

# NUTRITION SC PUBLIC COMPANY LIMITED (NTSC TB)

## THAILAND / CONSUMER, NON-CYCLICAL

### ผู้อยู่เบื้องหลังความอร่อย

- NTSC มีความเชี่ยวชาญในการคิดค้นวัตถุดิบปรุงแต่ง ส่วนผสมในอาหารมากกว่า 41 ปี
- ลูกค้าหลักอยู่ในกลุ่มสินค้าจำเป็นอย่าง อาหาร เครื่องดื่ม อาหารเสริม และอาหารสัตว์ ที่แนวโน้มการเติบโตดี และมีเสถียรภาพ
- หลัง IPO คาดกำไรสุทธิปี 2023 เติบโต 47.8% y-y ราคาเป้าหมาย 32บาท (อิงPE 25เท่า)

TARGET PRICE	THB32.00
CLOSE	THB26.25
UP/DOWNSIDE	+21.9%

### ผู้นำเข้า ผลิต และจำหน่ายวัตถุดิบปรุงแต่ง และส่วนผสมในอาหาร

บริษัทดำเนินธุรกิจนำเข้า ผลิต จำหน่ายวัตถุดิบ สารปรุงแต่ง และ วัตถุเจือปนในอาหารคน และ อาหารสัตว์ โดยงวด 1H22 บริษัทมีสัดส่วนรายได้จาก Food Ingredients และ Feed Ingredients รวบรวม 88% และ 12% ของรายได้จากการขายรวม ตามลำดับ รายได้เกือบทั้งหมดเป็นการขายในประเทศ โดยลูกค้าหลักของบริษัทคือ ผู้ผลิตอาหาร อาหารแปรรูป เครื่องปรุงรส อาหารเสริม เครื่องดื่ม อาหารสัตว์เลี้ยง และ อาหารสัตว์เศรษฐกิจ ทั้งนี้ต้นทุนขายเกือบทั้งหมดคือ ต้นทุนวัตถุดิบ ส่วนผสมต่างๆ ที่เป็นการนำเข้าจากหลายประเทศทั่วโลก

### จุดแข็งคือ เป็นสินค้าจำเป็น R&D และประสบการณ์กว่า 41 ปี

สินค้าอาหาร เครื่องดื่ม และอาหารสัตว์ถือเป็นสินค้าจำเป็น และมีความผันผวนต่อภาวะเศรษฐกิจต่ำ นอกจากนี้คุณค่าทางโภชนาการแล้ว รสชาติความอร่อยถือเป็นสิ่งสำคัญที่ผู้บริโภคต้องการ ทำให้ความต้องการวัตถุดิบปรุงแต่ง ส่วนผสมในอาหารเติบโตอย่างมีเสถียรภาพ ขณะที่การแข่งขันในอุตสาหกรรมนี้จะเน้นไปที่คุณภาพ บริษัทจึงให้ความสำคัญกับ R&D พัฒนารสชาติและคิดค้นสูตรผสมต่างๆ ตามเทรนด์ใหม่ๆ และเพื่อสนองความต้องการของลูกค้า รวมถึงรักษาสูตรส่วนผสมเป็นความลับให้กับลูกค้าด้วย และด้วยประสบการณ์ของผู้บริหารกว่า 41 ปี ทำให้มีความเชี่ยวชาญ และมีความสัมพันธ์ที่ดีอย่างยาวนานกับทั้งลูกค้า และ ซัพพลายเออร์

### คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2023 จะกลับมาเติบโตดี

มีแผนนำเงินจาก IPO ใช้ลงทุนขยาย 2 โครงการคือ สายการผลิตส่วนผสมเพื่อเพิ่ม ความน่ากินในอาหารสัตว์ และลงทุนเครื่องเพื่อผลิตสินค้า OEM คาดจะเริ่มส่งผลบวกในปี 2024-25 รวมถึงมีแผนนำเงินไปชำระคืนหนี้เงินกู้จากธนาคาร และเป็นเงินทุนหมุนเวียน อีกส่วนหนึ่ง โดยเราคาดว่ากำไรสุทธิปี 2022 จะชะลอตัว -15.3% Y-Y ส่วนหนึ่งมาจาก ค่าใช้จ่ายที่สูงขึ้นจากการซื้ออุปกรณ์พาเลท และค่าที่ปรึกษา และคาดว่ากำไรสุทธิปี 2023 จะกลับมาเติบโตดี +47.8% Y-Y จากการเติบโตของรายได้ ตามการฟื้นตัวของลูกค้า อาหารเครื่องดื่ม และคาดว่าค่าใช้จ่ายจะทยอยลดลงกลับสู่ระดับปกติ

### ประเมินราคาเป้าหมายปี 2023 เท่ากับ 32 บาท

เราประเมินราคาเป้าหมาย NTSC ปี 2023 เท่ากับ 32 บาท อิง PE 25 เท่า – ของค่าเฉลี่ยบริษัทที่มีธุรกิจคล้ายคลึงกัน และบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกับลูกค้าของบริษัท (อาหาร เครื่องดื่ม อาหารสัตว์เลี้ยง) รวม 8 บริษัท ได้แก่ RBF, BRF, ITC, AAI, ICHI, SAPPE, PLUS

### KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2021	2022E	2023E	2024E
Revenue	1,038	1,095	1,259	1,403
Net profit	99	84	124	137
EPS (THB)	2.35	1.12	1.24	1.37
vs Consensus (%)	-	10.9	3.3	(0.7)
EBITDA	141	124	175	193
Core net profit	103	85	124	137
Core EPS (THB)	2.44	1.13	1.24	1.37
EPS growth (%)	10.9	(53.8)	9.6	10.9
Net debt/Equity (%)	(1.9)	105.5	(32.7)	(30.7)
ROE (%)	18.2	19.5	22.5	15.8
Mkt cap (USD m)				78
Free float (%)				25
Major shareholder		Ekkapanyasakul Family (75%)		
Issued shares (m)				100.00

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates

### NTSC's IPO summary

	รายละเอียด
Pre-IPO shares	75 ล้านหุ้น
Share offering	25 ล้านหุ้น คิดเป็น 25% ของจำนวนหุ้นหลัง IPO
Use of proceeds	1) ลงทุนสายการผลิตส่วนผสมในอาหารสัตว์ (Palatability Enhancer) 2) ลงทุนเครื่องจักรผลิตวัตถุดิบปรุงแต่งในอาหารสำหรับลูกค้า OEM 3) ชำระคืนเงินกู้ยืมธนาคาร 4) ใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนในธุรกิจ
First day trade	9 February 23
Financial advisor	KGI Securities (Thailand) PCL

NOTE: FINANSIA SYRUS SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED MAY JOIN AS A CO-UNDERWRITER OF THE INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO) OF NUTRITION SC PUBLIC COMPANY LIMITED

ALL RECIPIENTS HEREOF, TO THE EXTENT THAT THEY ARE CONSIDERING MAKING AN INVESTMENT IN UNITS OF NTSC BUSINESS, SHOULD READ THE PROSPECTUS PREPARED BY KGI SECURITIES (THAILAND)



**Sureeporn Teewasuwet**

sureeporn.t@fssia.com  
+66 2646 9972

## สารบัญ

แผนการขาย IPO และนโยบายการจ่ายปันผล .....	3
ลักษณะการประกอบธุรกิจ .....	4
แนวโน้มอุตสาหกรรม .....	9
ประเด็นการลงทุน .....	14
ผลการดำเนินงานในอดีต และคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคต .....	16
ประเมินมูลค่าเหมาะสมปี 2023 เท่ากับ 32 บาท (อิง PE 25 เท่า) .....	20
ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ .....	21
Appendix .....	22

## แผนการขาย IPO และนโยบายการจ่ายปันผล

บริษัทมีแผนขายหุ้นสามัญจำนวนไม่เกิน 25 ล้านหุ้น (มูลค่าพาร์ 0.5 บาท/หุ้น) คิดเป็น 25% ของหุ้นสามัญที่ชำระแล้วหลัง IPO โดยภายหลัง IPO แล้วเสร็จบริษัทจะมีจำนวนหุ้นทั้งหมด 100 ล้านหุ้น เพิ่มขึ้นจาก 75 ล้านหุ้น และมีทุนจดทะเบียนหลัง IPO เพิ่มขึ้นเป็น 50 ลบ. ทั้งนี้ในช่วง 9M22 บริษัทมีการเพิ่มทุนให้กับผู้ถือหุ้นเดิมรายละเอียดดังนี้

### Exhibit 1: การเปลี่ยนแปลงส่วนทุนในช่วง 9M22

ต.ค. 22	เปลี่ยนแปลงมูลค่าพาร์จาก 100 บาท/หุ้น เป็น 0.5 บาท/หุ้น ทำให้จำนวนหุ้นเพิ่มจาก 209,994 หุ้น เป็น 41,998 ล้านหุ้น
ต.ค. 22	เพิ่มทุนจดทะเบียนจาก 21 ลบ. เป็น 50 ลบ. เพื่อเสนอขายให้ผู้ถือหุ้นเดิม 33 ล้านหุ้น ที่ราคาพาร์ 0.5 บาท/หุ้น คิดเป็นเงินเพิ่มทุน 16.5 ลบ. เสนอขายให้กับประชาชนทั่วไป (IPO ครั้งนี้) จำนวน 25 ล้านหุ้น

Source: NTSC

ในส่วนของเงื่อนไข Silent Period กำหนดว่าห้ามผู้ถือหุ้นก่อนวันที่บริษัทเสนอขายหุ้น IPO นำหุ้นหรือหลักทรัพย์ที่อาจเป็นหุ้นรวมทั้งหมด 55% ของทุนชำระแล้วหลัง IPO (หรือ 55 ล้านหุ้น) ออกขายภายในระยะเวลา 1 ปี นับตั้งแต่วันที่เริ่มทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ฯ โดยเมื่อครบกำหนด 6 เดือน สามารถทยอยขายหุ้นได้ไม่เกิน 25% ของจำนวนหุ้นทั้งหมดที่ติด Silent (หรือ 13.75 ล้านหุ้น) และสามารถขายหุ้นส่วนที่เหลือได้เมื่อครบกำหนดระยะเวลา 1 ปี ทั้งนี้ผู้บริหารได้สมัครใจที่จะติด Silent Period หุ้นทั้งหมดที่ 75% ของทุนชำระแล้วหลัง IPO เป็นเวลา 1 เดือน นับตั้งแต่วันที่เริ่มทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์

บริษัทมีนโยบายจ่ายปันผลไม่น้อยกว่า 40% ของกำไรสุทธิตามงบการเงินเฉพาะของบริษัท หลังหักภาษีเงินได้นิติบุคคล และจัดสรรทุนสำรองต่างๆตามกฎหมาย

### Exhibit 2: โครงสร้างผู้ถือหุ้นของ NTSC

รายชื่อผู้ถือหุ้น	ก่อน IPO (%)	หลัง IPO (%)
<b>กลุ่มครอบครัวเอกปัญญาสกุล</b>	<b>100.0</b>	<b>75.0</b>
1. นายสุรเดช เอกปัญญาสกุล	40.0	30.0
2. นางชุตินันท์ สนั่นเสียง (ภรรยาคุณสุรเดช)	40.0	30.0
3. น.ส.พัชร์ เอกปัญญาสกุล (ลูกสาวคุณสุรเดช)	20.0	15.0
<b>ผู้ถือหุ้นอื่น</b>		
4. ผู้มีอุปการคุณของบริษัท และบริษัทย่อย	--	--
5. ผู้ลงทุนสถาบัน	--	25.0
6. ประชาชนทั่วไป	--	--
<b>จำนวนหุ้นรวม (ล้านหุ้น)</b>	<b>75</b>	<b>100</b>

Source: NTSC

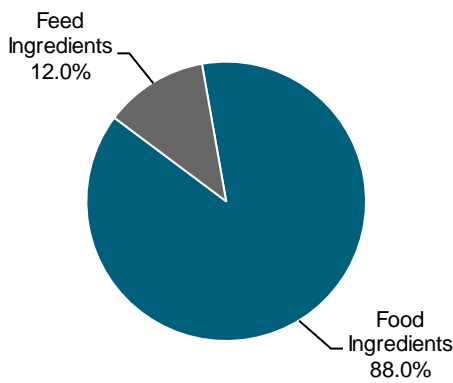
## ลักษณะการประกอบธุรกิจ

ผู้ผลิตและจำหน่ายวัตถุดิบปรุงแต่ง และส่วนผสมในอาหารเครื่องดื่ม และอาหารสัตว์

NTSC ดำเนินธุรกิจนำเข้า ผลิตและจำหน่ายวัตถุดิบ สารปรุงแต่ง และวัตถุเจือปนในอาหารคนและอาหารสัตว์ เพื่อนำไปใช้เป็นวัตถุดิบส่วนผสมในการปรุงอาหารของลูกค้า บริษัทก่อตั้งขึ้นในปี 1981 โดยคุณสุเรศ เอกปัญญาสกุล และคุณชุตินันท์ สนั่นเสียง สามารถแบ่งรายได้ออกเป็น 2 กลุ่มธุรกิจคือ 1) วัตถุดิบ สารปรุงแต่ง และวัตถุเจือปนในอาหารคน (Food Ingredients) และ 2) วัตถุดิบ สารปรุงแต่ง และวัตถุเจือปนในอาหารสัตว์ (Feed Ingredients) โดยรายได้เกือบทั้งหมดเป็นการขายให้กับลูกค้าในประเทศ

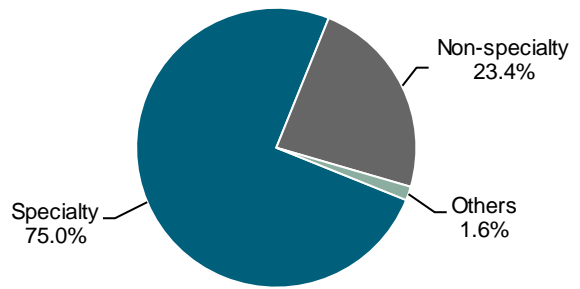
Food Ingredients เป็นส่วนผสมในอาหารคาว และอาหารหวาน ได้แก่ เบเกอรี่ เครื่องดื่ม ขนมหวาน ลูกกวาด เนื้อสัตว์แปรรูป ซอสและผงปรุงรส อาหารเสริม ผลิตภัณฑ์ที่ทำจากนม และแป้ง โดยสินค้าทั้งหมดมีการขึ้นทะเบียนกับสำนักงานคณะกรรมการอาหารและยา เช่นเดียวกับ Feed Ingredients เช่น วัตถุดิบ, วัตถุที่เติม (Feed Additives), วัตถุที่เป็นสื่อ (Carrier), วัตถุที่ผสมแล้ว (Premix) และอาหารเสริม (Supplement) ซึ่งเป็นส่วนผสมในอาหารสัตว์ทั้ง Feed และ Pet Foods โดยสินค้าทั้งหมดได้ขึ้นทะเบียนกับกรมปศุสัตว์หรือกรมประมง

Exhibit 3: สัดส่วนรายได้แบ่งตามกลุ่มสินค้า 1H22



Source: NTSC

Exhibit 4: สัดส่วนรายได้ในกลุ่ม Food Ingredients 1H22



Source: NTSC

**Exhibit 5: ตัวอย่างและรายละเอียดผลิตภัณฑ์ของบริษัทกลุ่ม Food Ingredients**

ผลิตภัณฑ์ / คุณสมบัติ	รูปตัวอย่าง	ผลิตภัณฑ์ / คุณสมบัติ	รูปตัวอย่าง
<p><b>สารเพิ่มปริมาณหรือน้ำหนักสินค้า</b> เป็นส่วนผสมในอาหาร เครื่องดื่ม ยา เครื่องสำอาง ช่วยเพิ่มปริมาณหรือน้ำหนักของสินค้า สารที่ได้มาจากธรรมชาติและสังเคราะห์</p>		<p><b>สารให้ความหวาน (Sweetener)</b> วัตถุปรุงแต่งรสอาหารที่ให้ความหวานมากกว่าน้ำตาล ตั้งแต่ 200 ถึง 13,000 เท่า ได้จากทั้งธรรมชาติและสังเคราะห์</p>	
<p><b>สารเสริมกลิ่น/รส ชนิดน้ำ น้ำมัน และผง</b> ช่วยเสริมแต่งกลิ่นรสของอาหารคาว และหวาน เครื่องดื่ม ยา และเครื่องสำอาง รวมถึงการกลบรสไม่พึงประสงค์</p>		<p><b>โปรตีนและไฟเบอร์</b> สารสกัดโปรตีน โปรตีนทางเลือก และไฟเบอร์ที่ได้จากธรรมชาติและสังเคราะห์ เป็นแหล่งโปรตีนทดแทนเนื้อสัตว์</p>	
<p><b>สารสกัดเข้มข้นจากธรรมชาติ</b> ช่วยเพิ่มกลิ่นรสเฉพาะของอาหาร ช่วยปรับสีของสินค้า และช่วยส่งเสริมกระตุ้น สร้างภูมิคุ้มกันให้กับผู้บริโภค</p>		<p><b>สารคงตัว / สารเพิ่มความหนืด</b> ช่วยทำให้เกิดเจลและความคงตัว ได้จากสารสกัดวัตถุดิบจากธรรมชาติ</p>	
<p><b>สารเสริมรสชาติ (Umami Taste Enhancer)</b> ช่วยเสริมแต่งรสชาติอาหารให้มีความอร่อยและกลมกล่อมมากขึ้น</p>		<p><b>คอลลาเจน เปปไทด์</b> อนุพันธ์ธรรมชาติจากการสกัดวัตถุดิบธรรมชาติทั้งจากไขหรือหนังของวัว หมู ปลา และสาหร่าย ช่วยเสริมและบำรุงกระดูกและข้อต่อ</p>	
<p><b>แป้งชนิดต่าง ๆ (Flour &amp; Starch)</b> แป้งธรรมชาติและแป้งดัดแปรชนิดต่างๆ มีคุณสมบัติเพิ่มความหนืด ความคงตัว และป้องกันการแยกชั้นของสินค้า</p>		<p><b>ผักและผลไม้ผง</b> ผงผักและผลไม้ที่มีคุณภาพ ช่วยให้ผลิตภัณฑ์อาหารมีประโยชน์และมีความน่ารับประทานมากขึ้น</p>	

Sources: NTSC; FSSIA's compilation

**Exhibit 6: ตัวอย่างและรายละเอียดผลิตภัณฑ์ของบริษัทกลุ่ม food Ingredients (cont.)**

ผลิตภัณฑ์ / คุณสมบัติ	รูปตัวอย่าง	ผลิตภัณฑ์ / คุณสมบัติ	รูปตัวอย่าง
<p><b>ชา กาแฟ โกโก้ และช็อคโกแลต</b></p> <p>ผลิตภัณฑ์จากชา ชาสกัด กาแฟ โกโก้ และช็อคโกแลต สามารถนำไปใช้ในอุตสาหกรรมเครื่องดื่ม อาหารหวาน ขนม และลูกกวาด</p>		<p><b>สารป้องกันการเสื่อมสภาพ (Preservative)</b></p> <p>ช่วยชะลอและยืดอายุสินค้าให้มีอายุยาวนานขึ้น ได้จากวัตถุดิบธรรมชาติ และสังเคราะห์</p>	
<p><b>สีธรรมชาติ</b></p> <p>สีผสมอาหารธรรมชาติที่ได้จากการสกัดจากพืช ผัก ผลไม้ หรือแหล่งธรรมชาติอื่นๆ เช่น Cochineal จากแมลงและสาหร่ายทะเล</p>		<p><b>วิตามินและแร่ธาตุ</b></p> <p>รวมถึงสารสกัดจากธรรมชาติและสังเคราะห์ที่มีผลในเชิงป้องกันและบำรุงรักษาสุขภาพ ช่วยเสริมสร้างภูมิคุ้มกัน และรักษาสมดุลระบบภายใน</p>	
<p><b>สีผสมอาหารสังเคราะห์</b></p> <p>ได้จากกระบวนการผลิตและสังเคราะห์ทางเคมีที่ให้สีที่มีความคงทนและสม่ำเสมอ มีทั้งชนิดละลายน้ำและไม่ละลายน้ำ</p>		<p><b>สารรักษาสมดุลสุขภาพ</b></p> <p>กลุ่มของเชื้อจุลินทรีย์และเส้นใยในอาหารที่มีผลต่อการรักษาและดูแลระบบขับถ่าย (Prebiotics, Probiotics and Fiber)</p>	
<p><b>สารสกัดจากธรรมชาติ (Natural Extract)</b></p> <p>สารสกัดที่ได้จากธรรมชาติ มีผลต่อการรักษา และป้องกันการเกิดโรคในร่างกาย</p>		<p><b>ผลิตภัณฑ์อื่นที่ไม่ใช่อาหาร</b></p> <p>สารดูดความชื้น (Silica Gel) สารดูดซับออกซิเจน กาวและเคมีภัณฑ์ที่ใช้ในอุตสาหกรรม</p>	
<p><b>สารลดแรงตึงผิว (Emulsifier)</b></p> <p>ได้จากการสกัดตั้งต้นทั้งจากธรรมชาติและสังเคราะห์ ช่วยลดแรงตึงผิวของส่วนผสมน้ำและน้ำมันที่ไม่สามารถเข้ากันได้ ให้ผสมเป็นเนื้อเดียวกันได้</p>			

Sources: NTSC; FSSIA's compilation



**Exhibit 7: ตัวอย่างและรายละเอียดผลิตภัณฑ์ของบริษัทกลุ่ม feed ingredients**

ผลิตภัณฑ์ / คุณสมบัติ	รูปตัวอย่าง	ผลิตภัณฑ์ / คุณสมบัติ	รูปตัวอย่าง
<p><b>สารยับยั้งการเติบโตของเชื้อรา (Antimold)</b> ลดหรือยับยั้งการเติบโตของเชื้อราเช่น Propionic &amp; Propionate Toxin Binder</p>		<p>สารเพิ่มรสชาติ กลิ่น และเนื้อสัมผัสให้อาหารน่ากินยิ่งขึ้น (Palatability Enhancers) สารช่วยเพิ่มความน่ากินของอาหารและกระตุ้นความอยากกินอาหารของสัตว์</p>	
<p>สารยับยั้งการเติบโตของแบคทีเรียลดหรือยับยั้งการเติบโตของแบคทีเรียโดยเฉพาะแบคทีเรียก่อโรคนิสต์ร เช่น Salmonella และ E.Coli เป็นต้น</p>		<p><b>วัตถุดิบเติมแต่งและสื่อ (Feed Additives, Carriers)</b> สารช่วยเพิ่มสีสัมผัสให้อาหารสัตว์น่ากินมากขึ้น และช่วยในการกระจายตัวไม่จับเป็นก้อน และช่วยลดแรงตึงผิวของน้ำและน้ำมันให้เข้าเป็นเนื้อเดียวกัน</p>	
<p><b>สารดักจับสารพิษจากเชื้อรา (Mycotoxin Binder)</b> ช่วยจับและลดสารพิษจากเชื้อราที่ปนเปื้อนในวัตถุดิบอาหารสัตว์</p>		<p><b>สารกระตุ้นภูมิคุ้มกัน (Immune Stimulant)</b> ช่วยกระตุ้นให้ร่างกายของสัตว์สร้างภูมิคุ้มกัน เพื่อให้สัตว์มีความแข็งแรงและไม่เจ็บป่วย</p>	
<p><b>สารต้านอนุมูลอิสระ (Antioxidant)</b> ป้องกันการหืนของวัตถุดิบทั้งหมดสังเคราะห์และจากธรรมชาติ ได้แก่ BHT, Ethoxyquin, Tocopherol</p>		<p><b>อาหารเสริม โปรตีน วิตามิน แร่ธาตุ</b> ช่วยเสริมสร้างร่างกายของสัตว์ให้แข็งแรง เช่น สารเพิ่มคุณภาพไข่</p>	
<p><b>สารปรุงแต่งกลิ่นอาหารสัตว์</b> ช่วยในการเสริมแต่งรสชาติของอาหารสัตว์ ช่วยกระตุ้นการกินอาหารของสัตว์</p>		<p><b>วัตถุดิบ (Raw Material)</b> วัตถุดิบที่ได้จากการเกษตรต่างๆ ได้แก่ แป้งข้าวโพด โปรตีนข้าวโพด และกากแก้วเหลือง เป็นต้น</p>	
<p><b>สารเพิ่มความหวาน (Sweetener)</b> สารช่วยเพิ่มรสชาติหวานให้กับอาหารสัตว์ ได้ประมาณ 700 เท่าของน้ำตาลทราย ช่วยกลบรสขมของยาหรือวัตถุดิบที่สัตว์ไม่ชอบกิน</p>		<p><b>Prebiotics, Probiotics, Synbiotics</b> เป็นกลุ่มจุลินทรีย์ที่มีประโยชน์ในระบบทางเดินอาหารของสัตว์ ทำให้สุขภาพของลำไส้สัตว์ดี</p>	

Sources: NTSC; FSSIA's compilation

**ต้นทุนหลักคือ วัตถุดิบ และส่วนผสมต่าง ๆ**

โครงสร้างต้นทุนขายเกือบทั้งหมดราว 99% เป็นต้นทุนวัตถุดิบ สารปรุงแต่ง และส่วนผสมต่างๆ และวัตถุดิบส่วนใหญ่ราว 90% ของยอดซื้อทั้งหมดในช่วงปี 2021-1H22 เป็นการนำเข้าจากต่างประเทศ โดยนำเข้าจากแหล่งผลิตที่มีคุณภาพสูงจากทั่วโลก อาทิ จีน เบลเยียม สวิตเซอร์แลนด์ เม็กซิโก อาร์เจนตินา อินเดีย เยอรมนี สเปน แอฟริกาใต้ เป็นต้น โดยมีคู่ค้าที่ขึ้นทะเบียน (Approved Vendor List) มากกว่า 100 ราย ซึ่งคู่ค้าหลัก 10 รายแรกมีสัดส่วนรวมไม่เกิน 54.4% ของยอดซื้อในช่วงปี 2021-1H22 ทั้งนี้กระบวนการผลิตส่วนใหญ่เป็นการคิดค้นสูตร (หรือลูกค้ามีสูตรมาให้) และทำการจัดหา และอาจทำการผสมวัตถุดิบปรุงแต่งให้กับลูกค้าตามสูตรที่กำหนด

## กลุ่มลูกค้าเป้าหมาย และขั้นตอนการดำเนินธุรกิจ

ลูกค้าของบริษัทส่วนใหญ่เป็นผู้ผลิตอาหาร อาหารแปรรูป เครื่องปรุงรส อาหารเสริม และเครื่องดื่ม แม้รายได้ของบริษัทเป็นการขายในประเทศทั้งหมด แต่ลูกค้าของบริษัทมีการจำหน่ายทั้งในประเทศและส่งออก เช่น โรงงานผู้ผลิตขนมขบเคี้ยว โรงงานแปรรูปอาหารทะเล โรงงานอาหารแปรรูปเนื้อสัตว์ ผู้ประกอบการธุรกิจร้านอาหาร ผู้ประกอบการอุตสาหกรรมยา สมุนไพร เครื่องสำอาง และอาหารสัตว์ รวมถึงลูกค้าทั่วไปที่เป็นผู้ประกอบการขนาดเล็กและผู้ค้าส่งเพื่อนำไปสินค้าไปจำหน่ายต่อ ส่วนใหญ่เป็นลูกค้าที่ติดต่อซื้อขายกันมายาวนาน และหลายรายจดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ฯ

### Exhibit 8: ขั้นตอนการดำเนินธุรกิจของบริษัท

การดำเนินธุรกิจของบริษัท	ขั้นตอนการให้บริการ
ดำเนินตามความต้องการของลูกค้า	จัดหาผลิตภัณฑ์ตามสูตรการผลิต โดยลูกค้าจะติดต่อบริษัทเพื่อให้จัดหาผลิตภัณฑ์ตามความต้องการของลูกค้า หรือ ลูกค้าว่าจ้างให้บริษัทคิดสูตร ดำเนินการผลิต รวมถึงขึ้นทะเบียนผลิตภัณฑ์ให้กับลูกค้า
วิจัยและพัฒนาสูตรผลิตภัณฑ์	บริษัทมีฝ่าย R&D ที่พัฒนา สรรหาวัตถุดิบหรือผลิตภัณฑ์ใหม่ๆ รวมถึงการคิดค้นสูตร พัฒนาและทดสอบผลิตภัณฑ์เพื่อให้ได้ผลิตภัณฑ์ตามความต้องการของลูกค้า
จัดหาผลิตภัณฑ์จากทั้งในและต่างประเทศ	จัดหาวัตถุดิบจากทั้งในและนำเข้าจากต่างประเทศ ซึ่งบริษัทมีคู่ค้าอยู่ทุกภูมิภาคทั่วโลก
ผลิตและผสมตามสูตร	ดำเนินการผลิตและผสมวัตถุดิบตามสูตรจนได้ผลิตภัณฑ์ที่ลูกค้าต้องการ แบ่งบรรจุ และออกแบบฉลากผลิตภัณฑ์ พร้อมให้บริการแนะนำการขึ้นทะเบียนกับ อย.
ส่งมอบผลิตภัณฑ์ให้กับลูกค้า	ดำเนินการส่งมอบสินค้าให้กับลูกค้าตามกำหนดเวลา
ติดตามและบริการหลังการขาย	มีการบริการดูแลและติดตามหลังการขาย พร้อมช่วยแก้ไขปัญหา และติดตามผลอย่างใกล้ชิด

Source: NTSC



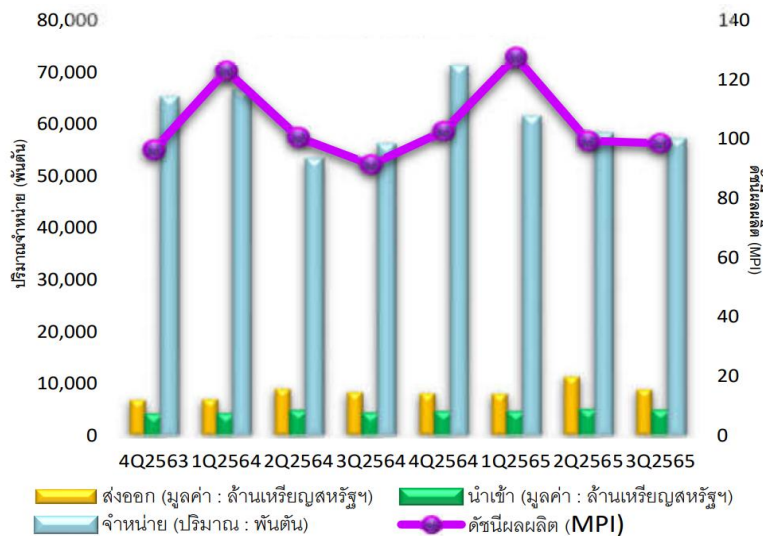
## แนวโน้มอุตสาหกรรม

### ดัชนีผลผลิตอาหารพื้นตัวได้ดีในปี 2022

แนวโน้มอุตสาหกรรมอาหารโดยรวมของไทยในปี 2022 ยังฟื้นตัวได้ต่อเนื่อง ตามการฟื้นตัวหลังโควิด คลี่คลาย กิจกรรมทางเศรษฐกิจกลับมาสดใสขึ้น และภาคการท่องเที่ยวทยอยฟื้นตัวเป็นลำดับ โดยดัชนีผลผลิตอาหารยังมีการเติบโตต่อเนื่องตั้งแต่ 1Q22 ที่ขยายตัวราว 3% Y-Y นำโดยน้ำตาล มันสำปะหลัง และเนื้อไก่ ที่ฟื้นตัวได้ดีตามการส่งออกที่สูงขึ้น ภายหลังประเทศคู่ค้าฟื้นจากโควิด ทำให้ความต้องการอาหารเร่งตัวขึ้นอีกครั้ง ขณะที่ดัชนีผลผลิตอาหารใน 2Q22 หดตัวลงเล็กน้อย จากต้นทุนการผลิตที่สูงขึ้น โดยสินค้าที่ถูกกระทบได้แก่ น้ำมันปาล์ม กุ้งแช่แข็ง นม และเครื่องดื่ม แต่ภาพรวมการขยายยังเติบโตได้ ทั้งการขายในประเทศ +8.5% Y-Y และการส่งออก +25.1% Y-Y ถัดมาในช่วง 3Q22 ดัชนีผลผลิตอาหารปรับตัวสูงขึ้นอีกครั้ง +7.8% Y-Y นำโดยอุตสาหกรรมน้ำตาล เนื้อไก่ปรุงสุก และอาหารสัตว์เลี้ยงที่มีการเติบโตต่อเนื่องตามมูลค่าตลาดอาหารสัตว์เลี้ยงทั่วโลกยังขยายตัว รวมถึงการกลับมาฟื้นตัวของอาหารทะเลแช่แข็ง และอาหารกระป๋อง ตามความต้องการบริโภค ที่สูงขึ้นทั้งในและต่างประเทศ กอปรกับมูลค่าตลาดเครื่องดื่มที่ไม่มีแอลกอฮอล์ กลับมาขยายตัวได้ดี +9.8% Y-Y นำโดยชาเขียวพร้อมดื่ม เครื่องดื่มน้ำผลไม้ และเครื่องดื่มชูกำลัง

แนวโน้มดัชนีผลผลิตอาหารและการขายอาหารในประเทศช่วง 4Q22 ยังมีการเติบโตต่อเนื่อง เพราะเข้าสู่ช่วง High Season ของหลายสินค้าอาหารและเครื่องดื่ม กอปรกับได้ปัจจัยหนุนจากการท่องเที่ยวที่ทยอยฟื้นตัวได้เป็นลำดับ ไม่เพียงการท่องเที่ยวของคนในประเทศ แต่นักท่องเที่ยวต่างชาติก็เริ่มทยอยฟื้นตัวอีกครั้ง คาดจะช่วยหนุนการใช้จ่ายอาหารและเครื่องดื่มให้ปรับตัวสูงขึ้น โดยรวมถือเป็นบวกต่อ NTSC

### Exhibit 9: ดัชนีผลผลิต จำหน่าย ส่งออก และนำเข้า อุตสาหกรรมอาหารในช่วง 9M22

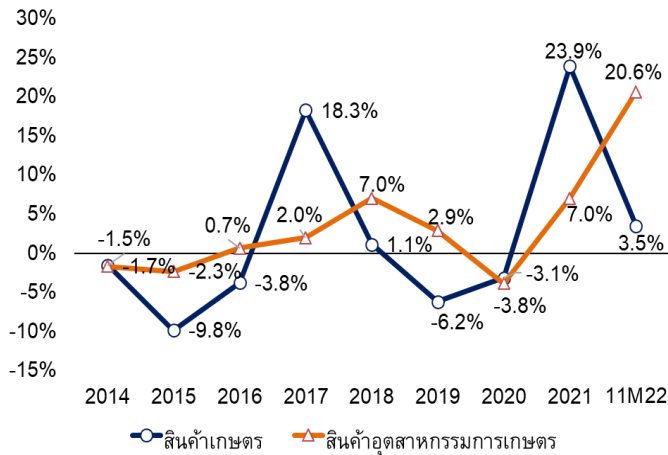


Sources: ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรมและปริมาณจำหน่าย สำนักงานเศรษฐกิจอุตสาหกรรม

### ภาพรวมการส่งออกสินค้าอาหารของไทยยังเติบโตได้ดีในช่วง 11M22

มูลค่าส่งออกสินค้าเกษตรและอุตสาหกรรมเกษตรของไทยในช่วง 11M22 มีการเติบโตราว 10.8% Y-Y โดยมาจากสินค้าอุตสาหกรรมเกษตรเป็นหลัก +20.6% Y-Y (สินค้าเกษตร +3.5% Y-Y) โดยสินค้าที่ขยายตัวได้ดีนำโดย น้ำตาลทราย +114.7% Y-Y, ไก่สดแช่เย็น แช่แข็ง และไก่แปรรูป +27.2% Y-Y, อาหารสัตว์เลี้ยง +18% Y-Y (มูลค่าส่งออกเดือน พ.ย. ที่ลดลงราว -5.8% Y-Y มาจากฐานที่สูง ในปีก่อน) และผลิตภัณฑ์ข้าวสาลี อาหารสำเร็จรูปอื่นๆ +9.1% Y-Y ขณะที่เครื่องดื่มขยายตัว ได้เล็กน้อย +3% Y-Y มาจากการกลับมาฟื้นตัวในช่วง 2H22 สามารถหักล้างการอ่อนตัวลงใน 1H22 ได้ และคาดว่าจะขยายตัวได้มากขึ้นในปี 2023 นอกจากนี้ยังมีอาหารทะเลกระป๋องที่ขยายตัวได้ดี +11% Y-Y

**Exhibit 10: มูลค่าส่งออกสินค้าเกษตรและอุตสาหกรรมเกษตร 11M22**



Sources: Tradereport, Ministry of Commerce (MOC)

**Exhibit 11: สินค้าที่มีการขยายส่งออกขยายตัวได้ดีในช่วง 11M22**

สินค้า	%YoY	
	พ.ย. 65	ม.ค. - พ.ย. 65
ไก่สด แช่เย็น แช่แข็ง และไก่แปรรูป	+20.9	+27.2
ผลไม้สด แช่เย็น แช่แข็ง และแห้ง	+7.5	-8.7
ผลิตภัณฑ์ข้าวสาลี และอาหารสำเร็จรูปอื่น ๆ	+13.0	+9.1
น้ำตาลทราย	+43.4	+114.7
เครื่องดื่ม	+7.1	+3.0
ไอศกรีม	+7.4	+26.7
ข้าว	-4.7	+17.4
ยางพารา	-34.2	-3.6
อาหารสัตว์เลี้ยง	-5.8	+18.0
ผลไม้กระป๋องและแปรรูป	-7.8	+9.1

Sources: Trade Policy and Strategy Office, MOC

แนวโน้มการส่งออกของไทยปี 2023 จะโตชะลอตัว แต่เชื่อว่ากลุ่มอาหารเครื่องดื่มยังเติบโตได้ แม้คาดการณ์มูลค่าส่งออกของไทยปี 2023 จะไม่สดใสนัก โดย NESDC คาดการณ์จะขยายตัวเพียง 1% Y-Y ภายหลังเติบโตได้ดีและเป็นแรงขับเคลื่อนเศรษฐกิจไทยให้ขยายตัวได้ในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา กอปรกับแนวโน้มคำสั่งซื้อของคู่ค้าในหลายประเทศเริ่มชะลอตัวลงจากปัญหาเงินเฟ้อ และภาวะเศรษฐกิจถดถอย อย่างไรก็ตาม เรามองว่ากลุ่มสินค้าที่จะถูกกระทบจะเป็นสินค้าที่มีราคาสูงเช่น กลุ่มอิเล็กทรอนิกส์ เครื่องใช้ไฟฟ้า และสินค้าฟุ่มเฟือย ขณะที่ยังคงคาดว่าสินค้าจำเป็นอย่างอาหาร เครื่องดื่ม และอาหารสัตว์เลี้ยง น่าจะยังมีการขยายตัวได้ต่อเนื่อง ขึ้นอยู่กับความต้องการในแต่ละ กลุ่มสินค้า และการฟื้นตัวหลังโควิดคลี่คลาย จะช่วยให้สินค้าบางรายการกลับมาเติบโตได้อีกครั้ง จึงคาดว่าจะยังเป็นปัจจัยหนุนการเติบโตของรายได้ของ NTSC ได้ต่อเนื่อง

**Exhibit 12: คาดการณ์แนวโน้มเศรษฐกิจและการส่งออกของไทยปี 2023**

(%YoY)	ข้อมูลจริง		ประมาณการ		
			ปี 2565		ปี 2566
	2563	2564	ณ 15 ส.ค. 65	ณ 21 พ.ย. 65	ณ 21 พ.ย. 65
GDP	-6.2	1.5	2.7 - 3.2	3.2	3.0 - 4.0
การบริโภคภาคเอกชน	-1.0	0.3	4.4	5.4	3.0
การอุปโภคภาครัฐบาล	1.4	3.2	-0.2	-0.2	-0.1
การลงทุนภาคเอกชน	-8.2	3.3	3.1	3.9	2.6
การลงทุนภาครัฐ	5.1	3.8	2.0	-0.7	2.4
มูลค่าการส่งออก (รูปเงิน USD)	-6.5	19.2	7.9	7.5	1.0
เงินเฟ้อ (%)	-0.8	1.2	6.3 - 6.8	6.3	2.5 - 3.5
ดุลบัญชีเดินสะพัด (%GDP)	4.2	-2.2	-1.6	-3.6	1.1

Source: Office of the National Economic and Social Development Council (NESDC)

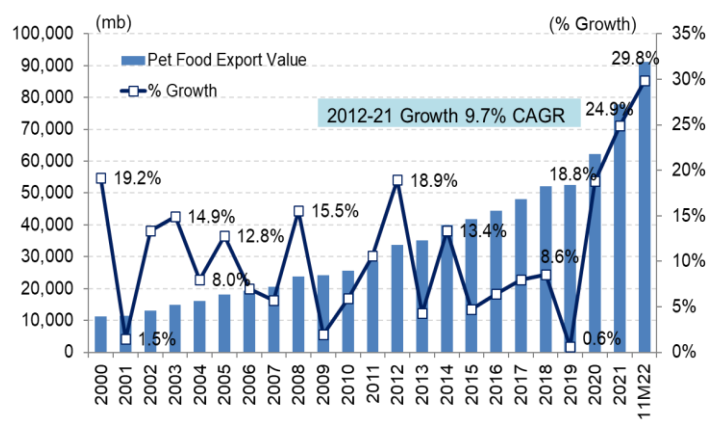
**พฤติกรรมผู้บริโภคที่เปลี่ยนแปลง จะหนุนให้ความต้องการวัตถุดิบในอาหารสูงขึ้น**

ปัจจุบันเราได้เห็น Mega Trend ในกลุ่มสินค้าประเภทอาหารเครื่องดื่มที่มีความหลากหลายมากขึ้น ตามพฤติกรรมของผู้บริโภคที่เปลี่ยนแปลงไป โดยให้ความสำคัญกับอาหารเครื่องดื่มเพื่อสุขภาพ มากขึ้น เช่น Plant-Based Food, อาหารเครื่องดื่มที่มีน้ำตาลน้อยหรือไม่มีน้ำตาล รวมถึงเลือก บริโภคอาหารที่มีโซเดียมต่ำ สอดคล้องกับภาครัฐที่คำนึงถึงสุขภาพของผู้บริโภคมากขึ้น โดยต้องการให้ผู้บริโภคลดการบริโภคของหวานหรืออาหารที่มีรสชาติเค็มจัด จึงมีการจัดเก็บภาษี น้ำตาล และอยู่ระหว่างเตรียมจัดเก็บภาษีความเค็มในอนาคต แม้ผู้บริโภคจะมีความตื่นตัว เลือกบริโภคอาหารทางเลือกและมีประโยชน์ต่อสุขภาพมากขึ้น แต่ยังคงต้องการอาหารเครื่องดื่ม ที่มีรสชาติอร่อยและถูกปากตามเดิม จึงเป็นโจทย์ของผู้ประกอบการอาหารเครื่องดื่มที่ต้องผนวกรวม 2 ปัจจัยนี้เข้าด้วยกัน ด้วยการผลิตอาหารเครื่องดื่มที่ถูกหลักโภชนาการ คำนึงถึงสุขภาพ และลด ผลกระทบจากภาษีความหวานความเค็ม ขณะที่อาหารเครื่องดื่มยังต้องมีรสชาติที่ดึงดูดใจผู้บริโภค จึงนำไปสู่ความต้องการวัตถุดิบปรุงแต่ง ส่วนผสม วัตถุดิบในอาหารเครื่องดื่มสูงขึ้น เพื่อให้มีรสชาติ สีส กลิ่น และรสสัมผัสที่ดี รวมถึงช่วยแก้ปัญหาความปลอดภัยที่ไม่ดีของวัตถุดิบบางอย่าง

**ไม่เพียงแต่อาหารคนเติบโต แต่ค่างูมูลค่าตลาดอาหารสัตว์เลี้ยงจะเติบโตได้ต่อเนื่องเช่นกัน**

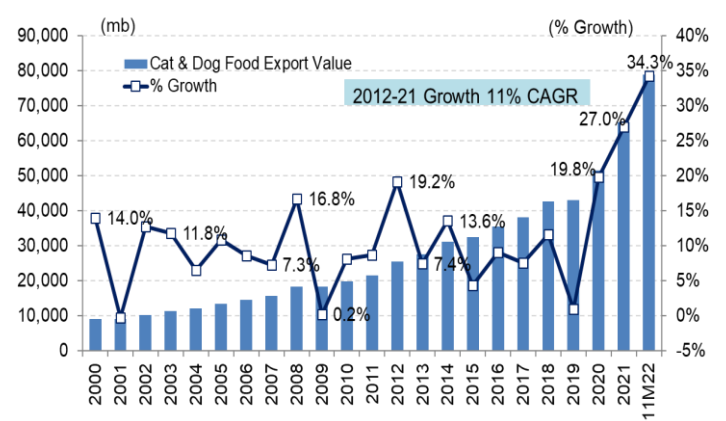
อ้างอิงข้อมูลจากกระทรวงพาณิชย์ ตลอดช่วง 10 ปีที่ผ่านมา (2012-21) มูลค่าส่งออกอาหารสัตว์เลี้ยงของไทยมีอัตราการเติบโตเฉลี่ย 9.7% CAGR จาก 3.37 หมื่นลบ.ในปี 2012 เพิ่มขึ้นเป็น 7.78 หมื่นลบ.ในปี 2021 โดยไม่มีปีใดที่มีมูลค่าส่งออกลดลง ขณะที่มูลค่าส่งออกอาหารสุนัขและอาหารแมวในช่วงเวลาเดียวกันเติบโตได้มากกว่าเฉลี่ยที่ 11% CAGR จาก 2.56 หมื่นลบ.ในปี 2012 เพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 6.53 หมื่นลบ. ในปี 2021 คิดเป็นสัดส่วน 84% ของมูลค่าส่งออกอาหารสัตว์เลี้ยงทั้งหมดของไทย โดยในช่วงปี 2020-2021 ที่มีการแพร่ระบาดของโควิด เราได้เห็นเทรนด์การเลี้ยงสัตว์เพิ่มขึ้น รวมถึงพฤติกรรมของเจ้าของสัตว์เลี้ยงที่ไม่เพียงแต่ดูแลคนในช่วงที่มีการล็อกดาวน์แล้ว ยังดูแลอาหารสัตว์เลี้ยงเช่นเดียวกัน ทำให้มูลค่าการส่งออกอาหารสัตว์เลี้ยงของไทยเร่งขึ้นในช่วงปี 2020-21 ราว 18.8% Y-Y และ 24.9% Y-Y ตามลำดับ และด้วยจำนวนครัวเรือนที่มีการเลี้ยงสัตว์ เพิ่มขึ้น ทำให้การส่งออกอาหารสัตว์เลี้ยงของไทยยังเติบโตต่อเนื่องในปี 2022 โดยมูลค่า การส่งออกอาหารสัตว์เลี้ยง และอาหารสุนัขและแมวในรูปสกุลเงินบาทในช่วง 11M22 ยังเร่งตัวขึ้น +29.8% Y-Y และ +34.3% Y-Y ตามลำดับ ส่วนหนึ่งได้อานิสงส์บวกจากค่าเงินบาทอ่อนค่า แต่ในรูปสกุล USD มูลค่าการส่งออกอาหารสัตว์เลี้ยงยังมีการเติบโตที่ดี +18% Y-Y ขณะที่มูลค่าส่งออกอาหารสุนัขและแมวเติบโตมากกว่า +22.2% Y-Y

**Exhibit 13: มูลค่าส่งออกอาหารสัตว์เลี้ยงของไทย**



Sources: Tradereport.moc.go.th, FSSIA's compilation

**Exhibit 14: มูลค่าส่งออกอาหารสุนัขและแมวของไทย**



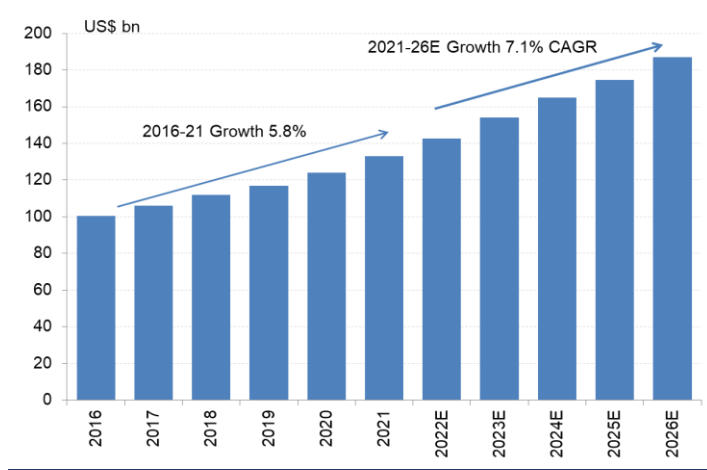
Sources: Tradereport.moc.go.th, FSSIA's compilation

ทั้งนี้หากพิจารณามูลค่าตลาดอาหารสัตว์เลี้ยงของโลกในช่วง 6 ปีที่ผ่านมา (2016-2021) มีอัตราการเติบโตเฉลี่ย 5.8% CAGR มาอยู่ที่ US\$1.33 แสนล้าน ในปี 2021 โดย Frost & Sullivan คาดการณ์มูลค่าตลาดอาหารสัตว์เลี้ยงโลกจะเติบโตต่อเนื่องเฉลี่ย 7.1% CAGR ขยับขึ้นเป็น US\$1.87 แสนล้าน ในปี 2026 ปัจจัยหนุนการเติบโตมาจาก

- 1) ประชากรโลกมีความต้องการเลี้ยงสัตว์ เพื่อเป็นสมาชิกในครอบครัว (Pet Humanization) รวมถึงการเข้าสู่สังคมผู้สูงอายุที่มีจำนวนเพิ่มมากขึ้น โดยผู้สูงอายุมีพฤติกรรมนิยมเลี้ยงสัตว์ไว้เป็นเพื่อน

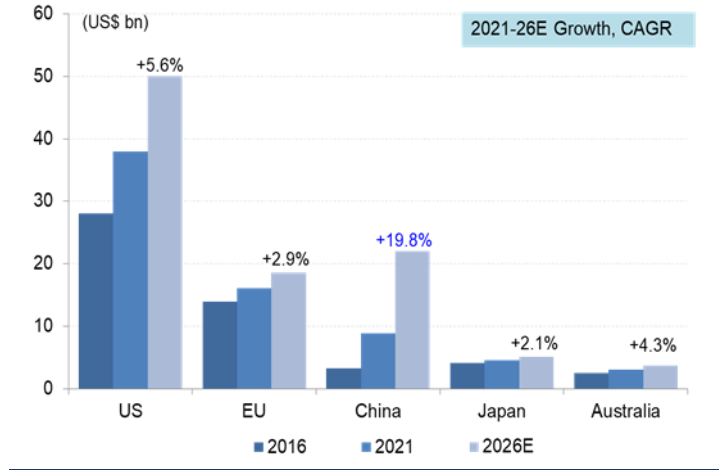
2) ความผูกพันระหว่างเจ้าของและสัตว์เลี้ยง ที่มากขึ้น ทำให้เจ้าของสัตว์เลี้ยงให้ความสำคัญ ต่อสุขภาพสัตว์เลี้ยง จึงเลือกซื้อและพึงพอใจที่จะจ่ายค่าอาหารที่มีคุณภาพ คุณค่าโภชนาการ และปลอดภัยสำหรับสัตว์เลี้ยงของตนเอง โดย 2 พฤติกรรมหลักในการเลือกอาหารสัตว์เลี้ยงคือ จะเลือกซื้ออาหารสัตว์เลี้ยงที่มีคุณภาพเท่าเทียมกับอาหารคน (Human Grade) และด้วยวิถีการดำรงชีวิตที่เร่งรีบ จึงนิยมหันมาซื้อสินค้าสำเร็จรูปที่สะดวกต่อการให้อาหารสัตว์ เลี้ยงมากขึ้น

**Exhibit 15: คาดการณ์มูลค่าตลาดอาหารสัตว์เลี้ยงโลก 2021-26E**



Source: Frost & Sullivan

**Exhibit 16: การเติบโตมูลค่าอาหารสุนัขและแมว 5 ประเทศหลักของโลก**



Source: Frost & Sullivan

อุตสาหกรรมผลิตและจำหน่ายวัตถุดิบปรุงแต่งอาหารมีการแข่งขันที่สูง จากจำนวนผู้ประกอบการ ที่ค่อนข้างมาก ทั้งผู้ประกอบการไทย และบริษัทข้ามชาติ และด้วยผลิตภัณฑ์ และสูตรผสม ที่มีความหลากหลาย ทำให้ตลาดมีการแข่งขันด้านคุณภาพมากกว่าที่จะแข่งกันด้านราคา เนื่องจากวัตถุดิบต้นน้ำประกอบด้วยวัตถุดิบที่มาจากธรรมชาติ และจากกระบวนการสังเคราะห์ ส่วนใหญ่เป็นการนำเข้าจากต่างประเทศ และราคาวัตถุดิบต้นน้ำมีความผันผวนต่ำ ขณะที่ผู้ประกอบการแต่ละรายต่างต้องมีการพัฒนาสูตรส่วนผสมใหม่ๆ ให้สอดคล้องกับเทรนด์ การบริโภค และสามารถจัดหาวัตถุดิบส่วนผสมให้ตรงกับความต้องการของลูกค้า ดังนั้นจึงเน้น การสร้างจุดเด่น และความแตกต่างของส่วนผสม รวมถึงต้องรักษาข้อมูลส่วนผสมเป็นความลับ

ในปี 2021 มีผู้ประกอบการในกลุ่มประเภทธุรกิจตามรหัสมาตรฐานอุตสาหกรรมประเทศไทย (TSIC) 46691 การขายส่งเคมีภัณฑ์ทางอุตสาหกรรม มีจำนวนทั้งสิ้น 4,236 ราย ทั้งนี้เราได้รวบรวมผู้ประกอบการที่มีลักษณะการดำเนินธุรกิจใกล้เคียงกับ NTSC รวม 8 บริษัทตามตารางด้านล่าง ประกอบด้วย บริษัทไทยที่จดทะเบียนอยู่ในตลท. (RBF NRF WINNER), บริษัทไทยที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลท. และบริษัทข้ามชาติที่เข้ามาดำเนินธุรกิจในประเทศไทย โดยรวมถือว่ามีอัตรากำไรที่ใกล้เคียงกัน อัตรากำไรขั้นต้นและอัตรากำไรสุทธิปี 2021 เฉลี่ย 8 บริษัทอยู่ที่ 25.8% และ 7.5% แม้ NTSC จะมีอัตรากำไรขั้นต้นต่ำกว่าเล็กน้อยอยู่ที่ 22.7% แต่มีอัตรากำไรสุทธิสูงกว่าอยู่ที่ 9.5%

**Exhibit 17: ตัวเลขทางการเงินของผู้ประกอบการที่ดำเนินธุรกิจใกล้เคียงกับ NTSC**

บริษัท	ปีที่ก่อตั้ง	ลักษณะธุรกิจ	รายได้	กำไรสุทธิ	% GPM	Net
			2021 (THB m)	2021 (THB m)	(%)	Margin (%)
บมจ.นิเวศน์ เอสซี	1981	นำเข้า ผลิต จำหน่าย วัตถุดิบ สารปรุงแต่ง และวัตถุดิบ เจือปนในอาหารคนและอาหารสัตว์	1,038	99	22.7	9.5
บจ.อินเตอร์เนชั่นแนล เฟลเวอร์ แอนด์ เฟรแกรนซ์ (ประเทศไทย)	1971	ผลิต นำเข้า ส่งออก ค้าส่งหัวน้ำหอม และสิ่งปรุงแต่ง อาหาร	3,474	246	18.9	7.1
บมจ.อาร์แอนด์บี ฟู้ด ซัพพลาย	1991	ผลิตและจำหน่ายวัตถุดิบที่ใช้เป็นส่วนผสมในอาหาร เช่น เกล็ดขนมปัง แป้งสาลี และวัตถุดิบแต่งกลิ่นและสี	3,384	420	37.2	12.4
บจ.จีวอกัน (ประเทศไทย)	1986	ขายส่งเคมีภัณฑ์อุตสาหกรรม	2,831	81	12.2	2.9
บจ.วันรัต (หน้าเขียวน)	1973	จำหน่ายเคมีภัณฑ์สำหรับเครื่องสำอาง อาหารและยา	2,619	175	17.2	6.7
บจ.เคอร์รี่ อินกรีเดียนท์ (ไทยแลนด์)	2002	ผลิต และจำหน่ายผลิตภัณฑ์สิ่งปรุงแต่งรสชาติอาหาร	2,125	77	31.4	3.6
บมจ.เอ็นอาร์ อินสแตนซ์ โปรดิวซ์	1991	ผลิต จัดหา จำหน่ายผลิตภัณฑ์ปรุงรสอาหารและ อาหารสำเร็จรูป	2,100	221	38.9	10.5
บมจ.วินเนอร์ กรุ๊ป เอ็นเตอร์ไพรซ์	1983	นำเข้า ผลิต จำหน่ายวัตถุดิบส่วนผสม และเคมีภัณฑ์ อาหารที่ใช้ในการแปรรูปอาหาร	1,784	108	22.2	6.1
บจ.โพร์ ฟูดส์	2002	ผลิต จัดจำหน่ายปลีก วัตถุดิบอาหารและเคมีอาหาร	467	48	28.9	10.3

Sources: NTSC, Data Warehouse, FSSIA's compilation

## ประเด็นการลงทุน

### จุดแข็งคือ R&D และประสบการณ์ของผู้บริหารยาวนานกว่า 41 ปี

อุตสาหกรรมวัตถุดิบปรุงแต่งส่วนผสมในอาหารมีการแข่งขันที่สูง จากจำนวนผู้ประกอบการค่อนข้างมาก แต่ในกลุ่มผู้ประกอบการรายใหญ่ หรือผู้ประกอบการที่เป็นบริษัทข้ามชาติ ไม่เห็นการแข่งขันด้านราคา แต่จะเน้นที่คุณภาพ มาตรฐานของสินค้า และเน้นอาศัยจุดแข็งจากการมีทีม R&D ในการพัฒนา และคิดค้นสูตรส่วนผสมในอาหาร ทั้งสูตรส่วนผสมใหม่ตามเทรนด์ของผู้บริโภค รวมถึงปรับปรุงสูตรส่วนผสมของสินค้าเดิมให้มีประสิทธิภาพมากขึ้น สามารถสร้างความแตกต่างให้กับสินค้าของลูกค้า ได้เป็นอย่างดี นำไปสู่การประสบความสำเร็จในการพัฒนาสินค้าของลูกค้า และเมื่อผู้บริโภคถูกใจ ในรสชาติและผลิตภัณฑ์แล้ว ทำให้ยากที่ลูกค้าจะปรับเปลี่ยน Supplier นอกจากนี้บริษัทยังให้ความสำคัญกับการรักษาความลับของลูกค้า เพื่อป้องกันการลอกเลียนแบบหรือการปลอมแปลง จากสินค้าต่อคุณภาพ จึงช่วยสร้างการเติบโตให้กับบริษัทได้อย่างต่อเนื่องและยั่งยืน

อีกหนึ่งจุดแข็งสำคัญคือ ประสบการณ์ของผู้บริหารและการดำเนินธุรกิจของบริษัทมายาวนานกว่า 41 ปี ทำให้เข้าใจธุรกิจอย่างลึกซึ้ง มีความเชี่ยวชาญในการคิดค้นสูตรส่วนผสม การกำหนดกลยุทธ์ทางการตลาด การมีความสัมพันธ์ที่ดีกับลูกค้ามานาน ทำให้ได้รับความไว้วางใจจากลูกค้า มาโดยตลอด รวมถึงการมีพันธมิตรที่ดีในกลุ่ม Suppliers ซึ่งบริษัทให้ความสำคัญกับการ เลือกผู้จัดจำหน่ายวัตถุดิบ ปรุงแต่ง และวัตถุดิบในอาหารที่หลากหลายประเภท โดยมีการคัดสรรผลิตภัณฑ์ที่มีคุณภาพ จากแหล่งผลิตทั่วโลก คำนึงถึงคุณภาพและความคุ้มค่าของราคา รวมถึงต้องมีปริมาณที่ตอบสนองความต้องการในแต่ละช่วงเวลาได้

### สินค้าของบริษัทคือส่วนผสมในสินค้าอาหาร ซึ่งเป็นสินค้าจำเป็น

เราขอจุดแข็งที่ตัวสินค้าของบริษัท ซึ่งเป็นวัตถุดิบปรุงแต่ง ส่วนผสม ในอาหารและเครื่องดื่ม ซึ่งเป็นสินค้าจำเป็น และมีความผันผวนต่อภาวะเศรษฐกิจค่อนข้างต่ำ ไม่เพียงแต่เติบโตตาม ความต้องการบริโภคในประเทศเท่านั้น แต่ประเทศไทยยังเป็นฐานการผลิตและส่งออก อาหารเครื่องดื่มรายสำคัญของโลก ทำให้ยังสามารถเติบโตตามความต้องการในตลาดต่างประเทศ ได้ด้วย ขณะที่รสชาติของอาหารเครื่องดื่มเป็นสิ่งสำคัญไม่แพ้โภชนาการในอาหาร ทำให้ ความต้องการในวัตถุดิบปรุงแต่ง ส่วนผสม ในอาหารเติบโตต่อเนื่อง และด้วยประสบการณ์ และความเชี่ยวชาญของผู้บริหาร ทำให้บริษัทมีรายได้เติบโตสม่ำเสมอและมีเสถียรภาพ นอกจากนี้บริษัทยังมีรายได้จากวัตถุดิบปรุงแต่ง ส่วนผสมในอาหาร สำหรับสัตว์เศรษฐกิจ (Feed) และอาหารสัตว์สำหรับสัตว์เลี้ยง (Pet Food) ซึ่งมีแนวโน้มฟื้นตัวตามการ Reopen ทำให้เกษตรกรกลับมาเลี้ยงสัตว์เศรษฐกิจมากขึ้น ทั้งสัตว์บกและสัตว์น้ำ ขณะที่อาหารสัตว์เลี้ยงยังเติบโตได้อย่างต่อเนื่อง ตามจำนวนประชากรสัตว์เลี้ยงทั่วโลกที่เพิ่มขึ้น และประเทศไทยถือเป็นผู้ผลิตและส่งออกอาหารสัตว์เลี้ยงรายใหญ่อันดับ 3 ของโลก ถือเป็นบวกต่อ NTSC ที่อยู่ ในอุตสาหกรรมที่แข็งแกร่งอย่างอาหารเครื่องดื่ม และอาหารสัตว์

### ผลิตภัณฑ์มีความหลากหลาย และมีคุณภาพตามมาตรฐานสากล

ด้วยประสบการณ์ของบริษัทกว่า 41 ปี ทำให้มีความรู้ ความเข้าใจในผลิตภัณฑ์เป็นอย่างดี และมีคู่ค้าที่เป็นพันธมิตรจำนวนมาก โดยบริษัทสามารถจัดหาวัตถุดิบและส่วนผสม ที่มีคุณภาพจากแหล่งผลิตทั่วโลก โดยบริษัทมีการนำเข้าวัตถุดิบจากทั้งประเทศในทวีปเอเชีย ยุโรป และอเมริกา และสามารถนำเสนอผลิตภัณฑ์ที่หลากหลาย สามารถตอบโจทย์ความต้องการ ของลูกค้าได้ในทุกกลุ่ม นอกจากนี้ บริษัทให้ความสำคัญกับคุณภาพของผลิตภัณฑ์ต่างๆที่มีการนำเข้า ผลิต และจำหน่าย โดยคำนึงถึงความปลอดภัยของผู้บริโภคเป็นหลัก เพราะสินค้าส่วนใหญ่ของบริษัท เกี่ยวข้องกับอาหารและเครื่องดื่ม บริษัทจึงต้องมีการคัดสรรและตรวจสอบคุณภาพของผลิตภัณฑ์ เพื่อให้มั่นใจได้ว่าผลิตภัณฑ์มีคุณภาพตามมาตรฐานความปลอดภัยด้านอาหาร อีกทั้งบรรจุกฎหมาย ต้องอยู่ในสภาพดี ฉลากมีความถูกต้องและครบถ้วน

### Exhibit 18: มาตรฐานสากลที่บริษัทได้รับ

#### มาตรฐานสากล

FSSC22000 – Food Safety System Certification

GMP – Good Management Practices



HACCP – Hazard Analysis Critical Control Point

ISO9001 / ISO9001:2015 – Quality Management System

FAMI – QS Code – Quality and Safety System For Specialty Feed Ingredients

Source: NTSC

**วัตถุประสงค์การใช้เงิน IPO และแผนการลงทุนในอนาคต**

บริษัทมีแผนนำเงินที่ได้จากการขาย IPO ครั้งนี้ใช้ลงทุนขยายธุรกิจ 2 โครงการ สำหรับผลิตภัณฑ์เพิ่มความน่ากินในอาหารสัตว์ และลงทุนในเครื่องจักรเพื่อผลิตสินค้าสำหรับ OEM และผลิตภัณฑ์อาหารอื่นๆ คาดใช้เงินลงทุนรวม 18 ลบ., เพื่อนำชำระหนี้เงินกู้ยืมธนาคารรวม 400 ลบ. ที่มีการกู้ยืมในช่วงปลายปี 2022 เพื่อนำมาจ่ายเงินปันผล และส่วนที่เหลือเพื่อใช้เป็นเงินหมุนเวียน ในกิจการ

**Exhibit 19: แผนลงทุนของบริษัท**

แผนลงทุน	ประมาณการ การเงินลงทุน	ระยะเวลา ลงทุน	รายละเอียด
สายการผลิตส่วนผสมในอาหารเพื่อเพิ่มความน่ากินในอาหารสัตว์ (Palatability Enhancer)	5.8 ลบ.	ภายในปี 2023	แผนการลงทุนประกอบด้วย ค่าใช้จ่ายด้าน R&D 1 ลบ., ปรับปรุงอาคารและพัฒนาระบบ 2.4 ลบ. และเครื่องจักรอีก 2.4 ลบ. คาดจะแล้วเสร็จและเริ่มผลิตเชิงพาณิชย์ได้ภายในปี 2023 และคาดว่าจะรับรู้รายได้เต็มปีในปี 2024
เครื่องจักรสำหรับผลิตวัตถุดิบปรุงแต่งส่วนผสมในอาหารสำหรับลูกค้า OEM	12.3 ลบ.	ภายในปี 2023	แผนการลงทุนประกอบด้วย เครื่องจักร 10.8 ลบ. และปรับปรุงอาคารและพัฒนาระบบ 1.5 ลบ. คาดจะแล้วเสร็จและเริ่มรับรู้รายได้ในปี 2023 คาดช่วยหนุนอัตรากำไรขั้นต้นได้
ชำระคืนเงินกู้ยืมจากธนาคาร	400 ลบ.	ภายใน 1Q23	คาดว่าจะลดภาระดอกเบี้ยจ่ายได้ทันทีใน 1Q23
ใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนในธุรกิจ	--	--	--

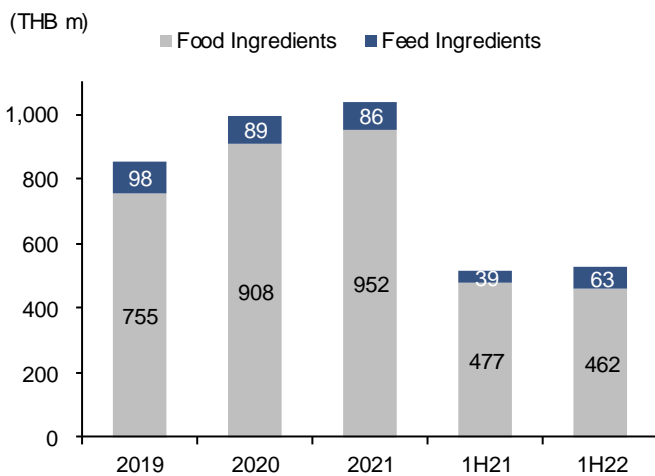
Source: NTSC

## ผลการดำเนินงานในอดีต และคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคต

### ผลการดำเนินงานในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา ถูกกระทบจากโควิดจำกัด

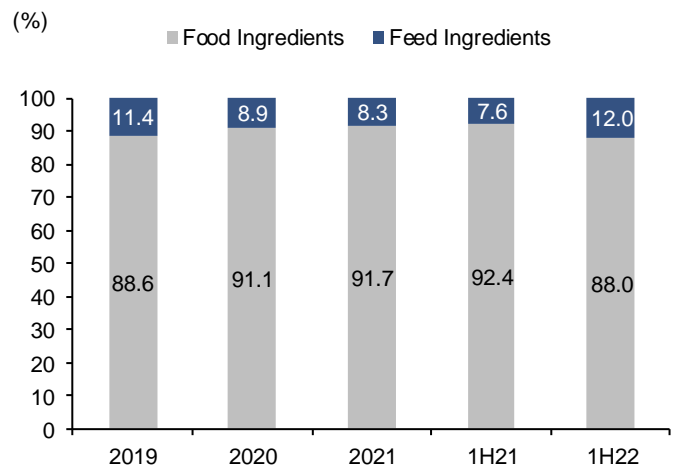
ในช่วงปี 2019-21 บริษัทมีรายได้จากขายรวมเติบโต 10.4% CAGR มาอยู่ที่ 1,038 ลบ.ในปี 2021 เพิ่มขึ้นจาก 852 ลบ.ในปี 2019 โดยเป็นการเติบโตจาก Food Ingredients เป็นหลัก ซึ่งเป็นกลุ่ม ที่มีสัดส่วนรายได้สูงราว 91.7% ในปี 2021 ถัดมาในช่วง 1H22 รายได้จาก Food Ingredients ลดลงเล็กน้อย -3.1% Y-Y จากผลกระทบของ Inflation ที่กระทบต่อต้นทุนและการขาย ของลูกค้า แต่ถูกหักล้างด้วยรายได้กลุ่ม Feed Ingredients ที่เติบโตดี +59.9% Y-Y ตามการเติบโตของ ตลาดอาหารสัตว์เลี้ยง และการฟื้นตัวของอาหารสัตว์เศรษฐกิจภายหลัง Reopen และการฟื้นตัวของ การท่องเที่ยว ทำให้รายได้จากการขายรวมของบริษัทใน 1H22 เติบโตเล็กน้อย +1.6% Y-Y และ สัดส่วนรายได้ Feed Ingredients เพิ่มขึ้นเป็น 12% ของรายได้จากการขายรวม ขยับขึ้นจาก 7.6% ใน 1H21

Exhibit 20: โครงสร้างรายได้แบ่งตามกลุ่มสินค้า



Sources: NTSC; FSSIA's compilation

Exhibit 21: สัดส่วนรายได้แบ่งตามกลุ่มสินค้า

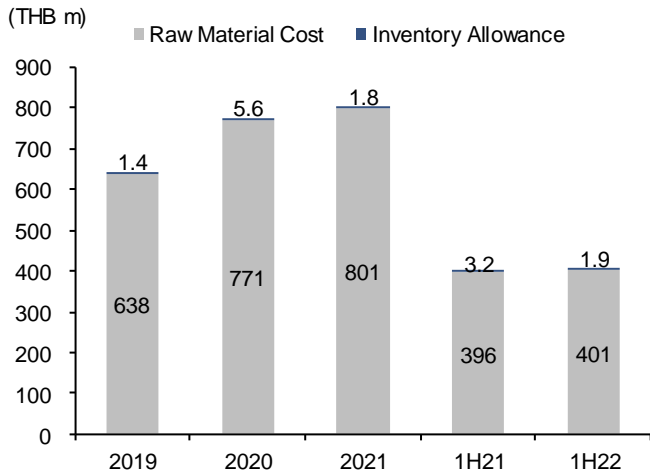


Sources: NTSC; FSSIA's compilation

ในส่วนของต้นทุนการขายเกือบทั้งหมดคือ ต้นทุนวัตถุดิบ สัดส่วนราว 99% ของต้นทุนขายทั้งหมด และคิดเป็นสัดส่วนต่อรายได้จากการขายรวมราว 77%-78% ในช่วงปี 2019-2021 ซึ่งส่วนใหญ่เป็น ต้นทุนวัตถุดิบที่นำเข้าจากต่างประเทศราว 90% ของต้นทุนวัตถุดิบ โดยในปี 2020 บริษัทมีอัตรากำไรขั้นต้นเท่ากับ 22.1% ปรับลดลงจาก 24.9% ในปี 2019 ส่วนหนึ่งเป็นผลจากโควิด ทำให้ต้นทุนวัตถุดิบ และค่าขนส่งปรับตัวสูงขึ้น ต่อมาในปี 2021 อัตรากำไรขั้นต้นปรับตัวดีขึ้นเป็น 22.7% จากการบริหาร วางแผนจัดซื้อล่วงหน้าและมีการทบทวนการสั่งซื้อทุกไตรมาส และยังคงขึ้น ต่อเนื่องเป็น 23.2% ในช่วง 1H22 ส่วนหนึ่งเรามองว่าเกิดจากต้นทุนขนส่งที่ปรับตัวลดลง ตามค่าระวางเรือตู้คอนเทนเนอร์ที่ปรับลง และสามารถจัดหาสายเรือได้ง่ายขึ้น ส่งผลให้ต้นทุน การนำเข้าปรับลง ร่วมกับการบริหารจัดการที่ดี ช่วยหักล้างค่าเงินบาทที่อ่อนค่าลงได้ นอกจากนี้บริษัทมีนโยบายตั้งค่าเผื่อการลดลงของมูลค่าสินค้าคงเหลือรับรู้ในต้นทุน โดยในช่วงปี 2019-1H22 มีการตั้งค่าเผื่อเพียงเล็กน้อย คิดเป็นสัดส่วนเพียง 0.2%-0.6% ของรายได้รวม ไม่กระทบต่อผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญ

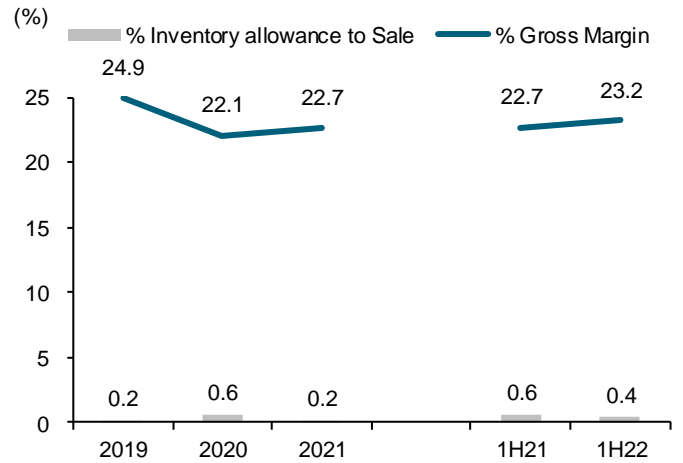
บริษัทมีสัดส่วน SG&A to Sale อยู่ที่ราว 10%-13% ในช่วงปี 2019-1H22 ค่าใช้จ่ายส่วนใหญ่ เป็น ค่าใช้จ่ายพนักงานและพนักงานขาย รองมาคือ ค่าใช้จ่ายในการขนส่ง ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย (สิทธิการใช้ที่ดิน) โดยมีกำไรสุทธิปี 2019-21 ก่อนข้งมีเสถียรภาพโตเฉลี่ย 3.2% CAGR และมีกำไรสุทธิ 1H22 เท่ากับ 45 ลบ. -6.4% Y-Y สาเหตุที่กำไรลดลงเล็กน้อยมาจาก ค่าใช้จ่ายการบริหารที่สูงขึ้น จากค่าวัสดุอุปกรณ์ เพราะมีการซื้อพลาแทสำหรับใช้ในคลังสินค้า และการเพิ่มขึ้นของค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญ

**Exhibit 22: ต้นทุนหลักคือ วัตถุดิบ**



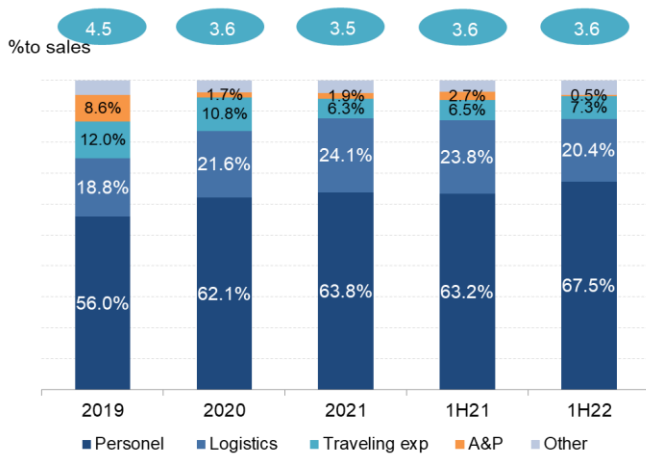
Sources: NTSC; FSSIA's compilation

**Exhibit 23: อัตรากำไรขั้นต้น**



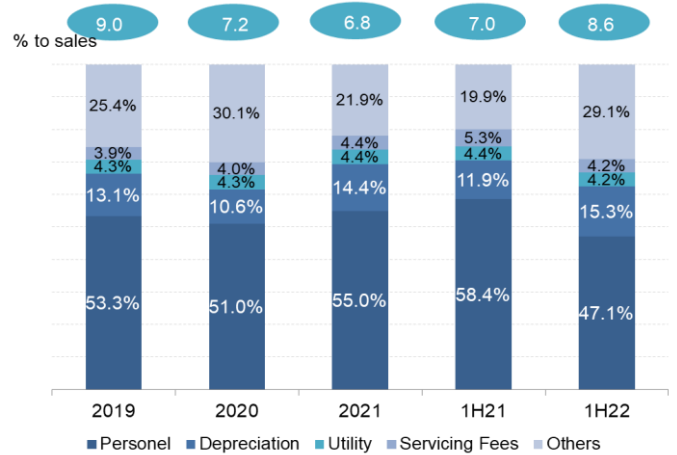
Sources: NTSC; FSSIA's compilation

**Exhibit 24: สัดส่วนค่าใช้จ่ายในการขาย**



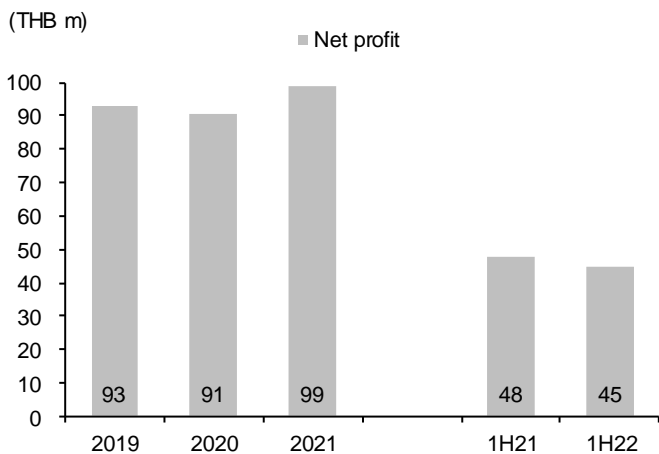
Sources: NTSC; FSSIA's compilation

**Exhibit 25: สัดส่วนค่าใช้จ่ายในการบริหาร**



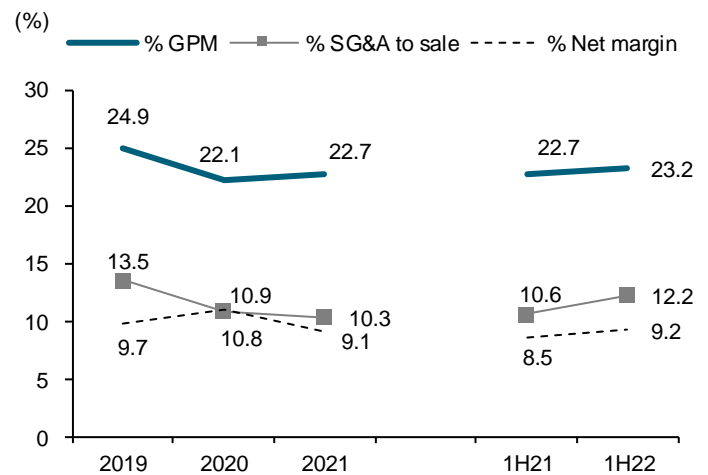
Sources: NTSC; FSSIA's compilation

**Exhibit 26: กำไรสุทธิ**



Sources: NTSC; FSSIA's compilation

**Exhibit 27: อัตรากำไร**



Sources: NTSC; FSSIA's compilation

คาดการณ์ปี 2022 ชะลอตัว และกลับมาโตสูงในปี 2023

เรคาดกำไรสุทธิปี 2022 จะปรับลดลงราว -15.3% Y-Y เป็น 84 ลบ. (โดยกำไร 1H22 คิดเป็นสัดส่วน 54% ของคาดการณ์ทั้งปี) และคาดกำไรสุทธิปี 2023 จะกลับมาเติบโตดี +47.8% Y-Y เป็น 124 ลบ. ทั้งนี้เรคาดกำไร 3 ปี 2023-25 โตเฉลี่ย 11% CAGR โดยมีสมมติฐานดังนี้

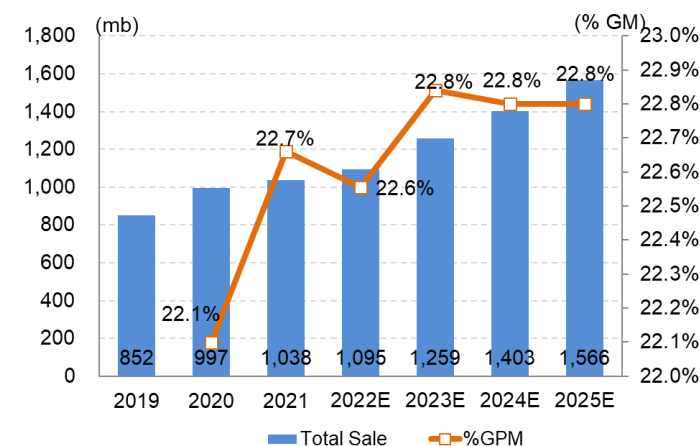
- 1) คาดรายได้จากการขายรวมปี 2023-25 จะเติบโตเฉลี่ยปีละ 11.5% CAGR สูงขึ้นจากที่คาด โตเพียง 5.5% Y-Y ในปี 2022 มาจากการฟื้นตัวของลูกค้าเดิม กลุ่มอาหารเครื่องดื่ม และเติบโตตามตลาดอาหารสัตว์เลี้ยง ขณะที่เราใช้สมมติฐานอย่าง Conservative สำหรับโครงการลงทุนใหม่ 2 โปรเจกต์ของบริษัท คาดจะรับรู้รายได้ อย่างมีนัยสำคัญในปี 2024-25
- 2) ด้วยลักษณะธุรกิจที่เน้นนำเข้า ผสมวัตถุดิบให้ได้สูตรตามที่ลูกค้าต้องการ ไม่ได้มีกระบวนการผลิตที่สลับซับซ้อน เรามองว่าใกล้เคียงกับธุรกิจ Trading มากกว่า ทำให้อัตรากำไรขั้นต้นค่อนข้าง มีเสถียรภาพ จึงคาดอัตรากำไรขั้นต้นในปี 2023-25 จะปรับตัวปีละ 10 bps อยู่ในกรอบ 22.7%-22.8%
- 3) คาดสัดส่วน SG&A to Sale ในปี 2023-25 จะอยู่ที่ราว 10.3%-10.5% ปรับลดลงจาก 12.5% ในปี 2022 ภายหลังรายได้กลับมาเติบโตได้มากขึ้น ทำให้ได้ประโยชน์จาก Operating Leverage และ ค่าใช้จ่ายที่ปรึกษา รวมถึงค่าใช้จ่ายในการเตรียมตัวเข้าตลาด. จะปรับลดลง
- 4) ภาระดอกเบี้ยจ่ายส่วนใหญ่เกิดจากภาระหนี้เงินกู้ระยะสั้นที่อัตราดอกเบี้ยที่สูง ซึ่งเป็นสินเชื่อเพื่อการนำเข้า โดยบริษัทมีอัตราดอกเบี้ยจ่ายราว 2.7% และมีภาระหนี้จากสัญญาเช่าอีกบางส่วน

**Exhibit 28: Assumptions**

	Forecast			Growth		
	2022E (THB m)	2023E (THB m)	2024E (THB m)	2022E (%)	2023E (%)	2024E (%)
<b>Total Sales</b>	<b>1,095</b>	<b>1,259</b>	<b>1,403</b>	<b>5.5</b>	<b>15.0</b>	<b>11.4</b>
Gross Margin (%)	22.6	22.8	22.8	(0.1)	0.2	0.0
SG&A Expense	137	130	146	27.6	-5.1	12.3
SG&A to Sale (%)	12.5	10.3	10.4	2.2	(-2.2)	0.1
Net Profit	84	124	137	(15.3)	47.6	10.5
Net Margin (%)	7.6	9.8	9.8	(1.9)	2.2	0.0

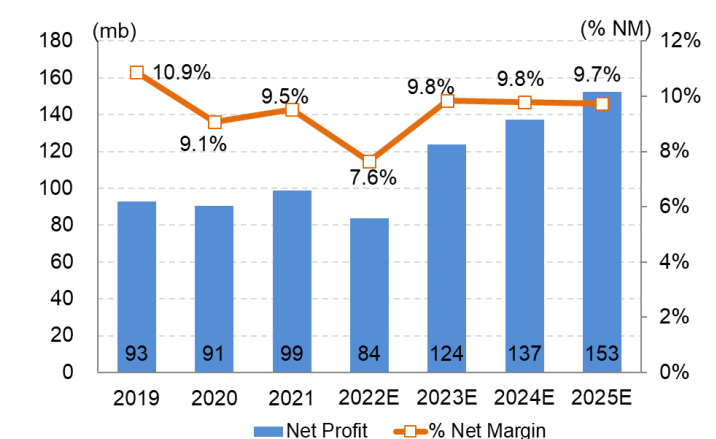
Note: Change of items in percentage terms are represented in ppt change  
Source: FSSIA estimates

**Exhibit 29: คาดการณ์รายได้ และอัตรากำไรขั้นต้น**



Sources: NTSC; FSSIA's compilation

**Exhibit 30: คาดการณ์กำไรสุทธิและอัตรากำไรสุทธิ**



Sources: NTSC; FSSIA's compilation

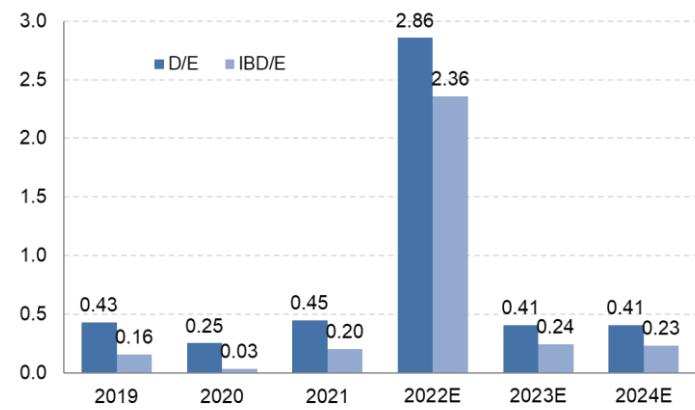
**ฐานะทางการเงินและสภาพคล่องจะยิ่งแข็งแกร่งขึ้นหลัง IPO**

คาดบริษัทมี D/E Ratio สิ้นปี 2022 เท่ากับ 2.86 เท่า เพิ่มขึ้นจาก 0.45 เท่าในปี 2021 เนื่องจากใน 4Q22 บริษัทมีการกู้ยืมเงินจากธนาคารเพื่อนำมาจ่ายปันผลรวม 400 ลบ. ภายหลังจากนำเงินจาก IPO ไปชำระหนี้ในช่วง 1Q23 คาด D/E Ratio ปี 2023 จะลดลงมาอยู่ที่ 0.41 เท่า โดยหนี้ส่วนใหญ่ประกอบด้วยภาระหนี้วงเงินทรัสต์รีซีท (สินเชื่อเพื่อการนำเข้า), หนี้สินจากสัญญาเช่า และเจ้าหนี้การค้า โดยคาด Interest Bearing D/E Ratio สิ้นปี 2023 จะปรับลงมาอยู่ที่ 0.24 เท่า จากค่าที่ 2.36 เท่าในปี 2022 กลับมาอยู่ในระดับต่ำใกล้เคียงปี 2020 อีกครั้ง

ทั้งนี้ภายหลังจาก IPO แล้วเสร็จ คาด Current Ratio สิ้นปี 2023 จะปรับขึ้นเป็น 3.14 เท่า จากค่าอยู่ที่ 1 เท่าสิ้นปี 2022 ด้วยฐานทุนที่สูงขึ้น และชำระหนี้เงินกู้แล้วเสร็จ และคาด ROE จะปรับลดลงมาอยู่ที่ 14.6% แต่ยังคงสูงเป็นระดับสองหลัก โดยรวมจะเห็นว่าฐานะทางการเงินและสภาพคล่องจะแข็งแกร่ง มากขึ้นหลัง IPO

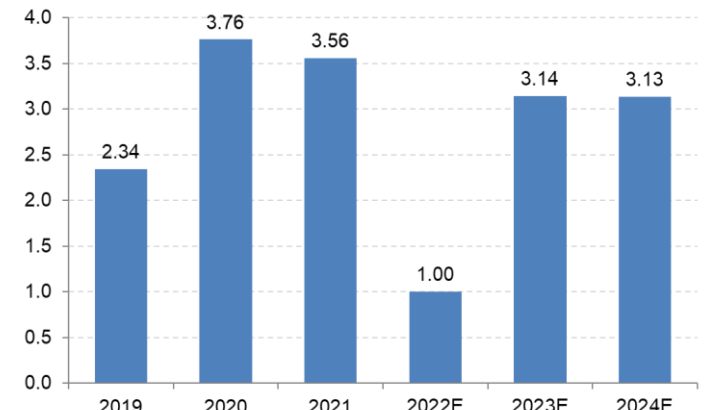
สำหรับ Cash Cycle Days สิ้น 1H22 ขยับสูงขึ้นมาอยู่ที่ 141 วัน จากสิ้นปี 2021 ที่ 120 วัน มาจาก Inventory Days 1H22 ที่สูงขึ้นอยู่ที่ 142 วัน จาก 113 วัน ในปี 2021 จากมูลค่าสินค้าคงเหลือที่เพิ่มขึ้น เนื่องจากผู้บริหารคาดการณ์ว่าราคาต้นทุนวัตถุดิบมีแนวโน้มสูงขึ้น จึงปรับเพิ่มระดับสินค้าคงเหลือชั่วคราว ทั้งนี้เราคาดว่า Inventory Days จะปรับลดลงกลับสู่ระดับปกติอีกครั้งสิ้นปี 2022 เมื่อมีการขายสินค้าออกไปได้มากขึ้น

**Exhibit 31: DE ratio**



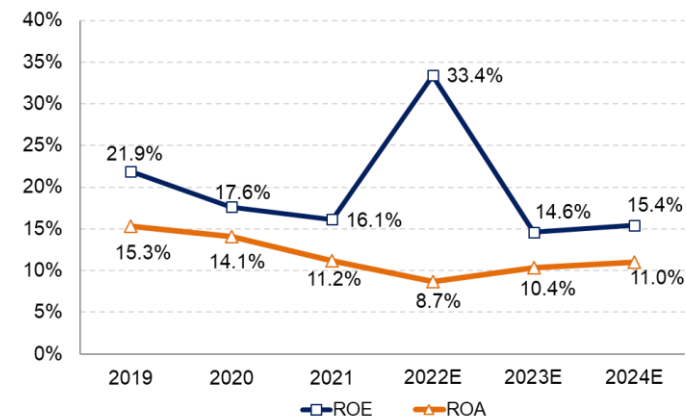
Sources: NTSC; FSSIA estimates

**Exhibit 32: Current ratio (x)**



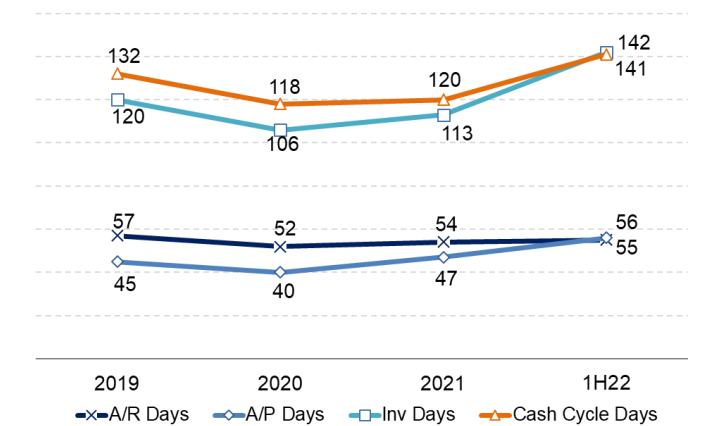
Sources: NTSC; FSSIA estimates

**Exhibit 33: อัตราผลตอบแทน ROE & ROA (%)**



Sources: NTSC; FSSIA estimates

**Exhibit 34: Cash Cycle Days**



Sources: NTSC; FSSIA estimates

## ประเมินมูลค่าเหมาะสมปี 2023 เท่ากับ 32 บาท (อิง PE 25 เท่า)

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ NTSC ด้วยวิธี Relative PE ที่ 25 เท่า ได้ราคาเป้าหมายปี 2023 เท่ากับ 32 บาท โดยเทียบเคียงกับบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ที่มีลักษณะธุรกิจใกล้เคียงกัน ได้แก่ RBF, NRF และเทียบเคียงกับบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมอาหาร, เครื่องดื่ม และอาหารสัตว์เลี้ยง ซึ่งจัดอยู่ในกลุ่มเดียวกับลูกค้าของ NTSC เช่น ITC AAI ICHI SAPPE PLUS และ XO รวม 8 บริษัท พบว่าปัจจุบันเทรดที่ Forward PE 2023 ที่ 24.5 เท่า

นอกจากนี้เมื่อพิจารณาบริษัทที่อยู่ในธุรกิจเดียวกันในระดับโลก เราพบว่ามี 3 บริษัทที่ Listed อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ และมีบริษัทย่อยตั้งอยู่ในประเทศไทย ได้แก่ Givaudan และ International Flavors and Fragrance โดยเทรดที่ PE2023 ราว 26.9 เท่า และ 18.4 เท่า ตามลำดับ ดังนั้นเราจึงมองว่า Target PE ที่ 25 เท่าสำหรับ NTSC ถือว่าเป็นระดับที่เหมาะสมไม่ Aggressive จนเกินไป

### Exhibit 35: Peers Comparison (as of Dec 30, 2022)

	Market cap (USD m)	NPAT growth		ROE		PER		EV/EBITDA(x)	
		23E (%)	24E (%)	23E (%)	24E (%)	23E (x)	24E (x)	23E (x)	24E (x)
<b>Global Peers</b>									
Givaudan SW	28,427	11.9	9.5	21.7	22.1	26.9	24.6	19.9	18.6
Intl Flavors & Fragrance US	26,740	5.4	15.3	6.3	7.3	18.4	16.3	14.2	12.9
<b>Average-Global Peers</b>		<b>8.4</b>	<b>11.4</b>	<b>13.5</b>	<b>14.0</b>	<b>21.1</b>	<b>19.0</b>	<b>15.8</b>	<b>14.6</b>
<b>Domestic Peers</b>									
RBF	746	37.0	8.8	15.4	15.5	35.1	29.8	22.3	21.0
NRF	269	104.5	60.2	7.3	10.9	42.3	25.7	16.0	12.5
ITC	2,604	15.0	17.7	16.6	18.1	18.8	16.0	13.3	11.3
AAI	424	15.8	15.7	17.5	18.4	15.8	13.4	12.6	10.8
ICHI	425	16.5	10.1	11.7	13.3	20.6	18.2	10.6	9.3
SAPPE	394	13.6	13.4	21.6	23.0	19.4	17.1	11.2	9.5
PLUS	163	8.7	8.8	15.6	15.6	28.0	26.3	16.3	15.0
XO	160	4.9	13.3	28.5	29.0	15.3	13.5	12.4	10.8
<b>Average-Domestic Peers</b>		<b>13.3</b>	<b>11.0</b>	<b>16.8</b>	<b>17.9</b>	<b>24.5</b>	<b>20.0</b>	<b>14.3</b>	<b>12.5</b>

Sources: Bloomberg; FSSIA estimates



## ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

### ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาวัตถุดิบ

วัตถุดิบตั้งต้นของผลิตภัณฑ์ของบริษัทมาจากสินค้าเกษตรและการสังเคราะห์ทางวิทยาศาสตร์ ซึ่งราคาสินค้าเกษตรเป็นโศกณัฏ์ที่มีความผันผวน แปรตามสภาพอากาศของแต่ละท้องที่ ประกอบกับการแข่งขันด้านราคาจากผู้ซื้อวัตถุดิบรายอื่นทั่วโลก หรือสถานการณ์ความไม่มั่นคง ทางการเมือง อาจส่งผลกระทบต่อราคาต้นทุนวัตถุดิบ อย่างไรก็ตาม บริษัทได้ลดความเสี่ยง ด้วยการติดตามแนวโน้มราคาต้นทุนวัตถุดิบอย่างใกล้ชิด โดยการวางแผนจัดซื้อวัตถุดิบล่วงหน้า ควบคุมไปกับการปรับราคาขายให้สอดคล้องกับราคาวัตถุดิบที่เปลี่ยนแปลงไปเพื่อรักษาความสามารถในการทำกำไร และสรรหาวัตถุดิบทดแทนที่มีคุณสมบัติเทียบเคียงเพื่อเสนอเป็นทางเลือกให้แก่ลูกค้า

### ความเสี่ยงจากการแข่งขัน

สินค้าของกลุ่มบริษัทเป็นส่วนประกอบของอาหารซึ่งลูกค้านำไปใช้ตามวัตถุประสงค์ที่หลากหลายของลูกค้า เช่น เป็นวัตถุดิบตั้งต้น เป็นส่วนผสมในการผลิต หรือนำไปแปรรูปและผลิตสินค้าของลูกค้า ซึ่งลูกค้าสามารถคิดค้นหรือสรรหาวัตถุดิบได้เองจากหลากหลายแหล่งผู้ผลิตหรือผู้จำหน่ายรายอื่นเพื่อลดต้นทุนการผลิตของลูกค้าเอง แต่บริษัทมีแนวทางลดความเสี่ยงโดยการให้คำแนะนำชนิดและ แปรพันธุ์วัตถุดิบ ที่ตอบโจทย์ลูกค้าโดยอาศัยความเชี่ยวชาญด้านวัตถุดิบของบริษัท และ NTSC ยังสามารถจัดหาวัตถุดิบทดแทนเพื่อให้ได้สินค้าที่มีปริมาณและคุณภาพตามที่ลูกค้าต้องการได้

### ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน

สินค้าของบริษัทกว่า 90.0% นำเข้าจากต่างประเทศ ส่วนใหญ่กำหนดราคาโดยอ้างอิง ดอลลาร์สหรัฐ หรือเงินเหรียญสหรัฐอเมริกา ความผันผวนของค่าเงินดอลลาร์สหรัฐอาจส่งผลกระทบต่อต้นทุน และผลการดำเนินงานของบริษัท ทั้งนี้ บริษัทบริหารความเสี่ยงโดยการติดตามการเคลื่อนไหว ของอัตราแลกเปลี่ยน และวางแผนการเงินที่สอดคล้องกับแผนการสั่งซื้อสินค้านำเข้า รวมถึง การบริหารความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนด้วยการทำสัญญาซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า (Forward) หรือ Options

### ความเสี่ยงจากการบริหารสินค้าคงเหลือและด้อยค่าของสินค้าคงเหลือ

สินค้าของบริษัทส่วนใหญ่มีอายุ 1-3 ปี คุณภาพของสินค้ามีความสัมพันธ์โดยตรงกับอายุของสินค้า หากบริษัทไม่สามารถบริหารจัดการจัดซื้อได้อย่างมีประสิทธิภาพ สินค้าคงเหลือจะถูกตั้งค่าเผื่อการลดลงของมูลค่าสินค้าตามอายุคงเหลือ ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกลุ่มบริษัท ทั้งนี้ บริษัทมีแนวทางลดความเสี่ยงโดยการวางแผนการสั่งซื้อล่วงหน้าที่สอดคล้องกับระยะเวลาที่สามารถจัดส่งและส่งมอบสินค้าให้ลูกค้าได้จริง และตรวจสอบอายุของสินค้าคงคลังทุกเดือนเพื่อหาแนวทางในการจำหน่ายสินค้าที่มีอายุค้างนาน

### ความเสี่ยงด้านคุณภาพสินค้าและความปลอดภัยในการบริโภค

สินค้าของบริษัทถูกนำไปใช้ในอุตสาหกรรมอาหาร ยา และเครื่องสำอาง เป็นหลัก คุณภาพของสินค้าและความปลอดภัยของผู้บริโภคมีความสำคัญต่อชื่อเสียงและภาพลักษณ์ของบริษัท หากสินค้าที่ บริษัทจำหน่ายไม่ได้คุณภาพ จะส่งผลเสียต่อชื่อเสียงและภาพลักษณ์ของบริษัท ทั้งนี้ บริษัทมีแนวทาง ลดความเสี่ยงด้านคุณภาพโดยมีกระบวนการผลิตที่ได้รับมาตรฐานคุณภาพระดับสากล ISO 9001, FSSC22000, FAMI-QS, HACCP และ GMP

## Appendix

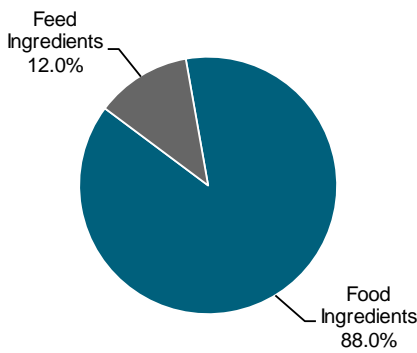
### Company Overview

NTSC เป็นผู้นำเข้า ผลิตและจำหน่ายวัตถุดิบ สารปรุงแต่ง และวัตถุเจือปนในอาหารคนและอาหารสัตว์ เพื่อนำไปใช้เป็นวัตถุดิบส่วนผสม ในการปรุงอาหารของลูกค้า โครงสร้างรายได้ประกอบด้วย

1. รายได้จากวัตถุดิบ สารปรุงแต่ง และวัตถุเจือปนในอาหารคน
2. รายได้จากวัตถุดิบ สารปรุงแต่ง และวัตถุเจือปนในอาหารสัตว์

บริษัทมีรายได้หลักมาจากการขายในประเทศทั้งหมด ส่วนใหญ่เป็นผู้ผลิตอาหาร อาหารแปรรูป เครื่องปรุงรส อาหารเสริม เครื่องดื่ม ร้านอาหาร ยา สมุนไพร เครื่องสำอาง และอาหารสัตว์ เป็นต้น บริษัทมีโรงงานตั้งอยู่ที่ อ.สามพราน จ.นครปฐม บนพื้นที่ 16 ไร่ และมีคลังสินค้าขนาด 8,300 ตร.ม.

สัดส่วนรายได้แบ่งตามกลุ่มสินค้างวด 1H22



### Valuation Methodology

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ NTSC ด้วยวิธี Relative PE ที่ 25 เท่า เทียบเคียงกับบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ที่มีลักษณะธุรกิจใกล้เคียงกันได้แก่ RBF NRF และเทียบเคียงกับบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมอาหารซึ่งจัดอยู่ในกลุ่มเดียวกับลูกค้าของ NTSC เช่น กลุ่มอาหาร เครื่องดื่ม และอาหารสัตว์เลี้ยง รวมทั้ง 8 บริษัท พบว่าปัจจุบันเทรดที่ Forward PE 2023 ที่ 24.5 เท่า ดังนั้น Target PE ที่ 25 เท่า สำหรับ NTSC ถือว่าเหมาะสม ไม่ Aggressive จนเกินไป

### ESG

#### Environment

- บริษัทให้ความสำคัญกับคุณภาพ มาตรฐานความปลอดภัย และใส่ใจสิ่งแวดล้อม โดยมุ่งมั่นลดผลกระทบทางด้านสิ่งแวดล้อม ครอบคลุมการใช้วัตถุดิบ พลังงาน น้ำ ทรัพยากรหมุนเวียน การปลดปล่อยและจัดการของเสียที่เกิดจากการประกอบธุรกิจ เน้นเพิ่มประสิทธิภาพการใช้ทรัพยากร และลดผลกระทบจากการปล่อยก๊าซเรือนกระจก
- บริษัทมุ่งมั่นลดการใช้กระแสไฟฟ้า โดยติดตั้งแผง Solar Cell ขนาด 268.8 Kw สำหรับจ่ายกระแสไฟฟ้าสำหรับใช้งานในส่วนของสำนักงาน คลังสินค้า และโรงงานผลิต รวมถึงการปรับปรุงระบบการขนส่งสินค้าเพื่อลดปริมาณการปล่อยก๊าซเรือนกระจก โดยในปี 2021 มีการประเมิน Carbon Footprint ขององค์กร ซึ่งผู้ทวนสอบ BVC ให้ความเห็นว่าการปล่อยก๊าซเรือนกระจกของบริษัทอยู่ในระดับมาตรฐาน
- บริษัทมีเป้าหมายลดการก่อให้เกิดมลพิษจากกระบวนการผลิตและอุปโภคภายในกลุ่มบริษัท โดยมีการตรวจประเมินคุณภาพ เช่น ความร้อน แสง เสียง และฝุ่นละออง เป็นประจำทุกปี รวมถึงมีเป้าหมายลดการใช้ทรัพยากรน้ำอย่างสิ้นเปลือง และมีการจัดทำระบบบำบัดน้ำเสีย และบ่อบำบัดน้ำตามระบบมาตรฐานของโรงงาน

#### Social

- ดำเนินธุรกิจโดยคำนึงถึงผลกระทบต่อสังคมและชุมชน และมีความรับผิดชอบต่อชุมชนโดยรอบ รวมถึงร่วมพัฒนาชุมชน สร้างอาชีพและรายได้ สร้างความมั่นคงให้สังคมโดยรอบ
- บริษัทให้ความสำคัญกับการเคารพปกป้องสิทธิมนุษยชน ปฏิบัติต่อพนักงานอย่างเป็นธรรม และส่งเสริมให้พนักงานมีการพัฒนาทักษะและความรู้อย่างต่อเนื่อง และกำหนดแนวทางปฏิบัติด้านความปลอดภัยในการทำงาน รวมถึงมีการประเมินความพึงพอใจของพนักงาน และรับฟังความคิดเห็น ข้อเสนอแนะผ่านช่องทางต่างๆ ของบริษัท

#### Governance

- บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการอย่างโปร่งใส ภายใต้หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี และปฏิบัติตามจรรยาบรรณในการดำเนินธุรกิจ รวมถึงปฏิบัติตามกฎหมาย กรรมการ ผู้บริหาร และพนักงานทุกคนต้องปฏิบัติตามนโยบายต่อต้านการคอร์รัปชัน ต้องไม่เกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันทุกกรณีไม่ว่าทางตรง หรือทางอ้อม
- คณะกรรมการบริษัทประกอบด้วยกรรมการ 7 ท่าน โดยมีกรรมการที่เป็นผู้บริหาร 3 ท่าน และกรรมการอิสระ 4 ท่าน มากกว่ากึ่งหนึ่งของกรรมการทั้งหมด เพื่อให้เกิดการถ่วงดุลในการพิจารณาและออกเสียงในเรื่องต่างๆอย่างเหมาะสม

## Financial Statements

### Nutrition SC

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Revenue	997	1,038	1,095	1,259	1,403
Cost of goods sold	(769)	(792)	(836)	(957)	(1,067)
<b>Gross profit</b>	<b>228</b>	<b>245</b>	<b>259</b>	<b>302</b>	<b>336</b>
Other operating income	4	3	2	3	3
Operating costs	(108)	(107)	(137)	(130)	(146)
<b>Operating EBITDA</b>	<b>124</b>	<b>141</b>	<b>124</b>	<b>175</b>	<b>193</b>
Depreciation	(8)	(10)	(12)	(14)	(16)
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
<b>Operating EBIT</b>	<b>116</b>	<b>130</b>	<b>112</b>	<b>160</b>	<b>177</b>
Net financing costs	(2)	(2)	(6)	(6)	(5)
Associates	0	0	0	0	0
Recurring non-operating income	0	0	0	0	0
Non-recurring items	(2)	(4)	(1)	0	0
<b>Profit before tax</b>	<b>113</b>	<b>125</b>	<b>105</b>	<b>155</b>	<b>171</b>
Tax	(22)	(26)	(21)	(31)	(34)
<b>Profit after tax</b>	<b>91</b>	<b>99</b>	<b>84</b>	<b>124</b>	<b>137</b>
Minority interests	0	0	0	0	0
Preferred dividends	-	-	-	-	-
Other items	-	-	-	-	-
<b>Reported net profit</b>	<b>91</b>	<b>99</b>	<b>84</b>	<b>124</b>	<b>137</b>
<b>Non-recurring items &amp; goodwill (net)</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Recurring net profit</b>	<b>93</b>	<b>103</b>	<b>85</b>	<b>124</b>	<b>137</b>
<b>Per share (THB)</b>					
Recurring EPS *	2.20	2.44	1.13	1.24	1.37
Reported EPS	2.16	2.35	1.12	1.24	1.37
DPS	0.00	0.36	3.43	0.87	0.96
Diluted shares (used to calculate per share data)	42	42	75	100	100
<b>Growth</b>					
Revenue (%)	17.0	4.1	5.5	15.0	11.5
Operating EBITDA (%)	(30.7)	13.5	(12.0)	41.0	10.5
Operating EBIT (%)	11.5	12.3	(14.5)	43.7	10.2
Recurring EPS (%)	12.5	10.9	(53.8)	9.6	10.9
Reported EPS (%)	(2.3)	9.1	(52.6)	10.9	10.9
<b>Operating performance</b>					
Gross margin inc. depreciation (%)	22.1	22.7	22.6	22.8	22.8
Gross margin of key business (%)	22.1	22.7	22.6	22.8	22.8
Operating EBITDA margin (%)	12.4	13.6	11.3	13.9	13.8
Operating EBIT margin (%)	11.6	12.6	10.2	12.7	12.6
Net margin (%)	9.3	9.9	7.7	9.8	9.8
Effective tax rate (%)	19.5	20.8	20.1	20.0	20.0
Dividend payout on recurring profit (%)	-	14.6	304.2	70.0	70.0
Interest cover (X)	71.3	68.7	18.8	27.9	33.2
Inventory days	105.1	110.7	109.9	104.5	105.9
Debtor days	57.4	61.4	63.4	60.8	61.7
Creditor days	40.3	48.4	48.9	42.8	43.3
Operating ROIC (%)	29.8	26.6	21.7	32.5	31.9
ROIC (%)	19.3	18.8	15.7	23.3	23.6
ROE (%)	19.7	18.2	19.5	22.5	15.8
ROA (%)	15.0	13.6	9.6	11.8	11.6
* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted					
<b>Revenue by Division (THB m)</b>					
Food ingredients	908	952	1,047	1,194	1,313
Feed ingredients	89	86	48	65	90

Sources: Nutrition SC; FSSIA estimates

## Financial Statements

### Nutrition SC

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Recurring net profit	93	103	85	124	137
Depreciation	8	10	12	14	16
Associates & minorities	0	0	0	0	0
Other non-cash items	-	-	-	-	-
Change in working capital	(42)	(2)	92	(45)	(42)
<b>Cash flow from operations</b>	<b>59</b>	<b>111</b>	<b>189</b>	<b>93</b>	<b>111</b>
Capex - maintenance	(1)	-	(20)	(20)	(20)
Capex - new investment	-	-	-	-	-
Net acquisitions & disposals	-	-	-	-	-
Other investments (net)	-	8	-	-	-
<b>Cash flow from investing</b>	<b>(1)</b>	<b>8</b>	<b>(20)</b>	<b>(20)</b>	<b>(20)</b>
Dividends paid	0	0	(460)	(79)	(96)
Equity finance	0	0	17	13	0
Debt finance	(49)	108	347	(403)	(2)
Other financing cash flows	0	1	(5)	538	1
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(50)</b>	<b>109</b>	<b>(101)</b>	<b>69</b>	<b>(97)</b>
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	0	0	0	0
<b>Net other adjustments</b>	<b>(2)</b>	<b>(134)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Movement in cash</b>	<b>6</b>	<b>94</b>	<b>68</b>	<b>142</b>	<b>(6)</b>
Free cash flow to firm (FCFF)	59.51	120.66	175.01	78.62	96.39
Free cash flow to equity (FCFE)	5.84	93.93	511.45	208.49	89.79

#### Per share (THB)

FCFF per share	0.60	1.21	1.75	0.79	0.96
FCFE per share	0.06	0.94	5.11	2.08	0.90
Recurring cash flow per share	2.39	2.69	1.29	1.38	1.53

Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Tangible fixed assets (gross)	163	278	289	299	306
Less: Accumulated depreciation	(127)	(121)	(125)	(129)	(133)
<b>Tangible fixed assets (net)</b>	<b>35</b>	<b>156</b>	<b>164</b>	<b>170</b>	<b>174</b>
<b>Intangible fixed assets (net)</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
Long-term financial assets	159	153	153	153	153
Invest. in associates & subsidiaries	3	0	0	0	0
Cash & equivalents	43	137	205	347	341
A/C receivable	164	186	195	224	250
Inventories	233	248	256	293	326
Other current assets	1	1	1	1	1
<b>Current assets</b>	<b>441</b>	<b>572</b>	<b>657</b>	<b>865</b>	<b>919</b>
Other assets	3	3	2	3	3
<b>Total assets</b>	<b>644</b>	<b>886</b>	<b>977</b>	<b>1,192</b>	<b>1,250</b>
Common equity	514	613	253	848	889
Minorities etc.	0	0	0	0	0
<b>Total shareholders' equity</b>	<b>514</b>	<b>613</b>	<b>253</b>	<b>848</b>	<b>889</b>
Long term debt	3	102	64	63	60
Other long-term liabilities	9	10	5	6	7
<b>Long-term liabilities</b>	<b>12</b>	<b>112</b>	<b>69</b>	<b>69</b>	<b>67</b>
A/C payable	91	120	105	120	134
Short term debt	14	24	409	7	8
Other current liabilities	12	18	141	148	152
<b>Current liabilities</b>	<b>117</b>	<b>161</b>	<b>654</b>	<b>275</b>	<b>293</b>
<b>Total liabilities and shareholders' equity</b>	<b>644</b>	<b>886</b>	<b>977</b>	<b>1,192</b>	<b>1,250</b>
Net working capital	295	298	206	250	292
Invested capital	498	612	526	577	623

\* Includes convertibles and preferred stock which is being treated as debt

#### Per share (THB)

Book value per share	12.24	14.60	3.38	8.48	8.89
Tangible book value per share	12.20	14.57	3.36	8.47	8.88

#### Financial strength

Net debt/equity (%)	(5.0)	(1.9)	105.5	(32.7)	(30.7)
Net debt/total assets (%)	(4.0)	(1.3)	27.4	(23.3)	(21.9)
Current ratio (x)	3.8	3.6	1.0	3.1	3.1
CF interest cover (x)	4.6	50.5	87.3	37.3	17.9

Valuation	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>Recurring P/E (x) *</b>	<b>5.9</b>	<b>5.3</b>	<b>11.4</b>	<b>10.4</b>	<b>9.4</b>
<b>Recurring P/E @ target price (x) *</b>	<b>14.5</b>	<b>13.1</b>	<b>28.4</b>	<b>25.9</b>	<b>23.3</b>
Reported P/E (x)	6.0	5.5	11.6	10.4	9.4
Dividend yield (%)	-	2.8	26.6	6.7	7.4
Price/book (x)	1.1	0.9	3.8	1.5	1.5
Price/tangible book (x)	1.1	0.9	3.8	1.5	1.5
EV/EBITDA (x) **	4.2	3.8	10.0	5.8	5.3
EV/EBITDA @ target price (x) **	10.6	9.5	21.5	16.7	15.2
EV/invested capital (x)	1.0	0.9	2.3	1.8	1.6

\* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted \*\* EBITDA includes associate income and recurring non-operating income

Sources: Nutrition SC; FSSIA estimates

