

## เอ็นอาร์ อินสแตนท์ โปรดิวซ์ NRF

บริษัท เอ็นอาร์ อินสแตนท์ โปรดิวซ์ จำกัด (มหาชน)

Bloomberg NRF TB  
Reuters NRF.BK

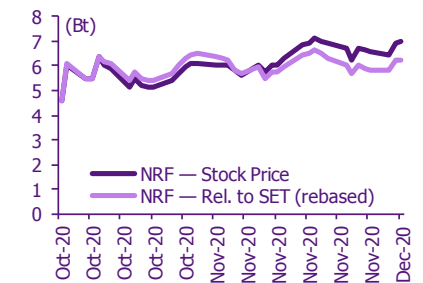
## Tactical: NEUTRAL

(3-month)

## Stock data

Last close (Dec 2) (Bt)	6.80
12-m target price (Bt)	6.50
Mkt cap (Btbn)	9.22
Mkt cap (US\$mnn)	304
Beta	L
Mkt cap (%) SET	0.06
Sector % SET	6.77
Shares issued (mn)	1,356
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	9.2 / 4.8
Avg. daily 6m (US\$mnn)	10.69
Foreign limit / actual (%)	49 / 23
Free float (%)	27.5
Dividend policy (%)	≥ 30

## Price performance



Source: SET, SCBS Investment Research

## Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	12.4	n.a.	n.a.
Relative to SET	(3.2)	n.a.	n.a.

Source: SET, SCBS Investment Research

## นักวิเคราะห์

ระวีญช ปิยะเกรียงไกร

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

## ผู้นำอาหารแห่งอนาคต

เราเริ่มคำแนะนำเชิงกลยุทธ์ระยะ 3 เดือนสำหรับ NRF คือ NEUTRAL (ราคาเป้าหมาย 6.5 บาท/หุ้น) ในขณะที่เราชอบ NRF เพราะกำไรจะเข้าสู่วัฏจักรขาขึ้นรอบใหม่ในปี 2564-65 โดยได้รับการสนับสนุนจากปัจจัยการเติบโตใหม่ๆหลายปัจจัยด้วยกัน อีกทั้งธุรกิจผลิตภัณฑ์อาหารโปรตีนจากพืชมีแนวโน้มเติบโตได้ดีในระยะยาว แต่ราคาหุ้น NRF ที่ปรับตัวขึ้นมาแล้วถึง 48% จากราคา IPO ตั้งแต่เดือนค.ค. โดยปัจจุบัน NRF ซื้อขายที่ PE ปี 2563 ระดับ 59 เท่า และ PE ปี 2564 ระดับ 38 เท่า ซึ่งสูงกว่า PE เฉลี่ยของหุ้นกลุ่มอาหารในภูมิภาคที่ PE ปี 2563 ระดับ 22 เท่า และ PE ปี 2564 ระดับ 18 เท่า ซึ่งชี้ให้เห็นว่าปัจจัยบวกเหล่านี้สะท้อนในราคาหุ้นไปค่อนข้างมากแล้ว

เข้าสู่วัฏจักรกำไรขาขึ้นรอบใหม่ในปี 2564-65 เราเชื่อว่าโมเมนตัมกำไรของ NRF จะแข็งแกร่งต่อเนื่องใน 4Q63 โดยได้รับการสนับสนุนจากคำสั่งซื้อผลิตภัณฑ์กลุ่ม Ethnic food และปัจจัยบวกระยะสั้นจากความต้องการสำรองผลิตภัณฑ์กลุ่ม Ethnic food ไว้ที่บ้านมากขึ้นในช่วงล็อกดาวน์ในยุโรป (35% ของรายได้) เราคาดว่า NRF จะเข้าสู่วัฏจักรกำไรขาขึ้นรอบใหม่ โดยกำไรปกติจะเติบโต 94% สู่ 240 ล้านบาท ในปี 2564 และเติบโต 37% สู่ 328 ล้านบาท ในปี 2565 โดยได้รับการสนับสนุนจากปัจจัยการเติบโตใหม่ 5 ประการ: 1) การขยายกำลังการผลิตกลุ่ม Ethnic food 2) รายได้ที่เพิ่มขึ้นจากกลุ่มผลิตภัณฑ์อาหารโปรตีนจากพืช 3) โรงงานผลิตอาหารโปรตีนจากพืชแห่งใหม่ 4) รายได้เพิ่มเติมจากกลุ่มผลิตภัณฑ์ภายใต้บรรจุภัณฑ์ที่เป็นมิตรต่อผู้ใช้งาน และ 5) ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมทุน P&B (Plant & Bean) ในสหราชอาณาจักร

เติบโตตามเมกะเทรนด์การบริโภคอาหารโปรตีนจากพืช NRF ตั้งเป้ารายได้เพิ่มขึ้นสู่ 3.0 พันล้านบาทในปี 2567 หรือเพิ่มขึ้นเป็นเกือบสามเท่าจากรายได้ 1.1 พันล้านบาทในปี 2562 โดยธุรกิจผลิตภัณฑ์อาหารโปรตีนจากพืชจะสร้างรายได้ในสัดส่วนสูงถึง 30-40% ของรายได้รวมในปี 2567 เพิ่มขึ้นกว่ากระโดดจาก 8% ใน 9M63 NRF ถือเป็นบริษัทจดทะเบียนรายแรกของประเทศไทยที่วางแผนไว้ชัดเจนว่าจะมุ่งต่อยอดธุรกิจผลิตภัณฑ์อาหารโปรตีนจากพืชซึ่งถือเป็นเมกะเทรนด์ที่กำลังเติบโตอย่างรวดเร็ว เนื่องจากมีแนวโน้มที่จะมีผู้บริโภคจำนวนมากขึ้นพยายามลดการบริโภคเนื้อสัตว์ให้น้อยลงเพื่อสุขภาพหรือเพื่อสิ่งแวดล้อม มูลค่าตลาดอาหารโปรตีนจากพืชทั่วโลกมีแนวโน้มเติบโตแข็งแกร่งที่ CAGR 11.9% ในปี 2563-2570 ตลาดเนื้อสัตว์ที่ทำจากพืชยังมีโอกาสให้เติบโตได้อีกมาก เนื่องจากเพิ่งอยู่ในระยะเริ่มแรกของการเติบโต และมีส่วนแบ่งตลาดน้อยมากเมื่อเทียบกับตลาดเนื้อสัตว์ดั้งเดิม โดยในประเทศสหรัฐอเมริกา ยอดขายเนื้อสัตว์ที่ทำจากพืชคิดเป็นสัดส่วนเพียง 1% ของยอดขายปลีกเนื้อสัตว์ทั้งหมด ซึ่งต่ำกว่าตลาดนมที่ทำจากพืชที่มีส่วนแบ่ง 14% ของยอดขายปลีกนมทั้งหมดเป็นอย่างมาก

คำแนะนำเชิงกลยุทธ์คือ NEUTRAL ราคาเป้าหมาย 6.5 บาท/หุ้น เราประเมินราคาเป้าหมายสิ้นปี 2564 ได้ที่ 6.5 บาท/หุ้น อ้างอิงวิธี SOTP โดยธุรกิจหลักของ NRF คิดเป็นสัดส่วนสูงที่สุดที่ 49% ของราคาเป้าหมาย ตามมาด้วยส่วนแบ่งกำไรจาก P&B ที่ 31% และธุรกิจผลิตภัณฑ์อาหารโปรตีนจากพืชที่ 20% เราชอบแนวโน้มผลการดำเนินงานของ NRF เนื่องจากการดำเนินงานปรับตัวดีขึ้นในปี 2563 และมีปัจจัยการเติบโตใหม่หลายปัจจัยที่จะช่วยกระตุ้นให้กำไรเข้าสู่วัฏจักรขาขึ้นรอบใหม่ในปี 2564-65 อีกทั้งธุรกิจผลิตภัณฑ์อาหารโปรตีนจากพืชมีแนวโน้มเติบโตได้ดีในระยะยาว อย่างไรก็ตาม ราคาหุ้น NRF ปรับตัวขึ้นมาแล้วถึง 48% จากราคา IPO ตั้งแต่เดือนค.ค. โดยปัจจุบัน NRF ซื้อขายที่ PE ปี 2563 ระดับ 59 เท่า และ PE ปี 2564 ระดับ 38 เท่า สูงกว่าค่าเฉลี่ยของหุ้นกลุ่มอาหารในภูมิภาคที่ PE ปี 2563 ระดับ 22 เท่า และ PE ปี 2564 ระดับ 18 เท่า ซึ่งชี้ให้เห็นว่าปัจจัยบวกเหล่านี้สะท้อนในราคาหุ้นไปค่อนข้างมากแล้ว ปัจจัยความเสี่ยงที่สำคัญ คือ ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนและราคาวัตถุดิบ ความพึงพอใจที่เปลี่ยนไปของผู้บริโภค ความเสี่ยงจากการลงทุน และความเสี่ยงด้านกฎระเบียบ

## Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Revenue	(Btmn)	1,124	1,111	1,321	1,875	2,211
EBITDA	(Btmn)	272	198	289	384	479
Core profit	(Btmn)	90	47	124	240	328
Reported profit	(Btmn)	96	41	128	240	328
Core EPS	(Bt)	0.09	0.05	0.12	0.18	0.24
DPS	(Bt)	N.A.	N.A.	0.12	0.18	0.24
P/E, core	(x)	76.6	149.7	58.7	38.4	28.1
EPS growth, core	(%)	(99.1)	(48.8)	155.2	52.7	36.8
P/BV, core	(x)	6.9	6.0	2.8	3.3	3.0
ROE	(%)	10.0	4.3	6.5	8.8	11.3
Dividend yield	(%)	N.A.	N.A.	1.8	2.6	3.6
FCF yield	(x)	0.3	0.2	(4.8)	(2.7)	(0.1)
EV/EBIT	(x)	40.2	66.4	33.9	33.1	26.9
EBIT growth, core	(%)	6.6	(39.6)	77.2	35.5	24.8
EV/CE	(x)	3.4	3.4	2.8	3.4	3.2
ROCE	(%)	6.3	3.9	5.9	7.6	8.9
EV/EBITDA	(x)	28.9	39.6	24.5	24.4	19.8
EBITDA growth	(%)	12.5	(27.2)	46.1	33.1	24.6

Source: SCBS Investment Research

**จุดเด่น**

NRF เป็นผู้ผลิตอาหารที่มีประสบการณ์อย่างยาวนานและมีความสามารถในการสร้างสรรค์และพัฒนาสินค้าประเภทอาหารทั้งในรูปแบบผลิตภัณฑ์รับจ้างผลิต (OEM) และผลิตภัณฑ์ภายใต้ตราสินค้าของบริษัทเองในผลิตภัณฑ์ ethnic food จากภูมิภาคเอเชีย เช่น ผลิตภัณฑ์ปรุงรสอาหาร เครื่องปรุงสำหรับประกอบอาหาร อาหารสำเร็จรูปพร้อมรับประทาน เครื่องดื่ม และอาหารโปรตีนจากพืช ผลิตภัณฑ์ของบริษัทมีมากกว่า 2,000 SKU และมากกว่า 500 สูตรอาหาร และได้มีการจำหน่ายไปใน 25 ประเทศทั่วโลก หลักๆ ในอเมริกาเหนือ และยุโรป

**แนวโน้มธุรกิจ**

หลังจากปรับโครงสร้างธุรกิจในปี 2560 NRF วางแผนที่จะใช้เงินลงทุน ~1.1 พันล้านบาท ในระหว่างปี 2563-65 สำหรับโครงการในอนาคตในทุกธุรกิจของบริษัท (Ethnic food ผลิตภัณฑ์อาหารโปรตีนจากพืช และผลิตภัณฑ์ภายใต้บรรจุภัณฑ์ที่เป็นมิตรต่อผู้ใช้งาน) เรามองว่า NRF เป็นบริษัทจดทะเบียนรายแรกของประเทศไทยที่วางแผนไว้ชัดเจนว่าจะมุ่งต่อยอดธุรกิจผลิตภัณฑ์อาหารโปรตีนจากพืชซึ่งถือเป็นเมกะเทรนด์ที่กำลังเติบโตอย่างรวดเร็ว เนื่องจากมีแนวโน้มสูงที่จะมีผู้บริโภคจำนวนมากขึ้นพยายามลดการบริโภคเนื้อสัตว์ให้น้อยลงเพื่อสุขภาพหรือเพื่อสิ่งแวดล้อม NRF ตั้งเป้ารายได้เพิ่มขึ้นสู่ 3.0 พันล้านบาทในปี 2567 หรือเพิ่มขึ้นเป็นเกือบสามเท่าจากรายได้ 1.1 พันล้านบาทในปี 2562 โดยธุรกิจผลิตภัณฑ์อาหารโปรตีนจากพืชจะสร้างรายได้ในสัดส่วนสูงถึง 30-40% ของรายได้รวมในปี 2567

Bullish views	Bearish views
1. กำไรแข็งแกร่งในปี 2563 และเข้าสู่วัฏจักรขาขึ้นในปี 2564-65	1. กังวลเกี่ยวกับเงินบาทแข็งค่า
2. เติบโตตามเมกะเทรนด์การบริโภคอาหารโปรตีนจากพืชผ่านทางกิจการที่มีอยู่ในปัจจุบัน บริษัทร่วมทุน P&B และการลงทุนในสตาร์ทอัพ	2. กังวลเกี่ยวกับการลงทุนในสตาร์ทอัพและ e-commerce platform

**ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ**

ปัจจัย	อิเวนต์	ผลกระทบ	ความคิดเห็น
พัฒนาการล่าสุด	การเลือกตั้งวันยุโรปรอบที่สองในเดือน ต.ค.	ผลบวก	เรามองว่าการเลือกตั้งรอบที่สองในยุโรปจะเป็นปัจจัยบวกระยะสั้น เพราะความต้องการสำรองผลิตภัณฑ์กลุ่ม Ethnic food ไว้ที่บ้านจะปรับเพิ่มขึ้น โดยรายได้ 35% ของ NRF มาจากภูมิภาคยุโรป
แนวโน้มกำไรระยะสั้น	กำไร 4Q63	+YoY แต่ -QoQ	เราเชื่อว่าโมเมนตัมกำไรของ NRF จะแข็งแกร่งขึ้นอย่างต่อเนื่องใน 4Q63 โดยกำไรปกติจะอยู่ที่ 39 ล้านบาท เพิ่มขึ้นอย่างมากจากเพียง 7 ล้านบาทใน 4Q62 แต่จะลดลง 8% QoQ ซึ่งจะส่งผลทำให้กำไรปกติเติบโตกว่ากำไรไตรมาสก่อนจาก 47 ล้านบาทในปี 2562 สู่ 124 ล้านบาทในปี 2563
ปัจจัยที่พึงระวังในปี 2564	เงินบาทแข็งค่า	ลบ	รายได้ในปี 2564 ของ NRF สัดส่วนสูงถึง 54% (หลังจากรวมผลการดำเนินงานของซิติฟู้ด) อยู่ในสกุลเงินต่างประเทศ (หลักๆ เป็นดอลลาร์สหรัฐ) ในขณะที่ต้นทุนส่วนใหญ่อยู่ในสกุลบาท การมีรายได้ส่วนใหญ่ในสกุลเงินต่างประเทศและต้นทุนส่วนใหญ่ในสกุลเงินบาทจะส่งผลกระทบต่อ NRF เมื่อเงินบาทแข็งค่า การวิเคราะห์ความอ่อนไหวพบว่าเงินบาทที่แข็งค่าขึ้นทุกๆ 1บาท/ดอลลาร์สหรัฐ (จากสมมติฐานที่ 30 บาท/ดอลลาร์สหรัฐ) จะส่งผลกระทบต่อกำไรปกติของ NRF ปรับลดลง 11%

**การวิเคราะห์ความอ่อนไหว**

ปัจจัย	ผลกระทบต่อกำไร	ผลกระทบต่อราคาเป้าหมาย
การเปลี่ยนแปลง 1 บาท/ดอลลาร์ จากสมมติฐานอัตราแลกเปลี่ยนของเราที่ 30 บาท/ดอลลาร์สหรัฐ	11%	0.6 บาท/หุ้น (9%)

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Total revenue	(Btmn)	N.A.	N.A.	1,048	1,124	1,111	1,321	1,875	2,211
Cost of goods sold	(Btmn)	N.A.	N.A.	697	763	784	906	1,306	1,531
<b>Gross profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>N.A.</b>	<b>N.A.</b>	<b>351</b>	<b>361</b>	<b>327</b>	<b>415</b>	<b>569</b>	<b>680</b>
SG&A	(Btmn)	N.A.	N.A.	179	175	218	226	309	353
Other income	(Btmn)	N.A.	N.A.	11	9	9	20	22	27
Interest expense	(Btmn)	N.A.	N.A.	73	78	61	41	14	14
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>N.A.</b>	<b>N.A.</b>	<b>110</b>	<b>117</b>	<b>57</b>	<b>168</b>	<b>269</b>	<b>339</b>
Corporate tax	(Btmn)	N.A.	N.A.	36	27	10	34	54	68
Equity a/c profits	(Btmn)	N.A.	N.A.	-	-	-	(11)	25	57
Minority interests	(Btmn)	N.A.	N.A.	-	-	-	-	-	-
<b>Core profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>N.A.</b>	<b>N.A.</b>	<b>74</b>	<b>90</b>	<b>47</b>	<b>124</b>	<b>240</b>	<b>328</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	N.A.	N.A.	(12)	6	(6)	5	-	-
<b>Net Profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>N.A.</b>	<b>N.A.</b>	<b>62</b>	<b>96</b>	<b>41</b>	<b>128</b>	<b>240</b>	<b>328</b>
EBITDA	(Btmn)	N.A.	N.A.	241	272	198	289	384	479
<b>Core EPS (Bt)</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>N.A.</b>	<b>N.A.</b>	<b>9.92</b>	<b>0.09</b>	<b>0.05</b>	<b>0.12</b>	<b>0.18</b>	<b>0.24</b>
Net EPS (Bt)	(Bt)	N.A.	N.A.	8.33	0.09	0.04	0.12	0.18	0.24
DPS (Bt)	(Bt)	N.A.	N.A.	0.00	0.00	0.00	0.12	0.18	0.24

### Balance Sheet

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Total current assets	(Btmn)	N.A.	N.A.	353	368	432	519	673	651
Total fixed assets	(Btmn)	N.A.	N.A.	280	279	375	668	837	1,026
<b>Total assets</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>N.A.</b>	<b>N.A.</b>	<b>2,498</b>	<b>2,459</b>	<b>2,596</b>	<b>3,127</b>	<b>3,692</b>	<b>3,959</b>
Total loans	(Btmn)	N.A.	N.A.	1,148	1,010	963	14	345	345
Total current liabilities	(Btmn)	N.A.	N.A.	392	1,130	483	173	570	607
Total long-term liabilities	(Btmn)	N.A.	N.A.	960	0	618	0	0	0
<b>Total liabilities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>N.A.</b>	<b>N.A.</b>	<b>1,695</b>	<b>1,461</b>	<b>1,423</b>	<b>494</b>	<b>891</b>	<b>928</b>
Paid-up capital	(Btmn)	N.A.	N.A.	981	1,021	1,066	1,356	1,356	1,356
<b>Total equity</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>N.A.</b>	<b>N.A.</b>	<b>803</b>	<b>998</b>	<b>1,173</b>	<b>2,633</b>	<b>2,801</b>	<b>3,030</b>
<b>BVPS (Bt)</b>	<b>(Bt)</b>	<b>N.A.</b>	<b>N.A.</b>	<b>107.5</b>	<b>0.99</b>	<b>1.14</b>	<b>2.47</b>	<b>2.07</b>	<b>2.24</b>

### Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Core Profit	(Btmn)	N.A.	N.A.	74	90	47	124	240	328
Depreciation and amortization	(Btmn)	N.A.	N.A.	58	77	80	80	101	126
Operating cash flow	(Btmn)	N.A.	N.A.	N.A.	39	153	176	261	404
Investing cash flow	(Btmn)	N.A.	N.A.	N.A.	(21)	(141)	(525)	(512)	(414)
Financing cash flow	(Btmn)	N.A.	N.A.	N.A.	(42)	84	383	259	(98)
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>N.A.</b>	<b>N.A.</b>	<b>N.A.</b>	<b>(25)</b>	<b>96</b>	<b>34</b>	<b>9</b>	<b>(108)</b>

### Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Gross margin	(%)	N.A.	N.A.	33.5	32.2	29.4	31.4	30.3	30.8
Operating margin	(%)	N.A.	N.A.	16.4	16.6	9.8	14.3	13.9	14.8
EBITDA margin	(%)	N.A.	N.A.	22.8	24.0	17.7	21.5	20.2	21.4
EBIT margin	(%)	N.A.	N.A.	7.1	8.0	4.2	10.2	11.5	12.3
Net profit margin	(%)	N.A.	N.A.	5.9	8.5	3.7	9.7	12.8	14.8
ROE	(%)	N.A.	N.A.	12.8	10.0	4.3	6.5	8.8	11.3
ROA	(%)	N.A.	N.A.	4.8	3.6	1.9	4.3	7.0	8.6
Net D/E	(x)	N.A.	N.A.	1.3	1.0	0.7	Net cash	0.1	0.1
Interest coverage	(x)	N.A.	N.A.	3.3	3.5	3.2	7.1	N.A.	N.A.
Debt service coverage	(x)	N.A.	N.A.	0.9	0.2	0.5	5.3	N.A.	N.A.
Payout Ratio	(%)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	0.0	30.0	30.0

### Main Assumptions

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<u>Revenue breakdown</u>									
Ethnic food: OEM	(%)	N.A.	N.A.	61.3	65.1	65.8	61.7	58.9	54.1
Ethnic food: NRF brands	(%)	N.A.	N.A.	29.8	29.2	27.2	27.6	20.6	19.2
Plant-based food	(%)	N.A.	N.A.	8.9	5.8	7.0	8.1	12.2	18.2
Functional products	(%)	N.A.	N.A.	-	-	-	2.7	8.2	8.5

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20
Total revenue	(Btmn)	N.A.	227	287	307	291	265	327	378
Cost of goods sold	(Btmn)	N.A.	162	199	217	206	182	226	253
<b>Gross profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>N.A.</b>	<b>64</b>	<b>87</b>	<b>90</b>	<b>85</b>	<b>84</b>	<b>101</b>	<b>126</b>
SG&A	(Btmn)	N.A.	44	51	56	67	52	54	58
Other income	(Btmn)	N.A.	3	2	2	2	1	11	2
Interest expense	(Btmn)	N.A.	17	16	14	14	13	13	13
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>N.A.</b>	<b>6</b>	<b>22</b>	<b>23</b>	<b>6</b>	<b>20</b>	<b>44</b>	<b>56</b>
Corporate tax	(Btmn)	N.A.	1	4	6	(1)	5	8	12
Equity a/c profits	(Btmn)	N.A.	-	-	-	-	-	(9)	(1)
Minority interests	(Btmn)	N.A.	-	-	-	-	-	-	-
<b>Core profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>N.A.</b>	<b>5</b>	<b>18</b>	<b>17</b>	<b>7</b>	<b>14</b>	<b>28</b>	<b>42</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	N.A.	(5)	(2)	0	1	6	(7)	6
<b>Net Profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>N.A.</b>	<b>1</b>	<b>16</b>	<b>17</b>	<b>7</b>	<b>20</b>	<b>21</b>	<b>48</b>
EBITDA	(Btmn)	N.A.	43	57	57	41	54	78	91
<b>Core EPS (Bt)</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>N.A.</b>	<b>0.01</b>	<b>0.02</b>	<b>0.02</b>	<b>0.01</b>	<b>0.01</b>	<b>0.03</b>	<b>0.04</b>
Net EPS (Bt)	(Bt)	N.A.	0.00	0.02	0.02	0.01	0.02	0.02	0.05

### Balance Sheet

FY December 31	Unit	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20
Total current assets	(Btmn)	368	N.A.	N.A.	425	432	402	456	509
Total fixed assets	(Btmn)	279	N.A.	N.A.	358	375	369	379	382
<b>Total assets</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>2,459</b>	<b>N.A.</b>	<b>N.A.</b>	<b>2,574</b>	<b>2,596</b>	<b>2,589</b>	<b>2,839</b>	<b>2,877</b>
Total loans	(Btmn)	1,010	N.A.	N.A.	1,027	963	913	1,128	1,077
Total current liabilities	(Btmn)	1,130	N.A.	N.A.	483	483	524	403	453
Total long-term liabilities	(Btmn)	0	N.A.	N.A.	682	618	554	904	840
<b>Total liabilities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>1,461</b>	<b>N.A.</b>	<b>N.A.</b>	<b>1,489</b>	<b>1,423</b>	<b>1,400</b>	<b>1,629</b>	<b>1,615</b>
Paid-up capital	(Btmn)	1,021	N.A.	N.A.	1,039	1,066	1,066	1,066	1,066
<b>Total equity</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>998</b>	<b>N.A.</b>	<b>N.A.</b>	<b>1,085</b>	<b>1,173</b>	<b>1,189</b>	<b>1,209</b>	<b>1,263</b>
<b>BVPS (Bt)</b>	<b>(Bt)</b>	<b>0.99</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>1.05</b>	<b>1.10</b>	<b>1.12</b>	<b>1.13</b>	<b>1.18</b>

### Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20
Core Profit	(Btmn)	N.A.	5	18	17	7	14	28	42
Depreciation and amortization	(Btmn)	N.A.	19	20	20	21	21	21	22
Operating cash flow	(Btmn)	N.A.	55	33	N.A.	N.A.	17	44	28
Investing cash flow	(Btmn)	N.A.	(31)	(22)	N.A.	N.A.	(33)	(218)	(10)
Financing cash flow	(Btmn)	N.A.	36	(22)	N.A.	N.A.	(53)	216	(53)
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>N.A.</b>	<b>61</b>	<b>(11)</b>	<b>N.A.</b>	<b>N.A.</b>	<b>(69)</b>	<b>43</b>	<b>(35)</b>

### Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20
Gross margin	(%)	N.A.	28.5	30.5	29.4	29.2	31.6	30.8	33.2
Operating margin	(%)	N.A.	9.1	12.6	11.3	6.2	11.9	14.2	17.8
EBITDA margin	(%)	N.A.	18.6	19.9	18.4	13.9	20.2	23.3	23.9
EBIT margin	(%)	N.A.	10.2	13.2	12.0	6.8	12.3	17.5	18.2
Net profit margin	(%)	N.A.	0.2	5.5	5.5	2.6	7.6	6.4	12.7
ROE	(%)	N.A.	N.A.	N.A.	4.9	4.0	9.6	14.0	9.6
ROA	(%)	N.A.	N.A.	N.A.	2.1	1.8	4.4	5.9	4.1
Net D/E	(x)	N.A.	N.A.	N.A.	0.8	0.7	0.7	0.8	0.8
Interest coverage	(x)	N.A.	2.4	3.7	4.1	2.9	4.2	6.1	6.9
Debt service coverage	(x)	N.A.	2.4	3.7	4.1	0.1	0.2	0.2	0.4

### Main Assumptions

FY December 31	Unit	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20
<b>Revenue breakdown</b>									
Ethnic food: OEM	(%)	N.A.	64.9	62.7	73.0	61.9	64.2	62.0	59.4
Ethnic food: NRF brands	(%)	N.A.	23.7	28.2	23.1	33.3	26.8	25.8	27.9
Plant-based food	(%)	N.A.	11.4	9.1	3.9	4.8	6.0	6.9	11.4
Functional products	(%)	N.A.	-	-	-	-	3.1	5.2	1.3

**สรุปประเด็นการลงทุน**

**เริ่มต้นการวิเคราะห์ด้วยเรตติ้ง NEUTRAL** หลังจากราคาหุ้นปรับตัวขึ้นแรง โดยมีราคาเป้าหมายอยู่ที่ **6.5 บาท/หุ้น** เราให้คำแนะนำเชิงกลยุทธ์ระยะ 3 เดือนสำหรับ NRF คือ NEUTRAL โดยมีราคาเป้าหมายสิ้นปี 2564 อยู่ที่ 6.5 บาท/หุ้น อ้างอิงวิธี sum-of-the-parts (SOTP) เราชอบแนวโน้มผลการดำเนินงานของ NRF เนื่องจากการดำเนินงานปรับตัวดีขึ้นในปี 2563 และมีปัจจัยการเติบโตใหม่ๆหลายปัจจัยที่จะช่วยกระตุ้นให้กำไรเข้าสู่วัฏจักรขาขึ้นรอบใหม่ในปี 2564-65 อีกทั้งธุรกิจผลิตภัณฑ์อาหารโปรตีนจากพืชมีแนวโน้มการเติบโตในระยะยาว อย่างไรก็ตาม ราคาหุ้น NRF ปรับตัวขึ้นมาแล้วถึง 48% จากราคา IPO ที่ 4.6 บาท/หุ้น หลังจากเริ่มซื้อขายวันแรกเมื่อวันที่ 9 ต.ค. 2563 โดยปัจจุบัน NRF ซื้อขายที่ PE ปี 2563 ระดับ 59 เท่า และ PE ปี 2564 ระดับ 38 เท่า สูงกว่าค่าเฉลี่ยของหุ้นกลุ่มอาหารในภูมิภาคที่ PE ปี 2563 ระดับ 22 เท่า และ PE ปี 2564 ระดับ 18 เท่า ซึ่งเราเชื่อว่าสะท้อนปัจจัยบวกไปค่อนข้างมากแล้ว

**โมเมนตัมกำไรจะแข็งแกร่งขึ้นอย่างต่อเนื่องใน 4Q63** ปี 2563 มีแนวโน้มที่จะเป็นปีที่ธุรกิจและกำไรของ NRF ปรับตัวดีขึ้น ดังเห็นได้จากกำไรปกติที่แข็งแกร่งใน 9M63 ที่ 85 ล้านบาท เพิ่มขึ้นเป็นสองเท่าจาก 40 ล้านบาทใน 9M62 เราคาดว่ากำไรของ NRF จะดีต่อเนื่องใน 4Q63 โดยกำไรปกติจะอยู่ที่ 39 ล้านบาท เพิ่มขึ้นอย่างมากจากเพียง 7 ล้านบาทใน 4Q62 (แต่ลดลง 8% QoQ) ซึ่งจะส่งผลทำให้กำไรปกติเติบโตกว่ากระโดดจาก 47 ล้านบาทในปี 2562 สู่ 124 ล้านบาทในปี 2563 ผู้บริหารของ NRF เปิดเผยว่ายอดขายสินค้าเชื้อผลิตภัณฑ์กลุ่ม Ethnic food ได้รับการยืนยันจนถึงสิ้นปีนี้ นอกจากนี้เรายังมองว่าการถือครองดาวรุ่งรอบที่สองในยุโรปจะเป็นปัจจัยบวกระยะสั้น เพราะความต้องการสำรองผลิตภัณฑ์กลุ่ม Ethnic food ไว้ที่บ้านจะปรับเพิ่มขึ้น เนื่องจากรายได้ ~35% ใน 9M63 ของ NRF ได้มาจากภูมิภาคยุโรป นอกจากนี้เราก็คาดว่าบริษัทจะประหยัดค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยได้จากการนำเงินที่ได้จาก IPO ไปชำระคืนเงินกู้

**ปัจจัยใหม่ๆจะช่วยกระตุ้นให้กำไรเข้าสู่วัฏจักรขาขึ้นรอบใหม่ในปี 2564-65** หลังจากปีแรกที่ผลการดำเนินงานปรับตัวดีขึ้นในปี 2563 เราคาดว่า NRF จะเข้าสู่วัฏจักรกำไรขาขึ้นรอบใหม่ โดยกำไรปกติจะเติบโต 94% YoY สู่ 240 ล้านบาทในปี 2564 และเติบโต 37% YoY สู่ 328 ล้านบาทในปี 2565 โดยได้รับการสนับสนุนจากปัจจัยการเติบโตใหม่ 5 ประการ: 1) การขยายกำลังการผลิตกลุ่ม Ethnic food 2) รายได้ที่เพิ่มขึ้นจากกลุ่มผลิตภัณฑ์อาหารโปรตีนจากพืช 3) โรงงานผลิตอาหารโปรตีนจากพืชแห่งใหม่ 4) รายได้เพิ่มเติมจากกลุ่มผลิตภัณฑ์ภายใต้บรรจุภัณฑ์ที่เป็นมิตรต่อผู้ใช้งาน และ 5) ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมทุน P&B (Plant & Bean) ในสหราชอาณาจักร โดยในปี 2564 การเติบโตของกำไรส่วนใหญ่จะเกิดจากส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมทุน P&B (31% ของกำไรที่เพิ่มขึ้น) ตามมาด้วยการเติบโตของธุรกิจ Ethnic food (25%) และค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยที่ลดลง (18%) ในปี 2565 การเติบโตของกำไร หลักๆ จะได้รับการสนับสนุนจากธุรกิจ Ethnic food (37%) ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมทุน P&B (36%) และโรงงานผลิตอาหารโปรตีนจากพืชแห่งใหม่ (14%)

**เติบโตตามเมกะเทรนด์การบริโภคอาหารโปรตีนจากพืช** NRF ตั้งเป้ารายได้เพิ่มขึ้นสู่ 3.0 พันล้านบาทในปี 2567 หรือเพิ่มขึ้นเป็นเกือบสามเท่าจากรายได้ 1.1 พันล้านบาทในปี 2562 โดยธุรกิจผลิตภัณฑ์อาหารโปรตีนจากพืชจะสร้างรายได้ในสัดส่วนสูงถึง 30-40% ของรายได้รวมในปี 2567 เพิ่มขึ้นกว่ากระโดดจาก 8% ใน 9M63 NRF ถือเป็นบริษัทจดทะเบียนรายแรกของประเทศไทยที่วางแผนไว้ชัดเจนว่าจะมุ่งต่อยอดสู่ธุรกิจผลิตภัณฑ์อาหารโปรตีนจากพืชซึ่งถือเป็นเมกะเทรนด์ที่กำลังเติบโตอย่างรวดเร็ว เนื่องจากมีแนวโน้มที่จะมีผู้บริโภคจำนวนมากขึ้นพยายามลดการบริโภคเนื้อสัตว์ให้น้อยลงเพื่อสุขภาพหรือเพื่อสิ่งแวดล้อม มูลค่าตลาดอาหารโปรตีนจากพืชทั่วโลกมีแนวโน้มเติบโตแข็งแกร่งที่ CAGR 11.9% ในปี 2563-2570 โดยได้รับการสนับสนุนจากกระแสที่ผู้คนหันมาใส่ใจสุขภาพและสิ่งแวดล้อมกันมากขึ้น สำหรับตลาดเนื้อสัตว์ที่ทำจากพืชนั้นยังมีโอกาสให้เติบโตได้อีกมาก เนื่องจากเพิ่งอยู่ในระยะเริ่มแรกของการเติบโต และมีส่วนแบ่งตลาดน้อยมากเมื่อเทียบกับตลาดเนื้อสัตว์ดั้งเดิม โดยในประเทศสหรัฐอเมริกา ยอดขายเนื้อสัตว์ที่ทำจากพืชคิดเป็นสัดส่วนเพียง 1% ของยอดขายปลีกเนื้อสัตว์ทั้งหมด ซึ่งต่ำกว่าตลาดนมที่ทำจากพืชที่มีส่วนแบ่ง 14% ของยอดขายปลีกนมทั้งหมดเป็นอย่างมาก

**ความกังวลระยะสั้น คือ เงินบาทที่แข็งค่า** เมื่อพิจารณารายได้ในปี 2564 ของ NRF แล้ว ~54% (หลังจากรวมผลการดำเนินงานของซีดีฟู้ด) ของรายได้รวมอยู่ในสกุลเงินต่างประเทศ (หลักๆ เป็นดอลลาร์สหรัฐ) ในขณะที่ต้นทุนส่วนใหญ่อยู่ในสกุลบาท การมีรายได้ส่วนใหญ่ในสกุลเงินต่างประเทศและต้นทุนส่วนใหญ่ในสกุลเงินบาทจะส่งผลกระทบต่อ NRF เมื่อเงินบาทแข็งค่า การวิเคราะห์ความอ่อนไหวพบว่าเงินบาทที่แข็งค่าขึ้นทุกๆ 1 บาท/ดอลลาร์สหรัฐ (จากสมมติฐานที่ 30 บาท/ดอลลาร์สหรัฐ) จะส่งผลกระทบต่อทำให้กำไรปกติของ NRF ปรับลดลง 11% อย่างไรก็ตาม เพื่อลดความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน NRF จึงทำสัญญาป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนในสัดส่วน ~50% ของรายได้ และวางแผนกำหนดราคาขายอิงกับเงินบาทสำหรับลูกค้ารายใหม่



### 1. โมเมนตัมกำไรจะแข็งแกร่งขึ้นอย่างต่อเนื่องใน 4Q63

โมเมนตัมกำไรจะแข็งแกร่งขึ้นอย่างต่อเนื่องใน 4Q63 ปี 2563 มีแนวโน้มที่จะเป็นปีที่ธุรกิจและกำไรของ NRF ปรับตัวดีขึ้น ดังเห็นได้จากกำไรปกติที่แข็งแกร่งใน 9M63 ที่ 85 ล้านบาท เพิ่มขึ้นเป็นสองเท่าจาก 40 ล้านบาทใน 9M62 เราเชื่อว่าโมเมนตัมกำไรของ NRF จะแข็งแกร่งขึ้นอย่างต่อเนื่องใน 4Q63 โดยคาดการณ์กำไรปกติที่ 39 ล้านบาท เพิ่มขึ้นอย่างมากจากเพียง 7 ล้านบาทใน 4Q62 (แต่จะลดลง 8% QoQ) ซึ่งจะส่งผลทำให้กำไรปกติเติบโตกว่ากำไรสุทธิจาก 47 ล้านบาทในปี 2562 สู่ 124 ล้านบาทในปี 2563 ผู้บริหารของ NRF เปิดเผยว่ายอดคำสั่งซื้อผลิตภัณฑ์กลุ่ม Ethnic food ได้รับการยืนยันจนถึงสิ้นปีนี้ นอกจากนี้เรายังมองว่าการส่งออกดาวโรบที่สองในยุโรปจะเป็นปัจจัยบวกระยะสั้น เพราะความต้องการสำรองผลิตภัณฑ์กลุ่ม Ethnic food ไว้ที่บ้านจะปรับเพิ่มขึ้น โดยรายได้ 35% ใน 9M63 ของ NRF ได้มาจากภูมิภาคยุโรป นอกจากนี้เราก็คาดว่าบริษัทจะประหยัดค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยได้จากการนำเงินที่ได้จาก IPO ไปชำระคืนเงินกู้

**สรุปผลประกอบการ 3Q63** ใน 3Q63 NRF รายงานกำไรปกติที่แข็งแกร่งจำนวน 42 ล้านบาท เพิ่มขึ้นกว่ากำไรสุทธิจาก 17 ล้านบาทใน 3Q62 และเพิ่มขึ้น 52% QoQ ปัจจัยขับเคลื่อนที่สำคัญ คือ รายได้ที่แข็งแกร่งขึ้น อัตรากำไรที่ขยายตัวเพิ่มขึ้น และส่วนแบ่งขาดทุนจากบริษัทร่วมทุน P&B ที่ปรับตัวลดลง เมื่อแยกตามกลุ่มธุรกิจพบว่ารายได้จากธุรกิจ Ethnic food (87% ของรายได้ 3Q63) เติบโต 12% YoY และ 15% QoQ โดยเกิดจากยอดขายคำสั่งซื้อที่สูงขึ้นจากกลุ่มลูกค้ารับจ้างผลิต (OEM) และกลุ่มผลิตภัณฑ์ภายใต้ตราสินค้าของบริษัท รายได้จากธุรกิจผลิตภัณฑ์อาหารโปรตีนจากพืช (11% ของรายได้ 3Q63) เพิ่มขึ้นกว่ากำไรสุทธิ YoY และ QoQ โดยเกิดจากยอดขายคำสั่งซื้อที่เพิ่มขึ้นในกลุ่มผลิตภัณฑ์ประเภทบุกและขนุนจากอเมริกาเหนือและเอเชีย NRF รายงานอัตรากำไรขั้นต้นที่แข็งแกร่งที่ 33.2% ดีขึ้นจาก 29.4% ใน 3Q62 และ 30.8% ใน 2Q63 โดยได้รับการสนับสนุนจากยอดขายที่แข็งแกร่งขึ้นและการมีส่วนรายได้จากผลิตภัณฑ์อาหารโปรตีนจากพืชซึ่งให้อัตรากำไรสูงเพิ่มมากขึ้น บริษัทร่วมทุน P&B สร้างส่วนแบ่งขาดทุน 1 ล้านบาท (ดีขึ้นจากขาดทุน 7 ล้านบาทใน 2Q63) เพราะถูกจัดตั้งโดยค่าธรรมเนียมวิชาชีพสำหรับที่ปรึกษาทางกฎหมายจากการโอนธุรกิจ

**Figure 1: สรุปผลประกอบการ 3Q63 ของ NRF**

(Bt mn)	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	YoY%	QoQ%	9M19	9M20	YoY%
Revenue	307	291	265	327	378	23.2	15.8	820	971	18.3
Gross profit	90	85	84	101	126	39.4	25.0	242	310	28.1
EBITDA	76	0	54	78	112	46.9	43.0	176	245	38.7
<b>Core profit</b>	<b>17</b>	<b>7</b>	<b>14</b>	<b>28</b>	<b>42</b>	<b>152.3</b>	<b>52.2</b>	<b>40</b>	<b>85</b>	<b>111.0</b>
<b>Net profit</b>	<b>17</b>	<b>7</b>	<b>20</b>	<b>21</b>	<b>48</b>	<b>183.4</b>	<b>130.9</b>	<b>33</b>	<b>89</b>	<b>167.3</b>
EPS (Bt/share)	0.016	0.007	0.019	0.020	0.045	174.7	130.9	0.032	0.084	159.1
<b>Balance Sheet</b>										
Total Assets	2,574	2,596	2,589	2,839	2,877	11.8	1.4	2,574	2,877	11.8
Total Liabilities	1,489	1,423	1,400	1,629	1,615	8.5	(0.9)	1,489	1,615	8.5
Total Equity	1,085	1,173	1,189	1,209	1,263	16.3	4.4	1,085	1,263	16.3
BVPS (Bt/share)	1.05	1.10	1.12	1.13	1.18	12.7	4.4	1.05	1.18	12.7
<b>Financial Ratio</b>										
Gross Margin (%)	29.4	29.2	31.6	30.8	33.2			29.5	32.0	
EBITDA margin (%)	24.9	0.0	20.3	24.0	29.7			4.1	9.2	
Net Profit Margin (%)	18.1	23.1	19.7	16.6	15.4			21.5	25.2	
ROA (%)	2.6	1.0	2.2	3.9	5.9			2.1	4.1	
ROE (%)	6.2	2.3	4.8	9.2	13.5			4.9	9.6	
Debt to equity (X)	0.9	0.8	0.8	0.9	0.9			0.9	0.9	
<b>Revenue by business</b>										
Ethnic food	295	277	241	287	330	11.9	15.1	756	858	13.5
Plant-based food	12	14	16	23	43	258.3	90.3	64	82	27.5
Functional products	-	-	8	17	5	N.A.	(70.8)	0	31	N.A.

Source: Company data and SCBS Investment Research

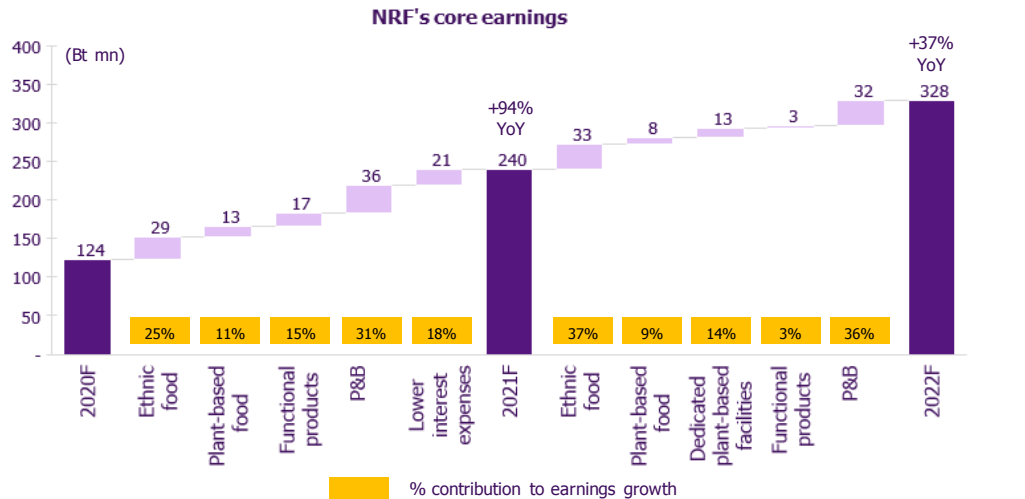
## 2. เข้าสู่วัฏจักรกำไรขาขึ้นรอบใหม่ในปี 2564-65

การเติบโตจากปัจจัยใหม่จะทำให้กำไรเข้าสู่วัฏจักรขาขึ้นรอบใหม่ในปี 2564-65 การดำเนินงานและผลประกอบการในอดีตที่ผ่านมาของ NRF โดยเฉพาะอย่างยิ่งในปี 2562 เมื่อกำไรปกติของบริษัทลดลง 48% YoY สู่อันดับ 47 ล้านบาท (จาก 90 ล้านบาทในปี 2561) ได้รับแรงกดดันจากเงินบาทที่แข็งค่าขึ้น เนื่องจากรายได้ส่วนใหญ่ของบริษัทอยู่ในสกุลเงินต่างประเทศ (หลักๆ เป็นดอลลาร์สหรัฐ) รวมถึงมีกำลังการผลิตที่จำกัดสำหรับผลิตภัณฑ์กลุ่ม Ethnic food (ผลิตภัณฑ์หลักของบริษัท) การดำเนินงานที่สะดุดในช่วงสั้นจากการย้ายโรงงานผลิตอาหารประเภทเส้น เพื่อปรับปรุงการผลิตในช่วงเดือน มิ.ย.-ก.ค. อีกทั้งยังมีค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับการลงทุนใหม่ เช่น การจัดตั้งบริษัทร่วมทุน P&B และค่าใช้จ่ายในการเตรียม IPO

หลังจากปีแรกที่ผลการดำเนินงานปรับตัวดีขึ้นในปี 2563 เราคาดว่า NRF จะเข้าสู่วัฏจักรกำไรขาขึ้นรอบใหม่ โดยกำไรปกติจะเติบโต 94% YoY สู่อันดับ 240 ล้านบาทในปี 2564 และเติบโต 37% YoY สู่อันดับ 328 ล้านบาทในปี 2565 โดยได้รับการสนับสนุนจากปัจจัยการเติบโตจากภายนอก 5 ประการ: 1) การขยายกำลังการผลิตกลุ่ม Ethnic food 2) รายได้ที่เพิ่มขึ้นจากกลุ่มผลิตภัณฑ์อาหารโปรตีนจากพืช 3) โรงงานผลิตอาหารโปรตีนจากพืชแห่งใหม่ 4) รายได้เพิ่มเติมจากกลุ่มผลิตภัณฑ์ภายใต้บรรษัทที่เป็นมิตรต่อผู้ใช้งาน และ 5) ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมทุน P&B (Plant & Bean) ในสหราชอาณาจักร

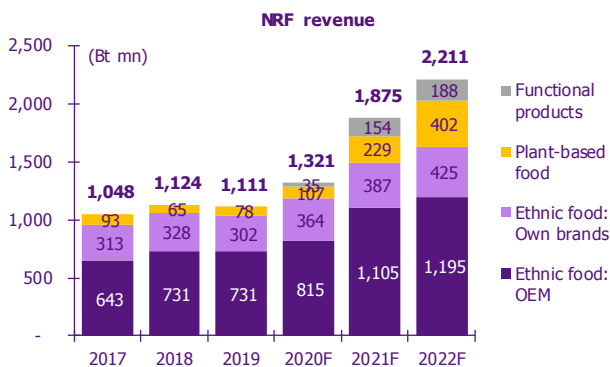
Figure 2 แสดงแหล่งที่มาของกำไรที่เพิ่มขึ้นของ NRF โดยในปี 2564 การเติบโตของกำไรส่วนใหญ่จะเกิดจากส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมทุน P&B (31% ของกำไรที่เพิ่มขึ้น) ตามมาด้วยการเติบโตของธุรกิจ Ethnic food (25%) และค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยที่ลดลง (18%) ในปี 2565 การเติบโตของกำไร หลักๆ จะได้รับการสนับสนุนจากธุรกิจ Ethnic food (37%) ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมทุน P&B (36%) และโรงงานผลิตอาหารโปรตีนจากพืชแห่งใหม่ (14%)

Figure 2: ประมาณการกำไรของ NRF



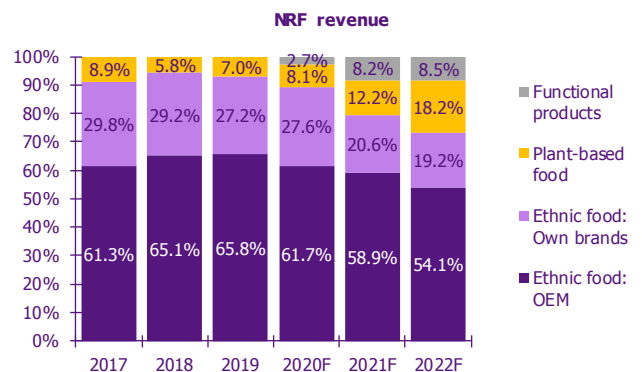
Source: SCBS Investment Research

Figure 3: ประมาณการรายได้ของ NRF



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: โครงสร้างรายได้ของ NRF จำแนกตามกลุ่มธุรกิจ

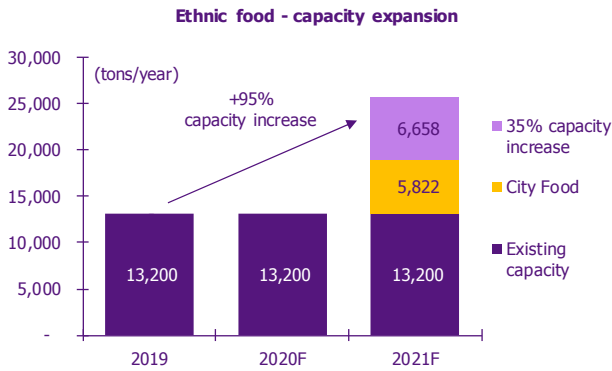


Source: Company data and SCBS Investment Research





**Figure 9: กำลังการผลิต Ethnic food ที่เพิ่มขึ้น**



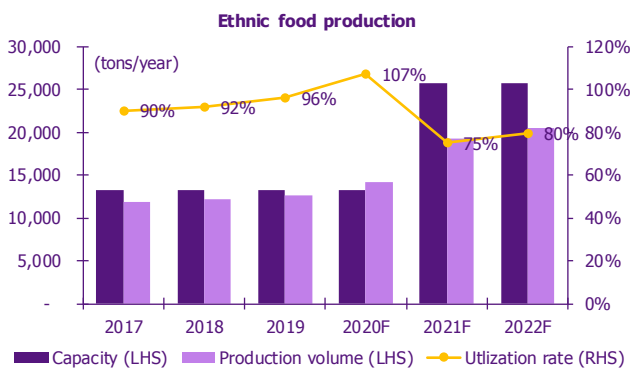
Source: Company data and SCBS Investment Research

**Figure 10: ผลิตภัณฑ์ของซีดีฟู้ด**



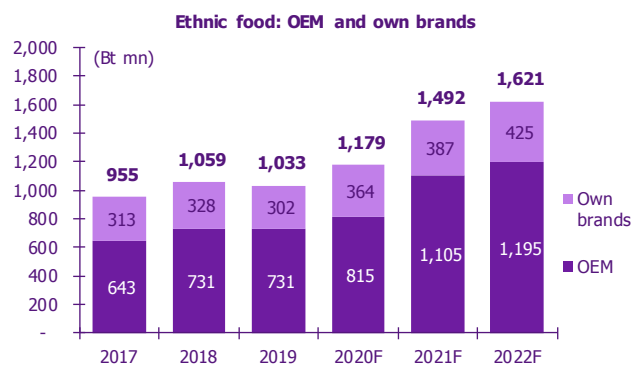
Source: Company data and SCBS Investment Research

**Figure 11: กำลังการผลิต Ethnic food ที่เพิ่มขึ้น**



Source: Company data and SCBS Investment Research

**Figure 12: ประมาณการรายได้จากธุรกิจ Ethnic food ของ NRF**



Source: Company data and SCBS Investment Research

**#2 รายได้ที่เพิ่มขึ้นจากกลุ่มผลิตภัณฑ์อาหารโปรตีนจากพืช: ผลิตภัณฑ์เส้นบุกและน้ำเต้าหู้** NRF กำลังขยายการลงทุนในอุตสาหกรรมผลิตอาหารโปรตีนจากพืช เราคาดว่าจะเห็นรายได้จากธุรกิจผลิตภัณฑ์อาหารโปรตีนจากพืชของ NRF เพิ่มขึ้นกว่าครึ่งจาก 107 ล้านบาทในปี 2563 สู่ 229 ล้านบาทในปี 2564 (+115% YoY) โดยได้รับการสนับสนุนจากสองปัจจัย ปัจจัยแรก คือ ค่าสั่งซื้อเส้นบุกใหม่ เครื่องจักรผลิตเส้นบุกของ NRF จะพร้อมเดินเครื่องผลิตใน 1Q64 เพื่อรองรับคำสั่งผลิตสินค้า OEM ที่จะเข้ามาใหม่จากลูกค้าของบริษัทซึ่งเป็นหนึ่งในผู้ขายผลิตภัณฑ์เส้นบุกชั้นนำของโลก NRF และลูกค้ารายดังกล่าวได้ลงนามในบันทึกข้อตกลงเพื่อผลิตผลิตภัณฑ์เส้นบุกเป็นเวลา 3 ปี เราคาดการณ์รายได้จากการผลิตเส้นบุกที่ 48 ล้านบาทในปี 2563 และจะเพิ่มขึ้นสู่ 78 ล้านบาทในปี 2564 และ 96 ล้านบาทในปี 2565 ปัจจัยที่สอง คือ รายได้จากน้ำเต้าหู้ตราชินโป หลังจากรวมผลการดำเนินงานของซีดีฟู้ดเข้ามา ในปี 2562 รายได้จริงของชินโปอยู่ที่ 55 ล้านบาท เรามองว่าธุรกิจน้ำเต้าหู้ตราชินโปยังมีโอกาสที่จะเติบโตเพิ่มขึ้นได้อีก เนื่องจากอัตราการใช้จ่ายการผลิตยังอยู่ในระดับต่ำที่ 21% ในปี 2562 เราคาดว่า NRF จะปรับปรุงธุรกิจนี้ โดยจะเพิ่มอัตราการใช้จ่ายการผลิตสู่ 30% ในปี 2564 และ 40% ในปี 2565 ซึ่งจะส่งผลทำให้รายได้จากธุรกิจน้ำเต้าหู้ตราชินโปปรับเปลี่ยนเพิ่มขึ้นสู่ 80 ล้านบาทในปี 2564 และ 106 ล้านบาทในปี 2565

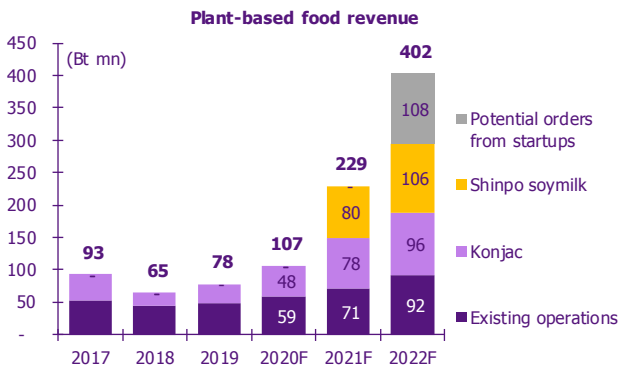
**#3 โรงงานผลิตอาหารโปรตีนจากพืชแห่งใหม่** โรงงานแห่งนี้จะเริ่มสร้างรายได้ให้กับธุรกิจผลิตภัณฑ์อาหารโปรตีนจากพืชของ NRF เพิ่มเติมในปี 2565 ทั้งนี้เพื่อรองรับความต้องการผลิตภัณฑ์อาหารโปรตีนจากพืชที่เพิ่มสูงขึ้น NRF จึงวางแผนที่จะขยายกำลังการผลิตผลิตภัณฑ์อาหารโปรตีนจากพืชของบริษัทด้วยการสร้างโรงงานผลิตอาหารโปรตีนจากพืชโดยเฉพาะ บนที่ดินที่ตั้งอยู่ด้านหลังโรงงานปัจจุบันของบริษัท ที่จังหวัดสมุทรสาคร ด้วยกำลังการผลิต 4,800 ตัน/ปี (8 ชั่วโมง/วัน) หรือ 7,200 ตัน/ปี (12 ชั่วโมง/วัน) โดยคาดว่าจะใช้งบลงทุนประมาณ 200 ล้านบาท และคาดว่าจะสามารถดำเนินการผลิตได้ภายในปี 2565 NRF คาดว่าโรงงานแห่งนี้จะรองรับคำสั่งซื้อผลิตภัณฑ์อาหารโปรตีนจากพืชที่มีแนวโน้มไหลเข้ามาจากสตาร์ทอัพ บริษัทร่วมทุน P&B และ Meatless Farm ในการขยายตลาดเอเชีย ทั้งนี้ หลังจากผลิตภัณฑ์ของ Meatless Farm เติบโตอย่างรวดเร็วใน สหราชอาณาจักร สหรัฐอเมริกา และยุโรป ผลิตภัณฑ์ของ Meatless Farm ก็ถูกนำมาวางจำหน่ายในประเทศออสเตรเลียในเดือนเมษายน 2563 และผลิตภัณฑ์อาหารโปรตีนจากพืชของ Meatless Farm ก็เปิดตัวในประเทศไทยอย่างเป็นทางการใน 3Q63 โดยมี NRF เป็นผู้จัดจำหน่าย

NRF วางแผนเข้าลงทุน 30 ล้านบาทใน Big Idea Ventures และ New Protein Fund I ในระหว่างปี 2562-2565 (บริษัทเข้าลงทุนไปแล้วราว 10.9 ล้านบาท) ในปี 2562 กองทุนได้เข้าลงทุน 15 สตาร์ทอัพ และมี 2 สตาร์ทอัพ คือ Phuture และ Eat Karana ได้เปลี่ยนมาเป็นลูกค้าของ NRF แล้ว จำนวนสตาร์ทอัพเพิ่มขึ้นสู่ 23 สตาร์ทอัพ ณ วันที่ 30 มิถุนายน 2563 และกองทุนวางแผนที่จะลงทุนในสตาร์ทอัพในกลุ่มธุรกิจอาหารโปรตีนจากพืชและเซลล์ รวมประมาณ 100 สตาร์ทอัพ ในระหว่างปี 2562-2565 จำนวนสตาร์ทอัพที่กองทุนลงทุนเพิ่มมากขึ้นมีแนวโน้มที่จะส่งผลดีต่อ NRF เนื่องจากบริษัทเป็นโรงงานผู้ผลิต (preferred co-packer) ให้กับสตาร์ทอัพที่กองทุนลงทุน (NRF จะเป็นโรงงานผู้ผลิตรายแรกที่มีสิทธิเข้าเจรจาให้เป็นผู้ผลิตให้กับสตาร์ทอัพเหล่านั้นเมื่อทำการผลิตในเชิงพาณิชย์) NRF คาดว่าจะสามารถเปลี่ยนสตาร์ทอัพที่กองทุนลงทุนมาเป็นลูกค้าของบริษัท

ได้ประมาณ 10-20% จาก 100 สตาร์ทอัพ นอกจากนี้บริษัทยังมีโอกาสเข้าถึงเทคโนโลยีใหม่ๆ จากสตาร์ทอัพ เหล่านี้ด้วย

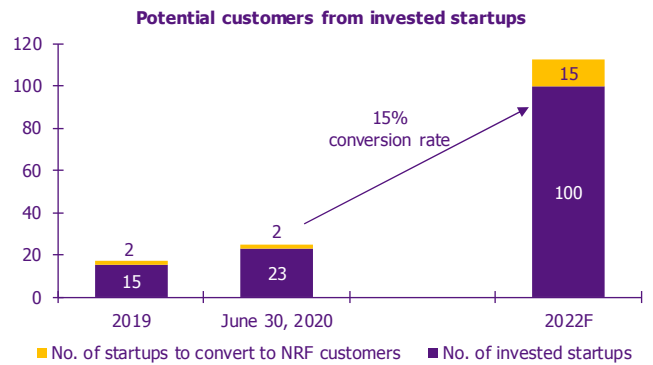
เนื่องจาก New Protein Fund I ตั้งเป้าลงทุนในสตาร์ทอัพในกลุ่มธุรกิจอาหารโปรตีนจากพืชและเซลล์ รวม ประมาณ 100 สตาร์ทอัพ และ NRF คาดว่าโรงงานผลิตอาหารโปรตีนจากพืชโดยเฉพาะจะสามารถดำเนินการ ผลิตได้ภายในปี 2565 เราใช้สมมติฐานว่าจะมี 15 สตาร์ทอัพจากกองทุนเปลี่ยนมาเป็นลูกค้าของ NRF ใน โรงงานแห่งนี้ โดยเราอ้างอิงอัตราการเปลี่ยนเป็นลูกค้าที่ 15% เราคาดว่าคำสั่งซื้อที่มีแนวโน้มไหลเข้ามาจาก สตาร์ทอัพจะเริ่มสร้างรายได้ให้กับ NRF จำนวน 108 ล้านบาทในปี 2565

**Figure 13: รายได้จากกลุ่มผลิตภัณฑ์อาหารโปรตีนจากพืชเติบโต อย่างแข็งแกร่ง**



Source: Company data and SCBS Investment Research

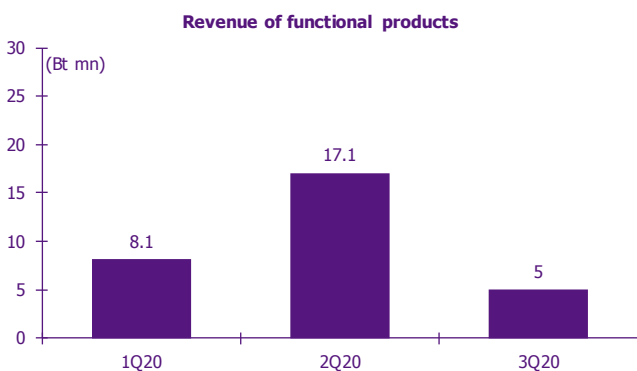
**Figure 14: NRF ตั้งเป้าเปลี่ยนสตาร์ทอัพที่กองทุนลงทุนเป็นลูกค้า**



Source: Company data and SCBS Investment Research

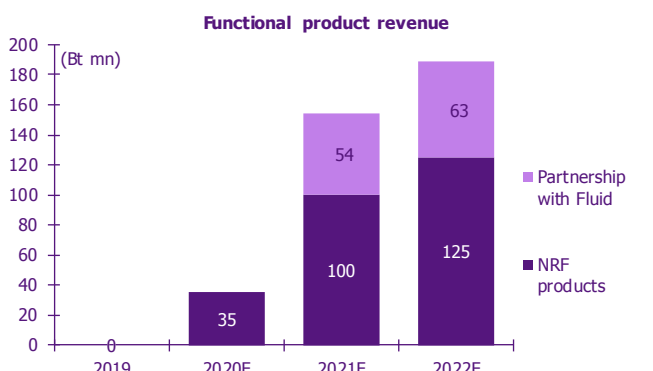
**#4 รายได้เพิ่มเติมจากกลุ่มผลิตภัณฑ์ภายใต้บรรษัทที่เป็นมิตรต่อผู้ใช้งาน** ผลิตภัณฑ์ภายใต้บรรษัท ที่เป็นมิตรต่อผู้ใช้งานของ NRF ให้ความสะดวกสบายแก่ผู้บริโภค ด้วยบรรษัทนวัตกรรมเพื่อการใช้งาน ครั้งเดียวที่สามารถเปิดได้โดยใช้เพียงนิ้วเพียง 3 นิ้ว จาก V-Shapes Srl. (V-Shapes) ธุรกิจนี้เริ่มจากการบรรจุ ผลิตภัณฑ์เจลแอลกอฮอล์ ซึ่งสร้างรายได้ 31 ล้านบาทใน 9M63 เราคาดว่ารายได้จากกลุ่มผลิตภัณฑ์ภายใต้ บรรษัทที่เป็นมิตรต่อผู้ใช้งานจะเพิ่มขึ้นก้าวกระโดดจาก 35 ล้านบาทในปี 2563 สู่ 154 ล้านบาทในปี 2564 และ 188 ล้านบาทในปี 2565 NRF มีนโยบายขยายธุรกิจผลิตบรรษัท V-Shapes สำหรับผลิตภัณฑ์อาหาร และผลิตภัณฑ์ที่ไม่ใช่อาหาร (non-food) ภายใต้แบรนด์ของบริษัทเองและการร่วมลงทุนกับพันธมิตรทางธุรกิจ โดย NRF ได้เข้าทำสัญญาความเป็นหุ้นส่วนกับ Fluid Energy Group Ltd. (Fluid) เพื่อบรรจุผลิตภัณฑ์ เคมีภัณฑ์ของ Fluid เช่น เจลแอลกอฮอล์ล้างมือ ในบรรษัท V-Shapes ซึ่งจะจัดจำหน่ายใน Territory 1: แคนาดา, Territory 2: คูเวต บาห์เรน การ์ด้า สหรัฐอาหรับเอมิเรตส์ ซาอุดีอาระเบีย และโอมาน และ Territory 3: สหรัฐอเมริกา ทั้งนี้ ภายใต้สัญญาดังกล่าว Fluid จะมีจำนวนการผลิตขั้นต่ำต่อปี และจะจ่ายค่า royalty fee ต่อชิ้นให้กับ NRF โดยจะเริ่มผลิตใน Territory 1 และ 2 ใน 1H64

**Figure 15: รายได้จากกลุ่มผลิตภัณฑ์ภายใต้บรรษัทที่เป็นมิตรต่อ ผู้ใช้งานรายไตรมาส**



Source: Company data and SCBS Investment Research

**Figure 16: ประมาณการรายได้จากกลุ่มผลิตภัณฑ์ภายใต้บรรษัทที่เป็นมิตรต่อผู้ใช้งาน**



Source: Company data and SCBS Investment Research

**Figure 17: สัญญาระหว่าง NRF กับ Fluid: จำนวนการผลิตขั้นต่ำและค่า royalty fee**

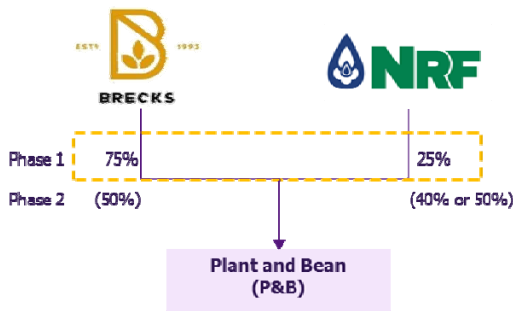
	จำนวนการผลิตขั้นต่ำ (ล้านชิ้น/ปี)					อัตราเติบโตของปริมาณผลิต ต่อปี	royalty fee (US\$/ชิ้น)
	ปีที่ 1	ปีที่ 2	ปีที่ 3	ปีที่ 4	ปีที่ 5		
Territory 1 (แคนาดา)	30	36	43	52	62	20%	0.02
Territory 2 (คูเวต บาห์เรน การ์ด้า สหรัฐ อาหรับเอมิเรตส์ ซาอุดีอาระเบีย และโอมาน)	45	52	60	68	79	15%	0.02
Territory 3 (สหรัฐอเมริกา)	30	36	43	52	62	20%	0.01

Source: Company filing and SCBS Investment Research  
ดูรายละเอียดเพิ่มเติมได้ในภาคผนวก 2

**#5 ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมทุน P&B NRF และ Brecks ได้จัดตั้งบริษัทร่วมทุน P&B ในสหราชอาณาจักร** เพื่อประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายเนื้อสัตว์ที่ทำจากพืช Brecks เป็นบริษัทที่มีฐานการผลิตอยู่ในสหราชอาณาจักรและเริ่มดำเนินงานมาตั้งแต่ปี 2535 มีประสบการณ์ในการผลิตซีเรียลคุณภาพสูง (ภายใต้ตราสินค้า Honey Monster Puffs และ Good Grain) อีกทั้งยังมีความเชี่ยวชาญและเทคโนโลยีในการผลิตผลิตภัณฑ์เนื้อสัตว์ที่ทำจากพืช (เช่น ไส้กรอกปราศจากเนื้อสัตว์ หรือ filled sausage และเนื้อสัตว์เทียมขึ้นรูปหรือ formed patties) โดยจัดจำหน่ายในรูปแบบผลิตภัณฑ์แช่แข็งและแช่เย็นหลากหลายชนิดให้กับผู้ประกอบการค้าปลีกและแบรนด์ต่างๆ ทั่วสหราชอาณาจักรและยุโรป เช่น Quorn (ที่เป็นที่นิยมในสหรัฐอเมริกาด้วย) The Vegetarian Butcher และ Cauldron Foods สายการผลิตกลุ่มเนื้อสัตว์ที่ทำจากพืชในปัจจุบันทั้งหมดของ Breck (เครื่องจักร องค์ความรู้ ทรัพย์สินทางปัญญา ลูกค้า และทีมผู้บริหาร) จะถูกโอนมายัง P&B ส่วน NRF จะแบ่งการลงทุนออกเป็น 2 ระยะ: ระยะที่ 1 NRF เข้าลงทุนจำนวน 5 ล้านปอนด์ (~198 ล้านบาท) เพื่อซื้อหุ้นสามัญ 25% ของ P&B (เข้าซื้อเสร็จเมื่อวันที่ 13 พฤษภาคม 2563) และระยะที่ 2 NRF มีสิทธิเข้าลงทุนอีก 4 ล้านปอนด์ (~158 ล้านบาท) เพื่อซื้อหุ้น P&B เพิ่มอีก 25% (ซึ่งจะดำเนินการเข้าซื้อได้ต่อเมื่อเงื่อนไขบังคับก่อนตามสัญญาเสร็จสิ้น) แต่ไม่เกินวันที่ 12 มิถุนายน 2564

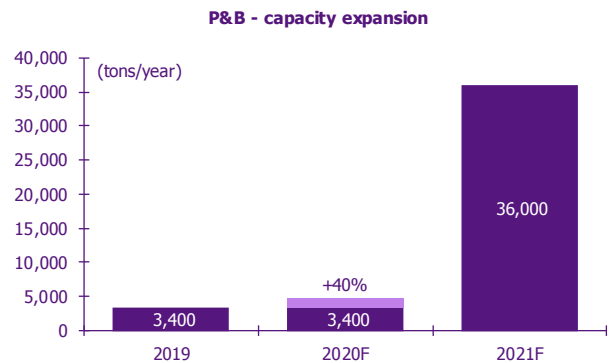
ทั้งนี้ เพื่อรองรับความต้องการผลิตภัณฑ์เนื้อสัตว์ที่ทำจากพืชในทวีปยุโรปที่เพิ่มขึ้น P&B ได้เพิ่มกำลังการผลิตสำหรับผลิตภัณฑ์เนื้อสัตว์ที่ทำจากพืชอีก 40% จาก 3,400 ตัน/ปี สู่ 4,700 ตัน/ปี ในปี 2563 และกำลังการผลิตจะเพิ่มขึ้นก้าวกระโดดสู่ 36,000 ตัน/ปี ภายในปี 2564 ภายหลังจากที่เข้าซื้อโรงงานเนื้อสัตว์ที่ทำจากพืชแห่งใหม่แล้วเสร็จ นอกจากนี้ P&B ยังมีแผนพัฒนาเพิ่มการผลิตด้วยกระบวนการแบบ high moisture extrusion (ซึ่งเป็นวิธีการผลิตที่เพิ่มความชื้นด้วยน้ำและน้ำมันเข้าไปในวัตถุดิบ) เพื่อให้ผลิตภัณฑ์มีรสชาติและสัมผัสใกล้เคียงเนื้อสัตว์จริงเพื่อตอบสนองความต้องการของผู้บริโภค อีกทั้ง P&B ยังมีแผนระดมทุนเพิ่มจากนักลงทุนอื่น เพื่อการลงทุนในการขยายฐานการผลิตในประเทศสหรัฐอเมริกา ซึ่งแนวโน้มความต้องการผลิตภัณฑ์เนื้อสัตว์ที่ทำจากพืชมีเพิ่มขึ้น โดยหลังจากการระดมทุนดังกล่าว NRF คาดว่าจะรักษาสัดส่วนการถือหุ้นไว้ใน P&B ไว้ไม่ต่ำกว่า 40% (เทียบกับจำนวนหุ้นทั้งหมดหลังการระดมทุน)

**Figure 18: แผนขยายกำลังการผลิตของ P&B**



Source: Company data and SCBS Investment Research

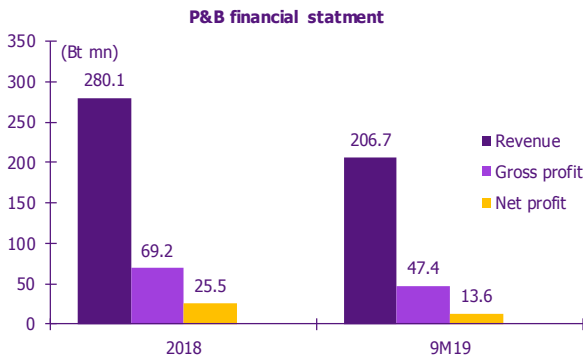
**Figure 19: แผนขยายกำลังการผลิตของ P&B**



Source: Company data and SCBS Investment Research

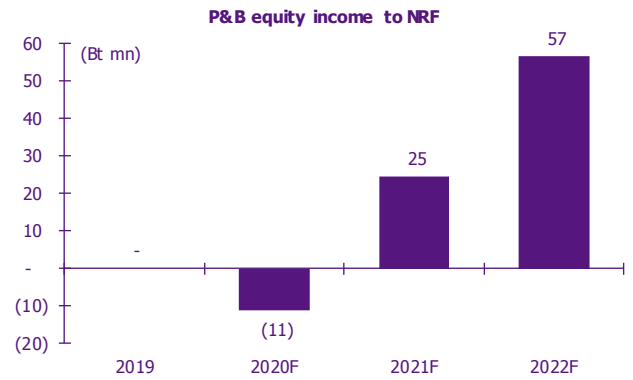
NRF รับรู้ส่วนแบ่งขาดทุนจาก P&B จำนวน 10 ล้านบาทใน 9M63 (อิงกับสัดส่วนการถือหุ้น 25%) เพราะได้รับแรงกดดันจากค่าใช้จ่ายทางกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการโอนธุรกิจเนื้อสัตว์ที่ทำจากพืชของ Brecks มายัง P&B ใน 2Q63 (0.8 ล้านปอนด์ หรือ ~32 ล้านบาท) เราคาดการณ์ส่วนแบ่งขาดทุนจาก P&B ที่ 11 ล้านบาทในปี 2563 ซึ่งสะท้อนถึงการดำเนินงานที่ดีขึ้นหลังจากโอนธุรกิจเสร็จ บวกกับขยายกำลังการผลิต 40% ใน 2H63 (จาก 3,400 ตัน/ปี สู่ 4,700 ตัน/ปี) กำลังการผลิตจะเป็นปัจจัยสำคัญสำหรับการดำเนินงานของ P&B ต่อไปในอนาคต เนื่องจากโรงงานใหม่จะทำให้กำลังการผลิตเพิ่มขึ้นก้าวกระโดดสู่ 36,000 ตัน/ปี เมื่อใช้สมมติฐานอัตราแลกเปลี่ยนบาท/ปอนด์คงที่ เราคาดการณ์รายได้ของ P&B ที่ 686 ล้านบาทในปี 2564 และ 1.1 พันล้านบาทในปี 2565 เพิ่มขึ้นอย่างมากจาก 276 ล้านบาทในปี 2563 โดยอิงกับอัตราการใช้กำลังการผลิตหลังขยายกำลังการผลิตที่ 23% ในปี 2564 และ 37% ในปี 2565 ทั้งนี้ หลังจากขาดทุนในปี 2563 เราคาดว่า P&B จะมีกำไรสุทธิ 61 ล้านบาทในปี 2564 และ 142 ล้านบาทในปี 2565 โดยอิงกับอัตรากำไรสุทธิ 8.9% ในปี 2564 และ 12.9% ในปี 2565 เราคาดว่า P&B จะสร้างส่วนแบ่งกำไรให้กับ NRF จำนวน 25 ล้านบาทในปี 2564 และ 57 ล้านบาทในปี 2565 โดยอิงกับสัดส่วนการถือหุ้น 40% ใน P&B (ใช้สมมติฐานว่า NRF ใช้สิทธิลงทุนระยะที่ 2 ใน P&B และ P&B มีการระดมทุนเพื่อขยายธุรกิจในสหรัฐอเมริกา)

**Figure 20: ผลประกอบการของ P&B ในอดีตที่ผ่านมา**



Source: Company data and SCBS Investment Research

**Figure 21: ส่วนแบ่งกำไรที่ NRF จะได้รับจาก P&B**



Source: Company data and SCBS Investment Research

**Figure 22: ประมาณการกำไรของ P&B**

(Bt mn)	2018*	2019E**	2020F	2021F	2022F
Revenue	280	276	290.6	686.1	1,096.6
Net profit	26	18	(44.2)	61.4	141.5
Net profit margin	9.1%	6.6%	-15.2%	8.9%	12.9%

Source: Company data and SCBS Investment Research

ตัวเลขทางการเงินปี 2561 และปี 2562 อิงกับอัตราแลกเปลี่ยน 40.8 บาท/ปอนด์

\*เป็นตัวเลขทางการเงินภายใต้ Brecks ซึ่งได้มีการโอนธุรกิจเนื้อสัตว์ที่ทำจากพืชมาที่ P&B ในเดือนพฤษภาคม 2563

\*\*2019E ใช้การอ้างอิงจากข้อมูลใน 9M19

**การลงทุนใน e-commerce platform ในอนาคต** NRF จะใช้เงินทุน 3 ล้านดอลลาร์สหรัฐ (~100 ล้านบาท) สำหรับการลงทุนใน Boosted Ecommerce Inc. (Boosted) ซึ่งจะถือเงินลงทุนเป็นสัดส่วนประมาณ 4% Boosted เป็นบริษัทที่มีฐานอยู่ในสหรัฐอเมริกา มีความเชี่ยวชาญในธุรกิจ e-commerce จากประสบการณ์การเข้าซื้อธุรกิจ FBA (Fulfilment by Amazon) NRF มองว่าประสบการณ์ในธุรกิจ e-commerce ของ Boosted จะช่วยสนับสนุนธุรกิจ e-commerce ของ NRF (ปัจจุบัน NRF ยังไม่มีธุรกิจทางออนไลน์ของตนเองเลย) เรามองว่ารายได้จากการขายออนไลน์จะเป็นบวก แต่ประโยชน์ที่จะได้รับมีมากกว่านั้น เนื่องจากการทำธุรกิจผ่านผู้จัดจำหน่ายในปัจจุบันมีข้อจำกัดคือบริษัทไม่สามารถทราบได้ว่าลูกค้าที่แท้จริงเป็นใคร ดังนั้น ธุรกิจ e-commerce จะทำให้ NRF สามารถเข้าถึงลูกค้าที่แท้จริงได้โดยตรง และทำให้บริษัทมีความเข้าใจพฤติกรรมของผู้บริโภคได้ดีขึ้น ซึ่งเป็นข้อมูลที่มีค่าสำหรับการพัฒนาผลิตภัณฑ์ในอนาคต

NRF และ Boosted จะจัดตั้งบริษัท holding company แห่งใหม่ในประเทศสิงคโปร์ โดย NRF คาดว่าจะใช้เงินลงทุน 7 ล้านดอลลาร์สหรัฐ (~200 ล้านบาท) ภายในปี 2565 ในเบื้องต้น NRF จะถือหุ้น 67% ในบริษัท holding company ดังกล่าว และ Boosted จะถือ 33% โดย Boosted จะได้รับสัดส่วนหุ้นเพิ่มอีก 12% จาก NRF ซึ่งจะทำให้สัดส่วนการถือหุ้นของ Boosted ใน holding company เพิ่มเป็น 45% (และ NRF จะมีสัดส่วนลดลงเป็น 55%) เมื่อ holding company มีผลการดำเนินงานที่ดีและสามารถทำ EBITDA ได้ตามที่กำหนดไว้ในข้อตกลง บริษัท holding company ในประเทศสิงคโปร์จะจัดตั้งบริษัท holding company ในประเทศสหรัฐอเมริกาเพื่อเข้าซื้อบริษัทเป้าหมายในกลุ่มธุรกิจ Ethnic food , ผลิตภัณฑ์อาหารโปรตีนจากพืช, ผลิตภัณฑ์ภายใต้บรรจุภัณฑ์ที่เป็นมิตรต่อผู้ใช้งาน และอาหารสัตว์เลี้ยงซึ่งมียอดขายแข็งแกร่งบน Amazon e-commerce platform และตรงตามเกณฑ์ในการเลือกลงทุนที่กำหนด: 1) ต้องเป็นบริษัทที่มีกำไรจากการดำเนินงานก่อนค่าเสื่อมราคา ดอกเบี้ย และภาษี (EBITDA) แล้วอย่างน้อย 0.3-3 ล้านดอลลาร์สหรัฐ 2) ราคาซื้อบริษัทเป้าหมายต้องไม่เกิน EV/EBITDA ที่ 3.5 เท่า 3) ชำระค่าลงทุนเป็นเงินสด 50-75% อีก 25-50% จะทยอยจ่าย (earnout) แล้วแต่การเจรจา (ยกตัวอย่างเช่น ทยอยจ่ายตามผลการดำเนินงานของบริษัทดังกล่าวหลังจากเข้าซื้อกิจการ)

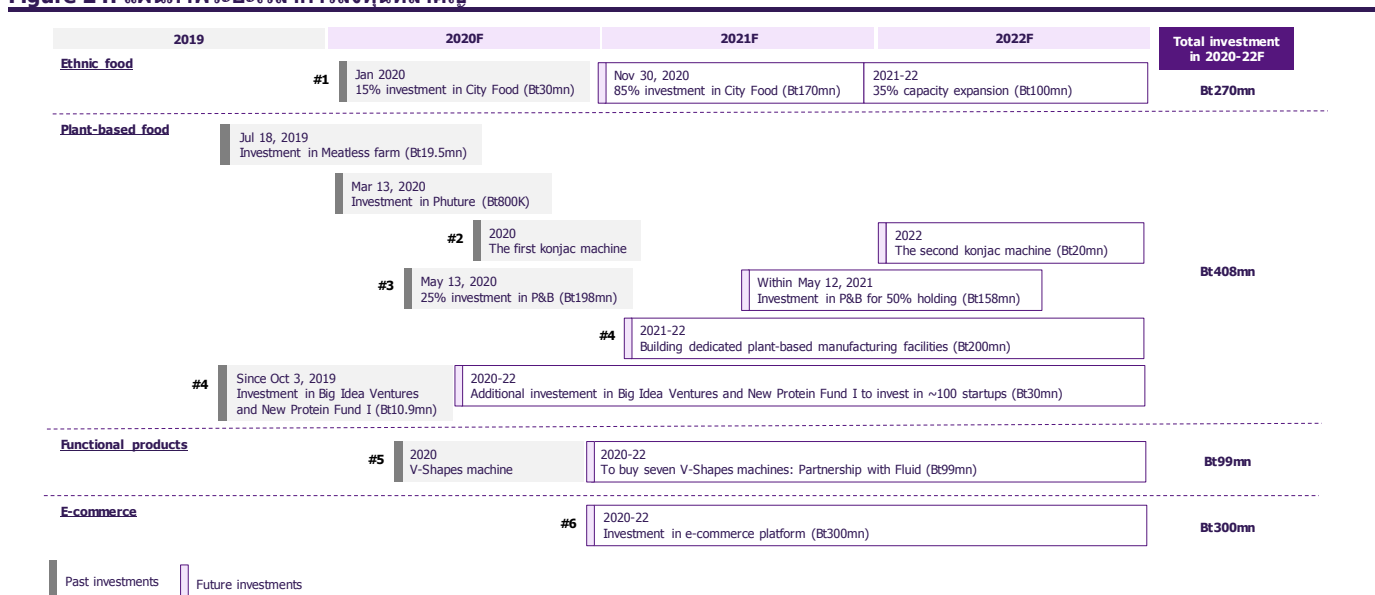
ทั้งนี้ประมาณการกำไรของเรายังไม่ได้รวมรายได้เพิ่มเติมจากช่องทางออนไลน์และการเข้าซื้อบริษัทเป้าหมายบน Amazon e-commerce platform เข้ามา เนื่องจากเป็นธุรกิจใหม่ของ NRF ที่เราต้องรอดูแผนที่ชัดเจนมากขึ้นจากการลงทุนครั้งนี้

**Figure 23: โครงการในอนาคตของ NRF**

โครงการในอนาคต	ประโยชน์	รายละเอียด	จำนวนเงินลงทุน	ช่วงเวลาลงทุน
<b>Ethnic food</b> ซื้อหุ้นส่วนที่เหลือ 85% ในบจก. ซีดีฟู้ด (ปัจจุบัน NRF ถือหุ้น 15% ในบจก. ซีดีฟู้ด)	กำลังการผลิต Ethnic food และผลิตภัณฑ์อาหารโปรตีนจากพืช (น้ำเต้าหู้) เพิ่มขึ้น	บจก. ซีดีฟู้ด มี 2 โรงงาน: 1) โรงงานผลิตอาหารจังหวัดนครปฐม กำลังการผลิต 5,822 ตัน/ปี (ปัจจุบันมีอัตราการใช้กำลังการผลิต 67.6%) และ 2) โรงงานผลิตน้ำเต้าหู้ตราชินโป จังหวัดราชบุรี กำลังการผลิต 8.2 ล้านลิตร/ปี (ปัจจุบันมีอัตราการใช้กำลังการผลิต 20.6%)	170 ล้านบาท	30 พฤศจิกายน 2563
การลงทุนในระบบการผลิต	กำลังการผลิตรวมเพิ่มขึ้น 35%	NRF จะลงทุนในระบบและปรับปรุงกระบวนการผลิตใหม่ประสิทธิภาพมากขึ้นทั้งกำลังการผลิตเดิมที่มีอยู่และของซีดีฟู้ด	100 ล้านบาท	ปี 2564-2565
<b>ผลิตภัณฑ์อาหารโปรตีนจากพืช</b> การลงทุนในเครื่องจักรที่ใช้ผลิตเส้นบุกจำนวน 2 เครื่อง	กำลังการผลิตเพิ่มขึ้นและเพิ่มอัตราการใช้งานต้นของผลิตภัณฑ์เส้นบุกได้	ซื้อเครื่องจักรมาผลิตเส้นบุกเอง (กำลังการผลิต 2,700 ตันต่อปี) เพื่อเพิ่มกำลังการผลิต และลดต้นทุนวัตถุดิบเมื่อเทียบกับการซื้อเส้นบุกสำเร็จจากภายนอก	เครื่องที่ 1 ลงทุนครบจำนวนแล้ว และเครื่องที่ 2 จะใช้เงินลงทุน 20 ล้านบาท	ปี 2563 และปี 2565
ซื้อหุ้น PB เพิ่ม	NRF มีสัดส่วนการถือครองหุ้น PB เพิ่มขึ้น	NRF จะใช้สิทธิการลงทุนระยะที่ 2 ใน PB ซึ่งจะส่งผลทำให้บริษัทมีสัดส่วนการถือหุ้น PB เพิ่มขึ้นเป็น 50% (จาก 25%) โดย PB มีแผนระดมทุนเพิ่มจากนักลงทุน ประมาณ 5 ล้านดอลลาร์สหรัฐ เพื่อการลงทุนในการวิจัยและพัฒนาและการขยายฐานการผลิตในประเทศสหรัฐอเมริกา โดย NRF จะรักษาสัดส่วนการถือหุ้นไว้ไม่ต่ำกว่า 40%	4 ล้านปอนด์ หรือ 158 ล้านบาท	ภายใน 12 มิถุนายน 2564
สร้างโรงงานผลิตอาหารโปรตีนจากพืชแห่งใหม่	รองรับออเดอร์ที่มีแนวโน้มจะเข้ามาจากสตาร์ทอัพ	สร้างโรงงานแห่งใหม่บนที่ดินของบริษัท ซึ่งอยู่ด้านหลังโรงงานปัจจุบัน กำลังการผลิต 4,800 ตัน/ปี (8 ชั่วโมง/วัน) หรือ 7,200 ตัน/ปี (12 ชั่วโมง/วัน)	ไม่เกิน 200 ล้านบาท	ปี 2564-2565
การร่วมลงทุนในสตาร์ทอัพอาหารโปรตีนจากพืชและเซลล์ ประมาณ 100 สตาร์ทอัพ ผ่าน Big Idea Ventures และ New Protein Fund I	โอกาสในการเปลี่ยนสตาร์ทอัพเหล่านั้นมาเป็นลูกค้าของ NRF และได้รับความรู้และเทคโนโลยีล่าสุดของอุตสาหกรรม	NRF ลงทุนเพิ่มใน Big Idea Ventures และ New Protein Fund I นอกจากนี้ NRF ยังมีสิทธิ์ที่จะเป็น preferred co-packer ให้กับสตาร์ทอัพเหล่านั้น	30 ล้านบาท	ปี 2562-2565
<b>ผลิตภัณฑ์ภายใต้บรรจุภัณฑ์ที่เป็นมิตรต่อผู้ใช้งาน</b> การลงทุนซื้อเครื่องจักร V-Shapes จำนวน 8 เครื่อง	ผลิตผลิตภัณฑ์ภายใต้บรรจุภัณฑ์ที่เป็นมิตรต่อผู้ใช้งานได้มากขึ้น เพื่อให้มีรายได้และค่า royalty fee จากการเป็นหุ้นส่วนกับ Fluid Energy Group เข้ามามากขึ้น	NRF เข้าซื้อเครื่องจักร V-Shapes จำนวน 1 เครื่อง สำหรับผลิตผลิตภัณฑ์ภายใต้บรรจุภัณฑ์ที่เป็นมิตรต่อผู้ใช้งานทั้งประเภทผลิตภัณฑ์ที่รับประทานได้และผลิตภัณฑ์ที่ไม่สามารถรับประทานได้ ผ่านการผลิตสินค้าภายใต้แบรนด์ของบริษัทและการร่วมลงทุนกับพันธมิตรทางธุรกิจ (กำลังการผลิตปัจจุบันอยู่ที่ 100 ล้านชิ้น/ปี) แล้ว เครื่องจักรอีก 7 เครื่องจะเป็นการลงทุนร่วมกับ Fluid Energy Group เพื่อบรรจุภัณฑ์ในบรรจุภัณฑ์ V-Shapes โดยมีการกำหนดจำนวนการผลิตขั้นต่ำ	สำหรับการร่วมลงทุนกับ Fluid Energy Group นั้น เครื่องจักร 2 เครื่อง คงเหลือเงินที่ต้องชำระเพิ่มเติมประมาณ 9 ล้านบาท และ 5 เครื่อง งบประมาณลงทุน 90 ล้านบาท	ปี 2563-2565
<b>E-Commerce Platform</b> การเข้าลงทุนในกลุ่มบริษัท Boosted Ecommerce Inc. (Boosted) และจัดตั้งบริษัทร่วมทุนกับ Boosted	รายได้จากการขายออนไลน์ ข้อมูลเกี่ยวกับลูกค้าปลายทางและโอกาสในการเป็นผู้รับจ้างผลิตสินค้าของแบรนด์ที่เข้าลงทุนเข้ามา	การเข้าลงทุนใน Boosted จะช่วยให้ NRF ดำเนินธุรกิจได้ในฐานะ Third-party seller บน Amazon e-commerce platform การที่ NRF ร่วมกับ Boosted จัดตั้งบริษัทร่วมทุนจะเน้นการลงทุนซื้อธุรกิจเป้าหมายที่มีคุณสมบัติตรงกับเกณฑ์การลงทุน	3 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ลงทุนใน Boosted หรือบริษัทในกลุ่ม (สัดส่วนการถือหุ้น 4%) และ 7 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ลงทุนในบริษัทร่วมทุน (NRF จะถือหุ้น 67% ในบริษัทร่วมทุน)	ปี 2563-2565

Source: Company filing and SCBS Investment Research

**Figure 24: แผนภาพระยะเวลาการลงทุนที่สำคัญ**



Source: Company data and SCBS Investment Research

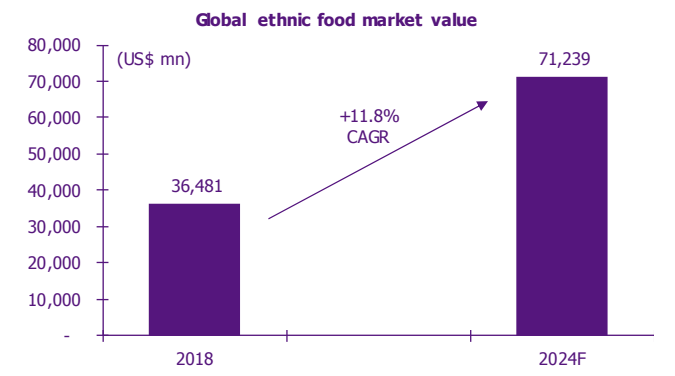


### 3. แนวโน้มอุตสาหกรรม

#### อุตสาหกรรม Ethnic food

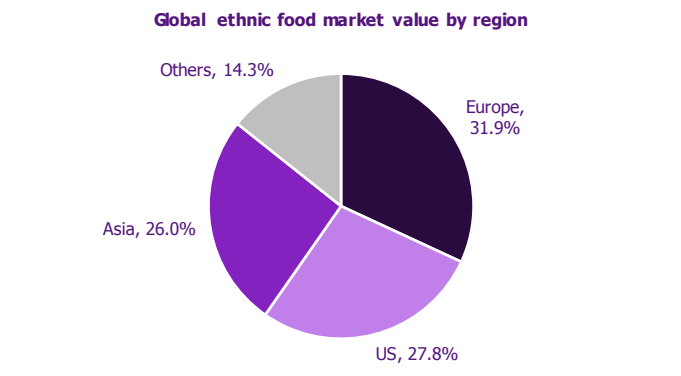
Ethnic food คืออาหารที่สะท้อนถึงวัฒนธรรมอันเป็นเอกลักษณ์หรือทำเลที่ตั้งทางภูมิศาสตร์โดยใช้วัตถุดิบพื้นเมือง Ethnic food เป็นอาหารที่ปรุงแบบดั้งเดิมโดยปราศจากสิ่งปลอมปน สี หรือสารปรุงรสใดๆ อีกทั้งยังทำให้ลูกค้าพึงพอใจในการรับประทานอาหารเฉพาะในประเทศของตนในขณะที่อาศัยอยู่ในประเทศอื่น ความต้องการ Ethnic food เพิ่มขึ้น เนื่องจากอัตราการอพยพย้ายถิ่นฐานเพิ่มขึ้น การมีความรู้ที่เพิ่มขึ้น อุตสาหกรรมท่องเที่ยวเติบโตมากขึ้น และการเพิ่มขึ้นของประชากรที่เป็นวัยรุ่นที่มีนิสัยติดตามเทรนด์ของโลก และชื่นชอบการทดลองอาหารประเภทต่างๆ ตลาด Ethnic food ทั่วโลกเป็นตลาดแบบกระจายตัว โดยมีผู้ประกอบการขนาดเล็กและกลางหลายรายด้วยกัน มูลค่าของตลาด Ethnic food ทั่วโลกอยู่ที่ 3.64 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐ (~1.2 ล้านล้านบาท) ในปี 2561 โดยมีส่วนแบ่งตลาดในยุโรปมากที่สุดที่ 31.9% ตามมาด้วยสหรัฐอเมริกาที่ 27.8% เอเชียที่ 26% และอื่นๆ ที่ 14% Mordor Intelligence คาดการณ์ว่าตลาดอุตสาหกรรมอาหาร Ethnic food ทั่วโลกจะเติบโตเฉลี่ย 11.8% ต่อปี จนถึงปี 2567 การวิจัยที่จัดทำโดย Chef's Pencil ซึ่งเป็นเว็บไซต์อาหาร โดยใช้ข้อมูลจาก Google Trends พบว่าอาหารจีนเป็น Ethnic food ที่ได้รับความนิยมมากที่สุด在美国 ตามมาด้วยอาหารเม็กซิกัน อาหารอิตาลี อาหารไทย อาหารอินเดีย อาหารญี่ปุ่น และอาหารเกาหลี

**Figure 25: ตลาด Ethnic food ทั่วโลกคาดว่าจะเติบโตที่ CAGR 11.8% จนถึงปี 2567**



Source: Mordor Intelligence, company filing and SCBS Investment Research

**Figure 26: ทวีปยุโรปและสหรัฐอเมริกามีส่วนแบ่งตลาด Ethnic food มากที่สุด**



Source: Company filing and SCBS Investment Research

#### อุตสาหกรรมอาหารโปรตีนจากพืช

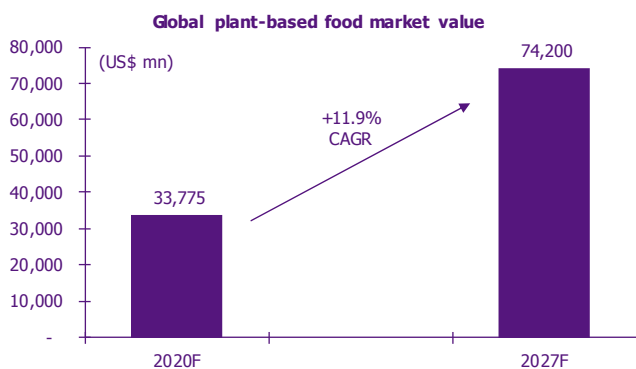
Meticulous Research คาดว่ามูลค่าตลาดอาหารโปรตีนจากพืชจะเพิ่มขึ้นสู่ 7.42 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐในปี 2570 หรือเติบโตที่ CAGR 11.9% ในปี 2563-2570 ในระยะหลังนี้ ตลาดอาหารโปรตีนจากพืชเติบโตเพิ่มขึ้นอย่างมาก โดยได้รับการสนับสนุนจากกระแสที่ผู้คนหันมาทานอาหารมังสวิรัต (ไม่มีเนื้อสัตว์ แต่มีผลิตภัณฑ์ที่ทำจากนมและไข่ผสมอยู่) และวีแกน (ไม่มีผลิตภัณฑ์จากเนื้อสัตว์ผสมอยู่เลย) กันมากขึ้นทั่วโลก ซึ่งได้แรงจูงใจจาก แนวโน้มการดูแลสุขภาพและการตระหนักถึงวิกฤตด้านสิ่งแวดล้อมที่เกิดจากการทำฟาร์มปศุสัตว์มากขึ้น นอกจากนี้การเพิ่มขึ้นของจำนวนผู้บริโภคที่ทานอาหารมังสวิรัตแบบยืดหยุ่น (flexitarian) ก็ช่วยกระตุ้นให้อุตสาหกรรมอาหารโปรตีนจากพืชเติบโตด้วยเช่นกัน ผู้บริโภคกลุ่มนี้เป็นผู้ที่ทานเนื้อสัตว์ตามปกติ โดยพยายามลดการบริโภคเนื้อสัตว์ลงเพื่อสุขภาพและเหตุผลด้านสิ่งแวดล้อม แต่ยังไม่ต้องการที่จะเลิกทานเนื้อสัตว์ด้วยการหันมาทานอาหารมังสวิรัตหรือวีแกนอย่างเต็มตัว ข้อมูลจาก Innova Market Insights ระบุว่า ผู้บริโภคในสหรัฐอเมริกา 38% เป็น flexitarian (เทียบกับมังสวิรัตและวีแกนที่ 8-11%), ในสหราชอาณาจักร 53% (เทียบกับ 8%), ในเนเธอร์แลนด์ 67% (เทียบกับ 8%) และในเยอรมนี 69% (เทียบกับ 3%)

#### เนื้อสัตว์ที่ทำจากพืช

ผลิตภัณฑ์อาหารโปรตีนจากพืชที่มีความหลากหลายมากขึ้นในตลาดเป็นปัจจัยที่ช่วยสนับสนุนให้อุตสาหกรรมอาหารโปรตีนจากพืชเติบโตเพิ่มขึ้น ผู้ประกอบการร้านอาหารบริการด่วน (QSR) ชื่นนำได้เพิ่มเนื้อสัตว์ที่ทำจากพืชเข้ามาไว้ในเมนูของร้าน: ในปี 2562 McDonalds เริ่มจำหน่ายเบอร์เกอร์ Beyond Meat, KFC ทดลองวางจำหน่ายไก่ทอด Beyond Meat และ Burger King ร่วมมือกับ Impossible Foods ขาย Impossible Whopper Euroonitor คาดการณ์มูลค่าตลาดโลกของเนื้อสัตว์ที่ทำจากพืชจะเติบโตจาก 1.7 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ ในปี 2562 สู่ 2.8 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ ภายในปี 2566 หรือเติบโตที่ CAGR 13% ตลาดเนื้อสัตว์ที่ทำจากพืชมีแนวโน้มเติบโตได้ดี เนื่องจากเพิ่งอยู่ในระยะเริ่มแรกของการเติบโต โดยมีส่วนแบ่งตลาดน้อยมากเมื่อเทียบกับมูลค่าตลาดเนื้อสัตว์ทั่วโลก บทวิจัยของ Good Food Institute ระบุว่า ในสหรัฐอเมริกา ยอดขายเนื้อสัตว์ที่ทำจากพืชมีมูลค่า 939 ล้านดอลลาร์สหรัฐในปี 2562 เติบโต 18% YoY แต่คิดเป็นสัดส่วนเพียง 1% ของยอดขายปลีกเนื้อสัตว์ทั้งหมด โดยส่วนแบ่งตลาดเนื้อสัตว์ที่ทำจากพืชยังต่ำกว่าส่วนแบ่งตลาดนมที่ทำจากพืชที่ 14% ของยอดขายปลีกนมทั้งหมดอย่างมาก ซึ่งบ่งชี้ว่าโอกาสที่เนื้อสัตว์ที่ทำจากพืชจะมีส่วนแบ่งตลาดเพิ่มขึ้นสู่ระดับเดียวกับนมที่ทำจากพืช คือ การได้ส่วนแบ่งตลาดค้าปลีกเนื้อสัตว์เพิ่มอีก 13% ซึ่งคิดเป็นมูลค่าโอกาส 1.2 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐ หรือ 13 เท่าของมูลค่าตลาดปัจจุบัน

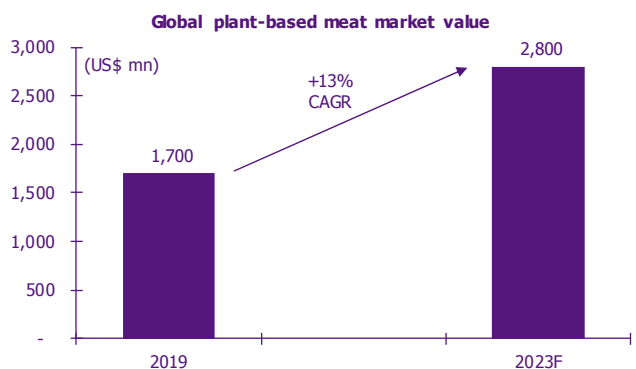


**Figure 27: ตลาดอาหารโปรตีนจากพืช**



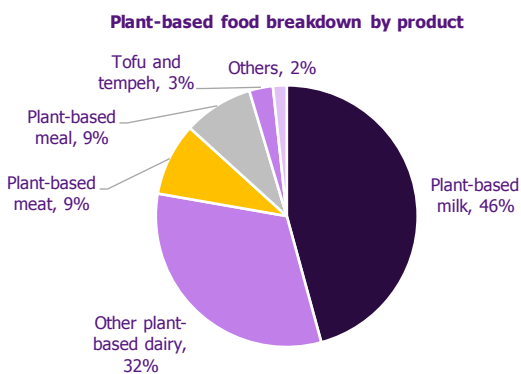
Source: Meticulous Research, company filing and SCBS Investment Research

**Figure 28: มูลค่าตลาดเนื้อสัตว์ที่ทำจากพืช**



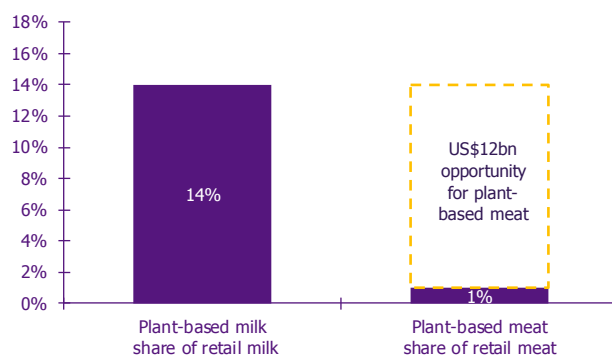
Source: Euromonitor, company filing and SCBS Investment Research

**Figure 29: อาหารโปรตีนจากพืชจำแนกตามผลิตภัณฑ์ในสหรัฐฯ**



Source: Good Food Institute research, company filing and SCBS Investment Research

**Figure 30: แนวโน้ม upside ของตลาดเนื้อสัตว์ที่ทำจากพืช**



Source: Good Food Institute research, company filing and SCBS Investment Research

#### 4. คำแนะนำเชิงกลยุทธ์คือ NEUTRAL

**เริ่มต้นการวิเคราะห์ด้วยเรตติ้ง NEUTRAL** หลังจากราคาหุ้นปรับตัวขึ้นแรง โดยมีราคาเป้าหมายอยู่ที่ **6.5 บาท/หุ้น** คำแนะนำเชิงกลยุทธ์ระยะ 3 เดือนสำหรับ NRF คือ NEUTRAL โดยมีราคาเป้าหมายสิ้นปี 2564 อยู่ที่ 6.5 บาท/หุ้น อ้างอิงวิธี sum-of-the-parts (SOTP) เราชอบแนวโน้มผลการดำเนินงานของ NRF เนื่องจากการดำเนินงานปรับตัวดีขึ้นในปี 2563 และมีปัจจัยการเติบโตใหม่หลายปัจจัยที่จะช่วยกระตุ้นให้กำไรเข้าสู่วัฏจักรขาขึ้นรอบใหม่ในปี 2564-65 อีกทั้งธุรกิจผลิตภัณฑ์อาหารโปรตีนจากพืชมีแนวโน้มเติบโตได้ดีในระยะยาว อย่างไรก็ตาม ราคาหุ้น NRF ปรับตัวขึ้นมาแล้วถึง 48% จากราคา IPO นับตั้งแต่เริ่มการซื้อขายในเดือนค.ค. และปัจจุบันซื้อขายที่ PE ปี 2563 ระดับ 59 เท่า และ PE ปี 2564 ระดับ 38 เท่า สูงกว่าค่าเฉลี่ยของหุ้นกลุ่มอาหารในภูมิภาคที่ PE ปี 2563 ระดับ 22 เท่า และ PE ปี 2564 ระดับ 18 เท่า

**การประเมินราคาเป้าหมาย** ราคาเป้าหมายสิ้นปี 2564 ของเราที่ 6.5 บาท/หุ้น อิงกับวิธี sum-of-the parts (SOTP) ซึ่งใช้อัตราส่วน PE ในการประเมินมูลค่าธุรกิจ 3 ธุรกิจของบริษัท: 1) ธุรกิจหลักของ NRF ไม่รวมธุรกิจผลิตภัณฑ์อาหารโปรตีนจากพืชและส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมทุน P&B 2) ธุรกิจผลิตภัณฑ์อาหารโปรตีนจากพืช และ 3) ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมทุน P&B ทั้งนี้ valuation ของเราอิงกับประมาณการกำไรในปี 2566 (จากนั้น discount กลับมายังสิ้นปี 2564) เนื่องจากเรามองว่าช่วงเวลาดังกล่าวเป็นช่วงเวลาที่เหมาะสมมูลค่าของ NRF ได้อย่างเหมาะสม เพราะบริษัทจะเริ่มเก็บเกี่ยวประโยชน์จากโครงการลงทุนในอนาคต ธุรกิจหลักของ NRF ไม่รวมธุรกิจผลิตภัณฑ์อาหารโปรตีนจากพืช และส่วนแบ่งกำไรจาก P&B คิดเป็นสัดส่วนสูงสุดที่ 49% ของราคาเป้าหมาย ตามมาด้วยธุรกิจผลิตภัณฑ์อาหารโปรตีนจากพืชที่ 20% และส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมทุน P&B ที่ 31%

**ธุรกิจหลักของ NRF ไม่รวมธุรกิจผลิตภัณฑ์อาหารโปรตีนจากพืชและส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมทุน P&B**

เราใช้ PE เป้าหมาย 18 เท่า ซึ่งเป็น PE เฉลี่ย (ตั้งแต่ปี 2554) ของบริษัทที่ประกอบธุรกิจอาหารจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีสภาพคล่องในการซื้อขาย และประกอบธุรกิจคล้ายกันกับ NRF (CPF, GFPT, RBF, TFG, TU, TVO, TACC และ XO) กับประมาณการ EPS ของธุรกิจนี้ในปี 2566 ที่ 0.20 บาท/หุ้น เรา discount valuation กลับมายังสิ้นปี 2564 โดยใช้ discount rate ที่ 6.7% คือ cost of equity และได้มูลค่าเหมาะสม ณ สิ้นปี 2564 ของธุรกิจนี้ที่ 3.2 บาท/หุ้น

**ธุรกิจผลิตภัณฑ์อาหารโปรตีนจากพืช**

เราใช้ PE เป้าหมาย 20 เท่า ซึ่งเป็น PE เฉลี่ย (ตั้งแต่ปี 2554) ของบริษัทที่เราคัดเลือกมาที่ประกอบธุรกิจผลิตอาหารโปรตีนจากพืชในตลาดพัฒนาแล้ว เช่น สหรัฐอเมริกา ฝรั่งเศส และสหราชอาณาจักร กับประมาณการ EPS ของธุรกิจนี้ในปี 2566 ที่ 0.06 บาท/หุ้น เรามองว่าธุรกิจผลิตภัณฑ์อาหารโปรตีนจากพืชควรได้รับ PE ที่สูงกว่าธุรกิจที่มีอยู่เดิมเพราะอุตสาหกรรมนี้มีแนวโน้มเติบโตแข็งแกร่ง เนื่องจากผู้บริโภคหันมาใส่ใจสุขภาพและสิ่งแวดล้อมมากขึ้น การ discount valuation กลับมายังสิ้นปี 2564 ทำให้ได้มูลค่าเหมาะสมของธุรกิจนี้ที่ 1.3 บาท/หุ้น

**ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมทุน P&B**

Beyond Meat (BYND) เป็นบริษัทที่ผลิตเนื้อสัตว์ที่ทำจากพืชแห่งแรกและใหญ่ที่สุดที่จดทะเบียนในตลาด NASDAQ อย่างไรก็ดี เรามองว่า BYND ไม่สามารถเปรียบเทียบกับ P&B ได้อย่างเหมาะสม เนื่องจากมีความแตกต่างในด้านรายได้ (รายได้ปี 2562 ของ BYND อยู่ที่ 289 ล้านดอลลาร์สหรัฐ เทียบกับรายได้เฉลี่ยต่อปีของ P&B ที่ 9 ล้านดอลลาร์สหรัฐ) และกลุ่มลูกค้า (BYND เน้นร้านค้าปลีกและ foodservice ที่มีแผนขยายสาขาเชิงรุก ในขณะที่ P&B ตั้งเป้าไปที่ผลิตภัณฑ์ OEM) แม้ว่าจะไม่มีบริษัทที่สามารถนำมาเปรียบเทียบได้โดยตรง เรามองว่าธุรกิจผลิตภัณฑ์เนื้อสัตว์จากพืชควรมี valuation สูงกว่าธุรกิจผลิตภัณฑ์อาหารโปรตีนจากพืช เนื่องจากอยู่ในระยะเริ่มแรกของการเติบโต และมีส่วนแบ่งตลาดน้อยมากเมื่อเทียบกับตลาดเนื้อสัตว์จริง (ผลิตภัณฑ์เนื้อสัตว์จากพืชมีส่วนแบ่งตลาดเพียง 1% ของมูลค่าตลาดค้าปลีกเนื้อสัตว์ในสหรัฐอเมริกา เทียบกับนมจากพืชที่มีส่วนแบ่งตลาด 14% ของมูลค่าตลาดนม) ซึ่งให้เห็นถึงศักยภาพการเติบโตของธุรกิจผลิตเนื้อสัตว์จากพืช เราจึงใช้ PE เป้าหมาย 27 เท่า ซึ่งเท่ากับระดับ +2SD ของ PE เฉลี่ย (ตั้งแต่ปี 2554) ของบริษัทที่ประกอบธุรกิจอาหารโปรตีนจากพืชในตลาดพัฒนาแล้วที่เราคัดเลือกมา กับส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมทุน P&B ในปี 2566 ที่ 0.06 บาท/หุ้น การ discount valuation กลับมายังสิ้นปี 2564 ได้มูลค่าเหมาะสมของส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมทุน P&B ที่ 2 บาท/หุ้น

**Figure 31: Valuation ของ NRF ด้งกับวิธี SOTP**

กำไรต่อหุ้นในปี 2566			
NRF ไม่รวมผลผลิตภัณฑอาหารโปรตีนจากพืชและส่วนแบ่งกำไรจาก P&B	บาท/หุ้น	0.20	
ธุรกิจผลผลิตภัณฑอาหารโปรตีนจากพืช	บาท/หุ้น	0.07	
ส่วนแบ่งกำไรจาก P&B	บาท/หุ้น	0.06	
PE เป้าหมาย			
NRF ไม่รวมผลผลิตภัณฑอาหารโปรตีนจากพืชและส่วนแบ่งกำไรจาก P&B	เท่า	18.0	Note PE เฉลี่ย (ตั้งแต่ปี 2554) ของบริษัทที่ประกอบธุรกิจอาหาร PE เฉลี่ย (ตั้งแต่ปี 2554) ของบริษัทที่ประกอบธุรกิจผลผลิตอาหารโปรตีนจากพืชในตลาดพัฒนาแล้ว
ธุรกิจผลผลิตภัณฑอาหารโปรตีนจากพืช	เท่า	20.0	
ส่วนแบ่งกำไรจาก P&B	เท่า	27.0	+2SD ของ PE เฉลี่ย (ตั้งแต่ปี 2554) ของบริษัทที่ประกอบธุรกิจผลผลิตอาหารโปรตีนจากพืชในตลาดพัฒนาแล้ว
มูลค่าเหมาะสม ณ สิ้นปี 2564			
NRF ไม่รวมผลผลิตภัณฑอาหารโปรตีนจากพืชและส่วนแบ่งกำไรจาก P&B	บาท/หุ้น	3.2	49%
ธุรกิจผลผลิตภัณฑอาหารโปรตีนจากพืช	บาท/หุ้น	1.3	20%
ส่วนแบ่งกำไรจาก P&B	บาท/หุ้น	2.0	31%
มูลค่าเหมาะสม ณ สิ้นปี 2564			
จำนวนหุ้น	บาท/หุ้น	6.5	% ต่อมูลค่าเหมาะสม ณ สิ้นปี 2564
มูลค่าเหมาะสม ณ สิ้นปี 2564	ล้านบาท	1,355.8	
จำนวนปีที่ใช้ในการคิดลด	ปี	2.0	
อัตราคิดลด	%	6.7	Cost of equity อ้างอิง Beta = 0.8 เท่า

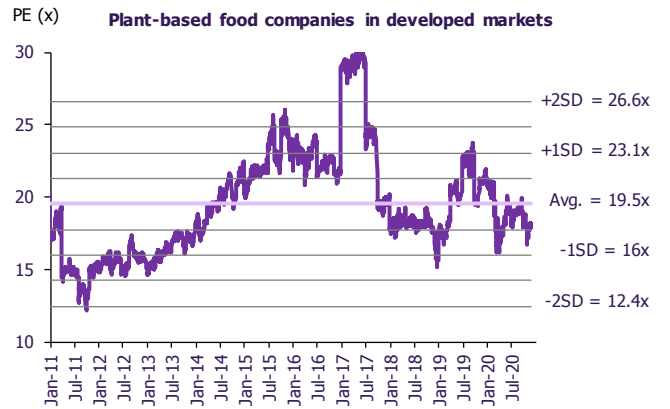
Source: SCBS Investment Research

**Figure 32: PE band ของบริษัทอาหารจดทะเบียนในตลาดฯ ไทย**



Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

**Figure 33: PE band ของบริษัทที่ผลิตอาหารโปรตีนจากพืช**



Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

**Figure 34: เปรียบเทียบบริษัทที่ประกอบธุรกิจอาหารในตลาดภูมิภาค**

Company name	Country	Mkt. Cap (US\$m)	PE (x)			EPS Growth (%)			PBV (x)			Div. Yield (%)			ROE (%)			EV/EBITDA (x)		
			20F	21F	22F	20F	21F	22F	20F	21F	22F	20F	21F	22F	20F	21F	22F	20F	21F	22F
<b>Thai food companies</b>																				
Charoen Pokphand Foods PCL	Thailand	7,994	11.0	11.5	11.1	19.8	(4.1)	3.1	1.3	1.2	1.2	3.5	3.2	2.9	12.8	11.2	10.9	9.7	10.7	11.0
Thai Union Group PCL	Thailand	2,323	11.7	12.1	7.3	61.5	(3.6)	66.9	1.4	1.3	1.3	4.8	4.7	5.2	12.1	11.2	11.4	10.2	10.7	10.6
GFPT PCL	Thailand	576	15.0	13.9	12.4	(2.7)	8.3	11.6	1.2	1.1	1.1	1.7	1.8	1.9	8.5	8.3	8.7	8.4	7.6	7.3
R&B Food Supply PCL	Thailand	621	34.6	28.9	28.7	23.6	19.5	0.6	4.5	4.2	3.9	1.8	1.9	1.6	13.4	14.8	15.9	21.5	18.8	16.5
Thaifoods Group PCL	Thailand	908	13.2	12.3	10.9	37.0	7.6	13.1	2.5	2.2	2.0	3.3	3.6	3.7	20.5	18.7	18.3	8.8	8.2	7.4
Thai Vegetable Oil PCL	Thailand	868	15.7	12.8	12.8	19.2	22.8	(0.1)	2.9	2.7	2.6	5.2	6.3	6.3	18.9	21.7	20.2	10.5	8.9	9.0
TAC Consumer PCL	Thailand	133	21.1	17.7	n.a.	15.9	19.2	n.a.	5.3	4.7	n.a.	3.3	3.9	n.a.	26.0	28.2	n.a.	15.2	12.8	n.a.
Exotic Food PCL	Thailand	135	16.9	16.1	n.a.	90.0	5.3	n.a.	28.4	26.8	n.a.	0.3	0.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
NR Instant Produce PCL*	Thailand	311	60.4	39.3	28.7	153.5	53.7	36.8	2.8	3.4	3.1	1.7	2.5	3.5	6.5	8.8	11.3	25.1	24.9	20.2
<b>Regional plant-based food companies</b>																				
Danone SA	France	43,685	16.2	15.4	14.2	10.4	5.5	8.0	1.9	1.8	1.8	3.8	4.0	4.2	11.6	11.8	12.2	11.3	10.9	10.3
Archer-Daniels-Midland Co	United States	27,881	14.7	13.9	13.1	38.9	5.6	6.1	1.4	1.3	1.2	2.9	3.0	3.1	9.1	9.1	9.6	11.0	9.7	9.3
Kellogg Co	United States	21,888	15.9	15.9	15.1	42.6	0.0	5.1	6.3	5.5	4.9	3.6	3.7	3.8	42.9	41.1	41.3	12.9	12.9	12.6
Ingredion Inc	United States	5,248	13.2	12.2	11.3	(3.6)	7.8	8.4	1.9	2.0	n.a.	3.3	3.3	3.3	12.2	13.1	n.a.	8.2	7.6	7.4
Nomad Foods Ltd	Britain	4,777	22.1	20.3	19.1	65.9	8.9	6.5	2.3	2.0	1.8	n.a.	n.a.	n.a.	10.0	9.8	9.8	11.8	11.7	11.2
Hain Celestial Group Inc	United States	3,863	48.2	30.2	26.9	145.2	59.4	12.3	2.6	2.4	2.1	n.a.	n.a.	n.a.	5.1	8.0	8.8	20.7	17.1	15.6
Camil Alimentos SA	Brazil	793	13.9	11.3	10.2	(9.6)	23.5	10.5	1.6	1.3	1.2	n.a.	2.0	2.0	10.1	13.7	13.1	11.4	8.4	8.1
<b>Average</b>			<b>21.5</b>	<b>17.7</b>	<b>15.9</b>	<b>44.2</b>	<b>14.9</b>	<b>13.5</b>	<b>4.3</b>	<b>4.0</b>	<b>2.2</b>	<b>3.0</b>	<b>3.2</b>	<b>3.5</b>	<b>14.6</b>	<b>15.3</b>	<b>14.7</b>	<b>13.1</b>	<b>12.1</b>	<b>11.2</b>
<b>Thailand</b>			<b>22.2</b>	<b>18.3</b>	<b>16.0</b>	<b>46.4</b>	<b>14.3</b>	<b>18.8</b>	<b>5.6</b>	<b>5.3</b>	<b>2.1</b>	<b>2.9</b>	<b>3.2</b>	<b>3.6</b>	<b>14.8</b>	<b>15.4</b>	<b>13.8</b>	<b>13.7</b>	<b>12.8</b>	<b>11.7</b>
<b>Regional</b>			<b>20.6</b>	<b>17.0</b>	<b>15.7</b>	<b>41.4</b>	<b>15.8</b>	<b>8.1</b>	<b>2.6</b>	<b>2.3</b>	<b>2.2</b>	<b>3.4</b>	<b>3.2</b>	<b>3.3</b>	<b>14.4</b>	<b>15.2</b>	<b>15.8</b>	<b>12.5</b>	<b>11.2</b>	<b>10.6</b>

Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

\*SCBS estimate

ณ วันที่ 1 ธันวาคม 2563

## 5. ปัจจัยความเสี่ยง

**ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน** รายได้ในปี 2564 ของ NRF สัดส่วนสูงถึง ~54% (หลังจากรวมผลการดำเนินงานของซีดีฟู้ด) อยู่ในสกุลเงินต่างประเทศ (ส่วนใหญ่เป็นดอลลาร์สหรัฐ) ในขณะที่ต้นทุนส่วนใหญ่อยู่ในสกุลเงินบาท การมีรายได้ส่วนใหญ่ในสกุลเงินต่างประเทศและต้นทุนส่วนใหญ่ในสกุลเงินบาทจะส่งผลกระทบต่อ NRF เมื่อเงินบาทแข็งค่า การวิเคราะห์ความอ่อนไหวพบว่าเงินบาทที่แข็งค่าขึ้นทุกๆ 1บาท/ดอลลาร์สหรัฐ (จากสมมติฐานที่ 30 บาท/ดอลลาร์สหรัฐ) จะส่งผลกระทบต่อทำให้กำไรปกติปี 2564 ของ NRF ปรับลดลง 11% อย่างไรก็ตาม เพื่อลดความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน NRF จึงทำสัญญาป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนในสัดส่วน ~50% ของรายได้ และวางแผนกำหนดราคาขายอิงกับเงินบาทสำหรับลูกค้ารายใหม่

**ความผันผวนของราคาวัตถุดิบ** ต้นทุนการดำเนินงาน ~59% ของ NRF เป็นต้นทุนวัตถุดิบและบรรจุภัณฑ์ ซึ่งส่วนใหญ่เป็นผลิตภัณฑ์ทางการเกษตร เช่น พริก ชিং และผักชี ซึ่งมีราคาผันผวนเป็นปกติ NRF อาจจะได้รับผลกระทบถ้าราคาวัตถุดิบปรับขึ้นอย่างมาก เนื่องจากบริษัทจะไม่สามารถปรับราคาขายและส่งผ่านต้นทุนที่สูงขึ้นไปยังลูกค้าได้อย่างรวดเร็ว กลยุทธ์ที่ NRF นำมาใช้บริหารความเสี่ยงนี้ คือ การวางแผนงานร่วมกับลูกค้า โดยให้ลูกค้ากำหนดปริมาณสั่งซื้อล่วงหน้าเฉลี่ยประมาณ 3 เดือน ซึ่งจะช่วยให้ NRF สามารถบริหารจัดการวัตถุดิบได้

**ความพึงพอใจที่เปลี่ยนไปของผู้บริโภค** โดยปกติแล้วความต้องการอาหารกลุ่ม specialty food เช่น Ethnic food จะปรับตัวขึ้นและลงตามความพึงพอใจที่เปลี่ยนไปของผู้บริโภคซึ่งเป็นสิ่งที่คาดเดาได้ยาก เราเชื่อว่ารายได้ที่สูงขึ้นจากธุรกิจผลิตภัณฑ์อาหารโปรตีนจากพืชและธุรกิจผลิตภัณฑ์ภายใต้บรรจุภัณฑ์ที่เป็นมิตรต่อผู้ใช้งานจะทำให้ NRF สามารถกระจายความเสี่ยงด้านการกระจุกตัว และลดผลกระทบจากความพึงพอใจที่เปลี่ยนไปของผู้บริโภค

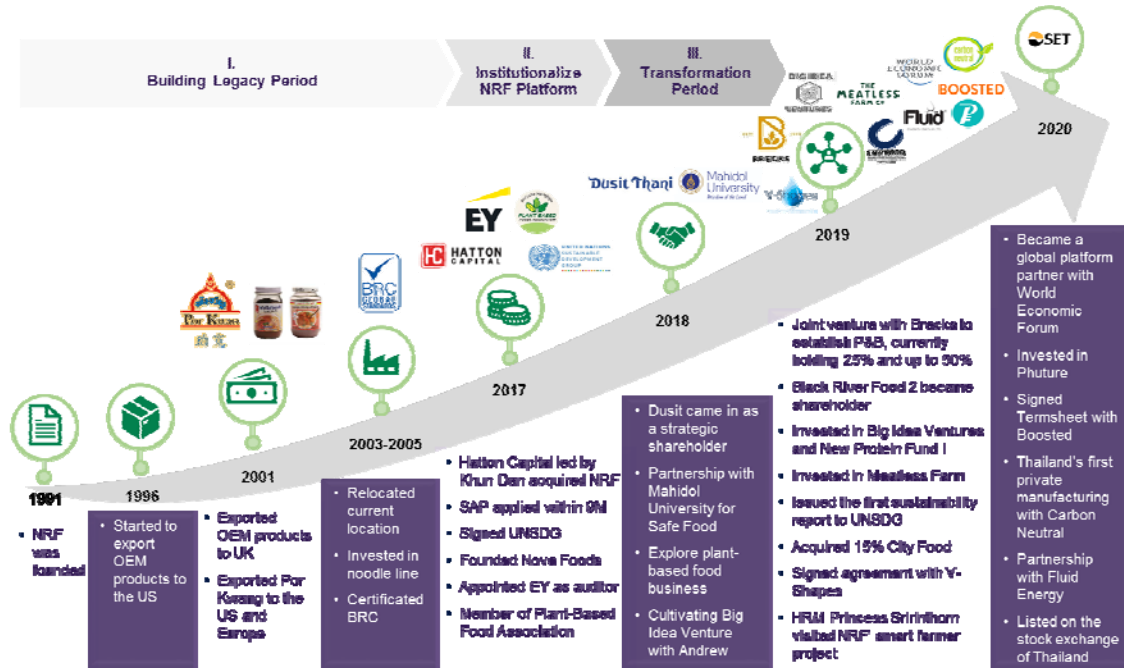
**ความเสี่ยงจากการลงทุน** NRF อยู่ในวัฏจักรการลงทุนเพื่อสนับสนุนการเติบโตในระยะยาวของธุรกิจผลิตภัณฑ์อาหารโปรตีนจากพืชผ่านทาง การลงทุนในสตาร์ทอัพและ PB และเพื่อปรับตัวสู่ยุคดิจิทัลผ่านทาง การลงทุนใน e-commerce platform ประมาณการกำไรที่เราทำไว้สำหรับ NRF อิงกับโครงการในอนาคตของบริษัท ซึ่งหมายความว่ากำไรที่เราคาดการณ์ไว้ว่าจะได้รับผลกระทบถ้าแผนลงทุนมีความล่าช้า

**ความเสี่ยงด้านกฎระเบียบ** เนื่องจาก NRF ส่งออกผลิตภัณฑ์ของบริษัทเกือบทั้งหมด ดังนั้นบริษัทอาจจะเผชิญความเสี่ยงด้านกฎระเบียบเกี่ยวกับความปลอดภัยด้านอาหาร โดยเฉพาะอย่างยิ่งในตลาดหลักๆ คือ สหรัฐอเมริกา และยุโรป NRF ตระหนักถึงกฎระเบียบของแต่ละประเทศ และมั่นใจว่าผลิตภัณฑ์ของบริษัทเป็นไปตามมาตรฐานสากล โดยปัจจุบันบริษัทได้รับการรับรองคุณภาพจาก HACCP (Hazard Analysis Critical Control Point) GMP (Good Manufacturing Practice) IFS (International Food Standards) BRC (The British Retail Consortium) และ HALAL Certificate

### ภาคผนวก 1: ประวัติความเป็นมา

บริษัท เอ็นอาร์ อินสแตนท์ โปรดิวซ์ จำกัด (มหาชน) (NRF) จัดตั้งขึ้นในปี 2534 และได้ปรับโครงสร้างธุรกิจในปี 2560 บริษัทมีประสบการณ์อย่างยาวนานและมีความสามารถในการสรรสร้างและพัฒนาสินค้าประเภทอาหารทั้งในรูปแบบผลิตภัณฑ์รับจ้างผลิต (OEM) และผลิตภัณฑ์ภายใต้ตราสินค้าของบริษัทเองในผลิตภัณฑ์ Ethnic food จากภูมิภาคเอเชีย เช่น ผลิตภัณฑ์ปรุงรสอาหาร เครื่องปรุงสำหรับประกอบอาหาร อาหารสำเร็จรูปพร้อมรับประทาน เครื่องดื่ม และอาหารโปรตีนจากพืช ผลิตภัณฑ์ของบริษัทมีมากกว่า 2,000 SKU และมากกว่า 500 สูตรอาหาร และได้มีการจำหน่ายไปใน 25 ประเทศทั่วโลก หลักๆ ในอเมริกาเหนือ และยุโรป บริษัทมีฐานการผลิตในประเทศไทย โดยมีโรงงาน 2 แห่ง ตั้งอยู่ในจังหวัดสมุทรสาคร

Figure 35: พัฒนาการที่สำคัญของ NRF

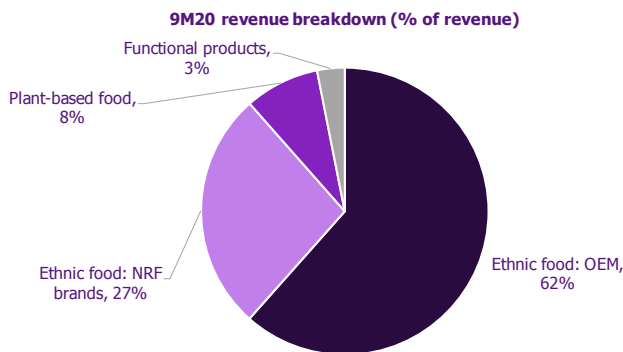


Source: Company filing and SCBS Investment Research

### ธุรกิจของ NRF

**1) Ethnic food (88% ของรายได้ 9M63):** Ethnic food คือ อาหารที่มีต้นกำเนิดจากมรดกและวัฒนธรรมของกลุ่มชาติพันธุ์ที่ใช้ความรู้เกี่ยวกับวัตถุดิบในท้องถิ่นของพืช และ/หรือแหล่งที่มาของสัตว์ ในความหมายที่กว้างขึ้น Ethnic food หมายถึง อาหารท้องถิ่นหรืออาหารประจำชาติที่ได้รับการยอมรับทางวัฒนธรรมและสังคมจากผู้บริโภคนอก (ตัวอย่างเช่น อาหารอิตาลี อาหารไทย และอาหารเกาหลี จัดเป็น Ethnic food ภายนอกประเทศของตน) สำหรับผลิตภัณฑ์รับจ้างผลิต หรือ OEM (62% ของรายได้ 9M63) NRF ผลิต Ethnic food จากภูมิภาคเอเชียเพื่อผลิตภัณฑ์ private brand ในรูปของเครื่องปรุงรสอาหาร เครื่องปรุงสำหรับประกอบอาหาร อาหารสำเร็จรูปพร้อมรับประทาน เครื่องดื่ม และผลิตภัณฑ์อื่นๆ เช่น ส่วนผสมพื้นฐาน นอกจากนี้ NRF ยังมีผลิตภัณฑ์ภายใต้ตราสินค้าของบริษัทรวม 6 แบรนด์ (27% ของรายได้ 9M63): Por Kwan (พอขวัญ), Lee Brand, Thai Delight, Shanggie, DeDe และ Sabzu

Figure 36: โครงสร้างรายได้ของ NRF



Source: Company data and SCBS Investment Research

**Figure 37: ผลิตภัณฑ์ Ethnic food จากภูมิภาคเอเชียภายใต้ตราสินค้าของบริษัทรวม 6 แบรนด์**



Source: Company data and SCBS Investment Research

**2) ผลิตภัณฑ์อาหารโปรตีนจากพืช (8% ของรายได้ 9M63):** NRF ผลิตอาหารโปรตีนจากพืชสำหรับ OEM และแบรนด์ของบริษัท ผลิตภัณฑ์อาหารโปรตีนจากพืชของบริษัททั้งหมดได้มาจากพืชที่ใช้เทคโนโลยีในการผลิตและการออกแบบชนิดพิเศษ สร้างสรรค์ให้มีหน้าตาและรสชาติเหมือนกับอาหารแบบดั้งเดิม เช่น อาหารโปรตีนจากพืชที่ทำจากขนุน และทูน่า/ปลาไหลที่ทำจากมะเขือม่วง นอกจากนี้บริษัทยังผลิตอาหารสำเร็จรูปพร้อมรับประทานจากบุก (เส้นชีราตาคิกของญี่ปุ่น) ด้วย

นอกจากนี้ NRF ก็ขยายการลงทุนไปในอุตสาหกรรมผลิตอาหารโปรตีนจากพืชผ่านทาง การจัดตั้งบริษัทร่วมทุนกับบริษัทที่มีความเชี่ยวชาญในการผลิตอาหารโปรตีนจากพืช (The Brecks Company Ltd. (Brecks)), สตาร์ทอัพ (The Meatless Farm Co.: Meatless Farm และ Phuture Limited: Phuture), venture capital (Big Idea Ventures) และกองทุนที่ลงทุนในธุรกิจอาหาร (New Protein Fund I) นอกจากนี้ผลการดำเนินงานส่วนเพิ่มที่จะได้แล้ว เรามองว่าการลงทุนต่างๆ เหล่านี้จะเป็นโอกาสให้ NRF เข้าถึงการพัฒนาเทคโนโลยีใหม่ๆ ในอนาคตของธุรกิจผลิตอาหารโปรตีนจากพืช

- Plant and Bean Limited (P&B)** เมื่อวันที่ 13 พฤษภาคม 2563 NRF และ Brecks ได้จัดตั้งบริษัทร่วมทุน P&B ในสหราชอาณาจักร เพื่อประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายเนื้อสัตว์ที่ทำจากพืช Brecks เป็นบริษัทที่มีฐานการผลิตอยู่ในสหราชอาณาจักรและเริ่มดำเนินงานมาตั้งแต่ปี 2535 มีประสบการณ์ในการผลิตซีเรียลคุณภาพสูง (ภายใต้ตราสินค้า Honey Monster Puffs และ Good Grain) อีกทั้งยังมีความเชี่ยวชาญและเทคโนโลยีในการผลิตผลิตภัณฑ์เนื้อสัตว์ที่ทำจากพืช (เช่น ไส้กรอกปราศจากเนื้อสัตว์ หรือ filled sausage และเนื้อสัตว์เทียมขึ้นรูป หรือ formed patties) โดยจัดจำหน่ายในรูปแบบผลิตภัณฑ์แช่แข็งและแช่เย็นหลากหลายชนิดให้กับผู้ประกอบการค้าปลีกและแบรนด์ต่างๆ ทั่วสหราชอาณาจักรและยุโรป เช่น Quorn (ที่เป็นที่นิยมในสหรัฐอเมริกาด้วย) The Vegetarian Butcher และ Cauldron Foods สายการผลิตกลุ่มเนื้อสัตว์ที่ทำจากพืชในปัจจุบันทั้งหมดของ Breck (เครื่องจักร องค์ความรู้ ทรัพย์สินทางปัญญา ลูกค้า และทีมผู้บริหาร) จะถูกโอนมายัง P&B ส่วน NRF จะแบ่งการลงทุนออกเป็น 2 ระยะ: ระยะที่ 1 NRF เข้าลงทุนจำนวน 5 ล้านปอนด์ (~198 ล้านบาท) เพื่อซื้อหุ้นสามัญ 25% ของ P&B (เข้าซื้อเสร็จเมื่อวันที่ 13 พฤษภาคม 2563) และระยะที่ 2 NRF มีสิทธิเข้าลงทุนอีก 4 ล้านปอนด์ (~158 ล้านบาท) เพื่อซื้อหุ้น P&B เพิ่มอีก 25% (ซึ่งจะดำเนินการเข้าซื้อได้ต่อเมื่อเงื่อนไขบังคับก่อนตามสัญญาเสร็จสิ้น) แต่ไม่เกินวันที่ 12 มิถุนายน 2564
- Meatless Farm และ Phuture** Meatless Farm จัดตั้งขึ้นในปี 2559 ในสหราชอาณาจักร ดำเนินธุรกิจในการผลิตอาหารโปรตีนจากพืชเพื่อทดแทนเนื้อสัตว์ เช่น ผลิตภัณฑ์จำพวกแฮมเบอร์เกอร์และไส้กรอกเนื้อเทียม เมื่อวันที่ 18 กรกฎาคม 2562 NRF ได้เข้าลงทุนในตราสารหนี้แปลงสภาพ (loan note instrument) ของ Meatless Farm และได้แปลงสภาพเป็นหุ้นจำนวน 14,500 หุ้น (สัดส่วนการถือหุ้น ~1%) ที่ราคา 34.48 ปอนด์/หุ้น สินค้าของ Meatless Farm จะวางจำหน่ายอย่างเป็นทางการในประเทศไทยใน 3Q63 โดยมี NRF เป็นผู้จัดจำหน่ายสินค้า Phuture เป็นสตาร์ทอัพสัญชาติมาเลเซีย ซึ่งเพิ่งวางจำหน่ายผลิตภัณฑ์อาหารโปรตีนจากพืช คือ หมูส้มเทียม ในประเทศสิงคโปร์เมื่อไม่นานนี้ เมื่อวันที่ 13 มีนาคม 2563 NRF ได้ลงทุนในตราสารเพื่อการได้มาซึ่งสิทธิในการแปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญหรือหุ้นบุริมสิทธิแล้วแต่กรณี คิดเป็นมูลค่า 25,000 ดอลลาร์สหรัฐฯ (ราว 8 แสนบาท) โดย NRF ได้มีข้อตกลงกับ Phuture ในการเป็นผู้จัดจำหน่ายและผู้ผลิตสินค้าให้ Phuture ในอนาคต
- Big Idea Ventures และ New Protein Fund I** Big Idea Ventures เป็นบริษัท venture capital ที่มีฐานอยู่ในนิวยอร์ก ก่อตั้งขึ้นในปี 2561 บริษัทแห่งนี้เน้นเข้าไปลงทุนและเป็นหุ้นส่วนเพื่อสนับสนุนธุรกิจสตาร์ทอัพและบริษัทที่กำลังเติบโตในด้านวิทยาศาสตร์และเทคโนโลยีอาหาร กองทุนแรกของบริษัท คือ กองทุนนิวโปรตีน (New Protein Fund I) ซึ่งใช้เงินลงทุนกว่า 50 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในสตาร์ทอัพที่ประกอบธุรกิจผลิตอาหารและส่วนผสมอาหารโปรตีนจากพืช และเนื้อสัตว์จากการเพาะเลี้ยงเซลล์ ตั้งแต่วันที่ 3 ตุลาคม 2562 NRF ได้เข้าลงทุน 5.59 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ใน Big Idea Ventures และ 2.9 แสนดอลลาร์สหรัฐฯ ใน New Protein Fund I (มูลค่าการลงทุนรวม ~10.9 ล้านบาท) ในฐานะหุ้นส่วนจำกัดความรับผิด (Limited partner) NRF ได้รับสิทธิให้เป็นโรงงานผู้ผลิตรายแรกที่มีสิทธิเข้าเจรจาเป็นผู้ผลิตสินค้าให้กับสตาร์ทอัพที่กองทุนนิวโปรตีนลงทุน (preferred co-



packer) เมื่อสตาร์ทอัพเหล่านั้นเริ่มดำเนินการผลิตในเชิงพาณิชย์ โดย ณ วันที่ 30 มิถุนายน 2563 New Protein Fund I ได้เข้าลงทุนใน 23 สตาร์ทอัพ

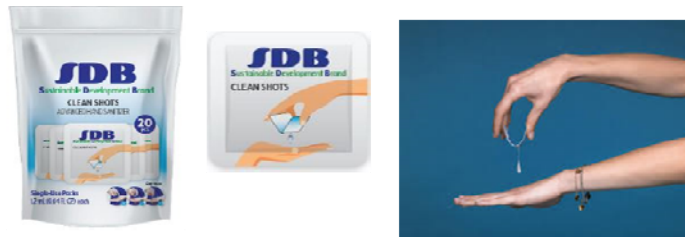
**Figure 38: ผลิตภัณฑ์อาหารโปรตีนจากพืช**



Source: Company data and SCBS Investment Research

**3) ผลิตภัณฑ์ภายใต้บรรจุภัณฑ์ที่เป็นมิตรต่อผู้ใช้งาน (3% ของรายได้ 9M63):** ผลิตภัณฑ์ภายใต้บรรจุภัณฑ์ที่เป็นมิตรต่อผู้ใช้งานของ NRF ให้ความสำคัญกับความสะดวกสบายแก่ผู้บริโภค ด้วยบรรจุภัณฑ์นวัตกรรมเพื่อการใช้งานครั้งเดียวที่สามารถเปิดได้โดยใช้เพียงนิ้วเพียง 3 นิ้ว จาก V-Shapes Srl. (V-Shapes) V-Shapes เป็นบริษัทผลิตบรรจุภัณฑ์นวัตกรรมที่มีฐานอยู่ในประเทศอิตาลี ด้วยประสบการณ์กว่า 20 ปี ในเดือนธันวาคม 2562 NRF ได้เข้าทำสัญญาเพื่อเข้าซื้อเครื่องจักรและบรรจุภัณฑ์ของ V-Shapes ซึ่งภายใต้สัญญาดังกล่าว NRF ได้รับสิทธิในการปฏิเสธก่อน (ROFR) ในการให้บริการบรรจุสินค้าในบรรจุภัณฑ์ V-Shapes ในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ NRF มีนโยบายขยายธุรกิจผลิตบรรจุภัณฑ์ V-Shapes สำหรับผลิตภัณฑ์อาหารและผลิตภัณฑ์ที่ไม่ใช่อาหาร (non-food) ภายใต้แบรนด์ของบริษัทเองและการร่วมลงทุนกับพันธมิตรทางธุรกิจ

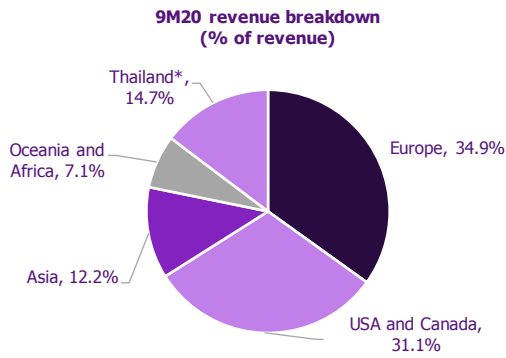
**Figure 39: ผลิตภัณฑ์ในบรรจุภัณฑ์ V-Shapes**



Source: V-Shapes, company filing and SCBS Investment Research

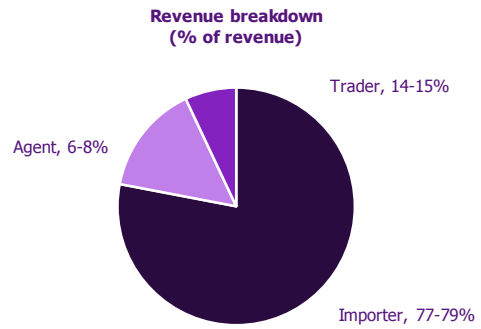
โครงสร้างรายได้จำแนกตามที่ตั้งทางภูมิศาสตร์และช่องทางการจัดจำหน่าย ผลิตภัณฑ์ของ NRF ส่วนใหญ่ส่งออกไปยังต่างประเทศ โดย ยุโรป (35% ของรายได้ 9M63) และอเมริกาเหนือ (31%) เป็นตลาดหลักของ NRF ตามมาด้วยเอเชีย (12%) และโอเชียเนียและแอฟริกา (7%) ทั้งนี้ รายได้จากประเทศไทย (15%) มาจากบริษัทส่งออกสินค้าจากประเทศไทย NRF จัดจำหน่ายสินค้าส่วนใหญ่ผ่านทางบริษัทนำเข้าสินค้า (77-79% ของรายได้) ตามมาด้วยบริษัทส่งออกสินค้าจากประเทศไทย (14-15%) และตัวแทนจำหน่าย (6-8%) ผลิตภัณฑ์ของ NRF วางจำหน่ายในร้านขายของทั่วไป โมเดิร์นเทรด (เช่น Walmart) ซูเปอร์มาร์เก็ต และร้านสะดวกซื้อ

**Figure 40: ยุโรปและอเมริกาเหนือเป็นตลาดหลักของ NRF**



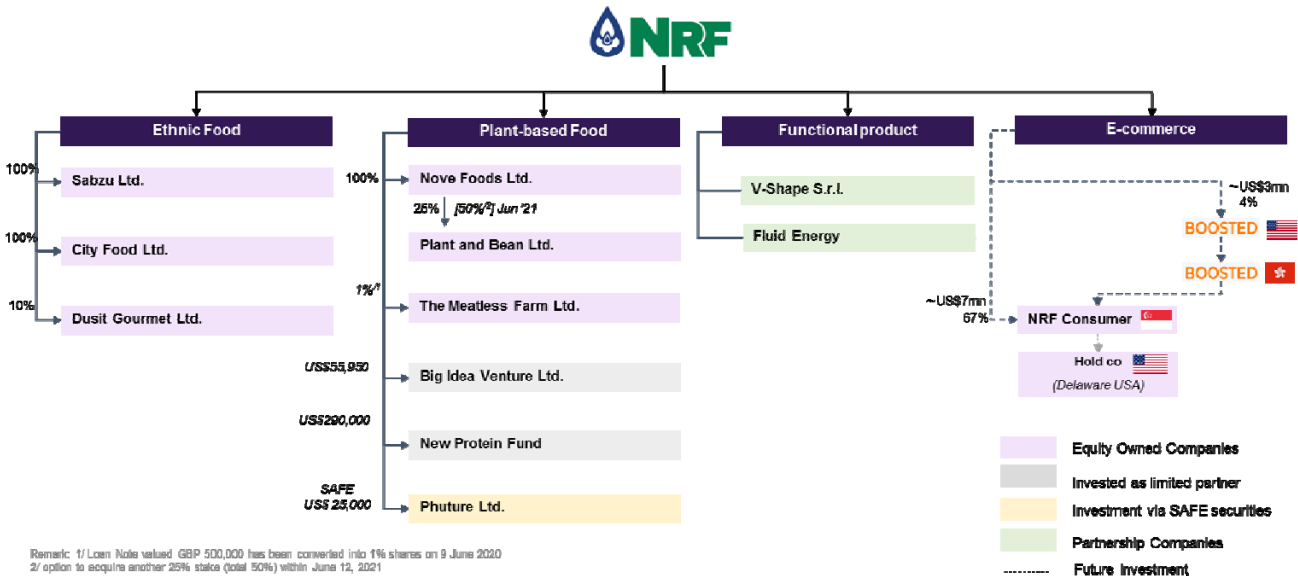
Source: Company filing and SCBS Investment Research  
\*Thai exporters

**Figure 41: ช่องทางการจัดจำหน่ายของ NRF**



Source: Company filing and SCBS Investment Research

**Figure 42: โครงสร้างของบริษัทและการลงทุน**



Source: Company filing and SCBS Investment Research

ผู้ผลิตอาหารรายแรกในประเทศไทยที่ได้รับประกาศนียบัตรรับรองการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเท่ากับศูนย์ การได้รับประกาศนียบัตรรับรองการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเท่ากับศูนย์ (carbon-neutral certificate) เป็นการแสดงให้เห็นถึงความมุ่งมั่นขององค์กรที่จะสร้างความยั่งยืน ลดการปล่อยก๊าซคาร์บอน และสนับสนุนโครงการด้านสิ่งแวดล้อม เนื่องจาก NRF เป็นสมาชิกของ UN Global Compact ซึ่งต้องปฏิบัติตามเป้าหมายการพัฒนาอย่างยั่งยืน บริษัทจึงได้เริ่มโครงการ carbon footprint ในเดือนตุลาคม 2562 โดยตั้งเป้าเป็นองค์กรที่ปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ ในเดือนมีนาคม 2563 NRF ได้รับประกาศนียบัตรรับรองการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเท่ากับศูนย์ จากองค์การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก (องค์การมหาชน) นอกเหนือจากความรับผิดชอบด้านสิ่งแวดล้อมแล้ว ประโยชน์ที่จะได้รับจากการเป็นองค์กรที่ปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ คือการใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น ความภักดีของลูกค้าเพิ่มขึ้น และสร้างความมั่นใจว่าบริษัทจะปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ในปัจจุบันและที่กำลังจะมีขึ้นได้

นโยบายการจ่ายเงินปันผลที่ 30% NRF มีนโยบายจ่ายเงินปันผลแก่ผู้ถือหุ้นในอัตราไม่ต่ำกว่า 30% ของกำไรสุทธิ ภายหลังจากหักเงินลงทุนสำรองต่างๆ ตามกฎหมายและเงินสำรองอื่น (ถ้ามี)

## ภาคผนวก 2: สัญญาที่ NRF ทำกับ V-Shapes และ Fluid

เมื่อวันที่ 30 มิถุนายน 2563 NRF ได้เข้าทำสัญญากับ V-Shapes ในการซื้อเครื่องจักร อุปกรณ์และบรรจุภัณฑ์ V-Shapes เพื่อผลิตผลิตภัณฑ์ของ Fluid ซึ่งเป็นเคมีภัณฑ์ (Sanitization) เพื่อจำหน่ายรวมถึงสนับสนุนทำการตลาดบรรจุภัณฑ์ V-Shapes ให้กับลูกค้าใน Territory 1: แคนาดา Territory 2: คูเวต บาห์เรน การ์ต้า สหรัฐอาหรับเอมิเรตส์ ซาอุดีอาระเบีย และโอมาน และ Territory 3: สหรัฐอเมริกา โดย NRF มีสิทธิในการปฏิเสธก่อน (ROFR) ใน Territory 1 และ 2 ในขณะเดียวกัน NRF ก็ได้เข้าทำสัญญาความเป็นหุ้นส่วนกัน (consortium agreement) กับ Fluid เพื่อรองรับสัญญาที่บริษัทได้เข้าทำกับ V-Shapes ในการให้สิทธิในการปฏิเสธก่อน (ROFR) ใน Territory 1 และ 2 ข้างต้น โดยบริษัท และ Fluid จะต้องสั่งซื้อเครื่องจักรจาก V-Shapes ชั้นต่ำ จำนวน 3 เครื่อง สำหรับติดตั้งใน Territory 1 และ 2 และมีแผนที่จะสั่งซื้อเพิ่มเติม 4 เครื่องรวมเป็น 7 เครื่อง (โดยต้องเป็นไปตามเงื่อนไขในสัญญา consortium agreement) ปัจจุบันสั่งซื้อไปแล้ว 2 เครื่อง และเครื่องที่ 3 จะต้องสั่งซื้อภายใน 6 เดือน หลังจากติดตั้งเครื่องใน Territory 2 แล้วเสร็จ ปัจจุบันกรรมสิทธิ์ของเครื่องจักรทั้ง 2 เครื่องแรกเป็นของ NRF (ชำระค่าเครื่องจักรเครื่องแรกให้แก่ V-Shapes เต็มจำนวนแล้ว ส่วนเครื่องที่สองชำระแล้ว 50% ของมูลค่าเครื่องจักร และจะชำระส่วนที่เหลือตามเงื่อนไขการชำระเงิน) ทั้งนี้ Fluid ได้จ่ายเงินมัดจำให้กับ NRF ในสัดส่วน 50% ของค่าซื้อและติดตั้งเครื่องจักร และจนกว่า Fluid จะจ่ายชำระค่า royalty fee สะสม จนเทียบเท่ากับมูลค่า 50% ของมูลค่าเครื่องจักรทั้ง 2 เครื่อง NRF และ Fluid จะถือกรรมสิทธิ์ในเครื่องจักรดังกล่าวคนละครึ่ง นอกจากนี้สิทธิในการปฏิเสธก่อน (ROFR) ของ Fluid จะหมดอายุทันทีหาก Fluid ไม่สามารถสั่งซื้อบรรจุภัณฑ์และผลิตได้ตามจำนวนการผลิตขั้นต่ำ แต่ Fluid ยังคงมีสิทธิในการใช้เครื่องจักร V-Shapes ในการผลิตและจำหน่ายสินค้าและชำระค่า royalty fee ให้กับบริษัทต่อไปได้

**ข้อสงวนสิทธิ์:**

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าจะเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด ("บริษัท") มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในทุกรณณ์ ดังนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือผลประโยชน์ใดๆ กับบริษัทใดๆ ที่ถูกกล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด (SCBS) เป็นบริษัทย่อยที่ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (SCB) ถือหุ้นทั้งหมด ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวข้องกับ SCB มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) ในหุ้นสามัญของ INTUCH

นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวอย่างรอบคอบก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ ความเห็น ข่าว บทวิจย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจนำไปตีความว่า เป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน ลูกจ้าง และตัวแทนของ SCBS จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใด ๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการตัดสินใจ ความเสียหายพิเศษ หรือความเสียหายที่เป็นผลสืบเนื่อง อันมีเหตุมาจากการใช้หรือการเชื่อถือในข้อมูลดังกล่าว ซึ่งรวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบร่วมกับข้อมูลและความเห็นอื่น ๆ รวมถึงพิจารณาของตนเองในการตัดสินใจลงทุน โดยข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ได้รับมาจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ ซึ่ง SCBS ไม่สามารถรับรองถึงความถูกต้อง ความสมบูรณ์ และ/หรือ ความครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าวได้

SCBS สงวนสิทธิในการใช้ดุลพินิจแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว ทั้งนี้ เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลตามที่กำหนดไว้เท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ตัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใด ๆ เว้นแต่จะได้รับคามยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคาร") เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงินของ บริษัท เอสซีจี แพคเกจจิ้ง จำกัด (มหาชน) SCBS ได้ทำหน้าที่เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่าย ความเห็น ข่าว บทวิจย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ต้อรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการตัดสินใจ หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบกับข้อมูลและความเห็นอื่น ๆ รวมถึงพิจารณาของตนเองในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคาร") เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงินของ บริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด และ บริษัทในเครือรวมถึง บริษัท ซีพีออลล์ จำกัด (มหาชน) และ บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน) ความเห็น ข่าว บทวิจย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ต้อรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการตัดสินใจ หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบกับข้อมูลและความเห็นอื่น ๆ รวมถึงพิจารณาของตนเองในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคาร") เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงิน Lead Arranger ของ บริษัท โกลบอล เพาเวอร์ ซินเนอร์ยี จำกัด (มหาชน) ความเห็น ข่าว บทวิจย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ต้อรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการตัดสินใจ หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบกับข้อมูลและความเห็นอื่น ๆ รวมถึงพิจารณาของตนเองในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคาร") เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBAM") ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคาร") เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงินของ กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานโทรคมนาคม ดิจิทัล SCBAM ได้ทำหน้าที่เป็นผู้จัดการกองทุนของ กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานโทรคมนาคม ดิจิทัล ความเห็น ข่าว บทวิจย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ต้อรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการตัดสินใจ หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบกับข้อมูลและความเห็นอื่น ๆ รวมถึงพิจารณาของตนเองในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

SCBS สงวนสิทธิในการใช้ดุลพินิจของตนเองแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ตัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใด ๆ เว้นแต่จะได้รับคามยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน

การซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น (Futures and Options) มีความเสี่ยงสูงที่อาจก่อให้เกิดผลขาดทุนอย่างมีนัยสำคัญ จึงไม่เหมาะสมกับบุคคลทุกคน ทั้งนี้ ก่อนการตัดสินใจซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น ท่านควรพิจารณาถึงฐานะทางการเงิน วัตถุประสงค์ในการลงทุน ประสบการณ์ในการลงทุนของท่าน ตลอดจนความเสี่ยงที่ท่านสามารถยอมรับได้อย่างรอบคอบ เนื่องจากมีความเป็นไปได้ที่ท่านอาจสูญเสียเงินลงทุนมากกว่าเงินลงทุนเริ่มแรก ท่านควรพิจารณาถึงความเสี่ยงทั้งหมดที่อาจเกิดขึ้นจากการซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น และท่านควรตัดสินใจลงทุนด้วยตนเอง และ/หรือ ในกรณีที่มีข้อสงสัย ท่านควรขอคำแนะนำจากที่ปรึกษาทางการเงิน

เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนด (intended recipient) เท่านั้น และห้ามมิให้ผู้อื่นนำข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ไปทำซ้ำ ส่งต่อ เผยแพร่ ขาย จำหน่าย ตัดลอก นำออกแสดง หรือนำไปแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าด้วยวิธีการใด ๆ โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS เป็นการล่วงหน้า

Copyright©2012 บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด สงวนลิขสิทธิ์

**CG Rating 2020 Companies with CG Rating**

**Companies with Excellent CG Scoring**

AAV, ADVANC, AF, AIRA, AKP, AKR, ALT, AMA, AMATA, AMATAV, ANAN, AOT, AP, ARIP, ARROW, ASP, BAFS, BANPU, BAY, BCP, BCPG, BDMS, BEC, BEM, BGRIM, BIZ, BKI, BLA, BOL, BPP, BRR, BTS, BWG, CENTEL, CFRESH, CHEWA, CHO\*, CIMBT, CK, CKP, CM, CNT, COL, COMAN, COTTO, CPALL, CPF, CPI, CPN, CSS, DELTA, DEMCO, DRT, DTAC, DTC, DV8, EA, EASTW, ECF, ECL, EGCO, EPG, ETE, FNS, FPI, FPT, FSMART, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GPSC, GRAMMY, GUNKUL, HANA, HARN, HMPRO, ICC, ICHI\*, III, ILINK, INTUCH, IRPC, IVL, JKN, JSP, JWD, K, KBANK, KCE, KKP, KSL, KTB, KTC, LANNA, LH, LHFG, LIT, LPN, MAKRO, MALEE, MBK, MBKET, MC, MCOT, METCO, MFEC, MINT, MONO, MOONG, MSC, MTC, NCH, NCL, NEP, NKI, NOBLE\*, NSI, NVD, NYT, OISHI, ORI, OTO, PAP, PCSGH, PDJ, PG, PHOL, PLANB, PLANET, PLAT, PORT, PPS, PR9, PREB, PRG, PRM, PSH, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, PYLON, Q-CON, QH, QTC, RATCH, RS, S, S & J, SAAM, SABINA, SAMART, SAMTEL, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCN, SDC, SEAFCO, SEAOLIL, SE-ED, SELIC, SENA, SIRI, SIS, SITHAI, SMK, SMPC, SNC, SONIC, SORKON, SPALI, SPI, SPRC, SPVI, SSSC, SST, STA, SUSCO, SUTHA, SVI, SYMC, SYNTEC, TACC, TASCO, TCAP, TFMAMA, THANA, THANI, THCOM, THG, THIP, THRE, THREL, TIP, TIPCO, TISCO, TK, TKT, TMB, TMILL, TNDT, TNL, TOA, TOP, TPBI, TQM, TRC, TRUE, TSC, TSR, TSTE, TSTH, UAC, TTA, UBIS, TTCL, UV, TTW, VGI, TU, VIH, TVD, WACOAL, TVI, WAVE, TVO, WHA, TWPC, WHAUP, U, WICE, WINNER

**Companies with Very Good CG Scoring**

2S, ABM, ACE, ACG, ADB, AEC, AEONTS, AGE, AH, AHC, AIT, ALLA, AMANAH, AMARIN, APCO, APCS, APURE, AQUA, ASAP, ASEFA, ASIA, ASIAN, ASIMAR, ASK, ASN, ATP30, AUCTION, AWC, AYUD, B, BA, BAM, BBL, BFIT, BGC, BJC, BJCHI, BROOK, BTW, CBG, CEN, CGH, CHARAN, CHAYO, CHG, CHOTI, CHOW, CI, CIG, CMC, COLOR, COM7, CPL, CRC, CRD, CSC, CSP, CWT, DCC, DCON, DDD, DOD, DOHOME, EASON, EE, ERW, ESTAR, FE, FLOYD, FN, FORTH, FSS, FTE, FVC, GENCO, GJS, GL, GLAND, GLOBAL, GLOCON, GPI, GULF, GYT, HPT, HDT, ICN, IFS, ILM, IMH, INET, INSURE, IRC, IRCP, IT, ITD\*, ITEL, J, JAS, JCK, JCKH, JMART, JMT, KBS, KCAR, KGI, KIAT, KOOL, KTIS, KWC, KWM, L&E, LALIN, LDC, LHK, LOXLEY, LPH, LRH, LST, M, MACO, MAJOR, MBAX, MEGA, META, MFC, MGT, MILL, MITSIB, MK, MODERN, MTI, MVP, NETBAY, NEX, NINE, NTV, NWR, OCC, OGC, OSP, PATO, PB, PDG, PDI, PICO, PIMO, PJW, PL, PM, PPP, PRIN, PRINC, PSTC, PT, QLT, RCL, RICHY, RML, RPC, RWI, S11, SALEE, SAMCO, SANKO, SAPPE, SAWAD, SCI, SCP, SE, SEG, SFP, SGF, SHR, SIAM, SINGER, SKE, SKR, SKY, SMIT, SMT, SNP, SPA, SPC, SPCG, SR, SRICHA, SSC, SSF, STANLY, STI, STPI, SUC, SUN, SYNEX, T, TAE, TAKUNI, TBSP, TCC, TCMC, TEAM, TEAMG, TFG, TIGER, TITLE, TKN, TKS, TM, TMC, TMD, TMI, TMT, TNITY, TNP, TNR, TOG, TPA, TPAC, TPCORP, TPOLY, TPS, TRITN, TRT, TRU, TSE, TVT, TWP, UEC, UMI, UOBKH, UP, UPF, UPOIC, UT, UTP, UWC, VL, VNT, VPO, WIIK, WP, XO, YUASA, ZEN, ZIGA, ZMICO

**Companies with Good CG Scoring**

7UP, A, ABICO, AJ, ALL, ALUCON, AMC\*, APP, ARIN, AS, AU, B52, BC, BCH, BEAUTY, BGT, BH, BIG, BKD, BLAND, BM, BR, BROCK, BSBM, BSM, BTNC, CAZ, CCP, CGD, CITY, CMAN, CMO, CMR, CPT, CPW, CRANE, CSR, D, EKH, EP, ESSO, FMT, GIFT, GREEN, GSC\*, GTB, HTECH, HUMAN, IHL, INOX, INSET, IP, JTS, JUBILE, KASET, KCM, KKC, KUMWEL, KUN, KWG, KYE, LEE, MATCH, MATI, M-CHAI, MCS, MDX, MJD, MM, MORE, NC, NDR, NER, NFC, NNCL, NPK, NUSA, OCEAN, PAF, PF, PK, PLE, PMTA, POST, PPM, PRAKIT, PRECHA, PRIME, PROUD, PTL, RBF, RCI, RJH, ROJNA, RP, RPH, RSP, SF, SFLEX, SGP, SISB, SKN, SLP, SMART, SOLAR, SPG, SQ, SSP, STARK, STC, SUPER, SVOA, TC, TCCC, THMUI, TIW, TNH, TOPP, TPCH, TPIPP, TPLAS, TTI, TYCN, UKEM, UMS, VCOM, VRANDA, WIN, WORK, WPH

**Corporate Governance Report**

The material contained in this publication is for general information only and is not intended as advice on any of the matters discussed herein. Readers and others should perform their own independent analysis as to the accuracy or completeness or legality of such information. The Thai Institute of Directors, its officers, the authors and editor make no representation or warranty as to the accuracy, completeness or legality of any of the information contained herein. By accepting this document, each recipient agrees that the Thai Institute of Directors Association, its officers, the authors and editor shall not have any liability for any information contained in, or for any omission from, this publication.

The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. SCB Securities Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

To recognize well performers, the list of companies attaining "Good", "Very Good" and "Excellent" levels of recognition

(Not including listed companies qualified in the "no announcement of the results" clause from 1 January 2019 to 19 November 2020) is publicized.

\* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข่าวด้านการกำกับดูแลกิจการ เช่น การกระทำความผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรตระหนักถึงข้อดังกล่าวประกอบด้วย

**Anti-corruption Progress Indicator**

**Certified (ได้รับการรับรอง)**

2S, ADVANC, AI, AIE, AIRA, AKP, AMA, AMANAH, AP, AQUA, ARROW, ASK, ASP, AYUD, B, BAFS, BANPU, BAY, BBL, BCH, BCP, BCPG, BGC, BGRIM, BJCHI, BKI, BLA, BPP, BROOK, BRR, BSBM, BTS, BWG, CEN, CENTEL, CFRESH, CGH, CHEWA, CHOTI, CHOW, CIG, CIMBT, CM, CMC, COL, COM7, CPALL, CPF, CPI, CPN, CSC, DCC, DELTA, DEMCO, DIMET, DRT, DTAC, DTC, EASTW, ECL, EGCO, FE, FNS, FPI, FPT, FSS, FTE, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GJS, GPSC, GSTEEL, GUNKUL, HANA, HARN, HMPRO, HTC, ICC, ICHI, IFS, INET, INSURE, INTUCH, IRPC, ITEL, IVL, K, KASET, KBANK, KBS, KCAR, KCE, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, KWC, L&E, LANNA, LHFG, LHK, LPN, LRH, M, MAKRO, MALEE, MBAX, MBK, MBKET, MC, MCOT, MFC, MFEC, MINT, MONO, MOONG, MPG, MSC, MTC, MTI, NBC, NEP, NINE, NKI, NMG, NNCL, NSI, NWR, OCC, OCEAN, OGC, ORI, PAP, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDI, PDJ, PE, PG, PHOL, PL, PLANB, PLANET, PLAT, PM, PPP, PPM, PPS, PREB, PRG, PRINC, PRM, PSH, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, PYLON, Q-CON, QH, QLT, QTC, RATCH, RML, RWI, S & J, SABINA, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCN, SEAOLIL, SE-ED, SELIC, SENA, SGP, SIRI, SITHAI, SMIT, SMK, SMPC, SNC, SNP, SORKON, SPACK, SPC, SPI, SPRC, SRICHA, SSF, SSSC, SST, STA, SUSCO, SVI, SYNTEC, TAE, TAKUNI, TASCO, TBSP, TCAP, TCMC, TFG, TFI, TFMAMA, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIP, TIPCO, TISCO, TKT, TMB, TMD, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TOG, TOP, TPA, TPCORP, TPP, TRU, TRUE, TSC, TSTH, TTCL, TU, TVD, TVI, TVO, TWPC, U, UBIS, UEC, UKEM, UOBKH, UWC, VGI, VIH, VNT, WACOAL, WHA, WHAUP, WICE, WIIK, XO, ZEN

**Declared (ประกาศเจตนารมณ์)**

7UP, ABICO, AF, ALT, AMARIN, AMATA, AMATAV, ANAN, APURE, B52, BKD, BM, BROCK, BUI, CHO, CI, COTTO, DDD, EA, EFORL, EP, ERW, ESTAR, ETE, EVER, FSMART, GPI, ILINK, IRC, J, JKN, JMART, JMT, JSP, JTS, KWG, LDC, MAJOR, META, NCL, NOBLE, NOK, PK, PLE, ROJNA, SAAM, SAPPE, SCI, SE, SHANG, SINGER, SKR, SPALI, SSP, STANLY, SUPER, SYNEX, THAI, TKS, TOPP, TRITN, TTA, UPF, UV, WIN, ZIGA

**N/A**

3K-BAT, A, A5, AAV, ABM, ACAP, ACC, ACE, ACG, ADB, AEC, AEONTS, AFC, AGE, AH, AHC, AIT, AJ, AJA, AKR, ALL, ALLA, ALUCON, AMC, AOT, APCO, APCS, APEX, APP, AQ, ARIN, ARIP, AS, ASAP, ASEFA, ASIA, ASIAN, ASIMAR, ASN, ATP30, AU, AUCTION, AWC, BA, BAM, BC, BCT, BDMS, BEAUTY, BEC, BEM, BFIT, BGT, BH, BIG, BIZ, BJC, BLAND, BLISS, BOL, BR, BSM, BTNC, BTW, CAZ, CBG, CCET, CCP, CGD, CHARAN, CHAYO, CHG, CITY, CK, CKP, CMAN, CMO, CMR, CNT, COLOR, COMAN, CPH, CPL, CPR, CPT, CPW, CRANE, CRC, CRD, CSP, CSR, CSS, CTW, CWT, D, DCON, DHOUSE, DOD, DOHOME, DTIC, DV8, EASON, ECF, EE, EKH, EMC, EPG, ESSO, ETC, F&D, FANCY, FLOYD, FMT, FN, FORTH, FVC, GENCO, GIFT, GL, GLAND, GLOBAL, GLOCON, GRAND, GREEN, GSC, GTB, GULF, GYT, HFT, HPT, HTECH, HUMAN, HYDRO, ICN, IFEC, IHL, IIG, III, ILM, IMH, INGRS, INOX, INSET, IP, IRCP, IT, ITD, JAS, JCK, JCKH, JCT, JR, JUBILE, JUTHA, JWD, KAMART, KC, KCM, KDH, KIAT, KK, KKC, KOOL, KTIS, KUMWEL, KUN, KWM, KYE, LALIN, LEE, LEO, LH, LIT, LOXLEY, LPH, LST, MACO, MANRIN, MATCH, MATI, MAX, M-CHAI, MCS, MDX, MEGA, METCO, MGT, MICRO, MIDA, MILL, MITSIB, MJD, MK, ML, MM, MODERN, MORE, MPIC, MVP, NC, NCAP, NCH, NDR, NER, NETBAY, NEW, NEWS, NEX, NFC, NPK, NRF, NTV, NUSA, NVD, NYT, OHTL, OISHI, OSP, OTO, PACE, PAE, PAF, PERM, PF, PICO, PIMO, PJW, PMTA, POLAR, POMPUI, PORT, POST, PPM, PR9, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRIME, PRIN, PRO, PROUD, PTL, RAM, RBF, RCI, RCL, RICHY, RJH, ROCK, ROH, RP, RPC, RPH, RS, RSP, RT, S, S11, SABUY, SAFARI, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SANKO, SAUCE, SAWAD, SAWANG, SCGP, SCM, SCP, SDC, SEAFCO, SEG, SF, SFLEX, SFP, SFT, SGF, SHR, SIAM, SICT, SIMAT, SIS, SISB, SK, SKE, SKN, SKY, SLM, SLP, SMART, SMT, SO, SOLAR, SONIC, SPA, SPCG, SPG, SPVI, SQ, SR, SSC, STAR, STARK, STC, STEC, STGT, STHAI, STI, STPI, SUC, SUN, SUTHA, SVH, SVOA, SWC, SYMC, T, TACC, TAPAC, TC, TCC, TCCC, TCJ, TCOAT, TEAM, TEAMG, TGPRO, TH, THANA, THE, THG, THL, THMUI, TIGER, TITLE, TIW, TK, TKN, TM, TMC, TMI, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TOA, TPAC, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPLAS, TPOLY, TPS, TQM, TR, TRC, TRT, TRUBB, TSE, TSF, TSI, TSR, TSTE, TTI, TTT, TTW, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UMI, UMS, UNIQU, UP, UPA, UPOIC, UREKA, UT, UTP, UVAN, VARO, VCOM, VI, VIBHA, VL, VNG, VPO, VRANDA, W, WAVE, WAGE, WINNER, WORK, WORLD, WP, WPH, WR, YCI, YGG, YUASA, ZMICO

**Explanations**

Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of June 24, 2019) are categorised into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.