลดลงจากปี 2021 ที่ 9.7% โดยหลักจากฐานยอดขายที่ขยายตัว และค่าใช้จ่ายครั้งเดียวเกี่ยวกับ COVID-19, ค่าใช้จ่ายที่ปรึกษา IPO ที่ลดลง ขณะที่ปี 2023-24 คาดทรงตัวที่ 9% ใกล้เคียงเดิม

• ดอกเบี้ยจ่าย และอัตราภาษีจ่าย

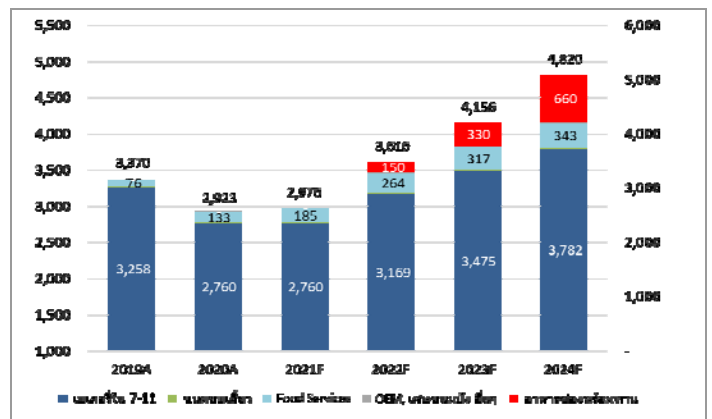
คาดดอกเบี้ยจ่ายปี 2022-24 จะค่อยๆลดลงราวปีละ 5 ล้านบาท จากการคืนเงินกู้ และกำหนดอัตราภาษีจ่าย ปี 2022-24 ที่ 20%

คาดการณ์สัดส่วนยอดขายแต่ละกลุ่มของ NSL



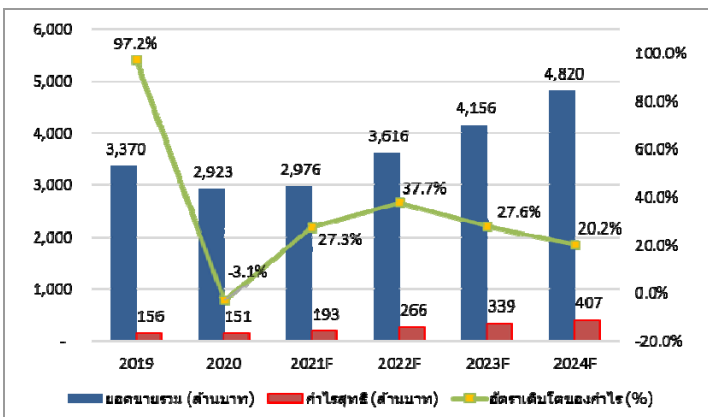
Source: NSL, UOB Kay Hian

คาดการณ์สัดส่วนยอดขายแต่ละกลุ่มของ NSL



Source: NSL, UOB Kay Hian

คาดการณ์กำไร และอัตราการเติบโต



Source: NSL, UOB Kay Hian

สมมติฐานหลักของประมาณการ

สมมติฐานหลัก	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
Sales Revenue	3,370	2,923	2,976	3,616	4,156	4,820
เบเกอรี่ใน 7-11	3,258	2,760	2,760	3,169	3,475	3,782
ขนมขบเคี้ยว	19	16	16	17	17	18
Food Services	76	133	185	264	317	343
OEM, เศษขนมปัง อื่นๆ	18	16	16	16	17	17
อาหารของพร้อมทาน	-	-	-	150	330	660
Gross margin	14.9%	16.2%	18.0%	18.5%	19.2%	19.5%
SG&A/Sales	8.3%	9.0%	9.7%	9.1%	9.0%	9.0%
Net profit margin	4.6%	5.2%	6.5%	7.3%	8.2%	8.5%

Source: NSL, UOB Kay Hian

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลจากที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮีเนียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณต่างที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนโดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

Initiate Coverage

ประเมินราคาเป้าหมายที่ 25 บาท แนะนำ ซื้อ

ฝ่ายวิจัยกำหนดราคาเป้าหมาย NSL ปี 2022 ที่ 25 บาท ด้วย Upside เปิดกว้างกว่า 40% และราคาหุ้นที่ปรับตัวลงมาราว 12.5% จากจุดสูงสุดในเดือนม.ค.22 จากความกังวลต้นทุนวัตถุดิบที่เพิ่มขึ้น แต่จากการประเมินที่ผลกระทบไม่มาก และกำไร 2H22 คาดเติบโตน่าประทับใจ ประกอบกับ Forward PE'22 ที่ซื้อขาย 19.8 เท่า ต่ำกว่ากลุ่มภาพรวมจึงเชื่อว่าเป็นโอกาสในการทยอยเข้าซื้อ สะสม เพื่อรอรับกำไรที่คาดว่าจะโดดเด่นขึ้น

ราคาเป้าหมายปี 2022 อิง EPS'22 ที่ 0.89 บาท ภายใต้วิธี PER ที่ 28.5 เท่า ประเมินจากค่าเฉลี่ย PE'22 ของบริษัทที่ทำธุรกิจใกล้เคียงกัน คือ TACC (จำหน่ายเครื่องดื่มในร้าน 7-11), SNNP (จำหน่ายเครื่องดื่ม ขนม) รวมถึง CPALL (ร้านสะดวกซื้อ 7-11) เพื่อสะท้อนความคาดหวังการฟื้นตัวของ CPALL ซึ่งการเติบโตของ NSL ในช่วงปี 2022-23 ยังอิงกับร้าน 7-11 เป็นหลักอยู่

เปรียบเทียบราคาเป้าหมายภายใต้ PE'22 แต่ละช่วง

	EPS'22	PE'22	TP'22
NSL	0.89	24.00	21
	0.89	25.50	23
	0.89	27.00	24
	0.89	28.50	25
	0.89	30.00	27

Source: UOB Kay Hian, NSL

เปรียบเทียบ Valuation ของผู้ประกอบการที่ทำธุรกิจใกล้เคียงกัน

	PE		EPS Growth		PEG	
	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F
TACC	17.6	15.7	17.6%	12.5%	1.00	1.25
SNNP	31.4	24.1	60.7%	30.6%	0.52	0.79
CPALL	36.4	28.1	85.3%	29.5%	0.43	0.95
average.	28.5	22.6	54.5%	24.2%	0.65	1.00
NSL	19.8	15.5	37.7%	27.6%	0.52	0.56

Source: UOB Kay Hian, NSL, Settrade และ Bloomberg

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลง่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เอชไอเอ็น (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักจูงชวนให้ลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆที่ปรากฏในรายงาน

## ปัจจัยความเสี่ยง

1. ต้นทุนราคาวัตถุดิบที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น อาจส่งผลกระทบต่อความสามารถทำกำไรของบริษัท แต่อย่างไรก็ตาม ภายใต้สถานการณ์ปัจจุบันยังไม่น่ากังวลมากนัก เนื่องจาก 1) แนวโน้มราคาหมู - ไก่ ที่เริ่มทรงตัว และลดลงแล้ว, 2) ความเชี่ยวชาญของ NSL ที่อยู่ในธุรกิจผลิตอาหารมากกว่า 20 ปี เชื่อว่าจะสามารถบริหารควบคุมต้นทุนได้ดี และ 3) ความสามารถในการปรับราคาขายสินค้ากับ 7-11 โดยล่าสุดร้าน 7-11 มีการปรับราคาสินค้าบางส่วนขึ้นแล้ว สะท้อนการเจรจาปรับราคาขายที่ทำได้ โดยจากการสอบถามบริษัทพบว่าส่วนใหญ่จะใช้เวลาเจรจาราว 2 เดือน
2. ความเสี่ยงจากการที่ 7-11 อาจไม่ต่อสัญญา Exclusive กับ NSL ในปี 2026 (จะเริ่มเจรจาฉบับใหม่ในปี 2023) ซึ่งจะทำให้ยอดขายจากช่องทางขายหลักของ NSL ต้องเผชิญการแข่งขันมากขึ้น แต่ภาพรวมเชื่อว่าจะยังไม่น่ากังวล และน่าจะมีการต่อสัญญาออกไป โดยประเมินจาก 1) ความสัมพันธ์ที่ดีระหว่าง NSL กับ CPALL ที่มีมานานกว่า 15 ปี, 2) Scale การผลิตและความสามารถในการพัฒนาผลิตภัณฑ์ต่อเนื่อง ที่ทำได้ดีอยู่แล้ว จึงเชื่อว่า CPALL น่าจะใช้ resource ที่มี ไปพัฒนาธุรกิจในด้านอื่นมากกว่า
3. ผลตอบรับธุรกิจใหม่อาหารของพร้อมทาน (Retort Food) ที่อาจไม่ตอบโจทย์ผู้บริโภคต่างประเทศในตลาดยุโรปและจีนที่จะเป็นปัจจัยขับเคลื่อนการเติบโตหลักนับจากปี 2024 แต่อย่างไรก็ตาม จากแนวโน้มตลาด Ethnic Food ที่มีขนาดใหญ่, อัตราการเติบโตยังสูง (ราว 10.3% ต่อปี), และกระแสความนิยมอาหารเอเชียที่ดี ประกอบกับ จำนวนผู้อพยพ และการเรียนรู้วัฒนธรรมต่างประเทศที่มีมากขึ้น จึงเชื่อว่าน่าจะมีหนุยยอดขายธุรกิจใหม่ ยังสอดคล้องกับสมมติฐานของฝ่ายวิจัยที่กำหนดอนุรักษ์นิยมได้

Initiate Coverage

Thursday, 17 February 2022

PROFIT & LOSS

Year to 31 Dec (Btm)	2020	2021F	2022F	2023F
Net turnover	2,923	2,976	3,616	4,156
EBITDA	315	356	453	548
Deprec. & amort.	100	104	110	120
EBIT	215	252	344	428
Total other non-operating income	0	0	0	0
Associate contributions	0.0	0.0	0.0	0.0
Net interest income/(expense)	(24)	(17)	(12)	(5)
Pre-tax profit	191	235	332	424
Tax	(39)	(42)	(66)	(85)
Minorities	0	0	0	0
Net profit	151	193	266	339
Net profit (adj.)	151	193	266	339

BALANCE SHEET

Year to 31 Dec (Btm)	2020	2021F	2022F	2023F
Fixed assets	972	904	854	1,085
Other LT assets	28	28	28	28
Cash/ST investment	10	552	637	389
Other current assets	557	636	828	871
Total assets	1,567	2,121	2,348	2,373
ST debt	333	105	105	70
Other current liabilities	463	444	626	577
LT debt	286	181	76	6
Other LT liabilities	42	42	42	42
Shareholders' equity	455	1,356	1,506	1,686
Minority interest	0.0	0.0	0.0	0.0
Total liabilities & equity	1,579	2,128	2,355	2,380

CASH FLOW

Year to 31 Dec (Btm)	2020	2021F	2022F	2023F
Operating	277	198	366	366
Pre-tax profit	191	235	332	424
Tax	(39)	(42)	(66)	(85)
Deprec. & amort.	100	104	110	120
Associates	0.0	0.0	0.0	0.0
Working capital changes	(15)	(98)	(9)	(93)
Non-cash items	38	0	0	0
Other operating cashflows	(42)	0	0	0
Investing	(35)	(35)	(60)	(350)
Capex (growth)	(33)	(35)	(60)	(350)
Capex (maintenance)	0.0	0.0	0.0	0.0
Investments	0.0	0.0	0.0	0.0
Proceeds from sale of assets	0	0	0	0
Others	(1)	0	0	0
Financing	(250)	379	(221)	(264)
Dividend payments	(225)	(191)	(116)	(159)
Issue of shares	55.0	900.0	0.0	0.0
Proceeds from borrowings	124.7	0.0	0.0	0.0
Loan repayment	(169)	(329)	(105)	(105)
Others/interest paid	(35.4)	0.0	0.0	0.0
Net cash inflow (outflow)	(8)	542	85	(249)
Beginning cash & cash equivalent	18	10	552	637
Changes due to forex impact	0	0	0	0
Ending cash & cash equivalent	10	552	637	389

KEY METRICS

Year to 31 Dec (%)	2020	2021F	2022F	2023F
Profitability				
EBITDA margin	10.8	11.9	12.5	13.2
Pre-tax margin	6.5	7.9	9.2	10.2
Net margin	5.2	6.5	7.3	8.2
ROA	9.5	10.5	11.9	14.4
ROE	32.6	21.3	18.6	21.2
Growth				
Turnover	(13.3)	1.8	21.5	14.9
EBITDA	(4.4)	12.9	27.5	20.9
Pre-tax profit	(2.9)	23.2	41.2	27.6
Net profit	(3.1)	27.3	37.7	27.6
Net profit (adj.)	(3.1)	27.3	37.7	27.6
EPS	(26.8)	(4.5)	37.7	27.6
Leverage				
Debt to total capital	136.15	21.09	12.02	4.51
Debt to equity	136.15	21.09	12.02	4.51
Net debt/(cash) to equity	1.34	(0.20)	(0.30)	(0.19)
Interest cover (x)	13.0	20.9	38.1	115.2

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลของที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูเอสบี เคย์ ฮีเนียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการแสดงความเห็นหรือประมาณการณต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักนำชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

THAI INSTITUTE OF DIRECTORS ASSOCIATION (IDO) CORPORATE GOVERNANCE REPORT RATING 2019



AAV	ADVANC	AIRA	AKP	AKR	AMA	AMATA	AMATAV	ANAN	AOT
AP	ARROW	BAFS	BANPU	BAY	BCP	BCPG	BOL	BRR	BTS
BTW	BWG	CFRESH	CHEWA	CHO	CK	CKP	CM	CNT	COL
COMAN	CPALL	CPF	CPI	CPN	CSS	DELTA	DEMCO	DRT	DTAC
DTC	EA	EASTW	ECF	EGCO	GBX	GC	GCAP	GEL	GFPT
GGC	GOLD	GPSC	GRAMMY	GUNKUL	HANA	HARN	HMPRO	ICC	ICHI
III	ILINK	INTUCH	IRPC	IVL	JKN	JSP	K	KBANK	KCE
KKP	KSL	KTB	KTC	KTIS	LH	LHFG	LIT	LPN	MAKRO
MALEE	MBK	MBKET	MC	MCOT	MFEC	MINT	MONO	MTC	NCH
NCL	NKI	NSI	NVD	NYT	OISHI	OTO	PAP	PCSGH	PDJ
PG	PHOL	PJW	PLANB	PLANET	PORT	PPS	PR9	PREB	PRG
PRM	PSH	PSL	PTG	PTT	PTTEP	PTTGC	PYLON	Q-CON	QH
QTC	RATCH	ROBINS	RS	S	S & J	SABINA	SAMART	SAMTEL	SAT
SC	SCB	SCC	SCCC	SCN	SDC	SEAFECO	SEAOIL	SE-ED	SELIC
SENA	SIS	SITHAI	SNC	SORKON	SPALI	SPI	SPRC	SSSC	STA
STEC	SVI	SYNTEC	TASCO	TCAP	THAI	THANA	THANI	THCOM	THIP
THREL	TIP	TISCO	TK	TKT	TMB	TMILL	TNDT	TOA	TOP
TRC	TRU	TRUE	TSC	TSR	TSTH	TTA	TTCL	TTW	TU
TVD	TVO	U	UAC	UV	VGI	VIH	WACOAL	WAVE	WHA
WHAUP	WICE	WINNER							



2S	ABM	ADB	AF	AGE	AH	AHC	AIT	ALLA	ALT
AMANAH	AMARIN	APCO	APCS	AQUA	ARIP	ASAP	ASIA	ASIAN	ASIMAR
ASK	ASN	ASP	ATP30	AUCT	AYUD	B	BA	BBL	BDMS
BEC	BEM	BFIT	BGC	BGRIM	BIZ	BJC	BJCHI	BLA	BPP
BROOK	CBG	CEN	CENTEL	CGH	CHG	CHOTI	CHOW	CI	CIMBT
CNS	COLOR	COM7	COTTO	CRD	CSC	CSP	DCC	DCON	DDD
DOD	EASON	ECL	EE	EPG	ERW	ESTAR	ETE	FLOYD	FN
FNS	FORTH	FPI	FPT	FSMART	FSS	FVC	GENCO	GJS	GL
GLOBAL	GLOW	GULF	HPT	HTC	HYDRO	ICN	IFS	INET	INSURE
IRC	IRCP	IT	ITD	ITEL	J	JAS	JCK	JCKH	JMART
JMT	JWD	KBS	KCAR	KGI	KIAT	KOOL	KWC	KWM	L&E
LALIN	LANNA	LDC	LHK	LOXLEY	LRH	LST	M	MACO	MAJOR
MBAX	MEGA	METCO	MFC	MK	MODERN	MOONG	MPG	MSC	MTI
NEP	NETBAY	NEX	NINE	NOBLE	NOK	NTV	NWR	OCC	OGC
ORI	OSP	PATO	PB	PDG	PDI	PL	PLAT	PM	PPP
PRECHA	PRIN	PRINC	PSTC	PT	QLT	RCL	RICHY	RML	RWI
S11	SAAM	SALEE	SAMCO	SANKO	SAPPE	SAWAD	SCG	SCI	SCP
SE	SFP	SIAM	SINGER	SIRI	SKE	SKR	SKY	SMIT	SMK
SMPC	SMT	SNP	SONIC	SPA	SPC	SPCG	SPVI	SR	SRICHA
SSC	SSF	SST	STANLY	STPI	SUC	SUN	SUSCO	SUTHA	SWC
SYMC	SYNEX	T	TACC	TAE	TAKUNI	TBSP	TCC	TCMC	TEAM
TEAMG	TFG	TFMAMA	THG	THRE	TIPCO	TITLE	TIW	TKN	TKS
TM	TMC	TMD	TMI	TMT	TNITY	TNL	TNP	TOG	TPA
TPAC	TPBI	TPCORP	TPOLY	TRITN	TRT	TSE	TSTE	TVI	TVT
TWP	TWPC	UBIS	UEC	UMI	UOBKH	UP	UPF	UPOIC	UT
UWC	VNT	WIJK	XO	YUASA	ZEN	ZMICO	TOG		



A	ABICO	ACAP	AEC	AEONTS	AJ	ALUCON	AMC	APURE	AS
ASEFA	AU	B52	BCH	BEAUTY	BGT	BH	BIG	BLAND	BM
BR	BROCK	BSBM	BSM	BTNC	CCET	CCP	CGD	CHARAN	CHAYO
CITY	CMAN	CMC	CMO	CMR	CPL	CPT	CSR	CTW	CWT
D	DIMET	EKH	EMC	EPCO	ESSO	FE	FTE	GIFT	GLAND
GLOCON	GPI	GREEN	GTB	GYT	HTECH	HUMAN	IHL	INGRS	INOX
JTS	JUBILE	KASET	KCM	KKC	KWG	KYE	LEE	LPH	MATCH
MATI	M-CHAI	MCS	MDX	META	MGT	MJD	MM	MVP	NC
NDR	NER	NNCL	NPK	NUSA	OCEAN	PAF	PF	PICO	PIMO
PK	PLE	PMTA	POST	PPM	PROUD	PTL	RCI	RJH	ROJNA
RPC	RPH	SF	SGF	SGP	SKN	SLP	SMART	SOLAR	SPG
SQ	SSP	STI	SUPER	SVOA	TCCC	THE	THMUI	TIC	TIGER
TNH	TOPP	TPCH	TPIPP	TPLAS	TQM	TTI	TYCN	UTP	VCOM
VIBHA	VPO	WIN	WORK	WP	WPH	ZIGA			

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
90-100		ดีเลิศ
80-89		ดีมาก
70-79		ดี
60-69		ดีพอใช้
50-59		ผ่าน
ต่ำกว่า 50	-	-

**Disclaimer :** การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลการสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน ผลการสำรวจดังกล่าวเป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองถึงความถูกต้องครบถ้วนของผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการ ณ วันที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะ ชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

**Anti-corruption Progress Indicator 2019**

**ได้รับการรับรอง**

ADVANC	AIE	AKP	AMANAH	AP	AQUA	ASP	ASK	BAFS	BBL
BCH	BKI	BLA	BSBM	BAY	BANPU	BWG	BJCHI	BTS	BRR
CIG	CEN	CNS	CPN	CENTEL	CPF	FPI	CIMBT	COM7	CGH
CPALL	CSC	DEMCO	TIP	DRT	DIMET	DTC	DCC	ECL	EPCO
ESTW	EGCO	FNS	FSS	GCAP	GJS	GSTEL	GEL	GFPT	GC
GGC	GPSC	GBX	GLOW	GOLD	GUNKUL	HTC	HANA	HARN	HMPRO
ICC	IFS	INSURE	IVL	INET	INTUCH	IRPC	KBANK	KCE	KSL
KBS	KKP	K	KTB	KWC	KCAR	KTC	LPN	LRH	LHFG
L & E	LHK	MALEE	MBKET	MBK	MC	MCOT	MSC	MINT	M
MONO	MOONG	MTI	MBAX	NBC	NINE	NMG	NNCL	OCC	OCEAN
NKI	PLAT	TASCO	TIPCO	TISCO	TMB	DTAC	TNITY	TTCL	TVD
OGC	PAP	PDI	PATO	PRG	PG	PHOL	PLANB	PLANET	PSTC
PPPM	PDJ	PREB	PE	PM	PPP	PT	PB	PRINC	PDG
PPS	PTG	PTTEP	PTTGC	PTT	PYLON	QTC	QLT	Q-CON	QH
RML	RATCH	THANI	SNP	SORKON	SPACK	SABINA	SPI	SPC	SCG
SCCC	SCB	MAKRO	SSSC	SGP	SINGER	SIS	SNC	SAT	AYUD
SMIT	SMPC	SSI	SIRI	SC	SCN	SE-ED	CFRESH	SELIC	SENA
STA	SRICHA	SITHAI	VIH	SPRC	SST	SSF	SUSCO	SVI	SMK
SYNTEC	TMILL	TKT	TSTH	TPCORP	TAE	TFI	KASET	TMD	TMT
THCOM	TFG	THREL	TVI	TCAP	TNP	THIP	TNL	BROOK	LANNA
TNR	TOP	TOG	TPA	TFMAMA	THRE	TSC	TU	WACOAL	TWPC
U	UBIS	UEC	UKEM	UOBKH	VGI	VNT	WHA	WICE	

**ประกาศเจตนา**

2S	ABICO	AIRA	AF	AMA	AMARIN	AMATA	ANAN	ARROW	AI
BM	BUI	B	CI	CHO	CHOW	CHG	CITY	COL	EFORL
ESTAR	UREKA	XO	FTE	FPI	GYT	GPI	ICHI	IRC	ILINK
JTS	JNK	CHOTI	KWG	KDC	NETA	MFEC	MPG	NEP	INOX
PSL	RWI	ROJNA	SAAM	SCI	SHANG	SKR	SPALI	SYNEX	TMC
TAKUNI	TPP	STANLY	TVO	TRITN	UWC	UV	YUASA		

**Disclaimer :** การเปิดเผยผลการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-Corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งจัดทำโดยสถาบันไทยพัฒน์นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียนของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยผลการประเมินดังกล่าวของสถาบันไทยพัฒน์ อาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในรูปแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งได้อ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารและหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันไทยพัฒน์ซึ่งเป็นบุคคลภายนอกโดยมิได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมิได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ยูเอสบี เคย์ เสียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนี้ๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูเอสบี เคย์ เสียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณั้ต่างที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน