

6 ธันวาคม 2565

แซนด์วิชพร้อมเสิร์ฟ

NSL ผู้ผลิต Sandwich ขายผ่าน 7-11 ทำให้เติบโตไปพร้อมกับ CPALL ทั้งในไทย รับการฟื้นตัวของการบินในประเทศ และการเปิดสาขาใหม่ในกัมพูชา อีกทั้งการออกผลิตภัณฑ์ใหม่ภายใต้แบรนด์ NSL จำหน่ายในประเทศและต่างประเทศในปี 2566 นอกจากเป็นแรงเสริมการเติบโตในอนาคต ยังช่วยลดความเสี่ยงจากการพึ่งพาผู้ค้าหลักรายเดียว โดยคาดการณ์กำไรไตรมาส QoQ ถึง 1Q66 หลังยอดขายเข้าสู่ฤดูกาลขายในงวด 4Q65 และ 1Q66 มีแรงหนุนจากการออกผลิตภัณฑ์ใหม่

อิง PER 23 เท่า ได้ FV ปี 2566 ที่ 28 บาท แนะนำ ซื้อ แนวโน้มกำไรปี 2565 - 67 เติบโตเฉลี่ย (CAGR) 33% (กลุ่มฯ ที่ 19%) ขณะที่ PER ซื้อขายเพียง 17-18 เท่า คิดเป็น PEG (PER / CAGR) ซื้อขาย 0.5 เท่า (กลุ่มฯ ที่ 1.5 เท่า) พร้อม ROE ปี 2565 - 67 เฉลี่ย 25% (กลุ่มฯ ที่ 17%) ถือว่าน่าสนใจจากความสมดุลด้านการเติบโตและ PER เมื่อเทียบกับกลุ่มฯ อีกทั้งหากผลิตภัณฑ์ใหม่ได้รับการตอบรับที่ดี มองว่าจะนำไปสู่การ Re-rating PER จากทั้งฝ่ายวิจัยและตลาด

ประมาณการตัวเลขสำคัญทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2563	2564	2565F	2566F	2567F
กำไรปกติ (ล้านบาท)	151	191	300	365	447
Norm EPS (บาท)	0.67	0.64	1.00	1.22	1.49
Norm Profit Growth	-3%	26%	57%	22%	23%
PER (x)	31.5	33.3	21.2	17.4	14.2
Dividend Yield (%)	4.0%	2.4%	3.7%	4.5%	5.5%
PBV (x)	10.49	5.08	4.54	4.15	3.75
ROE (%)	32.6%	22.4%	22.6%	24.9%	27.7%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

Technical chart



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

Technical comment

NSL แนวโน้มของราคา : Uptrend

แนวรับ : 20.50 บาท

แนวต้าน : 24.50 บาท

NSL

แนะนำ

ราคาปัจจุบัน (บาท)	21.20
ราคาเป้าหมาย (บาท)	28.00
Upside (%)	32.10
Dividend yield (%)	4.50

ซื้อ

ESG RATING

Arabesque S-Ray	-
Moody's	-
MSCI	-
Refinitiv	-
S&P	-
ที่มา: Settrade	
CG Score	na.
Anti-corruption	na.

CONSENSUS ANALYSIS

EPS (บาท)	ASPS	IAA Cons	% diff
2565F	1.00	0.99	1%
2566F	1.22	1.15	6%

ที่มา: ประมาณการโดย ASPS, IAA consensus

RESEARCH DIVISION

บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส

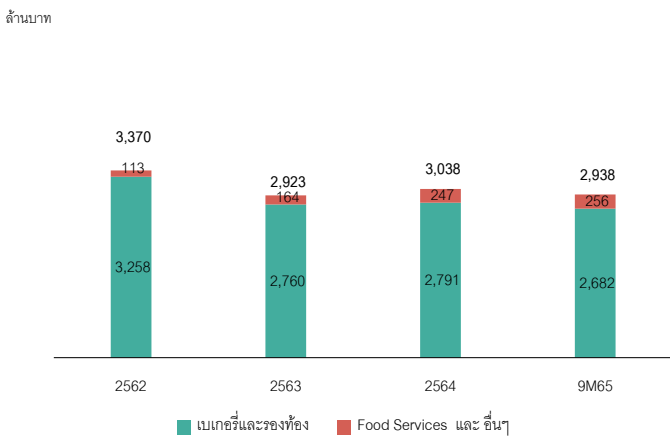
ภาสกร หวังวิวัฒน์เจริญ
นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 093372



กลิ่นหอมของ SANDWICH ลอยมาอีกครั้ง

บริษัท เอ็นเอสแอล ฟู้ดส์ จำกัด (มหาชน) (“NSL” หรือ บริษัทฯ) ผู้ผลิตและจำหน่ายอาหาร ประเภทธุรกิจเบเกอรี่และรองท้อง (สัดส่วนราว 90% ของยอดขายช่วง 9M65) หลักๆ อยู่ในกลุ่ม Sandwich ขายผ่านช่องทาง 7-11 ภายใต้แบรนด์ของ CPALL อย่าง อีชี เทสต์, อีชี สวีท และเซเว่น เพอร์ช ซึ่งได้มีการทำ MOU กับทาง CPALL ถึงปี 2569 นอกจากนี้ NSL มีการกระจายรายได้ไปยังธุรกิจ Food Services (สัดส่วนประมาณ 7% ของยอดขายงวด 9M65) อย่างการแปรรูปเนื้อสัตว์ พร้อมนำไปประกอบอาหาร ให้กับผู้ประกอบการกลุ่ม HORECA, Modern trade (รายละเอียดธุรกิจในบทวิเคราะห์นี้ [LINK](#))

โครงสร้างรายได้



ที่มา: NSL และ สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ตัวอย่างผลิตภัณฑ์เบเกอรี่ของ NSL



ที่มา: NSL

ทั้งนี้ ตั้งแต่ IPO (ปี 2564) การดำเนินงานของ NSL มีพัฒนาการที่ดีต่อเนื่อง สะท้อนจากกำไรปี 2564 ที่ 191 ล้านบาท (+26% YoY) ขณะที่ 9M65 มีกำไร 220 ล้านบาท สูงขึ้น 49% YoY หนุนด้วยยอดขายมาอยู่ที่ 2.9 พันล้านบาท (+34% YoY) ตามการฟื้นตัวของกิจกรรมทางเศรษฐกิจ หลังสถานการณ์ COVID-19 ในไทยคลี่คลาย กอปรกับ Gross Margin แรงตัวเป็น 18.7% เทียบกับ 18.2% ในงวด 9M64 ถือว่าบริหารจัดการได้ดี ในภาวะ Cost push Inflation อีกทั้งรายได้ที่เพิ่มขึ้น ย่อมเอื้อให้เกิด Economies of scale ด้านสัดส่วน IBD/E ณ สิ้นงวด 3Q65 ที่ 0.2 เท่า (เงินสดและเงินลงทุนรวม 384 ล้านบาท) เทียบกับ 0.2 เท่า ณ สิ้นปี 2564 ส่วน CFO งวด 9M65 อยู่ที่ 259 ล้านบาท (CAPEX 112 ล้านบาท) สูงขึ้นจาก 108 ล้านบาทช่วง 9M64 เป็นไปในทิศทางเดียวกับกำไร ภาพรวมสถานะการเงินอยู่ในเกณฑ์ดี พร้อมรองรับการเติบโตทั้ง Organic growth และ Inorganic growth ผ่านการ M&A ธุรกิจขนาด Small – Medium ตามความเห็นของฝ่ายวิจัย

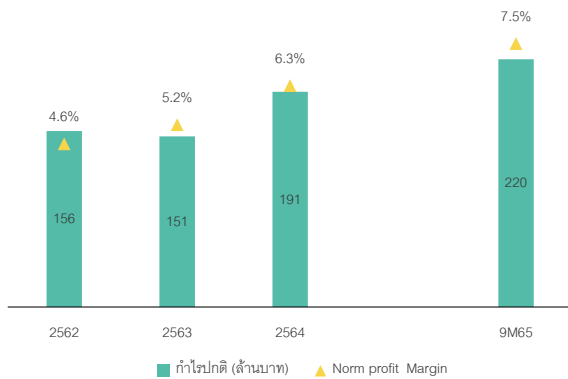


ผลการดำเนินงานรายไตรมาส

(ล้านบาท)	1Q64	2Q64	3Q64	4Q64	1Q65	2Q65	3Q65	% QoQ	% YoY	9M65	9M64	% YoY
รายได้จากการดำเนินงาน	763	798	626	851	932	988	1,018	3.0%	62.6%	2,938	2,188	34.3%
ต้นทุนผลิต	621	645	523	708	761	799	831	4.0%	59.0%	2,390	1,789	33.6%
กำไรขั้นต้น	142	153	104	142	171	190	188	-1.1%	80.9%	548	399	37.4%
ค่าใช้จ่ายขายและบริหาร	67	72	72	86	87	88	97	10.1%	34.4%	272	211	28.8%
กำไรสุทธิ	56	67	24	44	67	81	72	-10.3%	200.3%	220	147	49.4%
กำไรปกติ	56	67	24	44	67	81	72	-10.3%	200.3%	220	147	49.4%
EPS (บาท)	0.25	0.22	0.08	0.15	0.22	0.27	0.24	-10.3%	200.3%	0.73	0.55	32.6%
Norm EPS (บาท)	0.25	0.22	0.08	0.15	0.22	0.27	0.24	-10.3%	200.3%	0.73	0.55	32.6%
Gross margin (%)	18.7%	19.2%	16.6%	16.8%	18.4%	19.2%	18.4%			18.7%	18.2%	
SG&A/Sales (%)	8.7%	9.1%	11.5%	10.1%	9.3%	8.9%	9.5%			9.3%	9.7%	
Norm Profit margin (%)	7.4%	8.4%	3.9%	5.2%	7.1%	8.2%	7.1%			7.5%	6.7%	

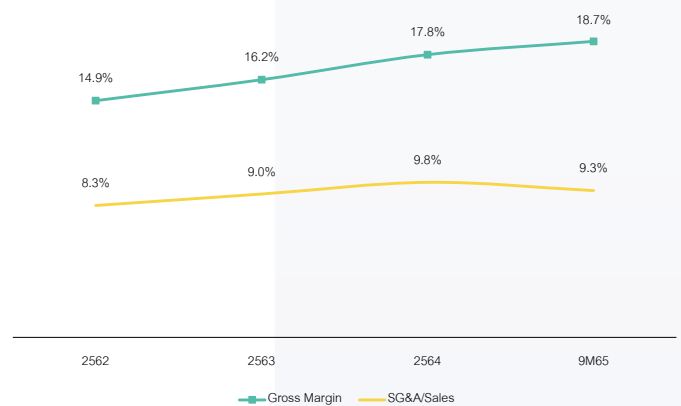
ที่มา: งบการเงิน และ สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส / หมายเหตุ : อัตราการเติบโตของ EPS และ Norm EPS ไม่เท่ากับกำไรสุทธิและปกติ ระหว่าง 9M65 และ 9M64 เพราะจำนวนหุ้นที่สูงขึ้นหลัง IPO

กำไรปกติและ NORM PROFIT MARGIN



ที่มา: งบการเงิน และ สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ประสิทธิภาพการทำการกำไร



ที่มา: งบการเงิน และ สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

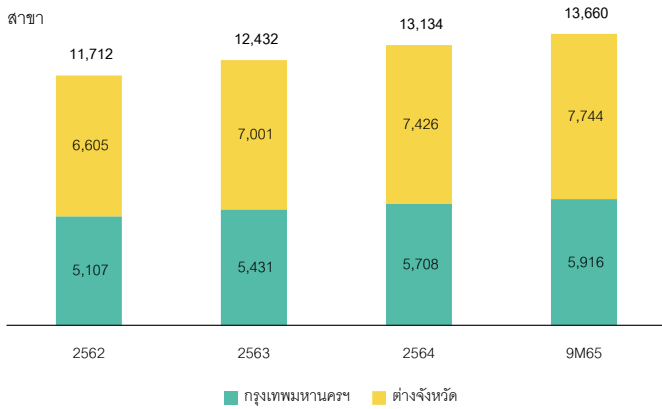
พร้อมเติบโตตาม 7-11 ทั้งในไทยและต่างประเทศ ผสานกับผลิตภัณฑ์ใหม่

ภายใต้โครงสร้างรายได้ราว 90% มาจากช่องทางการขายผ่าน CPALL (7-11) ดังนั้นปัจจัยขับเคลื่อนยอดขายของ NSL จะเป็นไปในทิศทางเดียวกับ CPALL ที่มีแรงหนุนจากการฟื้นตัวของกำลังซื้อในประเทศ (อิง ธปท. ณ พ.ย. 65 คาด GDP ไทย 2566F – 2567F เพิ่ม 3.7% และ 3.9% YoY ตามลำดับ) รวมทั้งการเปิด 7-11 สาขาใหม่ราว 700 สาขาต่อปี กอปรกับการขยายสาขาใหม่ในกัมพูชาของ CPALL เป็นอีกแรงเสริมการเติบโตของ NSL

โดย Bloomberg Consensus ณ 2 ธ.ค. 65 คาดการณ์รายได้ CPALL (งบการเงินรวม) ปี 2565 – 67 สูงขึ้น 44%, 9% และ 7% ตามลำดับ

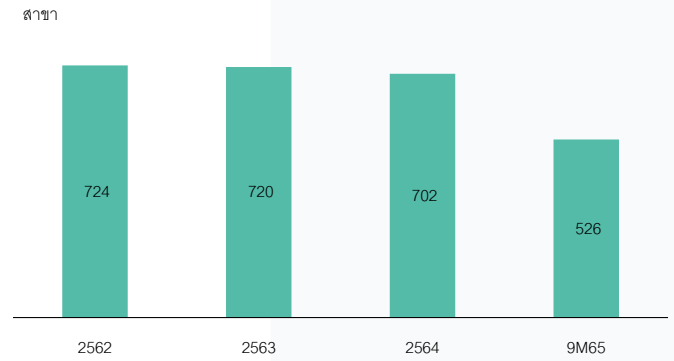


จำนวนสาขา 7-11



ที่มา: CPALL และ สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

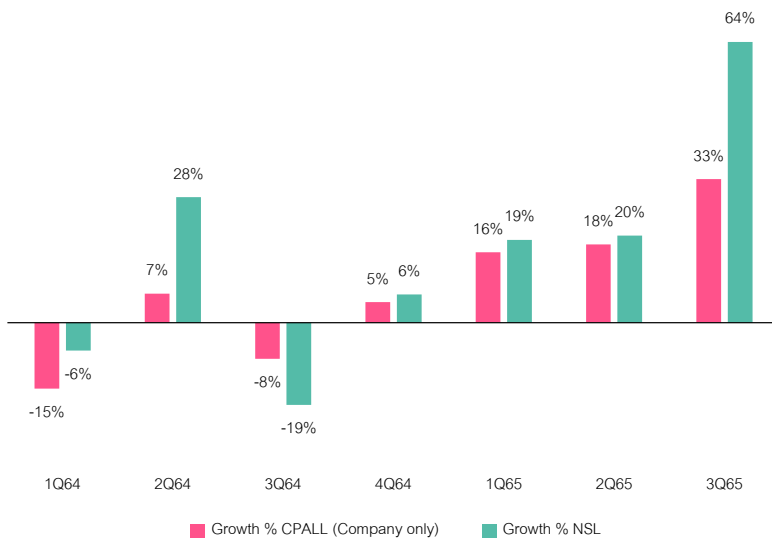
จำนวนสาขาเปิดใหม่ของ CPALL



ที่มา: CPALL และ สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

หากพิจารณาอัตราการเปลี่ยนแปลงของยอดขาย NSL รายไตรมาส (เฉพาะกลุ่มสินค้าเบเกอรี่) เทียบกับการเปลี่ยนแปลงของยอดขาย CPALL (งบการเงินเฉพาะกิจการ : ธุรกิจร้านสะดวกซื้อ, ราว 74% ของยอดขาย CPALL ตามงบการเงินเฉพาะกิจการมาจาก F&B) ตั้งแต่ 1Q64 – 3Q65 พบว่าเป็นไปในทิศทางเดียวกันและหลายไตรมาสยอดขายของ NSL เปลี่ยนแปลงในอัตราสูงกว่ายอดขาย CPALL ตามรูปด้านล่าง

การเปลี่ยนแปลงยอดขาย NSL และ CPALL



ที่มา: CPALL, NSL และ สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส



ทั้งนี้ กำลังผลิตของ NSL ปี 2564 ทั้ง 2 โรงงาน แบ่งเป็นสาขา 1 ผลิตได้ 4.5 แสนชิ้นต่อวันและสาขา 2 อยู่ที่ 8 แสนชิ้นต่อวัน รวมกันสามารถผลิตขนมปังได้ 1.25 ล้านชิ้นต่อวัน มี Utilization Rate ราว 60% และ 26% ตามลำดับ หรือ Utilization Rate เฉลี่ย 38% ภาพดังกล่าวทำให้ฝ่ายวิจัยประเมินกำลังการผลิตยังมีศักยภาพรองรับการเติบโตในอนาคต อีกทั้งในกรณีที่การใช้กำลังการผลิตสูงขึ้น จะบวกต่อ Economies of scale ในลำดับถัดไป นอกจากนี้ NSL เริ่มออกผลิตภัณฑ์ใหม่ในกลุ่มขนมปัง, อาหารพร้อมรับประทาน (Ready-to-Eat) เตรียมจำหน่ายในประเทศและต่างประเทศ รวมทั้งสินค้าใหม่อย่างข้าวแช่ ที่มีเมนูหลากหลายประมาณ 20 เมนู พร้อมตอบสนองความต้องการของผู้บริโภคในช่วงเวลาเร่งด่วน อาทิ ข้าวแช่กะเพราไก่คลุก, ข้าวผัดหมู, ข้าวเหนียวลาบหมู, ของหวานอย่างข้าวเหนียวทุเรียน เตรียมกระจายใน 7 – 11 ทั่วประเทศ ตั้งแต่ 1Q66 ซึ่งปัจจุบันเริ่มสร้างการรับรู้ผลิตภัณฑ์ให้กับผู้บริโภค ผ่านการเปิดร้านที่สยามสแควร์ (ราคาขาย 27 – 35 บาท) ทางบริษัทฯ เปิดเผยว่าผลการตอบรับค่อนข้างดี

ในมุมมองของฝ่ายวิจัย การออกผลิตภัณฑ์ใหม่ที่เป็นแบรนด์ของบริษัทฯ ซึ่งมี Gross Margin สูงกว่าค่าเฉลี่ยบริษัทฯ นอกจากจะผลักดันการเติบโตในด้านรายได้และเพิ่มประสิทธิภาพการทำการกำไรเสริมจาก Economies of scale ยังช่วยกระจายโครงสร้างรายได้ธุรกิจในอนาคต ลดความเสี่ยงจากการพึ่งพาคู่ค้าหลักรายเดียว

กลยุทธ์การเติบโตของ NSL

Review and strategic plan

OEM 7-Eleven

New market

- เพิ่มสินค้าไปจำหน่ายยัง 7-Eleven กัมพูชา 22 SKUs
- Active Products:
 - PMA07 15 SKUs
 - PMA01 2 SKUs
 - PMA08 2 SKUs
- การขยายสินค้าเข้าไปจำหน่ายยัง Kudsan 4,500 สาขา ช่วยเพิ่มโอกาสและยอดขาย




Promotion

- การจัดรายการโปรโมชันกระตุ้นยอดขาย



Brand and Food service



ที่มา: NSL



ผลิตภัณฑ์ข้าวแ่ง

Rice Bar by NSL: เอ็นเอสแอล ข้าวแ่ง



เปิดใหม่ใจกลางสยามเซ็นเตอร์

ชั้น 2 สยามสแควร์วัน

STRATEGY

- สร้างคำว่า ข้าวแ่ง ให้เข้าใจและอยู่ในใจ ผู้บริโภค
- สร้างประสบการณ์ให้กับผู้บริโภคด้วยการเข้าถึงกลุ่มเป้าหมาย
- เน้นการสร้างแบรนด์ผ่านประสบการณ์จริงของผู้บริโภค

แผนการขยายสาขา

5 สาขา + 2 รถพุดหัด	สาขา 2 อาคารเอ็มไพร์紗ฮาร์	สถานที่ : • อาคารสำนักงาน • ห้างสรรพสินค้า • สถานีรถไฟฟ้า • โรงพยาบาล
------------------------	------------------------------	---

7-11 : ทดลองขาย ข้าวแ่งทุโกล 52สาขา






NSL FOODS

The Happy Taste Creator



อร่อยใหม่...ถึงแ่ง



alexdwong

1,344 โฟลว์ 1.2M ผู้ติดตาม 489 หน่วยงาน

Alex Wong

alex@thoslawong.com

NYCLA

Tel: 02-256-

PTCC As Star เจริญผล

pt@thoslawong.com

www.thoslawong.com/

ที่มา: NSL

ข้าวแ่ง

ข้าวแ่ง

ฉีกกฎการกินข้าวแบบเดิมๆ

ข้าวแ่ง “ไม่จ้อช้อน”



ไก่ชิ้นโต





หอม:เพรา







ข้าวหอมมะลิ
อัดแน่น

ลองเลย!! สยามสแควร์วัน

ที่มา: Facebook KhowThang

ข้าวแ่ง

เดลิเวอรี่ ที่ โรบินฮู้ด



สั่งเลย!
พร้อมส่งค่ะ





Food is on
it's way

Rebinhood

f i @ KHOWTHANG t @KHOWTHANG

ที่มา: Facebook KhowThang



ทุกธุรกิจพร้อมเป็นแรงส่งให้ยอดขายมุ่งสู่ 6 พันล้านบาท ในปี 2569

จาก Opportunity Day (14 พ.ย. 65) นำโดย ประธานกรรมการบริหาร คุณสมชาย อัครปิยานนท์ และคณะผู้บริหารบริษัทฯ ภาพรวมโทงบวก โดยเป้าหมายยอดขายปี 2565 ตามเดิมอยู่ที่ 3.9 – 4 พันล้านบาท เติบโตเด่น 28% - 32% YoY เนื่องจากมองว่ายอดขายงวด 4Q65 ไม่ต่ำกว่า 3Q65 ที่ทำได้ 1 พันล้านบาท (4Q64 ที่ 851 ล้านบาท) จากการเข้าสู่ฤดูกาลขายและมีแนวโน้มดีต่อในงวด 1Q66 เพราะการออกผลิตภัณฑ์ใหม่ ขณะที่ Gross Margin งวด 4Q65 มีพัฒนาการดีขึ้น (3Q65 ที่ 18.4%, 4Q64 ที่ 16.8%) สอดคล้องกับยอดขายที่สูงขึ้น หนุนต่อเนื่องถึง Economies of scale

สำหรับปี 2566 : อยู่ระหว่างทำแผน ซึ่งในเบื้องต้นผู้บริหาร NSL ประเมินยอดขายเติบโต 14% - 16% YoY มาที่ 4.6 – 4.7 พันล้านบาท แบ่งเป็นช่องทาง 7-11 เพิ่มราว 12% YoY มาอยู่ที่ประมาณ 4 พันล้านบาท ตามด้วย Food services ไม่ต่ำกว่า 300 ล้านบาท และผลิตภัณฑ์ภายใต้แบรนด์ของบริษัทฯ ทั้งกลุ่มเบเกอรี่, ข้าวแท่ง ประมาณ 300 ล้านบาท

ขณะที่เป้าหมายระยะยาว ทางบริษัทฯ ยังคงเป้าหมายแรงตัวสู่ระดับ 6 พันล้านบาท ภายในปี 2569 (CAGR ปี 2565 – 2569 เฉลี่ยประมาณ 15% ต่อปี)

ความเห็นฝ่ายวิจัย : เป้าหมายการเติบโตของยอดขายในส่วนช่องทางคู่ค้าหลัก สอดรับกับแนวโน้มการเติบโตของ CPALL ตามที่ได้กล่าวในช่วงก่อนหน้านี้

ธุรกิจ Food services : เป้าหมายยอดขายมีความเป็นไปได้ พิจารณาจากงวด 9M65 มีรายได้ 207 ล้านบาท (+62% YoY, ปี 2564 COVID-19 ระบาดในไทย) ซึ่งฐานลูกค้าของธุรกิจนี้อยู่ในกลุ่ม HORECA ทำให้ปี 2566 มีแรงหนุนจากการเปิดประเทศตั้งแต่ ก.ค. 65 กอปรกับการฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทย คาดกระตุ้นคำสั่งซื้อจากลูกค้าในกลุ่มนี้

ธุรกิจแบรนด์ของบริษัทฯ (วางจำหน่ายได้นอกจาก 7-11) : เป้าหมาย 300 ล้านบาท (9M65 มีรายได้ 24 ล้านบาท, +67% YoY) หากนำยอดขายส่วนนี้งวด 9M65 มาเทียบเป็นทั้งปีจะอยู่ที่ประมาณ 32 ล้านบาท และกำหนดส่วนนี้ในปี 2566 คงที่จากปี 2565 จะทำให้ปี 2566 บริษัทฯ ต้องสร้างรายได้จากผลิตภัณฑ์ใหม่ราว 270 ล้านบาท หรือ 7.4 แสนบาทต่อวัน บนกรณีที่ว่าจำหน่ายเฉพาะใน 7-11 (ณ 3Q65 มี 13,660 สาขา) จะคิดเป็นยอดขาย 54 บาทต่อวันต่อสาขา แม้ตัวเลขดังกล่าวเมื่อนำมาเทียบกับ Average daily sales / store ของ 7 – 11 งวด 3Q65 ที่ 76,612 บาท จะคิดเป็น Share of Wallet ราว 0.07% ในเชิงคณิตศาสตร์เป้าหมายของบริษัทฯ น่าจะมีความเป็นไปได้และมีศักยภาพการเติบโตในอนาคต อย่างไรก็ตามผลิตภัณฑ์ “ข้าวแท่ง” ยังคงค่อนข้างใหม่สำหรับผู้บริโภค จึงยังต้องติดตามกระแสตอบรับของผู้บริโภคในวงกว้างมากกว่านี้



คาดการณ์กำไรปี 2565 – 67 เติบโตเฉลี่ย 33% ต่อปี

ภายใต้ปัจจัยสนับสนุนที่กล่าวข้างต้น ทั้งจากการขยายตัวของลูกค้าหลัก, การทยอยออกผลิตภัณฑ์ใหม่ภายใต้แบรนด์ NSL และธุรกิจ Food services ตามการ Recovery ของเศรษฐกิจไทย เมื่อนำมาประกอบกับเป้าหมายทางการเงินของบริษัทฯ ทำให้ฝ่ายวิจัยคาดการณ์กำไรปี 2565 – 2567 เติบโตเฉลี่ย 33% ต่อปี (CAGR 3 ปี) จาก 191 ล้านบาท ในปี 2564 ทะยานสู่ระดับ 447 ล้านบาทในปี 2567

โดยฝ่ายวิจัยคาดการณ์กำไรปี 2565 เติบโต 57% YoY อยู่ที่ 300 ล้านบาท (9M65 คิดเป็นสัดส่วน 73% ของประมาณการกำไรทั้งปี) ขับเคลื่อนด้วยแนวโน้มยอดขายเพิ่ม 33% YoY เท่ากับ 4 พันล้านบาท (9M65 คิดเป็นสัดส่วน 73% ของประมาณการยอดขาย) หลังสถานการณ์ COVID ในไทยมีพัฒนาการดีขึ้นจากปีก่อน บวกต่อช่องทางขายผ่าน 7-11 ขณะที่ Gross Margin ประเมินเร่งตัวเป็น 18.7% (9M65 ที่ 18.7%) เทียบกับ 17.8% ปีก่อน และสัดส่วน SG&A/Sales มีทิศทางดีขึ้นมาอยู่ที่ 9.3% (9M65 ที่ 9.3%) จาก 9.8% ในปี 2564 เพราะ Economies of scale มีน้ำหนักมากกว่าต้นทุนและค่าใช้จ่ายที่สูงขึ้นตามภาวะ Cost push inflation รวมถึงการบริหารต้นทุนค่าใช้จ่ายอย่างมีประสิทธิภาพ

ทั้งนี้ ตามสมมติฐานกำไรปี 2565 ข้างต้น ประเมินกำไร 4Q65 จะอยู่ที่ 80 ล้านบาท สูงขึ้น 11% QoQ (+83% YoY) จากการเข้าสู่ฤดูกาลขายของบริษัทฯ บนสมมติฐานยอดขาย 1.1 พันล้านบาท (+8% QoQ, +30% YoY), Gross Margin ที่ 18.6% (3Q65 ที่ 18.4%, 4Q64 ที่ 16.8%) และสัดส่วน SG&A/Sales ที่ 9.4% (3Q65 ที่ 9.5%, 4Q64 ที่ 10.1%) สำหรับปี 2566 – 2567 คาดกำไรได้ระดับขึ้นต่อเนื่องเป็น 365 ล้านบาท (+22% YoY) และ 447 ล้านบาท (+23% YoY) จากแนวโน้มยอดขายปี 2566 – 67 ที่ 4.5 พันล้านบาท (+11% YoY) และ 5 พันล้านบาท (+11% YoY) ตามลูกค้าหลักทั้งในไทย อานิสงค์จากกำลังซื้อฟื้นตัวสอดคล้องกับทิศทาง GDP ไทย ประกอบกับการเปิดสาขาใหม่ในภูมิภาคของลูกค้าหลัก ผสานด้วยแรงหนุนจากการออกผลิตภัณฑ์ใหม่ภายใต้แบรนด์ NSL ที่มีมาร์จิ้นสูงกว่าค่าเฉลี่ยบริษัทฯ นอกจากผลักดันยอดขายและการประหยัดจากขนาด คาดการณ์ส่งผลให้ Gross Margin ปี 2566 - 67 เพิ่ม 8 bps YoY และ 9 bps YoY ตามลำดับ

ด้วยแนวโน้มกำไรปี 2565 – 67 ข้างต้น พร้อมกำหนดสมมติฐาน Dividend payout ratio (DPR) ช่วงเดียวกันที่ 78% (ปี 2564 มี DPR ที่ 78%) องค์กรประกอบรวมคาดส่งให้ ROE ปี 2565 – 2568 อยู่ที่ 22.6%, 24.9% และ 27.7% ตามลำดับ เทียบกับปี 2564 ที่ 22.4%



สมมติฐานในการทำประมาณการ

ยอดขาย : สมมติฐานปี 2565 อยู่ที่ 4 พันล้านบาท สอดคล้องกับ 9M65 และเป้าหมาย NSL ขณะที่สมมติฐานยอดขายปี 2566 เพิ่ม 11% YoY เท่ากับ 4.5 พันล้านบาท อนุรักษ์นิยมกว่าเป้าหมายบริษัทฯ ที่ 4.6 - 4.7 พันล้านบาท บนสมมติฐานรายได้จากกลุ่มเบเกอรี่ราว 4 พันล้านบาท เป็นไปในทิศทางเดียวกับเป้าหมาย NSL และสอดคล้องกับแนวโน้มการเติบโตของ CPALL ตามด้วยธุรกิจ Food Services คาดไว้ 317 ล้านบาท ใกล้เคียงเป้าหมายของ NSL สำหรับสินค้าภายใต้แบรนด์บริษัทฯ ประเมินที่ 151 ล้านบาท ต่ำกว่าเป้าหมายบริษัทฯ ที่ 300 ล้านบาท มองผลิตภัณฑ์ ข้าวแท่ง ยังต้องติดตามการตอบรับจากผู้บริโภคมากกว่านี้ ส่วนสมมติฐานยอดขายปี 2567 ที่ 5 พันล้านบาท เติบโต 11% YoY

Gross Margin : ปี 2565F – 2567F ที่ 18.7%, 19.5% และ 20.4% ตามลำดับ มีพัฒนาการเพราะ Economies of scale รวมถึงผลิตภัณฑ์แบรนด์ของบริษัทฯ ที่มีมาร์จิ้นสูงขึ้น อีกทั้งประเมินปี 2567 สถานการณ์ Inflation น่าจะเริ่มผ่อนคลาย

SG&A/Sales : ปี 2565F – 67F คงที่เท่ากับ 9.3% มองว่าการเปิดตลาดในกลุ่มสินค้าใหม่ อาจส่งผลให้ค่าใช้จ่ายในการขายเพิ่ม แต่ประคองตัวเพราะการประหยัดจากขนาด

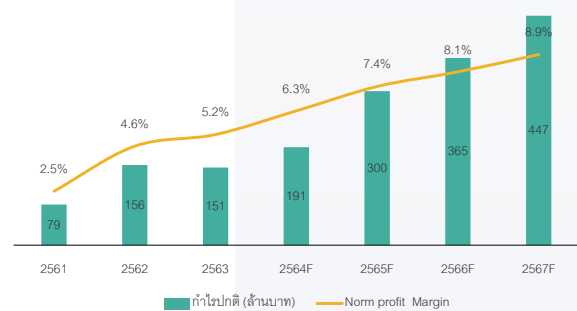
สมมติฐานในการทำประมาณการ

	2563	2564	2565F	2566F	2567F
Sale Growth %	-13%	4%	33%	11%	11%
Gross Margin	16.2%	17.8%	18.7%	19.5%	20.4%
SG&A/Sales	9.0%	9.8%	9.3%	9.3%	9.3%
Norm Profit Margin	5.2%	6.3%	7.4%	8.1%	8.9%
ROE	-	22.4%	22.6%	24.9%	27.7%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

หมายเหตุ : ปี 2563 ไม่แสดง ROE เพราะเป็นส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นฐาน Pre - IPO

แนวโน้มกำไรรายปี



ที่มา: งบการเงิน และ สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส



ข้อ ... สมดุลกิจการเติบโตและ VALUATION

ในการประเมินมูลค่าหุ้น อิง PER ที่ 23 เท่า สูงขึ้นจากบทวิเคราะห์ฉบับก่อนที่ 21 เท่า สะท้อนการเติบโตของกำไรและการพัฒนาผลิตภัณฑ์ภายใต้ตราสินค้าของบริษัทฯ ที่มีความชัดเจนขึ้น ให้ FV ปี 2566 ที่ 28 บาท

โดยระดับ PER ดังกล่าว สอดคล้องกับค่าเฉลี่ย Forward PER ของ NSL ตั้งแต่ 7 มี.ค. 65 – 2 ธ.ค. 65 อยู่ที่ประมาณ 22 เท่า และมีค่าเฉลี่ย Historical PER ตั้งแต่ 30 ธ.ค. 64 – 2 ธ.ค. 65 ที่ 27 เท่า (PBV เฉลี่ยราว 4.4 เท่า) ทั้งนี้ เนื่องจากข้อมูล PER ซื้อขายของ NSL มีเพียง 1 ปี จึงนำ Forward PER ของ SETFOOD มาร่วมพิจารณาพบว่ามีค่าเฉลี่ยตั้งแต่ 1 ม.ค. 61 – 2 ธ.ค. 65 ที่ 24 เท่า (ตามรูปหน้า 12) อย่างไรก็ตามหุ้นใน SETFOOD ประกอบธุรกิจแตกต่างกันพอสมควร (อาทิ MINT ที่จดทะเบียนอยู่ใน SETFOOD)

ดังนั้นฝ่ายวิจัยจึงคัดหุ้นในกลุ่ม F&B (เฉพาะที่จดทะเบียนใน SET ก่อนปี 2565 และไม่รวมกลุ่ม Soft Commodities) จำนวน 11 บริษัท (กลุ่มฯ) อิงข้อมูลจาก Bloomberg Consensus ณ 3 ธ.ค. 65 จำนวน 10 บริษัท และ NSL ตามประมาณการฝ่ายวิจัย (ตามตารางหน้า 11) พบว่ากลุ่มฯ มี CAGR ของกำไรปกติปี 2565 – 67 ที่ 19%, Forward PER ปี 2566 เฉลี่ยกลุ่มฯ เทียบราคาปิด 2 ธ.ค. 65 ที่ 28 เท่า คิดเป็น PEG (PER / CAGR) ซื้อขายเท่ากับ 1.5 เท่า และ ROE เฉลี่ยปี 2565F – 67F อยู่ที่ 17.4% ทำให้ระดับ PER 23 เท่า ที่ฝ่ายวิจัยใช้ในการประเมินมูลค่าหุ้น NSL ถือว่าไม่สูง เมื่อนำมาเทียบกับคาดการณ์ CAGR ของกำไร NSL ปี 2565 – 67 ที่ 33% จะคิดเป็น Multiple PEG เพียง 0.7 เท่า

ให้คำแนะนำ **ซื้อ** นอกจากแผนเพิ่มผลิตภัณฑ์แบรนด์ NSL ที่เป็นรูปธรรมมากขึ้น รวมทั้งการขยายตัวไปกับ CPALL ในกัมพูชา ตามที่ได้กล่าวทั้งหมดในช่วงก่อนหน้านี้ ยังมองว่าแนวโน้มการเติบโตของกำไรเฉลี่ยปี 2565 – 67 เทียบกับ PER ซื้อขายปี 2566 ที่ 17-18 เท่า คิดเป็น PEG ซื้อขาย 0.5 เท่า ถือว่าน่าสนใจสุดในกลุ่มฯ (ไม่รวม PEG ของ M ที่ 0.1 เท่า ที่กำไรฟื้นจากฐานต่ำ) โดยราคาหุ้นในกลุ่มฯ ที่ปีนี้ให้ผลตอบแทน YTD สูงสุดในกลุ่มฯ 3 อันดับ ได้แก่ SNNP (+73% YTD), TKN (+51% YTD) และ SAPPE (+47% YTD) ซึ่งทั้ง 3 บริษัทมี PEG แพงกว่า NSL อยู่ที่ 1.4 เท่า, 0.7 เท่า และ 0.7 เท่า ตามลำดับ อีกทั้งแนวโน้ม ROE เฉลี่ยอยู่ที่ราว 20% - 21% ต่ำกว่า NSL ที่ 25% ในทางตรงข้ามราคาหุ้น NSL ยังเพิ่มขึ้นเพียง 17.2% YTD จึงเปิดโอกาส Catch - up play ในเชิง Valuation

ทั้งนี้ Downside Risk **ต่อคำแนะนำของฝ่ายวิจัย** จะมาจากกำลังซื้อฟื้นตัวช้ากว่าคาด ส่งผลต่อยอดขายและ Economies of scale **ขณะที่ Upside** **ต่อ FV ของฝ่ายวิจัย** จะมาจากความสำเร็จของผลิตภัณฑ์ใหม่ที่ตีเกินคาด นอกจากจะหนุนกำไร มองว่าจะนำไปสู่การ Re - rating PER จากทั้งฝ่ายวิจัยและตลาด



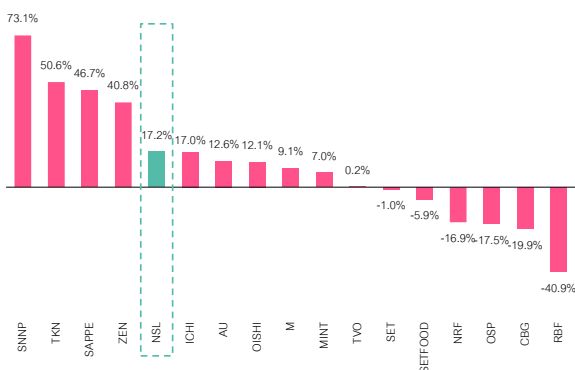
Valuation หุ้นในกลุ่ม F&B

ล้านบาท	กำไรปกติ					CAGR	Historical PER (X)	Forward PER 2566F (X)	PEG (X)	ROE			
	2564	2565F	2566F	2567F	2565F					2566F	2567F	AVERAGE	
1.) กลุ่มเครื่องดื่ม													
CBG	2,881	2,597	3,109	3,633	8%	38.4	30.8	3.8	24.4%	26.8%	28.6%	26.6%	
ICHI	547	594	709	787	13%	26.2	21.8	1.7	9.7%	11.5%	13.0%	11.4%	
OSP	3,255	2,156	2,789	3,162	N.A.	34.7	30.4	N.A.	11.2%	14.1%	15.6%	13.6%	
SAPPE	410	600	692	794	25%	21.4	17.1	0.7	19.8%	21.3%	22.9%	21.3%	
Total	7,092	5,947	7,299	8,376	6%	30.2	25.0	4.4	16.3%	18.4%	20.0%	18.2%	
2.) กลุ่มอาหาร													
NRF	221	110	225	361	18%	24.7	42.9	2.4	6.5%	7.3%	10.9%	8.2%	
NSL*	191	300	365	447	33%	21.8	17.9	0.5	22.6%	24.9%	27.7%	25.1%	
RBF	420	532	730	794	24%	54.1	36.1	1.5	12.0%	15.5%	15.5%	14.3%	
SNNP	437	500	660	792	22%	40.9	30.5	1.4	16.3%	20.1%	22.3%	19.5%	
TKN	182	380	483	581	47%	40.2	33.1	0.7	18.0%	21.6%	24.9%	21.5%	
Total	1,452	1,823	2,462	2,974	27%	36.3	32.1	1.2	15.1%	17.9%	20.3%	17.7%	
3.) กลุ่มร้านอาหาร													
M	131	1,616	2,330	2,732	175%	34.4	22.4	0.1	12.1%	16.8%	19.6%	16.2%	
ZEN	-92	139	181	214	N.A.	46.7	28.0	N.A.	11.5%	14.1%	15.7%	13.8%	
Total	39	1,755	2,511	2,946	321%	40.6	25.2	0.1	11.8%	15.4%	17.7%	15.0%	
Total 1+2+3	8,584	9,524	12,272	14,296	19%	34.9	28.3	1.5	14.9%	17.6%	19.7%	17.4%	
กลุ่มค้าปลีก													
CPALL	12,985	14,470	19,893	24,084	23%	34.5	29.6	1.3	11.0%	13.8%	16.7%	13.9%	

ที่มา: Bloomberg (กำไรปกติปี 2565F – 67F กลุ่มฯ สืบค้น ณ 3 ธ.ค. 65), SET (Historical PER) และ * NSL จากสายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส สำหรับประมาณการกำไรปกติ, ROE และ Forward PER

หมายเหตุ : 1.) Forward PER 2566F และ Historical PER เทียบราคาปิด 2 ธ.ค. 65 2.) PEG คือ Forward PER / CAGR

ผลตอบแทนหุ้นในกลุ่ม YTD



ที่มา: Bloomberg

SENSITIVITY ระดับ PER ต่อ FV NSL

PER	2566F EPS = 1.22	Upside
20	24.0	10%
21	26.0	19%
22	27.0	24%
23	28.0	28%
24	29.0	33%
25	30.0	38%
26	32.0	47%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

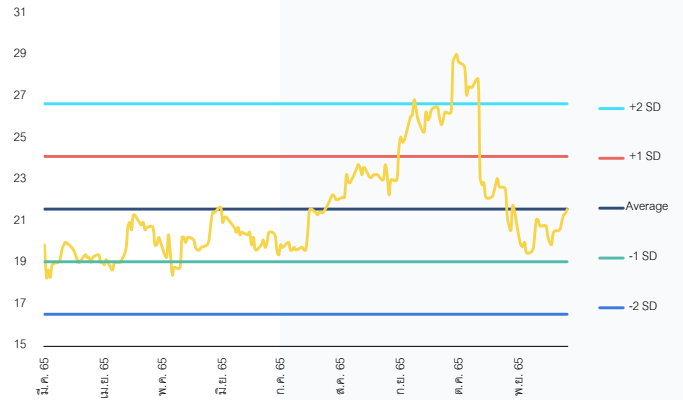


FORWARD PER SETFOOD



ที่มา: Bloomberg

FORWARD PER NSL



ที่มา: Bloomberg

HISTORICAL PER NSL



ที่มา: Bloomberg

HISTORICAL PBV NSL



ที่มา: Bloomberg

ประเด็นความเสี่ยงต่อประมาณการ

ยอดขาย : การเปลี่ยนแปลงของยอดขายทุก 5% ที่ลดลง (เพิ่มขึ้น) จากสมมติฐานปี 2566 ที่ 4.5 พันล้านบาท ภายใต้สมมติฐานอื่นคงเดิม จะส่งผลให้กำไรปี 2566 ลดลง (เพิ่มขึ้น) 5% และมูลค่าพื้นฐานปี 2566 จาก 28 บาท ลดลง (เพิ่มขึ้น) ราว 1 บาท

Gross Margin : การเปลี่ยนแปลงของ Gross Margin ทุก 1% ที่ลดลง (เพิ่มขึ้น) จากสมมติฐานปี 2566 ที่ 19.5% ภายใต้สมมติฐานอื่นคงเดิม จะส่งผลให้กำไรปี 2566 ลดลง (เพิ่มขึ้น) 10% และมูลค่าพื้นฐานปี 2566 จาก 28 บาท ลดลง (เพิ่มขึ้น) ราว 3 บาท

SG&A/Sales : การเปลี่ยนแปลงของ SG&A/Sales ทุก 1% ที่เพิ่มขึ้น (ลดลง) จากสมมติฐานปี 2566 ที่ 9.3% ภายใต้สมมติฐานอื่นคงเดิม จะส่งผลให้กำไรปี 2566 ลดลง (เพิ่มขึ้น) 10% และมูลค่าพื้นฐานปี 2566 จาก 28 บาท ลดลง (เพิ่มขึ้น) ราว 3 บาท



ESG

สิ่งแวดล้อม การบริหารการผลิตอย่างมีประสิทธิภาพเพื่อลดการสูญเสียและประหยัดพลังงาน ผ่านการบำรุงรักษาเครื่องจักร ขณะที่ของเสียในการผลิตที่เกิดขึ้น การบริหารจัดการเป็นไปตามที่ข้อกำหนดที่กำหนด

สังคมแห่งคุณค่า เน้นการผลิตสินค้าที่มีคุณภาพ เพื่อตอบสนองความต้องการของลูกค้าอย่างครบถ้วน ในด้านแรงงานเน้นที่ความปลอดภัยของพนักงานในโรงงาน อีกทั้งส่งเสริมการเรียนรู้และพัฒนาศักยภาพของพนักงาน รวมถึงร่วมพัฒนาชุมชนและสังคม อาทิ บริจาคเครื่องช่วยหายใจ, การสนับสนุนผลิตภัณฑ์เบเกอรี่ให้กับบุคลากรทางการแพทย์ ในช่วง COVID-19

Governance เปิดเผยข้อมูลต่อผู้ถือหุ้นอย่างถูกต้อง ครบถ้วน ทันเวลา และเท่าเทียมกัน ภายใต้กรอบของหลักจริยธรรมและแนวทางการกำกับดูแลกิจการที่ดี



ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2565-2567 ของ NSL

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ส.ค.	2564	2565F	2566F	2567F
รายได้	3,038	4,042	4,500	5,015
ต้นทุนขาย	(2,497)	(3,288)	(3,622)	(3,992)
กำไรขั้นต้น	542	754	877	1,023
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(297)	(376)	(418)	(466)
ดอกเบี้ยจ่าย	(17)	(10)	(10)	(5)
ค่าใช้จ่ายอื่น	-	-	-	-
รายได้อื่น	5	7	7	8
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	232	375	456	559
ภาษีเงินได้	(41)	(75)	(91)	(112)
ส่วนแบ่งกำไร/ขาดทุนจากบริษัทร่วม	-	-	-	-
กำไรปกติ	191	300	365	447
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	-	-
กำไรสุทธิ	191	300	365	447
Norm EPS	0.64	1.00	1.22	1.49
อัตราการเติบโตของยอดขาย	4%	33%	11%	11%
อัตราการเติบโตของกำไรสุทธิ	26%	57%	22%	23%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	17.8%	18.7%	19.5%	20.4%
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	6.3%	7.4%	8.1%	8.9%
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ส.ค.	4Q64	1Q65	2Q65	3Q65
รายได้	851	932	988	1,018
ต้นทุนขาย	(708)	(761)	(799)	(831)
กำไรขั้นต้น	142	171	190	188
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(86)	(87)	(88)	(97)
ดอกเบี้ยจ่าย	(3)	(2)	(3)	(3)
รายได้อื่น	1	1	2	2
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	55	83	101	90
ภาษีเงินได้	(11)	(16)	(20)	(18)
ส่วนแบ่งกำไร/ขาดทุนจากบริษัทร่วม	-	-	-	-
กำไรปกติ	44.0	66.6	80.8	72.5
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	-	-
กำไรสุทธิ	44.0	66.6	80.8	72.5
Norm EPS	0.15	0.22	0.27	0.24
การเติบโตของยอดขาย (YoY)	12.2%	22.1%	23.8%	62.6%
การเติบโตของกำไรสุทธิ (YoY)	8.3%	18.7%	20.8%	200.3%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	16.8%	18.4%	19.2%	18.4%
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	5.2%	7.1%	8.2%	7.1%
อัตราส่วนทางการเงิน				
สิ้นสุด 31 ส.ค.	2564	2565F	2566F	2567F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.83	1.63	1.79	1.93
อัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็ว (เท่า)	1.53	1.34	1.48	1.60
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	6.68	6.58	6.09	6.58
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	15.10	14.75	14.02	14.74
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	5.82	5.81	5.31	5.79
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น (D/E)	0.69	0.73	0.53	0.56
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย (ROA)	10.4%	13.2%	15.3%	17.9%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย (ROE)	22.4%	22.6%	24.9%	27.7%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส



ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2565-2567 ของ NSL (ต่อ)

งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ส.ค.	2564	2565F	2566F	2567F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
กำไรสุทธิ	191	300	365	447
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด				
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	91	106	116	121
อื่นๆ	22	-	-	-
เพิ่มลดจากกิจกรรมดำเนินงาน	305	406	481	568
การเปลี่ยนแปลงในสินทรัพย์และหนี้สิน	(113)	(53)	(14)	(63)
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	192	353	467	506
กระแสเงินสดจากการลงทุน				
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร (CAPEX)	(33)	(150)	(100)	(50)
เงินสดรับจากการจำหน่ายสินทรัพย์ถาวร	0.9	-	-	-
เงินสดจ่ายเพื่อซื้อสินทรัพย์ไม่มีตัวตน	(0.8)	-	-	-
กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	(33)	(150)	(100)	(50)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
เพิ่ม/ลด เงินกู้ (รวมดอกเบี้ยจ่าย)	(316)	(54)	(105)	(98)
เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	872	-	-	-
ลด จ่ายปันผล	(266)	(150)	(234)	(285)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	290	(204)	(339)	(383)
เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	449	(0)	28	73

งบดุล (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ส.ค.	2564	2565F	2566F	2567F
เงินสด & เงินฝาก	459	459	487	560
ลูกหนี้การค้า	496	714	633	868
สินค้าคงเหลือ	189	247	233	296
ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์	914	958	943	872
ค่าความนิยม	-	-	-	-
สินทรัพย์อื่น	52	52	52	52
สินทรัพย์รวม	2,111	2,430	2,348	2,647

เจ้าหนี้การค้า	453	676	568	803
หนี้สินอื่นๆ	83	83	83	83
หนี้สินระยะสั้นที่มีภาระดอกเบี้ย	141	165	158	60
หนี้สินระยะยาวที่มีภาระดอกเบี้ย	181	104	6	6
หนี้สินรวม	859	1,028	815	952

ทุนที่ชำระแล้ว	300	300	300	300
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	797	797	797	797
กำไรสะสม	155	305	436	598
จัดสรรแล้ว-สำรองตามกฎหมาย	30	30	30	30
ยังไม่ได้จัดสรร	125	275	406	568
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	-	-	-	-
ส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมด	1,252	1,402	1,533	1,696
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	2,111	2,430	2,348	2,647

สมบัติฐานในการทำประมาณการ

สิ้นสุด 31 ส.ค.	2564	2565F	2566F	2567F
สมมติฐาน				
Sale Growth (%)	3.9%	33.0%	11.3%	11.4%
Gross Margin (%)	17.8%	18.7%	19.5%	20.4%
SG&A/Sales	9.8%	9.3%	9.3%	9.3%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส