

27 กุมภาพันธ์ 2566

สร้อยเต็มคำ

กำไรสุทธิ 4Q65 เท่ากับ 77 ล้านบาท (+7% QoQ, +77% YoY) ตามฝ่ายวิจัยและตลาดคาด หนุนด้วยยอดขายขยายตัว (+4% QoQ, + 25% YoY) ตามฤดูกาลและการฟื้นตัวของ Domestic Consumption กอปรกับ Operating Margin ดีขึ้นจาก SG&A/Sale ขดเซย Gross Margin ลดลง QoQ (+YoY) เพราะต้นทุนวัตถุดิบสูงขึ้น ซึ่ง NSL มีการปรับราคาขายสินค้าหลักอย่าง แชนวิช แฮมชีส และไส้กรอก ตั้งแต่ ก.พ. 66 (ราคาขายปลีกเพิ่มจาก 27 บาท เป็น 29 บาท) ช่วยบรรเทาแรงกดดันด้านมาร์จิ้น ขณะที่แนวโน้มยอดขายปี 2566 อยู่ที่ 4.5 พันล้านบาท (+ 12% YoY) ต่ำกว่าเป้าหมายบริษัทฯ ที่ 4.7 พันล้านบาท หนุนด้วยพัฒนาการของกำลังซื้อในประเทศและการขยายสาขาของคู่ค้าหลัก CPALL ราว 700 สาขาต่อปี

คงแนะนำ ซื้อ ตามธีม Domestic Consumption ขณะที่คาดการณ์โตของกำไรเฉลี่ย (CAGR) ปี 2566 – 68 ราว 20% เทียบกับ PER ซื้อขายราว 19 เท่า ถือว่าไม่แพง (ค่าเฉลี่ย Historical PER SETFOOD ปี 2561 – ปัจจุบัน ที่ 30 เท่า)

ประมาณการตัวเลขสำคัญทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2564	2565	2566F	2567F	2568F
กำไรปกติ (ล้านบาท)	191	298	365	447	512
Norm EPS (บาท)	0.70	0.99	1.22	1.49	1.71
Norm Profit Growth	26%	56%	23%	23%	14%
PER (x)	33.3	23.5	19.1	15.6	13.6
Dividend Yield (%)	2.1%	2.4%	3.2%	3.6%	4.1%
PBV (x)	5.58	4.97	4.35	3.82	3.35
ROE (%)	22.4%	22.4%	24.2%	26.0%	26.2%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

Technical chart



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

Technical comment

NSL แนวโน้มของราคา : Uptrend

แนวรับ : 20.50/22.50 บาท

แนวต้าน : 26.25 บาท

NSL

แนะนำ

ซื้อ

ราคาปัจจุบัน (บาท)	23.30
ราคาเป้าหมาย (บาท)	28.00
Upside (%)	20.20
Dividend yield (%)	3.2

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
2566F	1.22	1.18	3%
2567F	1.49	1.40	7%

ที่มา: ประมาณการโดย ASPS, IAA consensus

RESEARCH DIVISION

บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส

ภาสกร หวังวิวัฒน์เจริญ
นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 093372



กำไร 4Q65 ตามคาด เติบโต QOQ และ YOY

กำไรสุทธิ 4Q65 ตามคาดของฝ่ายวิจัยและตลาดเท่ากับ 78 ล้านบาท (+7% QoQ,+77% YoY) หนุนด้วยยอดขายใกล้เคียงคาดขยายตัวมาอยู่ที่ 1.1 พันล้านบาท (+4.4% QoQ, +25% YoY) ตามฤดูกาลและการฟื้นตัวของ Domestic Consumption ประกอบกับ Operating Profit Margin (OPM) แรงตัวเป็น 9.1% เทียบกับ 8.9% งวดก่อนและ 6.7% งวดเดียวกันปีก่อน มาจากสัดส่วน SG&A/Sales ลดลงเหลือ 9.1% (คาด 9.4%) จาก 9.5% งวด 3Q65 (10.1% ช่วง 4Q64) เพราะการลดลงของค่าใช้จ่ายบริหาร (-28% QoQ, -9% YoY) ขดเซย Gross Margin (GPM) อ่อนตัว QoQ ตามคาดการณ์ เหลือ 18.2% เทียบกับ 18.4% ในงวด 3Q65 จากต้นทุนวัตถุดิบที่ยังอยู่ในระดับสูง แต่ GPM มีพัฒนาการดีขึ้นจาก 16.8% ช่วง 4Q64 อานิสงค์ของ Economies of scale

โดยกำไรปี 2565 ตามที่ประเมินอยู่ที่ 298 ล้านบาท เติบโตเด่นชัด 56% YoY ขับเคลื่อนด้วยยอดขายเพิ่มขึ้น 32% YoY เท่ากับ 4 พันล้านบาท เป็นไปในทิศทางเดียวกับยอดขายของ CPALL (สัดส่วนประมาณ 91% ของยอดขาย NSL ปี 2565) เฉพาะส่วนธุรกิจร้านสะดวกซื้อที่เพิ่ม 19% YoY ผลักดันให้เกิดการประหยัดจากขนาด หนุน OPM มาที่ 9.3% จาก 8.1% ในปี 2564 เพราะ GPM เท่ากับ 18.5% เทียบกับ 17.8% ช่วงปีก่อน และ SG&A/Sales ลดลงเหลือ 9.2% จาก 9.8% ปี 2564 ภาพรวม Norm profit margin มีพัฒนาการดีขึ้นมาอยู่ที่ 7.4% เทียบกับ 6.3% ปีก่อน และ ROE อยู่ในระดับสูงเท่ากับปีก่อนที่ 22.4% (ฐานส่วนผู้ถือหุ้นเฉลี่ยปี 2565 สูงขึ้นจากค่าเฉลี่ยปี 2564 เพราะการทำ IPO) บนสถานะการเงิน ณ สิ้นปี 2565 แข็งแกร่ง สะท้อนผ่านสัดส่วน IBD/E ที่ 0.17 เท่า ดีขึ้นจาก 0.25 เท่า ณ สิ้นปี 2564

ปี 2566 แรงขับเคลื่อนมาจากยอดขาย

แนวโน้มปี 2566 บริษัทฯ คงเป้าหมายยอดขายปี 2566 ที่ 4.7 พันล้านบาท สูงกว่าสมมติฐานฝ่ายวิจัยที่ทำไว้อนุรักษ์นิยมกว่าที่ 4.5 พันล้านบาท (+ 12% YoY) ขับเคลื่อนด้วยการฟื้นตัวของการบริโภคในประเทศ ย่อมหนุนการฟื้นตัวของยอดขายในช่องทางหลักอย่าง 7-11 กอปรกับแผนการขยายสาขาของคู่ค้าหลักราว 700 สาขาต่อปี อีกทั้งการปรับราคาขายสินค้าหลักอย่าง แซนวิช แฮมชีส และไส้กรอก ตั้งแต่ ก.พ. 66 (ราคาขายปลีกเพิ่มจาก 27 บาท เป็น 29 บาท) ช่วยบรรเทาแรงกดดันด้านมาร์จิ้น หลังต้นทุนชีสในประเทศยังสูงขึ้นตลอด 1H66 ซึ่งฝ่ายวิจัยคงสมมติฐาน GPM ที่ 19.5% (Sensitivity Analysis ต่อประมาณการและ FV หน้าถัดไป) และ SG&A/Sales ที่ 9.3% โดยรวมฝ่ายวิจัยคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2566 ที่ 365 ล้านบาท (+23% YoY) ทั้งนี้ NSL จะเข้าร่วม Opportunity day ในวันที่ 17 มี.ค. 66 เวลา 10.15 – 11.00 น.



ข้อ ... กำไรเติบโต บน VALUATION ที่เหมาะสม

อิง PER ที่ 23 เท่า ให้ FV ปี 2566 ที่ 28 บาท คงแนะนำ ซื้อ ตามธีการฟื้นตัวของ Domestic Consumption ขณะที่คาดการณ์การเติบโตของกำไรเฉลี่ย (CAGR) ปี 2566 – 68 ราว 20% เทียบกับ PER ซื้อขายราว 19 เท่า ถือว่าไม่แพง (ค่าเฉลี่ย Historical PER SETFOOD ปี 2561 – ปัจจุบัน ที่ 30 เท่า) ประกอบกับโครงสร้างทางการเงินและ ROE อยู่ในเกณฑ์ดี ตามข้างต้น โดย Catalyst ต่อราคาหุ้นจะมาจากความสำเร็จของผลิตภัณฑ์ใหม่ ข้าวแห่ง รวมถึงการออกผลิตภัณฑ์ใหม่เพิ่มเติมจากกลุ่มอาหาร อาทิ ผลิตภัณฑ์เครื่องดื่ม และแนวโน้มต้นทุนวัตถุดิบที่ลดลง

ทั้งนี้ Downside Risk ต่อประมาณการและคำแนะนำของฝ่ายวิจัย จะมาจากกำลังซื้อฟื้นตัวช้ากว่าคาดส่งผลต่อยอดขายและ Economies of scale รวมทั้ง Gross Margin ถูกกดดันจากภาวะเงินเฟ้อมากกว่าคาดการณ์ ขณะที่ Upside ต่อประมาณการและ FV ของฝ่ายวิจัย จะมาจากความสำเร็จของผลิตภัณฑ์ใหม่ นอกจากจะหนุนกำไร มองว่าจะนำไปสู่การ Re – rating PER จากทั้งฝ่ายวิจัยและตลาด

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

Governance เปิดเผยข้อมูลต่อผู้ถือหุ้นอย่างถูกต้อง ครบถ้วน ทันเวลา และเท่าเทียมกัน ภายใต้กรอบของหลักจริยธรรมและแนวทางการกำกับดูแลกิจการที่ดี

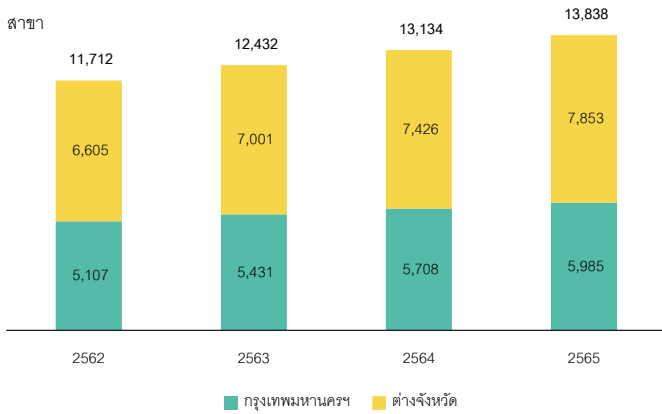
การดำเนินงานรายไตรมาส

(ล้านบาท)	2Q64	3Q64	4Q64	1Q65	2Q65	3Q65	4Q65	% QoQ	% YoY	2565	2564	% YoY
รายได้จากการดำเนินงาน	798	626	851	932	988	1,018	1,063	4.4%	25.0%	4,001	3,038	31.7%
ต้นทุนผลิต	645	523	708	761	799	831	870	4.7%	22.8%	3,259	2,497	30.5%
กำไรขั้นต้น	153	104	142	171	190	188	194	3.2%	35.9%	742	542	37.0%
ค่าใช้จ่ายขายและบริหาร	72	72	86	87	88	97	97	-0.4%	12.4%	369	297	24.1%
กำไรสุทธิ	67	24	44	67	81	72	78	7.2%	76.7%	298	191	55.7%
กำไรปกติ	67	24	44	67	81	72	78	7.2%	76.7%	298	191	55.7%
EPS (บาท)	0.22	0.08	0.15	0.22	0.27	0.24	0.26	7.2%	76.7%	0.99	0.70	41.8%
Norm EPS (บาท)	0.22	0.08	0.15	0.22	0.27	0.24	0.26	7.2%	76.7%	0.99	0.70	41.8%
Gross Margin (%)	19.2%	16.6%	16.8%	18.4%	19.2%	18.4%	18.2%			18.5%	17.8%	
SG&A/Sales (%)	9.1%	11.5%	10.1%	9.3%	8.9%	9.5%	9.1%			9.2%	9.8%	
Operating Profit Margin	10.1%	5.0%	6.7%	9.0%	10.3%	8.9%	9.1%			9.3%	8.1%	
Norm Profit margin (%)	8.4%	3.9%	5.2%	7.1%	8.2%	7.1%	7.3%			7.4%	6.3%	

ที่มา: งบการเงิน และ รายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส / หมายเหตุ : อัตราการเติบโตของ EPS และ Norm EPS ไม่เท่ากับกำไรสุทธิและปกติ ระหว่าง 2565 และ 2564 เพราะจำนวนหุ้นที่สูงขึ้นหลัง IPO

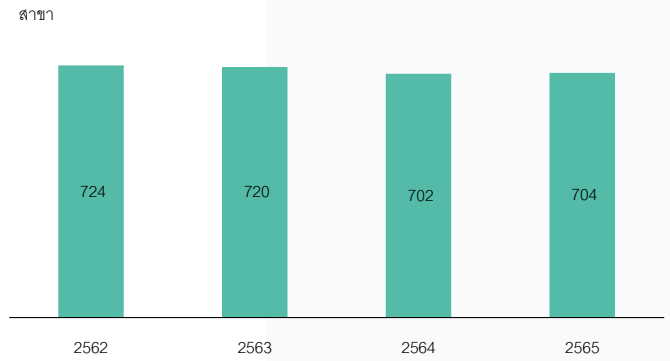


จำนวนสาขา 7-11



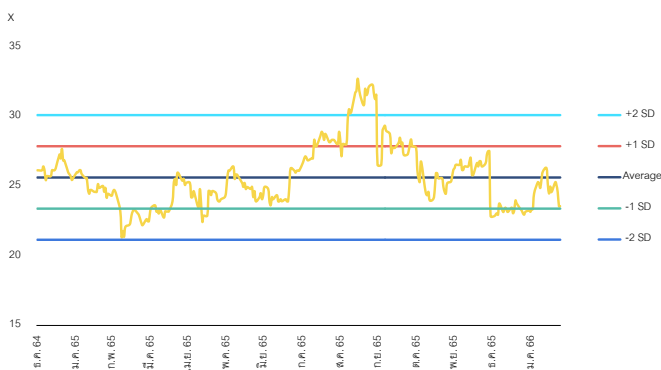
ที่มา: CPALL และ สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

จำนวนสาขาเปิดใหม่ของ CPALL



ที่มา: CPALL และ สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

HISTORICAL PER NSL



ที่มา: Bloomberg

HISTORICAL PBV NSL



ที่มา: Bloomberg

HISTORICAL PER SETFOOD



ที่มา: Bloomberg

สมมติฐานในการทำประมาณการ

	2563	2564	2565	2566F	2567F	2568F
Sale Growth %	-13%	4%	32%	12%	11%	10%
Gross Margin	16.2%	17.8%	18.5%	19.5%	20.4%	20.8%
SG&A/Sales	9.0%	9.8%	9.2%	9.3%	9.3%	9.3%
Norm Profit Margin	5.2%	6.3%	7.4%	8.1%	8.9%	9.3%
Dividend payout ratio		71.5%	55.4%	61.6%	57.0%	55.7%
ROE	-	22.4%	22.4%	24.2%	26.0%	26.2%

ที่มา: งบการเงิน และ สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส



ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2566 - 2568 ของ NSL

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2565	2566F	2567F	2568F
รายได้	4,001	4,500	5,015	5,521
ต้นทุนขาย	(3,259)	(3,622)	(3,992)	(4,373)
กำไรขั้นต้น	742	877	1,023	1,148
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(369)	(418)	(466)	(513)
ดอกเบี้ยจ่าย	(10)	(10)	(5)	(3)
ค่าใช้จ่ายอื่น	-	-	-	-
รายได้อื่น	8	7	8	8
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	372	456	559	640
ภาษีเงินได้	(74)	(91)	(112)	(128)
ส่วนแบ่งกำไร/ขาดทุนจากบริษัทรวม	-	-	-	-
กำไรปกติ	298	365	447	512
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	-	-
กำไรสุทธิ	298	365	447	512
Norm EPS	0.99	1.22	1.49	1.71
อัตราการเติบโตของยอดขาย	32%	12%	11%	10%
อัตราการเติบโตของกำไรสุทธิ	56%	23%	23%	14%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	18.5%	19.5%	20.4%	20.8%
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	7.4%	8.1%	8.9%	9.3%

งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	1Q65	2Q65	3Q65	4Q65
รายได้	932	988	1,018	1,063
ต้นทุนขาย	(761)	(799)	(831)	(870)
กำไรขั้นต้น	171	190	188	194
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(87)	(88)	(97)	(97)
ดอกเบี้ยจ่าย	(2)	(3)	(3)	(3)
รายได้อื่น	1	2	2	3
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	83	101	90	97
ภาษีเงินได้	(16)	(20)	(18)	(20)
ส่วนแบ่งกำไร/ขาดทุนจากบริษัทรวม	-	-	-	-
กำไรปกติ	66.6	80.8	72.5	77.7
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	-	-
กำไรสุทธิ	66.6	80.8	72.5	77.7
Norm EPS	0.22	0.27	0.24	0.26
การเติบโตของยอดขาย (YoY)	22.1%	23.8%	62.6%	25.0%
การเติบโตของกำไรสุทธิ (YoY)	18.7%	20.8%	200.3%	76.7%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	18.4%	19.2%	18.4%	18.2%
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	7.1%	8.2%	7.1%	7.3%

อัตราส่วนทางการเงิน				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2565	2566F	2567F	2568F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.66	1.83	2.17	2.56
อัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็ว (เท่า)	1.31	1.52	1.77	2.20
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	7.33	6.87	7.04	6.92
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	14.30	13.16	14.07	13.25
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	6.44	6.04	6.22	6.06
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น (D/E)	0.63	0.51	0.45	0.40
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย (ROA)	13.5%	15.5%	17.6%	18.4%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย (ROE)	22.4%	24.2%	26.0%	26.2%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส



ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2566 - 2568 ของ NSL (ต่อ)

งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ส.ค.	2565	2566F	2567F	2568F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
กำไรสุทธิ	298	365	447	512
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด				
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	95	105	110	115
อื่นๆ	38	-	-	-
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมดำเนินงาน	431	470	558	627
การเปลี่ยนแปลงในสินทรัพย์และหนี้สิน	(84)	(3)	(75)	2
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	347	468	483	629
กระแสเงินสดจากการลงทุน				
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร (CAPEX)	(145)	(100)	(50)	(50)
เงินสดรับจากการจำหน่ายสินทรัพย์ถาวร	0.0	-	-	-
เงินสดจ่ายเพื่อซื้อสินทรัพย์ไม่มีตัวตน	(0.4)	-	-	-
กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	(445)	(100)	(50)	(50)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
เพิ่ม/ลด เงินกู้ (รวมดอกเบี้ยจ่าย)	(96)	(76)	(98)	-
เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	-	-	-
ลด จ่ายปันผล	(150)	(165)	(225)	(255)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	(246)	(241)	(323)	(255)
เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	(344)	126	110	324

งบดุล (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ส.ค.	2565	2566F	2567F	2568F
เงินสด & เงินฝาก	115	241	351	675
ลูกหนี้การค้า	595	632	736	770
สินค้าคงเหลือ	267	240	319	293
ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์	954	949	889	824
ค่าความนิยม	-	-	-	-
สินทรัพย์อื่น	358	358	358	358
สินทรัพย์รวม	2,290	2,420	2,653	2,920

เจ้าหนี้การค้า	559	566	674	684
หนี้สินอื่นๆ	82	82	82	82
หนี้สินระยะสั้นที่มีภาระดอกเบี้ย	162	158	60	60
หนี้สินระยะยาวที่มีภาระดอกเบี้ย	80	7	7	7
หนี้สินรวม	884	814	824	834

ทุนที่ชำระแล้ว	300	300	300	300
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	797	797	797	797
กำไรสะสม	309	509	731	988
จัดสรรแล้ว-สำรองตามกฎหมาย	30	30	30	30
ยังไม่ได้จัดสรร	279	479	701	958
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	-	-	-	-
ส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมด	1,406	1,606	1,828	2,086
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	2,290	2,420	2,653	2,920

สมบัติฐานในการทำประมาณการ

สิ้นสุด 31 ส.ค.	2565	2566F	2567F	2568F
สมมติฐาน				
Sale Growth (%)	31.7%	12.5%	11.4%	10.1%
Gross Margin (%)	18.5%	19.5%	20.4%	20.8%
SG&A/Sales	9.2%	9.3%	9.3%	9.3%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส