

เซ็น คอร์ปอเรชั่น กรุ๊ป

ZEN

บริษัท เซ็น คอร์ปอเรชั่น กรุ๊ป
จำกัด (มหาชน)Bloomberg ZEN TB
Reuters ZEN.BK

คาดผลประกอบการแข็งแกร่งขึ้นใน 2H65

ภาพรวมการประชุมนักวิเคราะห์ที่ ZEN จัดขึ้นเมื่อวานนี้เป็นบวก เพราะธุรกิจร้านอาหารแข็งแกร่งขึ้นและบริษัทตั้งเป้าขยายสาขาที่ลงทุนเอง ZEN ยังคงให้ความสำคัญกับการบริหารจัดการต้นทุน รวมถึงการปรับปรุงประสิทธิภาพการทำงานของพนักงาน ท่ามกลางความกังวลเกี่ยวกับการปรับขึ้นค่าจ้างรายวันขึ้นค่า ทั้งนี้หลังจากปรับประมาณการ เราคาดว่ากำไรปกติของ ZEN จะสูงกว่าระดับก่อนเกิดโควิด-19 ที่ 126 ลบ. ในปี 2565 และเติบโต 33% ในปี 2566 เรายังคง tactical call ระยะ 3 เดือน สำหรับ ZEN ไว้ที่ **OUTPERFORM** ด้วยราคาเป้าหมายสิ้นปี 2566 อ้างอิงวิธี DCF ที่ 16.8 บาท/หุ้น (เพิ่มขึ้นจากราคาเป้าหมายสิ้นปี 2565 อ้างอิงวิธี DCF ที่ 14 บาท/หุ้น)

ธุรกิจร้านอาหารแข็งแกร่งขึ้น ใน 3Q65TD ZEN พบว่าธุรกิจร้านอาหาร (78% ของรายได้) ยังคงมีโมเมนตัมที่แข็งแกร่งต่อเนื่อง QoQ โดยได้รับการสนับสนุนจากกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่เพิ่มขึ้น วันหยุดพิเศษในเดือนก.ค. รวมถึงกลยุทธ์ในการกระตุ้นให้ลูกค้าเข้าร้าน เช่น เพิ่มบุฟเฟต์ที่มีราคาต่ำลงที่ Zen Restaurant เพื่อขยายฐานลูกค้า และการแนะนำเมนูใหม่ "ชาบูบุฟเฟต์" ที่ AKA ทั้งนี้ SSS ใน 3Q65 คาดว่าจะเพิ่มขึ้นอย่างมากจากฐานต่ำในปีก่อนที่มีสาเหตุมาจากการห้ามเปิดให้บริการร้านอาหารในศูนย์การค้าที่ตั้งอยู่ในพื้นที่สีแดงเข้มซึ่งรวมถึงกรุงเทพฯ ในช่วงเดือนก.ค.-ส.ค.

รุกขยายสาขาที่ลงทุนเอง ZEN ตั้งเป้าเปิดสาขาที่บริษัทลงทุนเองเพิ่มอีก 20-25 สาขาในปี 2565 ซึ่งบ่งชี้ถึงการรุกขยายสาขาอีก 12-17 สาขาใน 2H65 (เทียบกับ 8 สาขาใน 1H65) โดยส่วนใหญ่เป็นแบรนด์ AKA ซึ่ง ZEN ได้เปิดไปแล้ว 4 สาขาในเดือนก.ค.-ส.ค. และมีพื้นที่พร้อมเปิดเพิ่มอีก 8 สาขาจนถึงสิ้นปีแล้ว สำหรับธุรกิจแฟรนไชส์ เป้าหมายของ ZEN ที่จะเปิดสาขาแฟรนไชส์ใหม่ 50 สาขา มีความคืบหน้าค่อนข้างช้า เพราะเพิ่งเปิดได้ 7 สาขาใน 1H65 เนื่องจาก ZEN เปิดเผยว่าผู้ซื้อแฟรนไชส์บางรายซึ่งส่วนใหญ่เป็นแบรนด์ เชียง เผชิญกับภาวะทางการเงินเพราะได้รับผลกระทบจากสถานการณ์โควิด-19 ZEN กำลังขยายธุรกิจแฟรนไชส์ไปสู่แบรนด์ AKA และจะประกาศเปิดสาขาแฟรนไชส์แห่งแรกใน 4Q65

การบริหารจัดการต้นทุน ราคาปลาแชลมอนในตลาดโลกในเดือนส.ค. เพิ่มขึ้น 11% YoY แต่เป็นการลดลง 43% จากระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในเดือนเม.ย. และปลาแชลมอนคิดเป็นสัดส่วน ~20% ของต้นทุนวัตถุดิบของ ZEN ทั้งนี้ ZEN มองว่าอัตราค่าไถ่ขึ้นต้นจะปรับตัวดีขึ้นเล็กน้อยใน 2H65 เนื่องจากราคาเมนูที่สูงขึ้นและกลยุทธ์การตั้งราคาแบบยืดหยุ่นจะสามารถชดเชยต้นทุนที่สูงขึ้นได้ ZEN ยังคงให้ความสำคัญกับการบริหารจัดการต้นทุน รวมถึงการปรับปรุงประสิทธิภาพการทำงานของพนักงาน ท่ามกลางความกังวลเกี่ยวกับการปรับขึ้นค่าจ้างรายวันขึ้นค่า (พนักงานพาร์ทไทม์คิดเป็นสัดส่วน ~30% ของต้นทุนพนักงาน)

ปรับประมาณการกำไรเพิ่มขึ้น เราปรับประมาณการกำไรปกติของ ZEN เพิ่มขึ้น 79% ในปี 2565 เพื่อสะท้อนผลประกอบการ 2Q65 ที่แข็งแกร่ง และ 5% ในปี 2565 เนื่องจากการดำเนินงานที่แข็งแกร่งขึ้นจะช่วยชดเชยผลกระทบจากสมมติฐานของเราที่คาดว่าต้นทุนค่าแรงจะเพิ่มขึ้น 5% ทั้งนี้หลังจากปรับประมาณการ เราคาดว่ากำไรปกติของ ZEN จะสูงกว่าระดับก่อนเกิดโควิด-19 ที่ 126 ลบ. ในปี 2565 และเติบโต 33% ในปี 2566

ปัจจัยเสี่ยง เศรษฐกิจชะลอตัว การแข่งขันรุนแรง และต้นทุนสูงขึ้น

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Revenue	(Btmn)	2,284	2,209	3,249	3,613	3,899
EBITDA	(Btmn)	349	291	576	627	696
Core profit	(Btmn)	(58)	(93)	126	167	212
Reported profit	(Btmn)	(64)	(92)	126	167	212
Core EPS	(Bt)	(0.19)	(0.31)	0.42	0.56	0.71
DPS	(Bt)	0.25	0.00	0.34	0.45	0.56
P/E, core	(x)	N.A.	N.A.	35.3	26.6	21.0
EPS growth, core	(%)	N.A.	N.A.	N.A.	32.8	26.7
P/BV, core	(x)	3.7	4.0	3.6	3.4	3.2
ROE	(%)	(4.4)	(7.8)	10.4	13.0	15.6
Dividend yield	(%)	1.7	0.0	2.3	3.0	3.8
FCF yield	(%)	6.1	3.3	3.0	3.5	4.7
EV/EBIT	(x)	N.A.	(57.4)	19.2	15.0	12.2
EBIT growth, core	(%)	N.A.	N.A.	N.A.	27.0	21.3
EV/CE	(x)	1.9	2.1	2.0	2.0	1.9
ROCE	(%)	(3.4)	(4.8)	6.0	7.7	9.6
EV/EBITDA	(x)	11.9	14.3	7.2	6.6	5.9
EBITDA growth	(%)	9.2	(16.8)	98.1	8.9	11.0

Source: SCBS Investment Research

Tactical: OUTPERFORM

(3-month)

Stock data

Last close (Aug 25) (Bt)	14.80
Target price (Bt)	16.80
Mkt cap (Btbn)	4.44
Mkt cap (US\$m)	123
Beta	M
Mkt cap (%) SET	0.02
Sector % SET	5.87
Shares issued (mn)	300
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	15 / 10.9
Avg. daily 6m (US\$m)	0.06
Foreign limit / actual (%)	49 / 20
Free float (%)	26.7
Dividend policy (%)	≥ 50

2021 Sustainability / ESG Score

Sustainability Index (THSI) Not Included

ESG Bloomberg Score	n.a.
Environmental Score	n.a.
Social Score	n.a.
Governance Score	n.a.

Source: Bloomberg Finance L.P.

Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	25.4	26.5	24.4
Relative to SET	18.5	25.7	21.2

Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ระวีรุช ปิยะกรียงไกร

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

จุดเด่น

ZEN ดำเนินธุรกิจร้านอาหารญี่ปุ่น *ZEN Restaurant* ซึ่งเป็นหนึ่งในร้านอาหารญี่ปุ่นที่มีชื่อเสียงในประเทศไทย ZEN ได้ขยายธุรกิจร้านอาหารญี่ปุ่น ไปสู่ร้านอาหารญี่ปุ่นระดับพรีเมียม ครอบคลุมตั้งแต่ร้านซูชิ และร้านอาหารบิ๊งย่างสไตส์ญี่ปุ่น (Yakiniku) ระดับพรีเมียม จนถึงคาเฟ่สไตล์ญี่ปุ่นร่วมสมัย นอกจากนี้บริษัทยังดำเนินธุรกิจร้านอาหารไทย โดยตั้งเป้าไปที่กลุ่มผู้มีรายได้ปานกลางเพื่อให้ครอบคลุมผู้บริโภคในวงกว้างมากขึ้น ในอนาคต ZEN จะเร่งขยายธุรกิจใหม่ที่ประกอบด้วยธุรกิจอาหารค่าปลีกและธุรกิจแฟรนไชส์ เนื่องจากโดยปกติแล้ว ธุรกิจแฟรนไชส์เป็นธุรกิจที่ให้อัตรากำไรสูง ดังนั้นรายได้จากธุรกิจแฟรนไชส์ที่เติบโตเพิ่มขึ้นจะช่วยเพิ่มแรงขับเคลื่อนให้กำไรเติบโตได้อย่างมีนัยสำคัญ

แนวโน้มธุรกิจ

ในปี 2565 เราเชื่อว่าปัจจัยบวกจากความคืบหน้าในการฉีดวัคซีนและมาตรการกระตุ้นของรัฐบาลจะช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจและสนับสนุนให้การดำเนินงานของ ZEN ปรับตัวดีขึ้น เราคาดว่าผลประกอบการจะปรับตัวดีขึ้นในปี 2565 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากธุรกิจร้านอาหารที่ปรับตัวดีขึ้นอันเป็นผลมาจากการผ่อนคลายข้อกำหนดต่างๆ ประโยชน์จากมาตรการกระตุ้นของรัฐบาล และการเติบโตของธุรกิจใหม่ที่ประกอบด้วยธุรกิจอาหารค่าปลีกและธุรกิจแฟรนไชส์ เราคาดว่าผลประกอบการของ ZEN จะฟื้นตัวจากขาดทุนปกติ 93 ลบ. ในปี 2564 สู่กำไรปกติ 126 ลบ. ในปี 2565 (สูงกว่าระดับก่อนเกิดโควิด-19) และ 167 ลบ. ในปี 2566

Bullish views	Bearish views
1. ได้ประโยชน์จากการผ่อนคลายมาตรการล็อกดาวน์	1. การแข่งขันรุนแรงในอุตสาหกรรมร้านอาหาร
2. ผลประกอบการจะฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งในปี 2565	2. ผู้บริโภคมีอำนาจต่อรองสูง
3. แหล่งรายได้และกำไรใหม่จากธุรกิจอาหารค่าปลีกและธุรกิจแฟรนไชส์	

ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ

ปัจจัย	อิเวนต์	ผลกระทบ	ความคิดเห็น
แนวโน้มผลประกอบการระยะสั้น	โมเมนตัมผลประกอบการ 3Q65	+YoY และ +QoQ	เราคาดว่าผลประกอบการ 3Q65 ของ ZEN จะปรับตัวดีขึ้น YoY (จากฐานต่ำที่มีสาเหตุมาจากมาตรการล็อกดาวน์เพื่อควบคุมการระบาดของโควิด-19) และ QoQ (จากกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่เพิ่มขึ้น วันหยุดพิเศษในเดือนก.ค. และธุรกิจอาหารค่าปลีกที่เติบโตเพิ่มขึ้น)
ปัจจัยที่ต้องจับตาในปี 2565	ต้นทุนอาหารที่สูงขึ้น	ลบ	เราพบว่าผู้ประกอบการร้านอาหารซึ่งรวมถึง ZEN กำลังรับมือกับต้นทุนอาหารที่สูงขึ้นด้วยการส่งผ่านต้นทุนที่สูงขึ้นไปยังผู้บริโภคทั้งทางตรง (ปรับราคาเมนูเพิ่มขึ้น) และทางอ้อม (จัดโปรโมชั่นน้อยลง ปรับชุดอาหารใหม่) ความกังวล คือ ความอ่อนไหวต่อราคาของผู้บริโภคท่ามกลางการฟื้นตัวของเศรษฐกิจแบบค่อยเป็นค่อยไป
ปัจจัยที่ต้องจับตาในปี 2565-66	การขึ้นค่าจ้างรายวันขั้นต่ำ	ลบ	ตลาดกังวลเกี่ยวกับแนวโน้มที่จะมีการขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำ ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อธุรกิจร้านอาหาร ประมาณการปี 2566 ของเราได้รวมเอาค่าแรงที่เพิ่มขึ้น 5% เข้ามาแล้ว

การวิเคราะห์ความอ่อนไหว

ปัจจัย	ผลกระทบต่อกำไร	ผลกระทบต่อราคาเป้าหมาย
การเปลี่ยนแปลง 1% ในรายได้	4%	0.5 บาท/หุ้น (3%)

ESG Disclosure Score

	2020	2021
ESG Disclosure Score	n.a.	n.a.
Environment	n.a.	n.a.
Total GHG Emissions (thousands of metric tonnes)	n.a.	n.a.
Total Water Use (thousands of cubic meters)	n.a.	n.a.
Hazardous Waste (thousands of metric tonnes)	n.a.	n.a.
Total Waste (thousands of metric tonnes)	n.a.	n.a.
Social	n.a.	n.a.
Number of Employees	n.a.	n.a.
Workforce Accidents	n.a.	n.a.
Lost Time from Accidents	n.a.	n.a.
Fatalities - Contractors	n.a.	n.a.
Fatalities - Employees	n.a.	n.a.
Fatalities - Total	n.a.	n.a.
Community Spending	n.a.	n.a.
Governance	n.a.	n.a.
Size of the Board	n.a.	n.a.
Independent Directors	n.a.	n.a.
% Independent Directors	n.a.	n.a.
Board Duration (Years)	n.a.	n.a.
# Board Meetings	n.a.	n.a.
Board Mtg Attendance	n.a.	n.a.

Source: Bloomberg Finance L.P.

Disclaimer

การจัดทำข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Environmental Social Governance หรือ ESG) เป็นการทำข้อมูลและเปิดเผยโดยบริษัท Bloomberg ซึ่งมีการทำข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม ด้านสังคม และด้านธรรมาภิบาล อาทิเช่น ข้อมูลการใช้พลังงานที่สะอาด ต้นทุน ความเสี่ยงในการพึ่งพาพลังงานของธุรกิจ ความเสี่ยงด้านการทำงานที่อาจจะเกิดจากอุบัติเหตุ รวมถึงสัดส่วนของคณะกรรมการบริหาร ตั้งแต่ปี 2010 และขึ้นอยู่กับเปิดเผยข้อมูลของแต่ละบริษัท

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Total revenue	(Btmn)	2,481	2,922	3,102	2,284	2,209	3,249	3,613	3,899
Cost of goods sold	(Btmn)	1,879	1,520	1,621	1,229	1,243	1,763	1,951	2,099
Gross profit	(Btmn)	603	1,402	1,481	1,055	966	1,486	1,663	1,801
SG&A	(Btmn)	510	1,248	1,392	1,154	1,085	1,333	1,458	1,543
Other income	(Btmn)	34	43	42	49	47	65	72	78
Interest expense	(Btmn)	24	25	4	34	38	38	38	38
Pre-tax profit	(Btmn)	102	173	128	(83)	(110)	180	239	298
Corporate tax	(Btmn)	20	32	21	(21)	(23)	32	48	60
Equity a/c profits	(Btmn)	0	0	0	(1)	(2)	0	0	0
Minority interests	(Btmn)	0	(0)	(0)	-	(3)	(22)	(24)	(27)
Core profit	(Btmn)	82	123	114	(58)	(93)	126	167	212
Extra-ordinary items	(Btmn)	-	17	(8)	(6)	1	-	-	-
Net Profit	(Btmn)	82	140	106	(64)	(92)	126	167	212
EBITDA	(Btmn)	300	367	320	349	291	576	627	696
Core EPS (Bt)	(Bt)	0.58	0.55	0.38	(0.19)	(0.31)	0.42	0.56	0.71
Net EPS (Bt)	(Bt)	0.58	0.62	0.35	(0.21)	(0.31)	0.42	0.56	0.71
DPS (Bt)	(Bt)	0.00	0.00	0.45	0.25	0.00	0.34	0.45	0.56

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Total current assets	(Btmn)	286	319	598	462	495	538	588	656
Total fixed assets	(Btmn)	786	723	884	720	655	638	663	677
Total assets	(Btmn)	1,589	1,564	2,044	2,689	2,557	2,669	2,762	2,859
Total loans	(Btmn)	699	630	0	0	0	0	0	0
Total current liabilities	(Btmn)	1,079	1,008	481	566	614	642	681	711
Total long-term liabilities	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
Total liabilities	(Btmn)	1,223	1,095	610	1,478	1,398	1,421	1,448	1,466
Paid-up capital	(Btmn)	141	225	300	300	300	300	300	300
Total equity	(Btmn)	366	469	1,434	1,211	1,159	1,248	1,315	1,393
BVPS (Bt)	(Bt)	2.60	2.08	4.78	4.04	3.74	4.16	4.38	4.64

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Core Profit	(Btmn)	82	123	114	(58)	(93)	126	167	212
Depreciation and amortization	(Btmn)	174	170	189	399	363	358	351	361
Operating cash flow	(Btmn)	99	265	302	316	40	250	306	357
Investing cash flow	(Btmn)	(204)	(121)	(297)	(46)	107	(116)	(150)	(150)
Financing cash flow	(Btmn)	(148)	(135)	216	(365)	(147)	(37)	(101)	(134)
Net cash flow	(Btmn)	(253)	9	221	(95)	(1)	97	55	74

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Gross margin	(%)	24.3	48.0	47.7	46.2	43.7	45.7	46.0	46.2
Operating margin	(%)	3.7	5.3	2.9	(4.3)	(5.4)	4.7	5.7	6.6
EBITDA margin	(%)	11.9	12.4	10.2	15.0	12.9	17.4	17.0	17.5
EBIT margin	(%)	5.1	6.7	4.2	(2.2)	(3.3)	6.7	7.7	8.6
Net profit margin	(%)	3.3	4.8	3.4	(2.8)	(4.1)	3.9	4.6	5.4
ROE	(%)	25.8	29.5	12.0	(4.4)	(7.8)	10.4	13.0	15.6
ROA	(%)	5.4	7.8	6.3	(2.4)	(3.5)	4.8	6.2	7.5
Net D/E	(x)	1.5	1.0	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
Interest coverage	(x)	12.3	14.9	86.4	10.4	7.7	15.3	16.7	18.5
Debt service coverage	(x)	0.4	0.6	86.4	10.4	7.7	15.3	16.7	18.5
Payout Ratio	(x)	N.A.	N.A.	118.2	N.A.	0.0	80.0	80.0	80.0

Main Assumptions

FY December 31	Unit	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
SSS	(%)	4.0	4.7	(4.7)	(30.4)	0.8	20.0	3.0	3.0
Revenue contribution									
Restaurant	(%)	93.0	91.9	90.4	89.1	86.1	79.3	78.8	79.9
Sales of raw material to franchisees	(%)	4.7	5.5	6.2	5.7	6.4	4.6	4.5	4.2
Franchise fee	(%)	2.3	2.4	2.4	3.1	2.9	2.2	2.5	2.2
Retail merchandise	(%)	0.0	0.2	0.9	2.2	4.6	13.8	14.3	13.7

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22
Total revenue	(Btmn)	664	659	597	500	346	765	686	859
Cost of goods sold	(Btmn)	333	333	298	309	237	399	378	466
Gross profit	(Btmn)	331	326	298	191	110	366	309	393
SG&A	(Btmn)	283	309	270	272	186	357	295	329
Other income	(Btmn)	16	13	8	11	12	15	6	6
Interest expense	(Btmn)	8	7	7	11	10	9	9	9
Pre-tax profit	(Btmn)	55	23	30	(81)	(74)	15	10	61
Corporate tax	(Btmn)	9	6	1	(14)	(15)	4	2	11
Equity a/c profits	(Btmn)	(0)	(1)	(0)	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
Minority interests	(Btmn)	0	0	0	0	(2)	(1)	(4)	(5)
Core profit	(Btmn)	38	30	9	(67)	(62)	27	4	44
Extra-ordinary items	(Btmn)	8	(14)	19	0	0	(18)	0	0
Net Profit	(Btmn)	46	16	28	(67)	(62)	9	4	44
EBITDA	(Btmn)	175	131	129	24	24	113	109	157
Core EPS (Bt)	(Bt)	0.13	0.10	0.03	(0.22)	(0.21)	0.09	0.01	0.15
Net EPS (Bt)	(Bt)	0.15	0.05	0.09	(0.22)	(0.21)	0.03	0.01	0.15

Balance Sheet

FY December 31	Unit	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22
Total current assets	(Btmn)	478	462	474	352	284	495	493	555
Total fixed assets	(Btmn)	762	720	696	720	694	655	639	331
Total assets	(Btmn)	2,810	2,689	2,628	2,545	2,424	2,557	2,559	2,591
Total loans	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	86	63
Total current liabilities	(Btmn)	597	566	554	509	481	614	637	674
Total long-term liabilities	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	1	0
Total liabilities	(Btmn)	1,546	1,478	1,388	1,338	1,278	1,398	1,379	1,362
Paid-up capital	(Btmn)	300	300	300	300	300	300	300	300
Total equity	(Btmn)	1,264	1,211	1,240	1,207	1,147	1,159	1,180	1,229
BVPS (Bt)	(Bt)	4.21	4.04	4.13	3.91	3.70	3.74	3.76	3.91

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22
Core Profit	(Btmn)	38	30	9	(67)	(62)	27	4	44
Depreciation and amortization	(Btmn)	112	102	92	94	88	89	89	88
Operating cash flow	(Btmn)	224	91	119	(68)	(38)	227	11	165
Investing cash flow	(Btmn)	4	(20)	(16)	(46)	133	(165)	(74)	(55)
Financing cash flow	(Btmn)	(136)	(127)	(57)	(33)	195	(253)	(37)	(56)
Net cash flow	(Btmn)	92	(57)	46	(147)	291	(191)	(100)	54

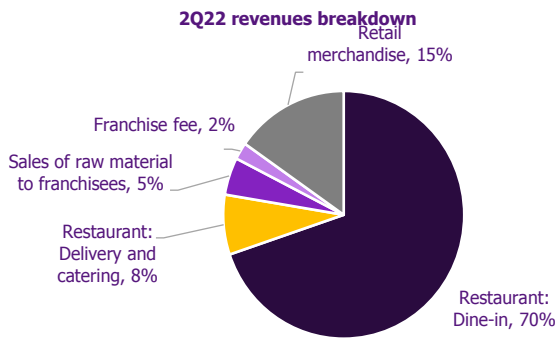
Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22
Gross margin	(%)	49.8	49.4	50.0	38.3	31.7	47.9	45.0	45.7
Operating margin	(%)	7.1	2.6	4.8	(16.2)	(22.0)	1.2	2.0	7.4
EBITDA margin	(%)	25.8	19.5	21.4	4.7	6.7	14.5	15.7	18.2
EBIT margin	(%)	9.5	4.5	6.2	(14.0)	(18.5)	3.2	2.8	8.1
Net profit margin	(%)	6.9	2.4	4.8	(13.4)	(17.8)	1.1	0.6	5.1
ROE	(%)	(8.7)	(4.4)	2.8	(9.3)	(13.2)	(7.8)	1.4	7.9
ROA	(%)	(4.9)	(2.4)	1.3	(4.3)	(6.1)	(3.5)	0.6	3.8
Net D/E	(x)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
Interest coverage	(x)	22.3	19.4	18.4	2.2	2.4	12.0	12.1	18.0
Debt service coverage	(x)	22.3	19.4	18.4	2.2	2.4	12.0	3.6	6.4

Main Assumptions

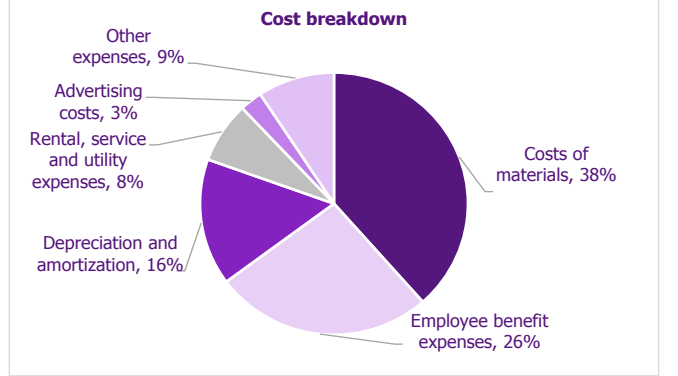
FY December 31	Unit	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22
SSS	(%)	(18.9)	(21.5)	(2.9)	31.2	(32.5)	18.5	8.5	52.6
<u>Revenue contribution</u>									
Restaurant	(%)	89.9	89.1	89.8	84.6	77.5	88.2	83.1	77.6
Sales of raw material to franchisees	(%)	5.5	5.7	5.7	7.4	8.7	5.4	5.2	4.9
Franchise fee	(%)	2.8	3.1	2.5	3.3	4.0	2.2	2.3	2.2
Retail merchandise	(%)	1.8	2.1	2.0	4.7	9.8	4.2	9.3	15.3

Figure 1: ZEN's revenue breakdown



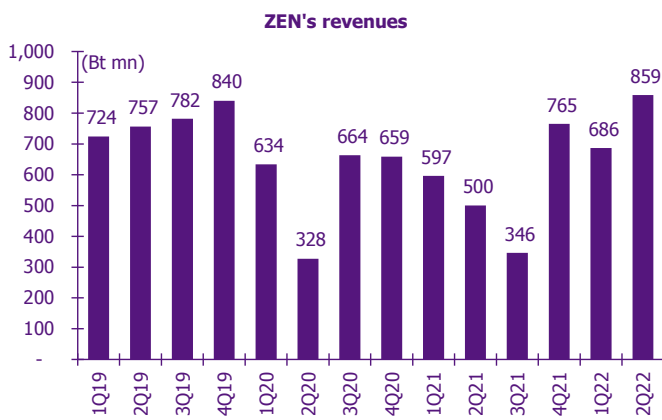
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: Cost breakdown



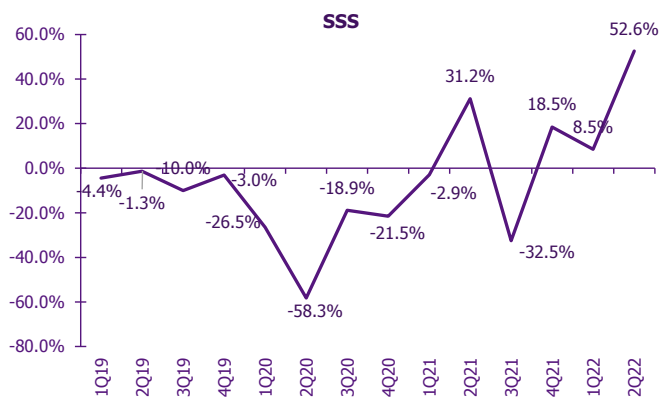
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: Revenue trend



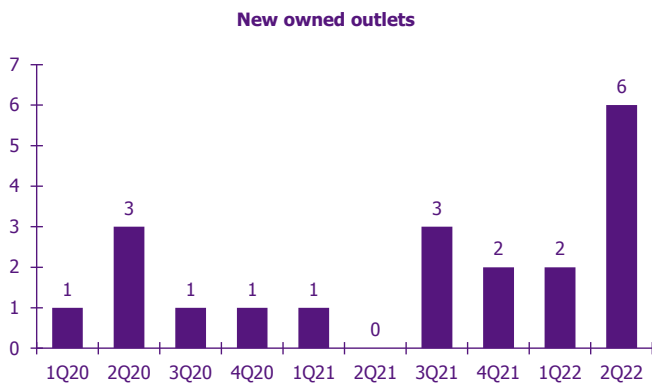
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: SSS trend



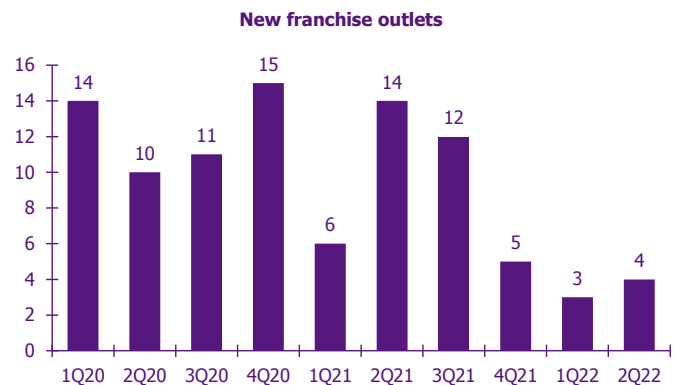
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5: No. of new owned outlets



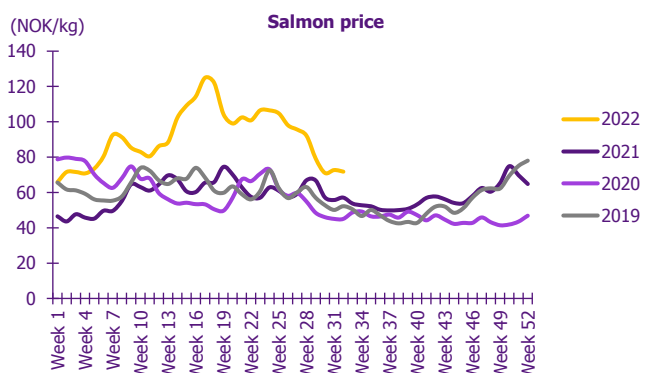
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 6: No. of new franchise outlets



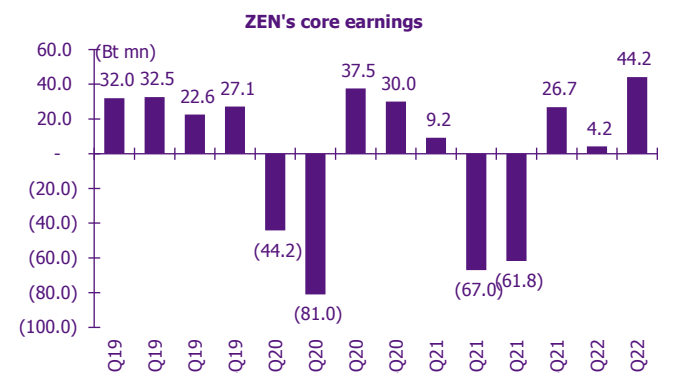
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 7: Global salmon trend



Source: Fish Pool ASA and SCBS Investment Research

Figure 8: Quarterly earnings



Source: Company data and SCBS Investment Research

ข้อสงวนสิทธิ์:

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

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

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคาร") เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ อาจได้รับการแต่งตั้งเป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของบริษัท ไทยออยล์ จำกัด (มหาชน) ความเห็น ขาว บทวิจย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของตตนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคาร") เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ อาจได้รับการแต่งตั้งเป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของบริษัท ไทยออยล์ จำกัด (มหาชน) ความเห็น ขาว บทวิจย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของตตนในการตัดสินใจลงทุน 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 ขาว บทวิจย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของตตนในการตัดสินใจลงทุน 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 ขาว บทวิจย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของตตนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

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

เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนด (intended recipient) เท่านั้น และห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ไปทำซ้ำ ส่งต่อ เผยแพร่ ขาย จำหน่าย คัดลอก นำออกแสดง หรือนำไปแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ ไม่ว่าด้วยวิธีการใด ๆ โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS เป็นการล่วงหน้า

Copyright©2012 บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด สงวนลิขสิทธิ์

