

เก้าแก่น้อย ฟู๊ดแอนด์มาร์เก็ตติ้ง

ขึ้นแท่นขนมขบเคี้ยวสาหร่ายแปรรูปอันดับ 1 ในเอเชีย

ฟู๊ดแอนด์มาร์เก็ตติ้งขนมขบเคี้ยวสาหร่ายแปรรูปในไทย ครองส่วนแบ่งตลาดสูงสุดมากกว่า 10 ปีกำลังก้าวสู่เวทีระดับเอเชียด้วยแบรนด์ที่แข็งแกร่ง พร้อมระดมทุนสร้างโรงงานแห่งใหม่ขยายกำลังการผลิต คาดส่งผลกำไรรายได้และกำไรเติบโตโดดเด่นในปี 2558-60

■ IPO เพื่อปลดล็อกทุกข้อจำกัดในการเติบโต

TKN คือผู้ผลิตและจัดจำหน่ายขนมขบเคี้ยวประเภทสาหร่ายแปรรูปรายใหญ่ในประเทศ ภายใต้แบรนด์ “เก้าแก่น้อย” ด้วยคุณภาพสินค้าและแบรนด์อันแข็งแกร่ง ทำให้สามารถครองใจผู้บริโภคและมีส่วนแบ่งตลาดสูงสุดมากกว่า 10 ปี อีกทั้งยังต่อยอดผลิตภัณฑ์ขนมขบเคี้ยวอื่นๆ เช่น ข้าวโพดอบกรอบเพื่อเพิ่มความหลากหลายของผลิตภัณฑ์ จากนั้นมุ่งมั่นเดินทางรุกตลาดต่างประเทศมากขึ้น (จากปัจจุบันมีสัดส่วนรายได้จากการส่งออก 43%) แต่เนื่องจากมีข้อจำกัดเรื่องกำลังการผลิตไม่เพียงพอ TKN จึงเตรียมเข้าระดมทุนใน SET ด้วยการออกหุ้นเพิ่มทุนใหม่จำนวน 90 ล้านหุ้น คิดเป็นสัดส่วน 26.09% ของทุนชำระแล้วหลังการทำ IPO โดยจะนำเงินทุนไปใช้สร้างโรงงานแห่งใหม่, ขยายกำลังการผลิตในโรงงานเดิม, และเพื่อเป็นเงินทุนหมุนเวียนในบริษัท

■ กำลังการผลิตใหม่จะยกฐานะรายได้และกำไรสูงขึ้น

คาดการณ์กำไรปี 2558 เติบโต 53% yoy จากอัตราการใช้กำลังการผลิตที่สูงกว่า 90% ช่วยให้ Gross Margin เพิ่มขึ้น ขณะที่กำไรปี 2559 คาดเติบโตต่อเนื่อง 17% yoy และ 24% yoy ในปี 2560 หนุนจากโรงงานใหม่เริ่มผลิตได้ภายในปีนี้ ทำให้กำลังการผลิตสาหร่ายรวมเพิ่มขึ้นอีกเกือบ 1 เท่าตัว พร้อมรองรับความต้องการจากต่างประเทศที่ปัจจุบันมีสูงเกินกำลังการผลิตมาก โดยเฉพาะในจีนและอินโดนีเซีย อีกทั้งโรงงานใหม่ยังมีประสิทธิภาพในการผลิตสูงขึ้น รวมถึงได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี ทำให้ Effective Tax Rate จะลดลงอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ปี 2559 เป็นต้นไป

■ เป็น Growth Stock ที่น่าลงทุน

ฝ่ายวิจัยประเมินมูลค่าพื้นฐานด้วยวิธี DCF โดยอิง WACC 10% และ Terminal Growth Rate 3% ได้ Fair Value ปี 2558-2559 เท่ากับ 17 บาท และ 18.7 บาท เทียบเท่า PER 21.7 เท่า และ 20.4 เท่า ตามลำดับ สะท้อนถึงการเติบโตอย่างโดดเด่นในช่วง 2-3 ปีข้างหน้า ขณะเดียวกันสามารถคาดหวัง Div Yield เฉลี่ย 2.5% p.a. ภายใต้สมมติฐาน Div Payout Ratio ขั้นต่ำ 40% ของกำไรสุทธิ

การกระจายหุ้น IPO (ล้านหุ้น)	โครงสร้างผู้ถือหุ้น	ก่อน IPO	หลัง IPO
ประชาชนทั่วไป	นายอิทธิพัทธ์ พีระเดชาพันธ์	45.29%	33.48%
กรรมการ/พนักงาน	บริษัท พีระเดชาพันธ์ โฮลดิ้ง จำกัด	35.29%	26.09%
ทุนเรียกชำระแล้ว (ล้านบาท)	นางสาวอรพัตร์ พีระเดชาพันธ์	9.71%	7.17%
ก่อน IPO	นายณัชชัชพงศ์ พีระเดชาพันธ์	9.71%	7.17%
หลัง IPO	ประชาชนทั่วไป		26.09%
ราคาพาร์ (บาท)	รวม	100%	100%

Key Data					
FY: ปี 31 ธ.ค.	FY56A	FY57A	FY58F	FY59F	FY60F
ยอดขาย (ล้านบาท)	2,716	2,695	3,192	3,671	4,223
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	128	199	270	316	391
Norm Profit (ล้านบาท)	128	176	270	316	391
Norm EPS (บาท)	0.81	0.69	0.78	0.92	1.13
DPS (บาท)	0.36	1.08	0.31	0.37	0.45
BVS (บาท)	1.6	1.4	4.1	4.7	5.5
EV/EBITDA (X)	9.0	12.6	10.5	9.3	7.6

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS / ปี 2558-2560 อิง Div Payout Ratio 40%

TKN

แนะนำ: N/A



หมวดอาหารและเครื่องดื่ม

ดัชนีตลาดฯ : 1,413.92

บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส จำกัด เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่มทุนของ TKN ในครั้งนี้ โดยการจัดทำเอกสารฉบับนี้เพื่อวัตถุประสงค์ในการนำเสนอข้อมูลและบทวิเคราะห์เท่านั้น การตัดสินใจลงทุนขึ้นกับดุลยพินิจของนักลงทุน

ระยะเวลาห้ามเผยแพร่รายงานฉบับนี้ (Black out period) ตั้งแต่วันที่ 18 ส.ค. 2558 จนถึงวันสิ้นสุดการจองซื้อ

ผู้ลงทุนควรอ่านรายละเอียดในหนังสือชี้ชวนก่อนตัดสินใจลงทุน

นवलพรรณ น้อยรัชชุกร
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์ : 019994

nuanpun.re@asiaplus.co.th

อรรถวุฒิ พุกประยูร
ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ อย่างไรก็ดี บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส จำกัด ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใดๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้จัดทำขึ้นโดยอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมีได้เป็นการขึ้นนำ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือผูกพันใดๆ กับ บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส จำกัด ไม่ว่ากรณีใด

■ ผู้บุกเบิกตลาดขนมขบเคี้ยวสาหร่ายแปรรูปพร้อมแบรนด์ที่แข็งแกร่ง

บมจ. เก้าแก่น้อย ฟู๊ดแอนด์มาร์เก็ตติ้ง (TKN) ก่อตั้งเมื่อปี 2547 โดยคุณอิทธิพัทธ์ พีระเดชาพันธ์ ผู้บุกเบิกตลาดขนมขบเคี้ยวประเภทสาหร่ายแปรรูปในประเทศไทย ปัจจุบันบริษัทถือหุ้นโดยครอบครัว พีระเดชาพันธ์ ทั้งหมด มีทุนจดทะเบียนทั้งสิ้น 345 ล้านบาท (พาร์ 1 บาท) แบ่งเป็นทุนที่ชำระแล้ว 255 ล้านบาท โดย TKN ถือเป็นผู้นำในธุรกิจผลิตและจัดจำหน่ายสินค้ากลุ่มขนมขบเคี้ยวประเภทสาหร่ายแปรรูปภายใต้ตราสินค้า “เก้าแก่น้อย” ซึ่งเป็นแบรนด์ที่สะท้อนภาพลักษณ์ของสินค้าได้อย่างชัดเจน เมื่อประกอบกับคุณภาพสินค้าที่ได้มาตรฐานและรสชาติที่มีให้เลือกหลากหลาย จึงทำให้แบรนด์เก้าแก่น้อยสามารถครองใจผู้บริโภคได้อย่างง่ายดาย และมีส่วนแบ่งการตลาดอันดับ 1 มายาวนานกว่า 10 ปี โดยผลิตภัณฑ์สาหร่ายของ TKN สามารถแบ่งได้เป็น 4 ประเภทหลักๆ ได้แก่ สาหร่ายทอด, สาหร่ายย่าง, สาหร่ายอบ, และสาหร่ายเทมปุระ ปัจจุบันมีโรงงานผลิต 1 แห่ง อยู่ที่จังหวัดปทุมธานี (สำนักงานนพวงศ์) มีกำลังการผลิตสาหร่ายสูงสุด 4,026 ตัน/ปี นอกจากนี้ล่าสุดในปี 2557 บริษัทได้แตกไลน์สินค้าสู่ผลิตภัณฑ์กลุ่มข้าวโพดอบกรอบ (ป๊อปคอร์น) โดยแบ่งเป็น 2 ประเภทได้แก่ แบบพรีเมียม และแบบบรรจุซอง โดยแบบพรีเมียมจะอยู่ภายใต้แบรนด์ คีบคอร์น ผลิตวันต่อวันและจำหน่ายผ่านร้านเก้าแก่น้อยแลนด์ในบางสาขา ขณะที่แบบบรรจุซองจะใช้ชื่อแบรนด์ เก้าแก่น้อยป๊อป วางจำหน่ายผ่านร้านสะดวกซื้อและร้านเซเว่นอีเลฟเว่นเป็นหลัก

เก้าแก่น้อยคือผู้นำธุรกิจขนมขบเคี้ยวประเภทสาหร่ายแปรรูปในประเทศไทย ที่สามารถครองส่วนแบ่งตลาดสูงสุดมาได้อย่างยาวนานกว่า 10 ปี ด้วยสินค้าที่มีคุณภาพและแบรนด์เป็นที่จดจำ

ตัวอย่างผลิตภัณฑ์ของกลุ่ม TKN



ที่มา : TKN

นอกจากนี้บริษัทยังถือหุ้นในบริษัทย่อยอีก 3 บริษัท ได้แก่

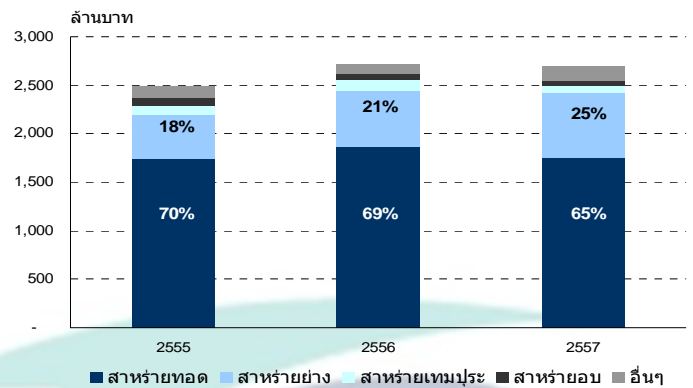
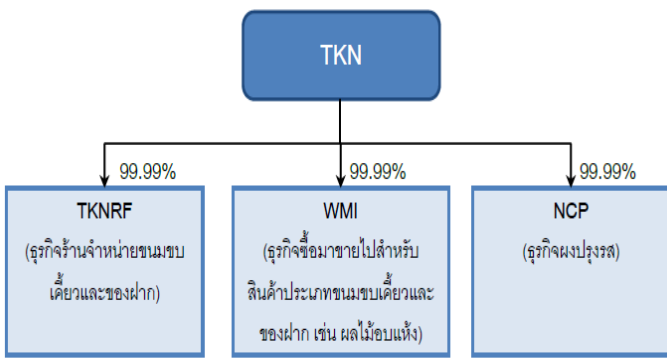
- บริษัท เก้าแก่น้อย เรสเตอรองท์ แอนด์ แฟรนไชส์ จำกัด (TKNRF) จัดตั้งขึ้นเมื่อปี 2552 ดำเนินธุรกิจบริหารและจัดการร้าน “เก้าแก่น้อยแลนด์” ซึ่งเป็นร้านสำหรับจำหน่ายสินค้าประเภทขนมขบเคี้ยวและของฝาก ประกอบด้วยผลิตภัณฑ์ต่างๆ ภายใต้แบรนด์เก้าแก่น้อย และสินค้าในกลุ่ม TKN รวมถึงขนมขบเคี้ยวอื่นๆ ปัจจุบันมีจำนวนสาขาทั้งสิ้น 11 สาขา (ข้อมูล ณ วันที่ 31 มีนาคม 2558)
- บริษัท วอนท์มอร์ อินดัสทรี จำกัด (WMI) ปัจจุบันประกอบธุรกิจซื้อมาขายไป โดยมีสินค้าประเภทขนมขบเคี้ยวและของฝากต่างๆ ทั้งนี้ TKN ได้เข้าซื้อกิจการเมื่อปี 2553 จากผู้ถือหุ้นเดิม เนื่องจากต้องการเพิ่มความหลากหลายให้กับกลุ่มสินค้าของบริษัทฯ
- บริษัท เอ็นซีพี เทคดิงแอนด์ซัพพลาย จำกัด (NCP) เป็นผู้ผลิตและจำหน่ายผงปรุงรสต่างๆ ให้กับกลุ่มบริษัทฯ โดย TKN ได้เข้าซื้อกิจการเมื่อปี 2554 เพื่อลดต้นทุนวัตถุดิบและเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในการผลิตให้ดียิ่งขึ้น

โครงสร้างรายได้ในปี 2557 ของ TKN ประกอบด้วยกลุ่มสาขาขายทอดเป็นหลัก (คิดเป็นสัดส่วน 65% ของรายได้รวม) ตามมาด้วยสาขาขายอย่าง (สัดส่วน 25%), สาขาขายอบและสาขาขายเทมปุระ (สัดส่วน 5%), และส่วนที่เหลืออีกราว 5% มาจากกลุ่มสินค้าอื่นๆ เช่น ข้าวโพดอบกรอบ, ขนมปังอบกรอบ, และรายได้จากการขายสินค้าอื่นๆในร้านค้าแก่น้อยแลนด์ ทั้งนี้โครงสร้างรายได้ดังกล่าวมีการเปลี่ยนแปลงเล็กน้อยในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา โดยรายได้จากกลุ่มสาขาขายอย่างที่มีอัตราการเติบโตสูงสุดในกลุ่มเฉลี่ย 21% ต่อปี บวกกับการเปิดตัวกลุ่มสินค้าข้าวโพดอบกรอบในปี 2557 ส่งผลให้สัดส่วนรายได้จากกลุ่มสาขาขายอย่างเพิ่มจาก 18% เป็น 25% และกลุ่มอื่นๆเพิ่มขึ้นเป็น 5% เทียบกับ 3% ในปี 2556 สวนทางกับกลุ่มสาขาขายทอดที่ทำได้เพียงทรงตัว โดยภาพรวมจึงทำให้การเติบโตเฉลี่ยของรายได้รวมในช่วงปี 2554-2557 อยู่ที่ 10% p.a. (CAGR)

โครงสร้างรายได้หลักมาจากผลิตภัณฑ์ในกลุ่มขนมขบเคี้ยว สาขาขายแปรรูปคิดเป็นสัดส่วนถึง 95% และมีอัตราการเติบโตเฉลี่ย 10% p.a. ในช่วงปี 2554-2557

โครงสร้างการถือหุ้นของกลุ่มบริษัท TKN

สัดส่วนรายได้แบ่งตามประเภทสินค้า



ที่มา :TKN

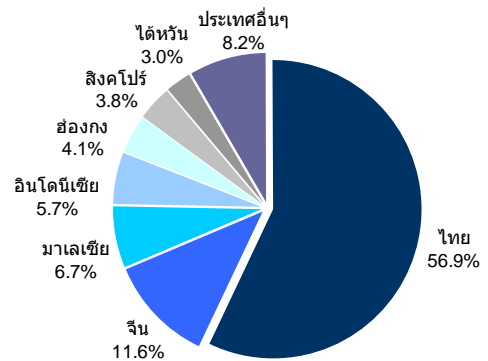
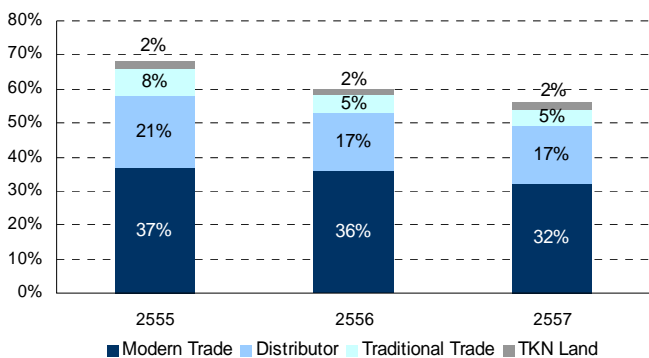
ที่มา : TKN

สินค้าของกลุ่ม TKN ถูกจัดจำหน่ายไปทั้งตลาดในประเทศและตลาดส่งออก ซึ่งมีสัดส่วน 57% และ 43% ตามลำดับ สำหรับตลาดในประเทศบริษัทจะจัดจำหน่ายผ่านช่องทางหลักๆได้แก่ 1) กลุ่มร้านค้าปลีกสมัยใหม่ (Modern Trade) ซึ่งประกอบด้วยร้านเซเว่น อีเลฟเว่น, ร้านสะดวกซื้ออื่นๆ, และซูเปอร์มาร์เก็ต, 2) ผ่านตัวแทนจำหน่ายรายใหญ่, 3) ร้านค้าส่งและร้านค้าปลีกแบบดั้งเดิม (Traditional Trade) และ 4) ร้านค้าปลีกขนาดเล็ก โดยที่ในส่วนนี้ของตลาดต่างประเทศ ปัจจุบันสินค้าของ TKN ได้ส่งออกไปทั้งหมดกว่า 35 ประเทศ ผ่านช่องทางต่างๆ เช่น ผ่านผู้จัดจำหน่ายในต่างประเทศ ซึ่งปัจจุบันมีอยู่ 13 ราย (ข้อมูล ณ วันที่ 31 มี.ค. 2558) โดยบริษัทได้ว่าจ้างผู้จัดจำหน่ายท้องถิ่นในกระจายสินค้าและมีการทำตลาดร่วมกัน โดยตลาดส่งออกหลักๆมาจากกลุ่มประเทศในเอเชียซึ่งนิยมบริโภคสาขาขายได้แก่ ประเทศจีน, มาเลเซีย, อินโดนีเซีย, สิงคโปร์, และฮ่องกง เป็นต้น ส่วนช่องทางอื่นๆในการส่งออกสินค้า ได้แก่ การจำหน่ายให้ผู้นำเข้าในต่างประเทศและผู้ส่งออกในประเทศ

บริษัทมีช่องทางการจัดจำหน่ายสินค้าหลากหลายทั้งในประเทศและต่างประเทศ (สัดส่วนรายได้ 57% และ 43%)

โครงสร้างรายได้ในประเทศแบ่งตามช่องทางการจัดจำหน่าย

สัดส่วนรายได้แบ่งตามประเทศ



ที่มา :TKN

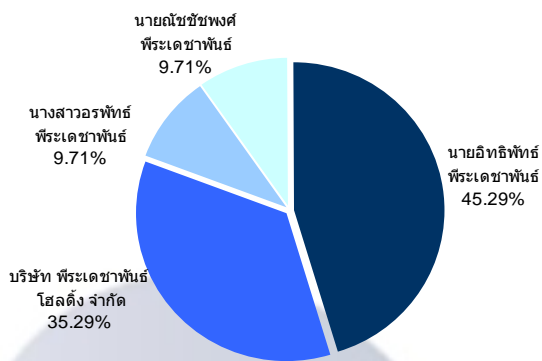
ที่มา : TKN

■ IPO ระดมทุนเพื่อปลดล็อกทุกข้อจำกัดในการเติบโต

เนื่องจากความต้องการสินค้าของเจ้าแกนน้อยที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะในตลาดต่างประเทศ ทำให้กำลังการผลิตสาหร่ายที่โรงงานนพวงศ์ ไม่เพียงพอสำหรับรองรับความต้องการสินค้าในปัจจุบันได้ เห็นได้จากอัตราการใช้กำลังการผลิตสาหร่ายทอดและสาหร่ายย่างในปัจจุบันอยู่สูงถึง 85-90% อีกทั้งพื้นที่โรงงานในปัจจุบันค่อนข้างจำกัด ทำให้ไม่สามารถขยายสายการผลิตได้มากนัก ดังนั้น TKN จึงเตรียมเข้าระดมทุนใน SET โดยการออกหุ้นเพิ่มทุนใหม่จำนวน 90 ล้านหุ้น ราคาพาร์ 1 บาท มูลค่ารวม 90 ล้านบาท คิดเป็นสัดส่วน 26.09% ของทุนชำระแล้วภายหลังการทำ IPO จำนวน 345 ล้านหุ้น โดยเงินทุนที่ได้หลักๆจะนำไปใช้เพื่อสร้างโรงงานแห่งใหม่ขยายกำลังการผลิตเพื่อรองรับการเติบโตในอนาคต รวมถึงสร้างความพร้อมให้กับบริษัทในการก้าวสู่เวทีระดับเอเชียและระดับโลกต่อไป ซึ่งแผนในการใช้เงินทุนประกอบด้วยโครงการต่างๆดังนี้

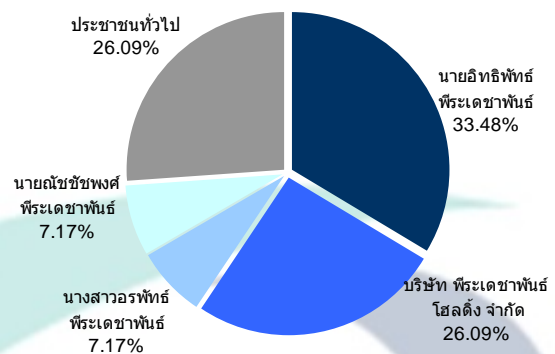
ระดมทุนผ่านการทำ IPO เพื่อสร้างโรงงานแห่งใหม่ ขยายกำลังการผลิตอีกเกือบ 1 เท่าตัว หวังสร้างโอกาสเติบโตระยะยาว

โครงสร้างผู้ถือหุ้นก่อน IPO (255 ล้านหุ้น)



ที่มา :TKN

โครงสร้างผู้ถือหุ้นหลัง IPO (345 ล้านหุ้น)



ที่มา : TKN

- โครงการสร้างโรงงานแห่งใหม่ที่สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จังหวัดพระนครศรีอยุธยา:** โรงงานแห่งใหม่ดังกล่าวจะมีเนื้อที่ประมาณ 19 ไร่ ใช้เงินลงทุนทั้งสิ้นประมาณ 578 ล้านบาท ปัจจุบันโรงงานได้เริ่มดำเนินการก่อสร้างไปแล้วส่วนหนึ่งตั้งแต่เดือน เม.ย. 2558 โดยจะใช้ระยะเวลาในการก่อสร้างทั้งหมดประมาณ 13 เดือน หากแล้วเสร็จคาดว่าโรงงานใหม่จะมีกำลังการผลิตสูงสุดถึง 3,600 ตัน/ปี (ซึ่งจะส่งผลให้กำลังการผลิตสาหร่ายรวมเพิ่มขึ้นเป็น 7,626 ตัน/ปี) และสามารถรองรับเป้าหมายการเติบโตของยอดขายได้ในช่วง 3-5 ปีข้างหน้า นอกจากนี้โรงงานใหม่จะมีประสิทธิภาพในการผลิตและมีมาตรฐานโรงงานสูงซึ่งสามารถรองรับการส่งออกไปยังตลาดในกลุ่มยุโรปและอเมริกาได้ รวมถึงยังได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีจาก BOI ซึ่งจะยกเว้นภาษีนิติบุคคลสำหรับกำไรสุทธิที่ได้จากโรงงานใหม่เป็นเวลา 7 ปี อีกด้วย
- โครงการสร้างส่วนต่อขยายที่โรงงานนพวงศ์:** ประกอบด้วย 2 โครงการหลัก ได้แก่ 1.) โครงการปรับปรุงเครื่องจักรเก่าให้มีประสิทธิภาพในการผลิตสูงขึ้น จาก 90 BPM (Bag per Minute) ในปัจจุบัน เป็น 120 BPM โดยจะใช้งบประมาณทั้งสิ้น 1.2 ล้านบาท และ 2.) โครงการลงทุนซื้อเครื่องจักรใหม่และการต่อเติมอาคารผลิต เพื่อเป็นการรองรับการเติบโตของยอดขายในช่วงปี 2558-59 ก่อนที่โรงงานใหม่จะแล้วเสร็จ โดยจะใช้เงินลงทุนทั้งสิ้นประมาณ 70 ล้านบาท ซึ่งจะแล้วเสร็จใน 3Q58 นี้

3. **เพื่อใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนในบริษัท:** เนื่องจากบริษัทฯมีสินทรัพย์หมุนเวียนค่อนข้างสูงที่ระดับ 61% ของสินทรัพย์รวม หลักๆประกอบด้วยลูกหนี้การค้า ซึ่งมาจากการให้เครดิตกับลูกค้าต่างประเทศ ทำให้ต้องใช้เงินกู้ยืมระยะสั้นเพื่อเป็นเงินทุนเวียนในการดำเนินธุรกิจ โดย ณ วันที่ 30 มิ.ย. 2558 บริษัทมีหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยรวมทั้งสิ้น 451 ล้านบาท แบ่งเป็นเงินกู้ยืมระยะสั้นและตัวแลกเงิน 383 ล้านบาท ดังนั้นเงินทุนส่วนหนึ่งที่ได้หลังจากการทำ IPO จะถูกนำมาเพื่อเพิ่มสภาพคล่องในการทำธุรกิจ

ทั้งนี้ภายหลังการเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนข้างต้น กลุ่มผู้ถือหุ้นเดิมรายใหญ่สุดอย่างกลุ่มครอบครัวพีระเชชาพันธ์ มีสัดส่วนการถือหุ้นรวมกันจากเดิม 100% ลดลงเหลือ 73.91% ของทุนชำระแล้วทั้งหมด โดยภายใต้หลักเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์ กำหนดให้ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ห้ามขายหุ้น (Silent Period) สัดส่วน 55% ของทุนชำระแล้ว หรือคิดเป็นประมาณ 190 ล้านหุ้น หลังการเสนอขายหุ้น IPO เป็นระยะเวลา 1 ปี นับจากวันแรกที่บริษัทเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ (โดยเมื่อครบ 6 เดือนแรกหลังซื้อขายในตลาดฯ จะสามารถขายได้จำนวน 25% ส่วนที่เหลืออีก 75% จะขายได้เมื่อครบกำหนด 1 ปี)

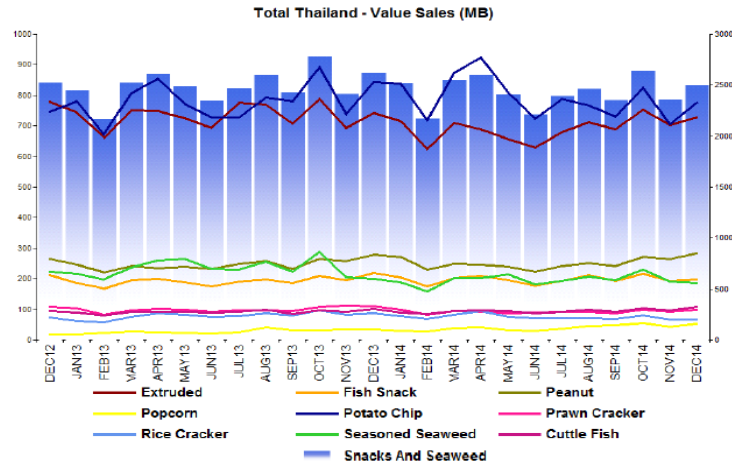
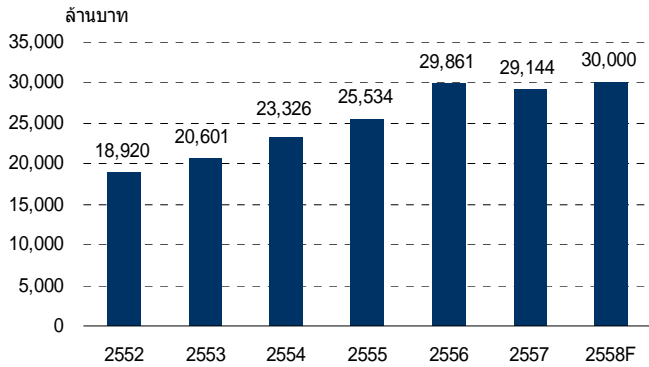
■ สาธารณูปโภค+ข้าวโพดอบกรอบ มีโอกาสเติบโตในตลาดขนมขบเคี้ยว

อุตสาหกรรมขนมขบเคี้ยวในประเทศไทยปี 2556 มีมูลค่าตลาดสูงถึง 2.98 หมื่นล้านบาท ขยายตัว 17% yoy หลังได้รับอานิสงค์จากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของนโยบายรัฐบาลในการเพิ่มค่าแรงขั้นต่ำเป็น 300 บาท/วัน และการปรับลดภาษีเงินได้นิติบุคคลจาก 23% เป็น 20% แต่ในปี 2557 ถูกกดดันจากปัญหาความไม่สงบในประเทศและกำลังซื้อซบเซา จึงทำให้มูลค่าตลาดขนมขบเคี้ยวในปี 2557 ลดลง 2.4% yoy มาอยู่ที่ 2.9 หมื่นล้านบาท อย่างไรก็ตามหากมองในอดีต ช่วงปี 2552-2557 ตลาดขนมขบเคี้ยวมีอัตราการเติบโตอย่างต่อเนื่องที่ระดับ 9% p.a. (CAGR) โดยปัจจัยหลักที่ช่วยขับเคลื่อนการเติบโตของตลาดขนมขบเคี้ยวมาจากการเข้ามาทำตลาดของผู้ประกอบการรายใหม่ๆและสินค้ารูปแบบใหม่ๆอย่างต่อเนื่อง ทำให้สินค้ากลุ่มต่างๆมีความหลากหลายมากขึ้น ปัจจุบันตลาดขนมขบเคี้ยวสามารถแบ่งแยกตามผลิตภัณฑ์ได้เป็น 9 กลุ่มเรียงตามมูลค่าตลาด ได้แก่ มันฝรั่ง (คิดเป็นสัดส่วน 31% ของมูลค่าตลาดรวม), ขนมขึ้นรูป (29%), ถั่ว (11%), สาหร่ายปรุงรส (9%), ปลาเส้น (8%), ปลาหมึก (5%), ข้าวเกรียบกุ้ง (4%), ข้าวอบกรอบ (1.5%), และข้าวโพดอบกรอบ (1.5%) สำหรับแนวโน้มการเติบโตของตลาดขนมขบเคี้ยวในปี 2558 คาดว่า仍将ทรงตัวจากปีก่อน เนื่องจากปัญหาเศรษฐกิจซบเซายังคงกดดันกำลังซื้อของผู้บริโภค อย่างไรก็ตามกลุ่มข้าวโพดอบกรอบซึ่งเป็นกลุ่มที่มีอัตราการเติบโตสูงสุด (เฉลี่ย 40% ต่อปี ในช่วงปี 2555-57) ยังคงขยายตัวได้อย่างต่อเนื่องจากการเข้ามาทำตลาดของข้าวโพดพรีเมียมรายใหม่ๆ โดยคาดปี 2558 กลุ่มข้าวโพดอบกรอบมีมูลค่าประมาณ 480 ล้านบาท เติบโตราว 20% จากปีก่อนอยู่ที่ 400 ล้านบาท

ตลาดขนมขบเคี้ยวในประเทศไทยปี 2557 มีมูลค่าสูงเกือบ 3 หมื่นล้านบาท และมีอัตราการเติบโตเฉลี่ย 9% ต่อปี ส่วนแนวโน้มปี 2558 คาดทรงตัวจากปี 2557

แนวโน้มการเติบโตของอุตสาหกรรมขนมขบเคี้ยว

มูลค่าตลาดของแต่ละกลุ่มผลิตภัณฑ์ขนมขบเคี้ยว



ที่มา : รวบรวมโดยฝ่ายวิจัย ASPS

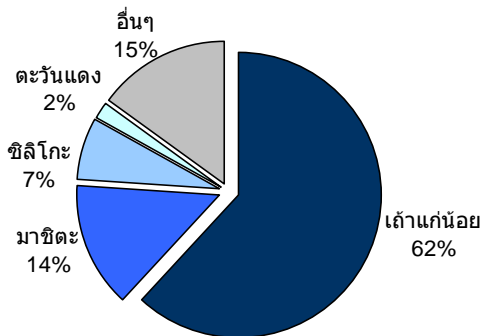
ที่มา : AC Nielsen

■ สาหรัยเก่าแก่น้อยยังคงรักษาส่วนแบ่งตลาดสูงสุดได้นานกว่า 10 ปี

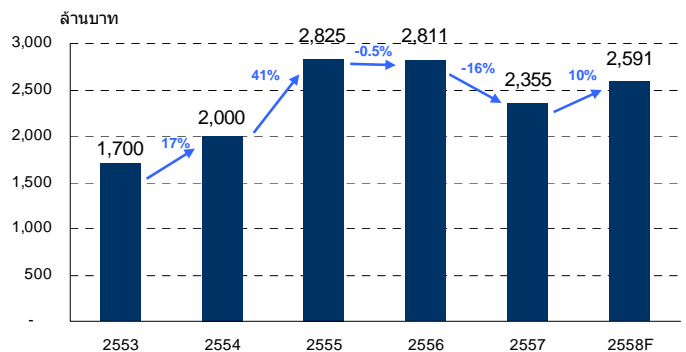
ด้วยแบรนด์อันแข็งแกร่งที่สามารถสะท้อนภาพลักษณ์และเรื่องราวความเป็นมาของเจ้าแกนน้อยได้อย่างชัดเจน ทำให้สินค้าเป็นที่จดจำในตลาดได้ง่ายและยากที่จะเลียนแบบ ประกอบกับสินค้าที่มีคุณภาพและรสชาติหลากหลาย จึงทำให้เจ้าแกนน้อยครองใจผู้บริโภคในประเทศมาโดยตลอด และรักษาส่วนแบ่งตลาดสูงสุดมายาวนานกว่า 10 ปี โดยปัจจุบันสาหรัยเจ้าแกนน้อยมีส่วนแบ่งตลาดอยู่ที่ 62% ตามมาด้วยคู่แข่งหลักๆ อาทิ มาซิตะ (จำหน่ายโดยบริษัท สิงห์ คอร์เปอเรชั่น จำกัด), และซิลิโกะ (จำหน่ายโดยบริษัท แคปิตัล เทรดดิ้ง จำกัด) ซึ่งมีส่วนแบ่งตลาด 14%, และ 7% ตามลำดับ โดยนับตั้งแต่ช่วงปี 2553-2557 ตลาดสาหรัยแปรรูปปรุงรสในประเทศมีอัตราการเติบโตเฉลี่ยเท่ากับ 8.5% p.a. (CAGR) โดยในปี 2557 มีมูลค่าตลาดรวมประมาณ 2,355 ล้านบาท ลดลง 16.2% จากปีก่อนหน้า เนื่องจากได้รับผลกระทบจากปัญหาสุขภาพเศรษฐกิจในประเทศที่ซบเซาทำให้กำลังซื้อลดลง ขณะที่แนวโน้มปี 2558 คาดว่าจะพลิกกลับมาเติบโตได้ สอดคล้องกับทางเจ้าแกนน้อยซึ่งเป็นผู้นำตลาดที่ได้ตั้งเป้าหมายการเติบโตของยอดขายในประเทศไว้ที่ 10% yoy

สาหรัยเจ้าแกนน้อยครองส่วนแบ่งตลาดสูงสุดอยู่ที่ 62% ทิ้งห่างคู่แข่งสำคัญอย่าง สาหรัย มาซิตะ และซิลิโกะ ซึ่งอยู่ที่ 14% และ 7% ตามลำดับ

ส่วนแบ่งตลาดสาหรัยปรุงรสในปี 2557



แนวโน้มการเติบโตของตลาดสาหรัยในประเทศ



ที่มา :TKN

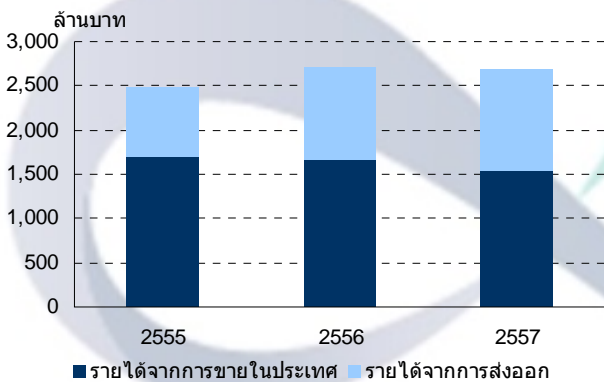
ที่มา : รวบรวมโดยฝ่ายวิจัย ASPS

■ มุ่งเน้นการส่งออกเพื่อขับเคลื่อนรายได้และกำไรในอนาคต

ในช่วงปี 2555-2557 ยอดขายจากการส่งออกได้เติบโตอย่างต่อเนื่องที่ระดับเฉลี่ย 20% ต่อปี ซึ่งช่วยชดเชยตลาดในประเทศที่ชะลอตัวลงเฉลี่ย 5% ต่อปี จากปัญหาเศรษฐกิจ ทำให้สัดส่วนรายได้จากต่างประเทศเพิ่มขึ้นจาก 32% เป็น 43% ขณะที่แนวโน้มในอนาคตมองว่าสินค้าของเจ้าแกนน้อยยังมีโอกาสเติบโตได้อีกมาก เนื่องจากสินค้าเป็นที่ยอมรับในตลาดเอเชียแล้ว และถือว่าเจ้าแกนน้อยเป็นอันดับหนึ่งของกลุ่มสำหรับรายแปรรูปในเอเชีย โดยความนิยมบริโภคสำหรับในกลุ่มคนเอเชียยังมีให้เห็นอย่างต่อเนื่อง เห็นได้จากการที่สำหรับเจ้าแกนน้อยกลายเป็นหนึ่งในของฝากที่นักท่องเที่ยวโดยเฉพาะชาวจีนนิยมซื้อกลับไปเมื่อมาเที่ยวในประเทศไทย จึงทำให้การบุกตลาดประเทศจีนประสบความสำเร็จได้เนื่องจากแบรนด์สินค้าเป็นที่รู้จักอย่างดี ส่งผลให้ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมายอดขายในจีนเติบโตเฉลี่ยกว่า 200% ต่อปี และคิดเป็นสัดส่วน 27% ของตลาดส่งออก ขณะที่ตลาดอินโดนีเซียก็ถือเป็นตลาดหลักของ TKN เช่นกัน (สัดส่วน 14% ของตลาดส่งออก) แต่เนื่องจากปัญหาการเปลี่ยนแปลงกฎหมายในอินโดนีเซียระหว่างช่วงการเปลี่ยนรัฐบาลทำให้ไม่สามารถส่งออกได้ในช่วงปีก่อน จึงส่งผลให้รายได้จากกลุ่มดังกล่าวหดตัวลง 48% yoy อย่างไรก็ตามปัญหาดังกล่าวได้คลี่คลายแล้ว และคาดว่ายอดขายในอินโดนีเซียจะกลับมาเติบโตโดดเด่นอีกครั้งในปีนี้ ส่วนตลาดอื่นๆที่ยังคงเติบโตได้อย่างต่อเนื่องเช่นกัน ได้แก่ มาเลเซีย สิงคโปร์ และฮ่องกง รวมถึงตลาดในกลุ่ม CLMV ซึ่งเป็นเป้าหมายของ TKN เช่นกัน เนื่องจากยังมีโอกาสเติบโตสูง นอกจากนี้สินค้าส่งออกยังมีอัตรากำไรสุทธิสูงกว่าสินค้าในประเทศ เนื่องจากมีค่าใช้จ่ายในการทำตลาดน้อยกว่าตลาดในประเทศ โดยจะเป็นการร่วมมือกันระหว่างตัวแทนจำหน่ายท้องถิ่นและ TKN

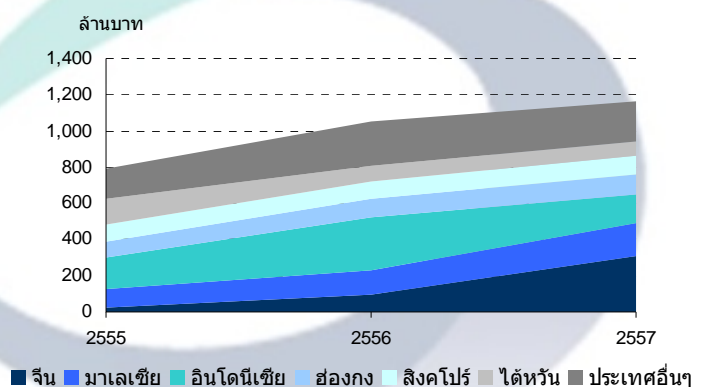
แรงขับเคลื่อนรายได้และกำไรในอนาคตจะมาจากตลาดต่างประเทศเป็นหลัก เนื่องจากมีอัตรากำไรสุทธิสูงกว่า และความต้องการยังมีอยู่มาก โดยเฉพาะในกลุ่มประเทศจีน, อินโดนีเซีย, และ CLMV

สัดส่วนรายได้ในประเทศและส่งออก



ที่มา :TKN

การเติบโตของยอดส่งออกแบ่งตามประเทศ



ที่มา : TKN

■ คาดกำไรปกติปี 2558 เติบโต 53% yoy

แนวโน้มยอดขายในปี 2558 คาดกลับมาเติบโตได้อีกครั้ง หลังจากปี 2557 ทำได้เพียงทรงตัวจากปีก่อนหน้า เห็นได้จากในช่วง 1H58 มียอดขายเติบโตถึง 26.3% yoy เท่ากับ 1,511 ล้านบาท และมีกำไรเพิ่มขึ้น 91% yoy มาอยู่ที่ 126 ล้านบาท โดยแรงขับเคลื่อนยังคงมาจากตลาดส่งออกเป็นหลัก ขณะที่ตลาดในประเทศเริ่มฟื้นตัวได้ หลังความร้อนแรงในการแข่งขันลดลงเนื่องจากมีคู่แข่งบางรายได้ออกจากตลาดไป ประกอบกับสถานการณ์ในประเทศดีขึ้นจากปีก่อนทำให้ผู้บริโภคจับจ่ายใช้สอยมากขึ้น ขณะที่อัตราการใช้กำลังการผลิตสำหรับที่คาดพุ่งสูงถึงระดับ 90-100% จะส่งผลให้ Gross Margin ทั้งปีคาดปรับตัวสูงขึ้นเป็น 35.5% จาก 34% ในปีก่อน และแม้ว่าในปี 2558 TKN จะมีปัจจัยกดดันจากค่าใช้จ่ายในการทำตลาดสูงกว่าปีก่อนที่ต่ำผิดปกติ เนื่องจากมีปัญหาค่าไม่สงบในประเทศ แต่ด้วยยอดขายที่คาดเติบโตสูง 18.5% yoy จึงทำให้สัดส่วน SG&A มีแนวโน้มทรงตัวที่ระดับ 25% เท่ากับปีก่อน โดยรวมฝ่ายวิจัยประเมินกำไรปกติปี 2558 เติบโต 53% yoy เท่ากับ 270 ล้านบาท

แนวโน้มกำไรปกติปี 2558 เติบโต 53% yoy หนุนจากอัตราการใช้กำลังการผลิตสูงขึ้น คาดอยู่ที่ระดับ 90-100% ผลักดันให้ Gross Margin เพิ่มขึ้น

ผลการดำเนินงานรายไตรมาส

(ล้านบาท)	1Q57	2Q57	1Q58	2Q58	% YoY	% QoQ	1H58	1H57	% YoY
ยอดขาย	569	627	696	815	22.3%	-53.5%	1,511	1,197	26.3%
กำไรขั้นต้น	174	210	243	294	39.3%	-54.4%	537	384	39.9%
ค่าใช้จ่ายดำเนินงาน	140	171	179	197	27.8%	-50.7%	375	311	20.7%
กำไรสุทธิ	30	36	51	75	71.3%	-58.1%	126	66	91.0%
กำไรจากการดำเนินงาน	30	36	51	75	71.3%	-48.8%	126	66	91.0%
EPS (บาท)	0.19	0.23	0.20	0.29	7.5%	-58.1%	0.50	0.41	19.9%
Norm EPS (บาท)	0.19	0.23	0.20	0.29	7.5%	-48.8%	0.50	0.41	19.9%
Gross margin (%)	30.7%	33.4%	34.9%	36.1%			35.6%	32.1%	
SG&A/Sales (%)	24.6%	27.3%	25.7%	24.1%			24.8%	26.0%	
Norm Profit margin (%)	5.3%	5.8%	7.4%	9.2%			6.2%	4.7%	

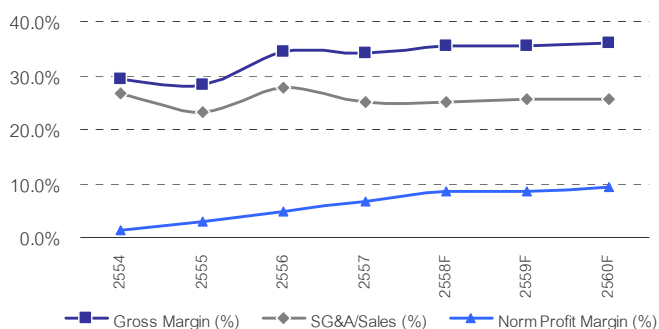
ที่มา : งบการเงิน

■ แนวโน้มปี 2559-60 ยังเติบโตได้ต่อเนื่องจากฐานการผลิตใหม่

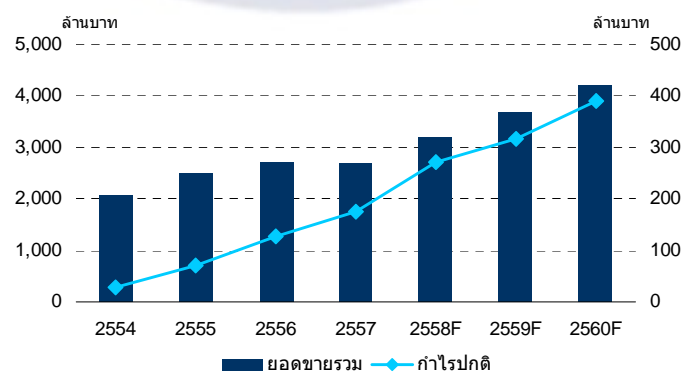
ฐานรายได้และกำไรของ TKN จะขยายตัวได้มากขึ้นตั้งแต่ 3Q59 เป็นต้นไป ภายหลังจากโรงงานโรจนะแล้วเสร็จภายในปี 2559 เนื่องจากบริษัทจะมีกำลังการผลิตสำหรับรวมเพิ่มขึ้นอีกเกือบ 1 เท่าตัว ส่งผลให้บริษัทสามารถรองรับความต้องการของลูกค้าต่างประเทศได้มากขึ้น โดยคาดว่าจะยอดขายในปี 2559-2560 จะเติบโตขึ้นอย่างรวดเร็ว เนื่องจากปัจจุบันสินค้าของเจ้าแกน้อยผลิตไม่ทันและไม่เพียงพอต่อความต้องการของลูกค้า ขณะที่ด้านอัตรากำไรขั้นต้นยังมีแนวโน้มทรงตัวได้ โดยแม้ว่าบริษัทต้องแบกรับค่าเสื่อมมากขึ้น แต่โรงงานใหม่จะมีประสิทธิภาพในการผลิตสูงขึ้น ซึ่งฝ่ายวิจัยคาดว่าจะสามารถชดเชยต้นทุนในการผลิตได้ประมาณ 10% ส่วนแนวโน้มกำไรสุทธิจะเติบโตอย่างเห็นได้ชัด โดยมีปัจจัยสนับสนุนมาจากรายได้จากการส่งออกซึ่งมีอัตรากำไรสุทธิสูงมีส่วนเพิ่มขึ้น อีกทั้ง Effective Tax Rate จะค่อยๆ ลดลงอย่างต่อเนื่องตามอัตราการใช้กำลังการผลิตของโรงงานใหม่ เนื่องจากได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีจาก BOI สำหรับกำไรจากโรงงานใหม่เป็นเวลา 7 ปี โดยรวมฝ่ายวิจัยประเมินกำไรปกติในปี 2559-2560 เท่ากับ 316 ล้านบาท และ 391 ล้านบาท เติบโต 17% และ 24% yoy ตามลำดับ

ฐานรายได้และกำไรของ TKN จะเติบโตได้อย่างต่อเนื่องในปี 2559-2560 ภายหลังจากโรงงานใหม่แล้วเสร็จสามารถรองรับความต้องการของตลาดส่งออกได้มากขึ้น

แนวโน้มประสิทธิภาพในการทำกำไร



แนวโน้มการเติบโตของยอดขายและกำไร



ที่มา : งบการเงินฝ่ายวิจัย ASPS

ที่มา : งบการเงินฝ่ายวิจัย ASPS

สมมติฐานหลักในการจัดทำประมาณการ

- รายได้จากการขาย:** คาดการณ์ยอดขายรวมในปี 2558 เติบโต 18.5% yoy โดยตลาดส่งออกจะเป็นแรงขับเคลื่อนที่สำคัญ ด้วยโอกาสยังเปิดกว้างมากจากทั้งกลุ่มประเทศใน CLMV และจีน โดยคาดการณ์รายได้จากการส่งออกเติบโตสูงกว่า 30% yoy ขณะที่ตลาดในประเทศคาดว่าจะทรงตัวได้จากปีก่อน (ทำให้สัดส่วนรายได้จากการส่งออกเพิ่มขึ้นจาก 43% เป็น 50%) อย่างไรก็ตามการเติบโตในช่วง 1H58 จะถูกจำกัดด้วยกำลังการผลิตในปัจจุบันยังไม่เพียงพอ ซึ่งหากโรงงานใหม่ที่โรจนะแล้วเสร็จ คาดจะช่วยหนุนให้รายได้เติบโตได้อย่างต่อเนื่อง โดยฝ่ายวิจัยประเมินยอดขายในช่วงปี 2559-60 เติบโตที่ระดับ 15% ต่อปี (กำหนดสมมติฐานการขยายกำลังการผลิตแบ่งเป็นเฟสแรกในปี 2559 และเฟส 2 ในปี 2561)
- อัตรากำไรขั้นต้น:** คาดการณ์ Gross Profit มีแนวโน้มดีขึ้น โดยในปี 2558 คาดอยู่ที่ 35.5% สูงกว่าปีก่อนซึ่งอยู่ที่ 34% หนุนจากยอดขายที่เพิ่มขึ้นจะส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นการผลิตปรับตัวสูงขึ้นสู่ระดับ 90-100% จากปีก่อนอยู่ที่ประมาณ 85-90% ขณะที่โรงงานใหม่ที่แล้วเสร็จกลางปี 2559 แม้จะมีประสิทธิภาพในการผลิตสูงกว่า แต่ในช่วงแรก คาดยังผลิตได้ไม่เต็มที่ อีกทั้งต้องแบกรับค่าเสื่อมเพิ่มขึ้น จึงประเมิน Gross Margin ในปี 2559 จะยังทรงตัวอยู่ที่ 35.5% ก่อนปรับตัวสูงขึ้นเป็น 36% ตามอัตรากำไรขั้นต้นการผลิตของโรงงานใหม่ที่สูงขึ้น
- ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร:** แนวโน้มสัดส่วน SG&A ในปี 2558 คาดยังทรงตัวอยู่ที่ระดับ 25% เท่ากับปีก่อน โดยแม้คาดว่าค่าใช้จ่ายในการขายในปีนี้จะเพิ่มสูงขึ้นหลังจากในปี 2557 ไม่ได้มีการกระตุ่นตลาดมากนัก เนื่องจากปัญหาความไม่สงบในประเทศ แต่เชื่อว่าจะถูกชดเชยด้วยยอดขายที่เติบโตสูง ขณะที่สัดส่วน SG&A ในปี 2559-2560 คาดปรับตัวสูงขึ้นสู่ระดับ 25.5% เนื่องจากบริษัทต้องรับรู้ค่าใช้จ่ายของโรงงานใหม่ที่เพิ่มขึ้น
- อัตรากำไรสุทธิ:** เนื่องจากโรงงานใหม่ที่โรจนะได้รับการยกเว้นภาษีนิติบุคคลจาก BOI จึงทำให้ผลกำไรจากโรงงานดังกล่าวไม่ต้องเสียภาษี ส่งผลให้ Effective Tax Rate มีแนวโน้มปรับตัวลดลงตั้งแต่ปี 2559 เป็นต้นไป โดยฝ่ายประเมินไว้ที่ระดับ 17% และ 15% ในปี 2559-2560 ตามลำดับ
- กำไรต่อหุ้น** หลังการเพิ่มทุนใหม่จำนวน 90 ล้านหุ้น จะส่งผลให้จำนวนหุ้นจดทะเบียนชำระแล้วเพิ่มเป็น 345 ล้านหุ้น ซึ่งทำให้ Fully Dilluted EPS ปี 2558 อยู่ที่ 0.78 บาท/หุ้น แต่คาดเพิ่มเป็น 0.92 และ 1.13 บาท/หุ้นในปี 2559-2560 ตามลำดับ

สมมติฐานในการจัดทำประมาณการ

	2558F	2559F	2560F	2561F	2562F	2563F
กำลังการผลิต (ตัน/ปี)						
- สาหร่ายแปรรูป	4,026	6,626	6,626	7,626	7,626	7,626
- สินค้าอื่นๆ	1,118	1,118	1,118	1,118	1,118	1,118
กำลังการผลิตรวม (ตัน/ปี)	5,144	7,744	7,744	8,744	8,744	8,744
อัตรากำไรขั้นต้นการผลิต						
- สาหร่ายแปรรูป	97.6%	68.2%	78.9%	78.1%	85.9%	92.7%
- สินค้าอื่นๆ	44.0%	45.2%	46.8%	48.2%	49.6%	50.9%
อัตรากำไรขั้นต้นการผลิตรวม	86.0%	64.9%	74.3%	74.3%	81.2%	87.3%
Sales Growth (%)	18.5%	15.0%	15.0%	13.5%	9.7%	7.7%
Gross Margin (%)	35.5%	35.5%	36.0%	36.0%	36.0%	36.0%
SG&A/Sales (%)	25.0%	25.5%	25.5%	25.5%	25.5%	25.5%
Effective Tax Rate (%)	20.0%	17.0%	15.0%	14.0%	14.0%	14.0%
Norm Profit Margin (%)	8.5%	8.6%	9.3%	9.3%	9.3%	9.3%

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

■ โครงสร้างทางการเงินแข็งแกร่ง พร้อมจ่ายเงินปันผล

สภาพคล่องทางการเงินของ TKN ถือว่าค่อนข้างดี สะท้อนได้จากอัตราหมุนเวียนเงินสดเฉลี่ย (Cash Cycle) ที่ต่ำเพียง 17 วันเท่านั้น ทำให้มีความคล่องตัวในการบริหารเงินสดภายในกิจการและส่งผลให้มีความเสี่ยงจากการขาดเงินทุนหมุนเวียนต่ำ แต่เนื่องจากปริมาณเงินสดในมือค่อนข้างน้อย ประกอบกับมีการให้เครดิตกับลูกค้าต่างประเทศ บริษัทจึงต้องอาศัยเงินกู้ยืมระยะสั้นและตัวแลกเปลี่ยนในการดำเนินธุรกิจ โดย ณ วันที่ 30 มิ.ย. 2558 บริษัทมี Net Gearing 0.94 เท่า และมีหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยรวม 451 ล้านบาท แบ่งเป็นหนี้สินระยะสั้นสัดส่วน 89% อย่างไรก็ตามภายหลังจากการทำ IPO เชื่อว่าโครงสร้างทางการเงินของ TKN จะแข็งแกร่งมากขึ้น จากภาระเงินกู้ลดลงบวกกับส่วนของผู้ถือหุ้นที่เพิ่มขึ้นตามเงินทุนและกำไร และทำให้บริษัทมีสถานะเป็น Net Cash โดยภายใต้สมมติฐาน Div Payout Ratio ที่ 40% จะสามารถคาดหวังเงินปันผลปี 2558 ได้หุ้นละ 0.31 บาท และ 0.37 บาท ในปี 2559

■ เป็น Growth Stock ที่น่าสนใจ

ฝ่ายวิจัยประเมินมูลค่าพื้นฐานด้วยวิธี DCF โดยอิง WACC 10% และ Terminal Growth Rate 3% ได้ Fair Value ปี 2558-2559 เท่ากับ 17 บาท และ 18.70 บาท เทียบเท่า PER 21.7 เท่า และ 20.4 เท่า ตามลำดับ สอดคล้องกับกลุ่มอาหารและเครื่องดื่มที่ถือว่ามียอด Gross Margin ใกล้เคียงกัน แต่สูงกว่าบริษัทที่มีธุรกิจในกลุ่มขนมขบเคี้ยวอย่าง PM ที่ 14 เท่า โดยให้น้ำหนักไปบนแนวโน้มสินค้าซึ่งเป็นที่ยอมรับในตลาดเอเชียทำให้มีโอกาสในการส่งออกมากกว่า นอกจากนี้ยังสามารถคาดหวัง Div Yield เฉลี่ย 2.5% p.a. ภายใต้สมมติฐาน Div Payout Ratio ขั้นต่ำ 40% ของกำไรสุทธิ

ประเมินมูลค่าพื้นฐานปี 2558-2559 อิงวิธี DCF-WACC 10% ได้เท่ากับ 17 บาท และ 18.70 บาท ตามลำดับ

ประเมินมูลค่าพื้นฐานด้วยวิธี DCF

มูลค่าเหมาะสมของ TKN เทียบกับค่า PER

สมมติฐาน	ประเมินมูลค่าพื้นฐานปี 2558	
Capital Structure		
Debt	15.0%	PV of FCF (5 Years) 949.3
Equity	85.0%	PV of Terminal Value 4,156.9
Cost of Debts	5.50%	Free Cash Flow to Firm 5,106.3
Beta	0.80	Plus : Net Cash 474.1
Risk Free Rate	4.5%	Free Cash Flow to Equity 5,580.4
Risk Premium	8.0%	No. of Shares 345.0
Cost of Equity	10.9%	FCFE / Share 16.2
WACC	10%	PE 21.7
Terminal Growth Rate	3.0%	PBV 4.1

PER	2558F EPS=0.72	2559F EPS=0.91
17	13.30	15.57
18	14.09	16.48
19	14.87	17.40
20	15.65	18.32
21	16.44	19.23
22	17.22	20.15
23	18.00	21.06
24	18.78	21.98

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

■ ประเด็นความเสี่ยงที่สำคัญ

1. ความเสี่ยงจากการแข่งขันที่รุนแรงในตลาดขนมขบเคี้ยว: เนื่องจากกระบวนการผลิตขนมขบเคี้ยวประเภทสาหร่ายแปรรูปมีขั้นตอนที่ไม่ซับซ้อน และเครื่องจักรที่ใช้ในการผลิตมีมูลค่าไม่สูงนัก จึงทำให้ผู้ประกอบการรายใหม่มีข้อจำกัดด้านเงินลงทุนต่ำ แต่เนื่องจากการทำตลาดต้องอาศัยตราสินค้าที่เป็นที่ยอมรับและจดจำ รวมถึงช่องทางการจัดจำหน่ายที่หลากหลาย ทำให้ที่ผ่านมาเพียงผู้ประกอบการรายใหญ่เท่านั้นที่สามารถเข้ามาแข่งขันกับเจ้าแกนน้อยได้ อย่างไรก็ตามการเข้ามาของคู่แข่งรายใหญ่ย่อมส่งผลให้การแข่งขันสูงขึ้น บริษัทฯจึงต้องรักษาส่วนแบ่งทางการตลาดด้วยการโฆษณาและการจัดกิจกรรมส่งเสริมการขายเพิ่มขึ้น ซึ่งอาจเป็นปัจจัยส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพการทำกำไรได้

2. **ความเสี่ยงจากการจัดหาวัตถุดิบ:** สาหรัยถือเป็นวัตถุดิบหลักในการผลิตสินค้าของ TKN ดังนั้นการเปลี่ยนแปลงของราคาสาหรัยย่อมส่งผลกระทบต่อกำไรของบริษัทค่อนข้างมาก อีกทั้งบริษัทมีการสั่งซื้อสาหรัยจากผู้ผลิตและจัดจำหน่ายรายใหญ่จากประเทศเกาหลีรายหนึ่ง คิดเป็นสัดส่วน 60% ของมูลค่าการสั่งซื้อสาหรัยทั้งหมด จึงทำให้บริษัทมีความเสี่ยงจากการพึ่งพา Supplier รายใหญ่อีกด้วย อย่างไรก็ตามที่ผ่านมาบริษัทไม่เคยมีปัญหาขาดแคลนวัตถุดิบ เนื่องจากสามารถสั่งซื้อจากผู้ผลิตรายอื่นเข้ามาทดแทนได้จากทั้งในประเทศเกาหลีและจีน นอกจากนี้จะมีการทำสัญญาซื้อขายกันประมาณ 1 ปี โดยระบุราคา ปริมาณ และคุณภาพสาหรัย ไว้ชัดเจน ทำให้บริษัทมีความเสี่ยงค่อนข้างจำกัด
3. **ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน** บริษัทมีรายได้จากการส่งออกที่เป็นเงินตราต่างประเทศ คิดเป็นสัดส่วน 33.6% ของยอดขายรวม ซึ่งเกือบทั้งหมดเป็นเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐ ขณะที่ต้นทุนรวมในการสั่งซื้อวัตถุดิบสาหรัยจากต่างประเทศมีสัดส่วนร้อยละ 22.4 ของยอดขายรวมและเป็นเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐเช่นกัน โดยรวมจึงทำให้บริษัทมีรายได้ส่วนหนึ่งที่ไม่ได้เป็น Natural Hedged ดังนั้นบริษัทจึงมีความเสี่ยงจากการผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน (บาท/USD) อย่างไรก็ตาม TKN ได้มีการทำสัญญาซื้อขายล่วงหน้าเพื่อป้องกันความเสี่ยงดังกล่าวไว้ส่วนหนึ่ง ส่งผลให้ผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงของค่าเงินอยู่ในเกณฑ์ที่ไม่สูงนัก



ประมาณการกำไรสุทธิปี 2558-60 ของ TKN

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)					งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2557	2558F	2559F	2560F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2557	2558F	2559F	2560F
ยอดขาย	2,695	3,192	3,671	4,223	กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
ต้นทุนขาย	(1,779)	(2,059)	(2,368)	(2,703)	กำไรสุทธิ	199	270	316	391
กำไรขั้นต้น	916	1,133	1,303	1,520	รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด				
ค่าใช้จ่ายในการขาย	(673)	(798)	(936)	(1,077)	ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	66	81	91	98
ดอกเบี้ยจ่าย	(20)	(12)	(6)	(4)	กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	(9)	-	-	-
ค่าใช้จ่ายอื่น	-	-	-	-	อื่นๆ	25	-	-	-
รายได้อื่น	9	14	20	20	เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(50)	(50)	(44)	(53)
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	232	338	381	460	กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	286	301	363	436
ภาษีเงินได้	(56)	(68)	(65)	(69)	กระแสเงินสดจากการลงทุน				
ส่วนแบ่งกำไร/ขาดทุนจากบริษัทร่วม	0	0	0	0	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	23	-	-	-
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	176	270	316	391	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	(2)	-	-	-
รายการพิเศษอื่น ๆ	22	-	-	-	เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(70)	(300)	(200)	(150)
กำไรสุทธิ	199	270	316	391	กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	(117)	(300)	(200)	(150)
EPS	0.78	0.78	0.92	1.13	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
อัตราการเติบโตของยอดขาย	-1%	18%	15%	15%	เพิ่ม/ลด เงินกู้	(21)	(190)	(0)	(0)
อัตราการเติบโตของกำไรสุทธิ	55%	36%	17%	24%	เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	95	900	-	-
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	34%	36%	36%	36%	ลด จ่ายปันผล	(199)	(97)	(108)	(126)
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	7%	8%	9%	9%	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	(143)	613	(108)	(126)
					เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	26	614	55	159
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)					งบดุล (ล้านบาท)				
	1Q57	2Q57	1Q58	2Q58	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2557	2558F	2559F	2560F
ยอดขาย	569	627	696	815	เงินสด & เงินฝาก	68	682	736	896
ต้นทุนขาย	(395)	(418)	(453)	(520)	ลูกหนี้การค้า	468	550	632	727
กำไรขั้นต้น	174	210	243	294	สินค้าคงเหลือ	228	257	296	338
ค่าใช้จ่ายในการขาย	(140)	(171)	(179)	(197)	สินทรัพย์หมุนเวียน	782	1,507	1,682	1,978
ดอกเบี้ยจ่าย	(4)	(5)	(4)	(5)	สินทรัพย์รวม	1,277	2,221	2,506	2,854
รายได้อื่น	9	12	6	3	เจ้าหนี้การค้า	451	515	592	676
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	39	46	65	96	หนี้สินหมุนเวียน	864	737	815	898
ภาษีเงินได้	(9)	(10)	(14)	(21)	หนี้สินรวม	924	798	875	959
ส่วนแบ่งกำไร/ขาดทุนจากบริษัทร่วม	-	-	-	-	ทุนที่ชำระแล้ว	255	345	345	345
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	30	36	51	75	ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	810	810	810
ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	-	-	-	-	กำไรสะสม	98	268	476	740
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	-	-	จัดสรรแล้ว-สำรองตามกฎหมาย	30	30	30	30
กำไรสุทธิ	30	36	51	75	ยังไม่ได้จัดสรร	67	238	446	710
EPS	0.19	0.23	0.20	0.29	ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	-	-	-	-
การเติบโตของยอดขาย (YoY)	-	-	22%	43%	ส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมด	353	1,423	1,631	1,895
การเติบโตของกำไรสุทธิ (YoY)	-	-	71%	150%	หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	1,277	2,221	2,506	2,854
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	31%	33%	35%	36%					
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	5%	6%	7%	9%					
อัตราส่วนทางการเงิน					สมมติฐานในการทำประมาณการ				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2557	2558F	2559F	2560F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2557	2558F	2559F	2560F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	0.91	2.04	2.07	2.20	กำลังการผลิตสายรวม	4,026	4,026	6,626	6,626
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	5.76	5.81	5.81	5.81	กำลังการผลิตสินค้าอื่นๆ	1,118	1,118	1,118	1,118
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	7.80	8.00	8.00	8.00	กำลังการผลิตรวม	5,144	5,144	7,744	7,744
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	3.95	4.00	4.00	4.00	Sales Growth (%)	-0.8%	18.5%	15.0%	15.0%
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	1.13	0.15	0.13	0.11	Gross Margin (%)	34.0%	35.5%	35.5%	36.0%
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	14.9%	15.4%	13.4%	14.6%	SG&A/Sales	25.0%	25.0%	25.5%	25.5%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	58%	30%	21%	22%					

ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASPS