

# SAPPE

Initial Coverage

อาหารและเครื่องดื่ม

บมจ. เซ็ปเป้

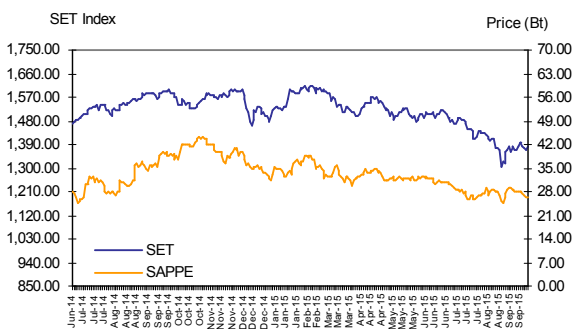
|                |          |       |         |            |         |             |          |
|----------------|----------|-------|---------|------------|---------|-------------|----------|
| <b>Current</b> | Previous | Close | 2016 TP | Exp Return | Support | Resistance  | CGR 2014 |
| <b>BUY</b>     | --       | 26.5  | 37.0    | + 39.6%    | 26 - 25 | 27.5 - 28.5 | N/R      |

| Consolidated earnings      |      |      |       |       |
|----------------------------|------|------|-------|-------|
| BT (mn)                    | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E |
| Normalized profit          | 157  | 361  | 403   | 500   |
| Net profit                 | 143  | 361  | 392   | 500   |
| EPS (Bt)-Normalized        | 0.70 | 1.20 | 1.34  | 1.67  |
| EPS (Bt)                   | 0.64 | 1.20 | 1.31  | 1.67  |
| % growth y-y               | 52.1 | 89.2 | 8.5   | 27.7  |
| Dividend (Bt)              | 1.23 | 0.31 | 0.65  | 0.83  |
| BV/share (Bt)              | 1.34 | 4.87 | 5.52  | 6.34  |
| EV/EBITDA (x)              | 23.2 | 14.4 | 12.6  | 10.3  |
| PER (x) - Normalized       | 37.9 | 22.0 | 19.7  | 15.9  |
| PER (x)                    | 41.7 | 22.0 | 20.3  | 15.9  |
| PBV (x)                    | 19.8 | 5.4  | 4.8   | 4.2   |
| Dividend yield (%)         | 4.6  | 1.2  | 2.5   | 3.1   |
| YE no. of shares (mn)      | 225  | 300  | 300   | 300   |
| No. of share-fully diluted | 305  | 305  | 305   | 305   |
| Par (Bt)                   | 1.00 | 1.00 | 1.00  | 1.00  |

Source: Company data, FSS estimates

| Share data                       |                     |
|----------------------------------|---------------------|
| Close (16/09/2015)               | 26.50               |
| SET Index                        | 1,381.80            |
| Foreign limit/actual (%)         | 49.00/6.49          |
| Paid up shares (million)         | 300.82              |
| Free float (%)                   | 24.98               |
| Market cap (Bt mn)               | 7,971.78            |
| Avg daily T/O (Bt mn) (2015 YTD) | 20.44               |
| hi, lo, avg (Bt) (2015 YTD)      | 39.00, 24.50, 32.21 |

Source: Setsmarts



Source: SET

**Analyst: Sureeporn Teewasuwet**  
 Register No : 040694  
 Tel.: +662 646 9972  
 email: sureeporn.t@fnsyrus.com  
 www.fnsyrus.com

## เครื่องดื่มไทยถูกใจตลาดโลก

เราเริ่มต้นแนะนำชื่อ SAPPE ด้วยราคาเป้าหมายปี 2016 เท่ากับ 37 บาท เราชอบการที่บริษัทเห็นท่าตลาดส่งออก โดยใช้วัตถุดิบขึ้นชื่อของไทยเป็นจุดเด่น ทำให้ได้รับความนิยมในตลาดต่างประเทศค่อนข้างมาก แม้จะมีความเสี่ยงเรื่องการลอกเลียนแบบ แต่ด้วยรสชาติ และการรุกตลาดเข้าไปเป็นเจ้าแรกๆ รวมถึงการมีพันธมิตรที่แข็งแกร่งในการกระจายสินค้า ถือเป็นจุดแข็งของบริษัท นอกจากนี้ บริษัทถือเป็นผู้นำในตลาดเครื่องดื่มเพื่อสุขภาพและความงามในไทย แม้จะประสบปัญหาที่กำลังซื้อในประเทศชะลอตัว แต่ได้รับการชดเชยด้วยการเติบโตของตลาดส่งออก ซึ่งคาดว่าจะยังดีต่อเนื่องในปี 2 - 3 ปีข้างหน้า กอปรกับได้รับผลบวกจากค่าเงินบาทอ่อนค่า รวมถึงการขยายกำลังการผลิตโรงงานใหม่ที่มีประสิทธิภาพการผลิตสูงขึ้น และลดการสั่งซื้อบรรจุภัณฑ์ขวดจากผู้ผลิตภายนอก จึงช่วยหนุนการเพิ่มขึ้นของอัตรากำไรขั้นต้น เราคาดว่ากำไรสุทธิปี 2015 จะเติบโต 8.5% Y-Y และจะโตต่อเนื่องในปี 2016 - 2017 เฉลี่ยปีละ 24.7% ภายหลังจากปรับกำลังการผลิตใหม่เต็มปี

### ผู้ผลิตและจำหน่ายเครื่องดื่มสุขภาพและความงาม

บริษัทเป็นผู้ผลิตและจำหน่ายเครื่องดื่มเพื่อสุขภาพและความงาม โดยมีรายได้จาก 4 ผลิตภัณฑ์หลักได้แก่ 1. น้ำผลไม้และเครื่องดื่มแต่งกลิ่นผลไม้ เช่น Mogu Mogu, Sappe Aloe Vera 2. เครื่องดื่มเพื่อสุขภาพ เช่น Sappe Beauti Drink 3. ประเภทผงพร้อมชงเพื่อสุขภาพและความงาม เช่น Preaw Coffee และ 4. เครื่องดื่มปรุงสำเร็จ ปัจจุบันมีสัดส่วนขายในประเทศ 39.3% และส่งออก 60.7%

### จุดเด่นของสินค้าส่งออกอยู่ที่วัตถุดิบขึ้นชื่อของไทย

สินค้าหลักในตลาดส่งออกคือ Mogu Mogu ซึ่งมีจุดเด่นในส่วนของวันมะพร้าว และ Sappe Aloe Vera มีจุดเด่นที่วานหางจระเข้ ซึ่งได้รับการตอบรับที่ดีมากในต่างประเทศ เนื่องจากเป็นวัตถุดิบทางธรรมชาติที่ขึ้นชื่อของไทย และดีต่อสุขภาพ รวมถึงการรุกตลาดต่างประเทศเป็นเจ้าแรกๆ และการมีพันธมิตรที่แข็งแกร่งในการกระจายสินค้า เช่น ตลาดอินโดนีเซีย ทำให้บริษัทสามารถสร้างความแตกต่างจากเครื่องดื่มประเภทอื่นในตลาดได้อย่างโดดเด่น

### กำลังการผลิตโรงงานใหม่ จะหนุนอัตรากำไรขั้นต้นใน 1 - 2 ปีนี้

ล่าสุดได้เพิ่มกำลังการผลิตโรงงานใหม่ (คลอง 13) อีกราว 30% หรือ 6 หมื่นตันต่อปี ทำให้ปัจจุบันมีกำลังการผลิตรวม 1.3 แสนตันต่อปี (ไม่รวมโรงงานเดิมที่บางชัน ซึ่งมีแผนปิดโรงงานภายในสิ้นปีนี้) และได้เริ่ม Operate เดือน ก.ย. ทำให้มีประสิทธิภาพการผลิตที่ดีขึ้นจากเครื่องจักรใหม่ และการเพิ่มสายการผลิตขวด ช่วยทดแทนการสั่งซื้อขวดพลาสติกจากภายนอก จึงคาดอัตรากำไรขั้นต้นจะยังมีพัฒนาการที่ดีขึ้นในช่วง 2H15 ต่อเนื่องไปในปี 2016 เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะเพิ่มขึ้นปีละ 100 bps จาก 41% ในปี 2015 เป็น 42% และ 43% ในปี 2016 - 2017 ตามลำดับ

### คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2016 - 2017 จะโตต่อเนื่องเฉลี่ยปีละ 24.7%

แม้กำไรสุทธิ 1H15 จะแผ่วลงจากกำลังซื้อในประเทศที่ชะลอตัว และการปรับเปลี่ยน Distributor ในจีนช่วง 1Q15 แต่สถานการณ์ปัจจุบันเริ่มกลับมาฟื้นตัว ภายหลังว่าจ้าง Distributor รายใหม่ในจีนแล้วเสร็จ และอยู่ระหว่างเร่งฟื้นรายได้อย่างต่อเนื่อง กอปรกับการเริ่ม Operate สายการผลิตใหม่ และผลบวกจากค่าเงินบาทอ่อนค่า จึงคาดผลประกอบการจะกลับมาฟื้นตัว Y-Y ใน 2H15 โดยเราคาดว่ากำไรสุทธิปี 2015 จะเติบโต 8.5% Y-Y เป็น 392 ล้านบาท และภายหลังจากปรับกำลังการผลิตใหม่เต็มปีในปีหน้า รวมถึงการเติบโตของตลาดส่งออก จึงคาดว่ากำไรสุทธิปี 2016 - 2017 จะโตต่อเนื่องเฉลี่ยปีละ 24.7%

### ประเมินราคาเป้าหมายปี 2016 เท่ากับ 37 บาท (อิง PE 22 เท่า)

เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2016 เท่ากับ 37 บาท อิง PE 22 เท่า โดยเทียบเคียง PE เฉลี่ย 5 ปีย้อนหลังของ 5 บริษัทเครื่องดื่มในตลาดหลักทรัพย์ (TIPCO MALEE OISHI ICHI และ CBG) แม้ SAPPE จะมีฐานรายได้น้อยสุดในกลุ่ม แต่ด้วยอัตราการเติบโตของกำไร และความสามารถทำกำไรถือว่าโดดเด่นกว่ากลุ่ม จึงเห็นว่า PE เป้าหมายที่ 22 เท่าเหมาะสม

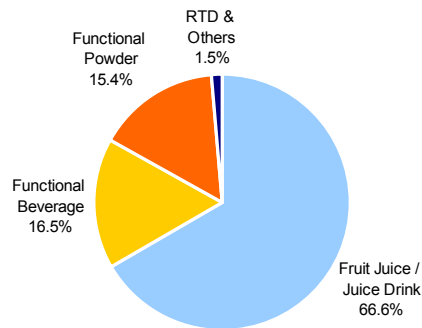
ประเด็นการลงทุน

ผู้ผลิตและจำหน่ายเครื่องดื่มเพื่อสุขภาพและความงาม

บริษัทประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายเครื่องดื่มที่เน้นเรื่องสุขภาพและความงาม โดยแบ่งเป็น 4 กลุ่มผลิตภัณฑ์ ภายใต้ 13 แแบรนด์ และมีสัดส่วนรายได้หลักมาจาก 4 แแบรนด์หลักได้แก่ Sappe Beauti Drink, Mogu Mogu, Sappe Aloe Vera และ Preaw Coffee ทั้งนี้สามารถแบ่งประเภทสินค้าและสัดส่วนรายได้ดังนี้ 1. ประเภทน้ำผลไม้ และเครื่องดื่มแต่งกลิ่นผลไม้ เช่น Mogu Mogu, Sappe Aloe Vera (สัดส่วนรายได้ 66.6% ของรายได้รวม), 2. ประเภทเพื่อสุขภาพ เช่น Sappe Beauti Drink (16.5%), 3. ประเภทผงพร้อมชงเพื่อสุขภาพและความงาม เช่น Preaw Coffee (15.4%) และ 4. ประเภทเครื่องดื่มปรุงสำเร็จ (1.5%)

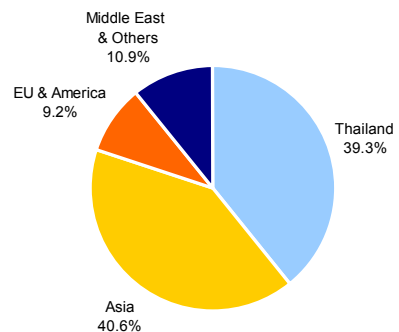
ปัจจุบันมีสัดส่วนรายได้จากกขายในประเทศ 39.3% ของรายได้รวม และอีก 60.7% มาจากการส่งออก ได้แก่ เอเชีย (40.6%), ยุโรปและสหรัฐฯ (9.2%) และตะวันออกกลางรวมถึงอื่นๆ (10.9%)

โครงสร้างรายได้แบ่งตามประเภทสินค้า 1H15



Source : Company Data

โครงสร้างรายได้แบ่งตามภูมิศาสตร์ 1H15



Source : Company Data

ถือเป็นผู้นำในตลาดเครื่องดื่มเพื่อสุขภาพในไทย

เป็นที่ทราบกันดีว่าตลาดเครื่องดื่มในประเทศแข่งขันรุนแรงแทบทุกตลาด อาทิ ตลาดน้ำอัดลม ตลาดชาเขียว ตลาดน้ำผลไม้ รวมถึงตลาด Functional Drink ทั้งนี้เราได้ทำการวิเคราะห์ตลาดของ 4 สินค้าหลักของบริษัทดังนี้

**Mogu Mogu** (สัดส่วนรายได้ราว 60% ของรายได้รวม) เป็นเครื่องดื่มน้ำผลไม้ผสมวันมะพร้าว จัดอยู่ในตลาด Economy Juice แต่มีการขายในประเทศน้อยมาก ส่วนใหญ่เป็นการขายส่งออกเกือบทั้งหมด แม้ส่วนแบ่งการตลาดน่าจะน้อยมาก แต่ถือเป็นสินค้าที่สร้างรายได้และอัตรากำไรที่ดีให้กับบริษัท

ตัวอย่างผลิตภัณฑ์ Mogu Mogu



Source : Company Data

ตัวอย่างผลิตภัณฑ์ Beauti Drink



Source : Company Data

**Sappe Beauti Drink** (สัดส่วนรายได้ 16.5% ของรายได้รวม) เป็นเครื่องดื่มเพื่อสุขภาพและความงาม ส่วนใหญ่เป็นการขายในประเทศ จัดอยู่ในตลาด Functional Drink การแข่งขันถือว่ารุนแรงปานกลาง โดยจะเห็นแข่งขันกันที่คุณประโยชน์และความแตกต่างของผลิตภัณฑ์ บริษัทถือเป็นผู้นำในตลาดนี้ด้วยส่วนแบ่งการตลาดมากเป็นอันดับ 1 ที่ 31% รองมาคือ Mansome 26%, B-ing 9% และ iF Fruitamin 4%

**ตัวอย่างผลิตภัณฑ์ Sappe Aloe Vera**

**ตัวอย่างผลิตภัณฑ์ Prew Coffee**



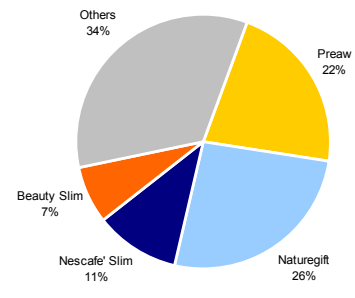
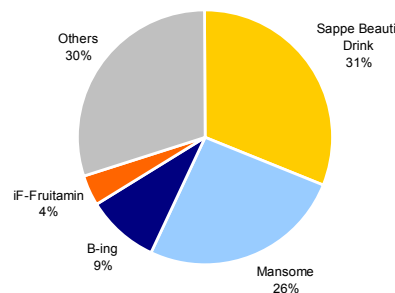
Source : Company Data

Source : Company Data

**Prew Coffee** (สัดส่วนรายได้ 15.4% ของรายได้รวม) เป็นเครื่องดื่มกาแฟเพื่อสุขภาพและความงาม (Functional Coffee) ภายใต้แบรนด์ “เพรียว” ถือเป็นตลาดที่เริ่มมีผู้เข้ามาแข่งขันกันมากขึ้น ภายหลังจากเหตุการณ์ของผู้บริโภคเปลี่ยนแปลงและยอมรับในสินค้ากาแฟเพื่อสุขภาพมากขึ้น โดยเฉพาะในกลุ่มลูกค้าผู้หญิง ทั้งนี้ Prew มีส่วนแบ่งการตลาดอยู่ราว 22% เป็นอันดับ 2 รองจาก Naturegift ที่มีส่วนแบ่งการตลาด 26% และตามมาด้วยอันดับ 3 - 4 คือ Nescafe’ Slim 11% และ Beauty Slim 7%

**ส่วนแบ่งการตลาด Sappe Beauti Drink**

**ส่วนแบ่งการตลาด Prew Coffee**



Source : Company Data

Source : Company Data

**จุดเด่นของสินค้าส่งออกอยู่ที่วัตถุดิบชั้นชื่อของไทย และการเข้าไปเป็นเจ้าแรก ๆ**

สินค้าหลักในตลาดส่งออกของบริษัทคือ เครื่องดื่มประเภทน้ำผลไม้ ภายใต้แบรนด์ Mogu Mogu (น้ำผลไม้ผสมวันมะพร้าว) และ Sappe Aloe Vera (น้ำผลไม้ผสมว่าหางจระเข้) ซึ่งได้รับการตอบรับที่ดีมากในตลาดต่างประเทศ เนื่องจากเป็นวัตถุดิบที่ขึ้นชื่อของประเทศไทย โดยวันมะพร้าว ได้รับความนิยมนอย่างมากในเอเชีย แม้จะมีความเสี่ยงจากการลอกเลียนแบบ แต่ด้วยรสชาติ และการรุกตลาดเข้าไปเป็นเจ้าแรกๆ รวมถึงการมีพันธมิตรที่แข็งแกร่งในการกระจายสินค้า ทำให้สินค้าประสบความสำเร็จในตลาดต่างประเทศ และว่าหางจระเข้ ได้รับความนิยมนในตลาดยุโรปและสหรัฐ จากการเป็นสินค้าเพื่อสุขภาพและความงาม สร้างความแตกต่างจากสินค้าประเภทอื่นในตลาดได้อย่างโดดเด่น

**มีช่องทางการจำหน่ายทั้งในและต่างประเทศ**

เนื่องด้วยบริษัทได้จำหน่ายสินค้ากระจายทั้งในและต่างประเทศกว่า 50 ประเทศทั่วโลก โดยเป็นการขายส่งไปยังผู้ค้า ตัวแทนจำหน่ายสินค้า ตัวแทนนำเข้าสินค้า ผู้ค้าปลีก และร้านค้าย่อย ซึ่งไม่ได้จำหน่ายโดยตรงให้กับผู้บริโภค ทั้งนี้บริษัทมีสัดส่วนรายได้ขายให้กับลูกค้าทั้ง Modern Trade และ Traditional Trade สำหรับการขายไปยังต่างประเทศเป็นการขายผ่านตัวแทนนำเข้าสินค้า และตัวแทนจำหน่ายสินค้า รวมถึงมีการขายผ่าน 2 บริษัทย่อยได้แก่ Sappe Indo และ Sappe Europe

PT. Sappe Indonesia (บริษัทถือหุ้น 51%) เป็นผู้นำเข้าและจำหน่ายสินค้าทุกประเภทภายใต้แบรนด์ของบริษัท โดยเน้นทำตลาดในอินโดนีเซีย สินค้าหลักที่จำหน่ายคือ Mogu Mogu และ Sappe Europe s.r.o (บริษัทถือหุ้น 60%) จัดทะเบียนจัดตั้งในสโลวาเกีย เป็นผู้จำหน่ายสินค้าภายใต้แบรนด์ Sappe Aloe Vera โดยว่าจ้างผู้ผลิต (OEM) ในประเทศสโลวาเกียเป็นผู้ผลิตสินค้าภายใต้แบรนด์ของบริษัท เน้นขายสินค้าในยุโรปเป็นหลัก ปัจจุบันอยู่ระหว่างจัดตั้งบริษัทย่อยในจีน โดยจะมีลักษณะคล้ายบริษัทย่อยในอินโดนีเซีย เพื่อเป็นช่องทางในการกระจายสินค้าในตลาดจีน คาดจะแล้วเสร็จภายในสิ้นปี 2015

**กำลังการผลิตใหม่ และแผนปิดโรงงานเดิม จะช่วยหนุนอัตรากำไรขั้นต้นต่อเนื่องไปในปีหน้า**

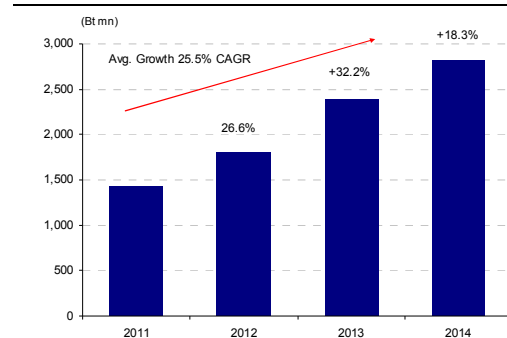
ปัจจุบันบริษัทมีโรงงาน 2 แห่งได้แก่ บางชัน เป็นโรงงานเดิมมีกำลังการผลิต 3 หมื่นตันต่อปี และคลอง 13 ปทุมธานี เป็นโรงงานใหม่ที่เริ่ม Operate ตั้งแต่ปี 2012 และได้เพิ่มกำลังการผลิตมาจนเต็มเท่ากับ 1.3 แสนตันต่อปี และมีกำลังการผลิตขุดเพิ่มขึ้นเป็น 380 ล้านขวดต่อปี จากเดิมที่ 168 ล้านขวดต่อปี ปัจจุบันมีอัตรากำไรขั้นต้นการผลิตราว 70% ทั้งนี้บริษัทเพิ่งเริ่ม Operate สายการผลิตใหม่ที่ 6 หมื่นตันต่อปี (รวมอยู่ใน 1.3 แสนตันต่อปี) ในเดือน ก.ย. 2015 และอยู่ระหว่างลดปริมาณการใช้พลาสติกต่อหน่วย นอกจากนี้ยังมีแผนปิดโรงงานเดิมที่บางชันภายในสิ้นปี 2015 และอาจนำมาใช้เป็นโกดังเก็บสินค้า ซึ่งจะเป็นบวกต่อประสิทธิภาพการผลิตสูงขึ้น เพราะโรงงานบางชันเป็นโรงงานเก่า และมีแต่เครื่องจักรเก่าที่มีประสิทธิภาพการผลิตค่อนข้างต่ำ ดังนั้นเราจึงคาดเห็นอัตรากำไรขั้นต้นมีพัฒนาการที่ดีขึ้นใน 2H15 และต่อเนื่องไปในปี 2016 เมื่อรับการใช้กำลังการผลิตโรงงานใหม่อย่างเต็มที่

**คาดการณ์ผลการดำเนินงาน**

**กำไรสุทธิปี 2011 – 2014 เติบโตสูงเฉลี่ย 148% CAGR**

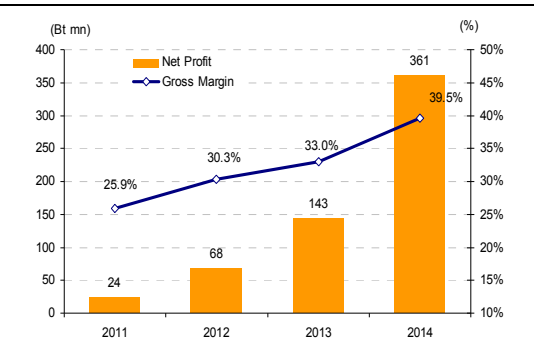
บริษัทมีอัตรากำไรเติบโตของรายได้และกำไรสุทธิในช่วงปี 2011 – 2014 นำประทับใจเติบโตเฉลี่ย 25.5% และ 148% CAGR ตามลำดับ โดยสาเหตุหลักมาจากการเติบโตของรายได้จากการส่งออกสูงถึง 80.7% CAGR ในขณะที่รายได้จากการขายในประเทศ -0.8% CAGR จากการแข่งขันที่สูงและได้รับผลกระทบจากกำลังซื้อชะลอตัว รวมถึงอัตรากำไรขั้นต้นมีพัฒนาการอย่างน่าประทับใจโดยเพิ่มขึ้นจาก 25.9% ในปี 2011 เป็น 39.5% ในปี 2014 สาเหตุหลักมาจากการขยายไปยังโรงงานใหม่แห่งที่ 2 ที่คลอง 13 จ.ปทุมธานี ทำให้มีกำลังการผลิตสูงขึ้น รวมถึงประสิทธิภาพการผลิตที่ดีขึ้นจากการใช้เครื่องจักรใหม่ (โรงงานเดิมที่บางชัน ส่วนใหญ่เป็นเครื่องจักรเก่า และเป็นการใช้แรงงานคนเป็นส่วนใหญ่) และมีการผลิตขวดบรรจุภัณฑ์ของบริษัทเองทดแทนการสั่งซื้อจากผู้ผลิตภายนอก

**การเติบโตของรายได้ปี 2011 – 2014**



Source : Company Data

**อัตรากำไรขั้นต้นและกำไรสุทธิ 2011 - 2014**



Source : Company Data

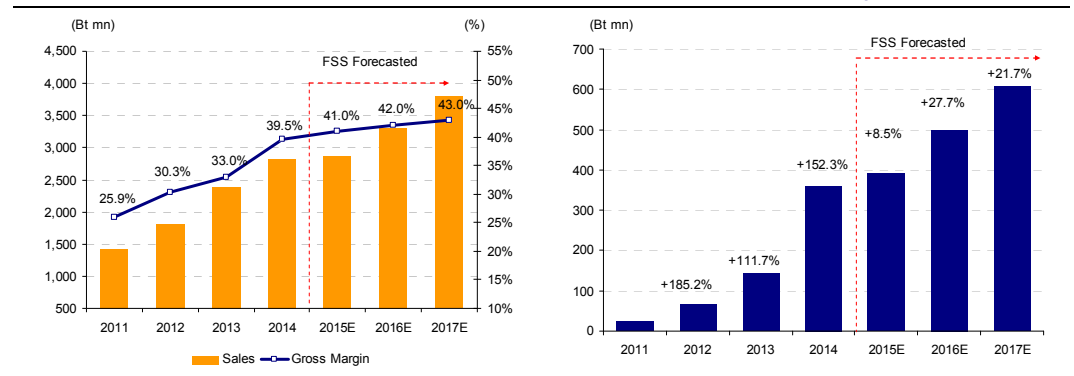
**1H15 สะดุดเล็กน้อย แต่จะกลับมาฟื้นตัวใน 2H15**

บริษัทมีกำไรสุทธิ 1H15 เท่ากับ 205 ล้านบาท (-14.9% Y-Y) สาเหตุที่กำไรลดลงมาจากรายได้ที่อ่อนตัวลงราว 6.2% Y-Y มาอยู่ที่ 1,357 ล้านบาท เป็นผลจากรายได้ในประเทศลดลง 7.1% Y-Y จากปัญหากำลังซื้อที่ชะลอตัว และรายได้ส่งออกลดลง 5.5% Y-Y ส่วนหนึ่งมาจากฐานที่สูงในปีก่อนจากการ Stock สินค้าของลูกค้า รวมถึงตลาดจีนมีการปรับเปลี่ยน Distributor และตลาดอินโดนีเซียที่ประสิทธิภาพจะชะลอตัว แม้ปริมาณขายไปยังตลาดอินโดนีเซียจะยังทรงตัวได้ แต่ด้วยผลของค่าเงินรูเปีย (IDR) เทียบกับ USD ที่อ่อนค่ามากกว่าค่าเงินบาท ทำให้รายได้ในรูปสกุลบาทดูแผ่วลงไป อย่างไรก็ตาม สถานการณ์เริ่มกลับมาฟื้นตัวดีขึ้นเป็นลำดับใน 2Q15 เนื่องจาก

บริษัทสามารถหา Distributor รายใหม่ในจีนได้แล้ว ทำให้รายได้ขายไปจีนเริ่มทยอยกลับมา รวมถึงการออกวางขายสินค้า Beauti Drink ในบรรจุภัณฑ์รูปแบบใหม่ตั้งแต่เดือน พ.ค. เป็นต้นมา ซึ่งได้รับการตอบรับที่ดี และสามารถช่วงชิงส่วนแบ่งการตลาดกลับมาเป็นอันดับ 1 ในตลาดเครื่องดื่ม Functional ได้สำเร็จ

เรคาดผลประกอบการน่าจะกลับมาฟื้นตัวใน 2H15 ซึ่งปกติเป็นช่วง High Season ของการขาย (ปกติช่วง High Season จะอยู่ใน 2Q – 3Q) โดยบริษัทได้ทำโปรโมชันร่วมกับ 7-11 ในแคมเปญ Stamp Promotion นอกจากนี้เราให้น้ำหนักต่อพัฒนาการของอัตรากำไรขั้นต้นที่ยังดีต่อเนื่อง ภายหลังบริษัทได้ขยายสายการผลิตใหม่อีกราว 6 หมื่นตันต่อปี หรือจะมีกำลังการผลิตเพิ่มขึ้นจากเดิม 30% ซึ่งได้เริ่ม Operate แล้วในเดือน ก.ย. ผลประโยชน์ที่จะได้รับคือ ประสิทธิภาพการผลิตที่สูงขึ้นจากเครื่องจักรใหม่, มีกำลังการผลิตขวดเพิ่มขึ้นเพื่อทดแทนการว่าจ้างจากผู้ผลิตภายนอก (OEM) และอยู่ระหว่างลดปริมาณการใช้พลาสติกต่อหน่วยให้ลดลง กอปรกับปัจจุบันต้นทุนเม็ดพลาสติกถูกลง ซึ่งล้วนส่งผลบวกไปยังอัตรากำไรขั้นต้น โดยเรคาดอัตรากำไรขั้นต้นในช่วง 2H15 จะปรับตัวดีขึ้นจาก 1H15 (อยู่ที่ 41%) จึงคาดการณ์อัตรากำไรขั้นต้นในปี 2015 อยู่ที่ 41.5% เพิ่มขึ้นจาก 39.5% ในปี 2014 แต่อาจถูกกดดันด้วยค่าใช้จ่ายที่คาดสูงขึ้นจากการทำโปรโมชันทั้งในและต่างประเทศ เบื้องต้นเรคาดกำไรสุทธิ 2H15 ไว้ที่ 187 ล้านบาท (-8.8% H-H, +43.8% Y-Y) และคาดกำไรสุทธิปี 2015 อยู่ที่ 392 ล้านบาท (โดยกำไรสุทธิ 1H15 คิดเป็น 52% ของประมาณการทั้งปี) เติบโต 8.5% Y-Y

**คาดการณ์รายได้และอัตรากำไรขั้นต้น 2015-17      คาดการณ์การเติบโตของกำไรสุทธิปี 2015 - 2017**



Source : FSS Research

Source : FSS Research

**คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2016 – 2017 จะเติบโตต่อเนื่องเฉลี่ย 24.7% ต่อปี**

ด้วยแผนขยายกำลังการผลิตโรงงานใหม่ที่คลอง 13 (กำลังการผลิตเต็มที 1.3 แสนตันต่อปี และ 380 ล้านขวดต่อปี) และมีแผนเปิดโรงงานเดิมที่บางชัน (กำลังการผลิต 3 หมื่นตันต่อปี) ซึ่งบริษัทได้เริ่ม Operate สายการผลิตล่าสุดในเดือน ก.ย. 2015 จะทำให้ได้รับประโยชน์เต็มปีต่อเนื่องในปี 2016 ทั้งในส่วนของกำไรสุทธิและการเพิ่มขึ้นของอัตรากำไรขั้นต้น ทั้งนี้เรคาดรายได้ในปี 2016 – 2017 จะเติบโตเฉลี่ยปีละ 15% เป็น 3.3 พันล้านบาท และ 3.8 พันล้านบาท ตามลำดับ โดยปัจจัยหนุนจะมาจากการเติบโตของตลาดส่งออกเป็นหลัก โดยเฉพาะการฟื้นตัวของตลาดจีน ภายหลังจัดตั้งบริษัทย่อยแล้วเสร็จภายในสิ้นปี 2015 ทั้งนี้บริษัทตั้งเป้าเพิ่มสัดส่วนรายได้ส่งออกเป็น 70% ในปี 2017 จาก 60% ในปัจจุบัน และอานิสงส์จากค่าเงินบาทอ่อนค่า เนื่องจากบริษัทมีสัดส่วนรายได้จากการขายเป็นสกุล USD ราว 90% ของรายได้จากการส่งออก หรือราว 54% ของรายได้รวม อย่างไรก็ตามสมมติฐานการเติบโตรายได้ของเราค่อนข้าง Conservative กว่าเป้าหมายของผู้บริหารที่ตั้งเป้ารายได้ในปี 2017 ไว้ที่ 5 พันล้านบาท

นอกจากการเติบโตของรายได้แล้ว เรายังคาดพัฒนาการของอัตรากำไรขั้นต้นจากประสิทธิภาพการผลิตที่สูงขึ้นจะช่วยหนุนการเติบโตของกำไรสุทธิปี 2016 – 2017 โดยเรคาดอัตรากำไรขั้นต้นจะเพิ่มขึ้นปีละ 100 bps จาก 41% ในปี 2015 เป็น 42% และ 43% ในปี 2016 – 2017 ตามลำดับ ดังนั้นจึงคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2016 – 2017 อยู่ที่ 500 ล้านบาท และ 609 ล้านบาท เป็นการเติบโตเฉลี่ยปีละ 24.7%



## ฐานะทางการเงินอยู่ในระดับที่ดี

ภายหลังจากเงินที่ได้ IPO บางส่วนไปชำระหนี้ ทำให้บริษัทมีฐานะทางการเงินที่แข็งแกร่งขึ้น โดยสิ้นปี 2014 บริษัทมีสัดส่วน D/E Ratio และ Interest bearing debt to equity ratio เท่ากับ 0.35 เท่า และ 0.01 เท่า ลดลงจากสิ้นปี 2013 ซึ่งอยู่ที่ 2.29 เท่า และ 1.22 เท่า ตามลำดับ ซึ่งต่ำกว่าระดับ Debt Covenant ที่ 2 เท่า ค่อนข้างมาก ในขณะที่ Current Ratio ขยับสูงขึ้นมาอยู่ที่ 2.52 เท่า จาก 0.75 เท่า ในปี 2013 และมีเงินสดและเงินลงทุนระยะสั้นในมือสิ้น 2Q15 เท่ากับ 315 ล้านบาท หรือราว 1.1 บาท/หุ้น จากสภาพคล่องดังกล่าวเอื้อให้บริษัทมีแหล่งเงินทุนอย่างเพียงพอในการลงทุนซื้อกิจการอื่นๆ โดยหากอิง Debt Covenant ที่ระดับ 2 เท่า บริษัทจะสามารถกู้ยืมเงินได้ราว 3 พันล้านบาท

## การประเมินมูลค่าหุ้น

เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2016 เท่ากับ 37 บาท โดยคาดการณ์ EPS ปี 2016 อยู่ที่ 1.67 บาท/หุ้น และอิง PE 22 เท่า โดยเทียบเคียงกับ PE เฉลี่ย 5 ปีย้อนหลังของกลุ่มเครื่องดื่ม 5 บริษัทในตลาดหลักทรัพย์ได้แก่ TIPCO, MALEE, OISHI, ICHI และ CBG แม้ SAPPE จะมีฐานรายได้ต่ำสุดในกลุ่ม แต่เมื่อพิจารณาอัตราการเติบโตของกำไรทั้งในอดีตและปัจจุบันถือว่าโดดเด่นมากกว่ากลุ่ม เนื่องจากมีสัดส่วนรายได้ส่งออกมากสุดในกลุ่ม เมื่อเทียบกับกลุ่มที่ใหญ่ยังเน้นการขายในประเทศมากกว่า ในขณะที่การเติบโตของตลาดส่งออกถือว่าทำได้ดีกว่าตลาดในประเทศ รวมถึงสามารถทำกำไรได้ดีกว่า โดยเมื่อเทียบอัตรากำไรขั้นต้น SAPPE ทำได้สูงกว่าบริษัทอื่นในกลุ่ม และสามารถควบคุมค่าใช้จ่ายในการขายได้ดี โดยมีนโยบายคุมค่าใช้จ่ายการตลาดและโฆษณาให้ไม่เกิน 16.5% - 17.5% ของรายได้ และด้วยภาระหนี้ที่ค่อนข้างต่ำ โดยไม่มีเงินกู้ยืมระยะยาวเลย ทำให้มีดอกเบียจ่ายอยู่ในระดับที่ต่ำมาก ส่งผลบวกต่อไปอัตรากำไรสุทธิที่ทำได้สูง 12.8% เป็นรองเพียง ICHI และดีกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 9.7% ดังนั้นจึงเห็นว่า PE เป้าหมายที่ 22 เท่าเหมาะสม

## เปรียบเทียบผลการดำเนินงานธุรกิจเครื่องดื่มในตลาดหลักทรัพย์

| As of Dec 2014                       | SAPPE | TIPCO | MALEE | OISHI | ICHI  | CBG   |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Beverage Sales (Bt mn)               | 2,817 | 5,508 | 4,767 | 5,802 | 6,179 | 7,448 |
| Norm Profit (Bt mn)                  | 361   | 261   | 307   | 447   | 1,079 | 913   |
| Net Profit (Bt mn)                   | 361   | 78    | 307   | 447   | 1,079 | 913   |
| Norm Profit Growth (%)               | 152.4 | 128.9 | 12.9  | 44.2  | 22.1  | 78.3  |
| Net Profit Growth (%)                | 152.4 | -31.6 | 7.0   | 58.0  | 22.1  | 78.3  |
| Gross Margin (%)                     | 39.5  | 30.5  | 33.2  | 28.1  | 34.2  | 33.7  |
| Selling Expenses to sales (%)        | 16.8  | 27.1  | 18.5  | 16.3  | 12.5  | 13.1  |
| Administrative Expenses to sales (%) | 7.3   | 9.4   | 7.6   | 4.4   | 4.1   | 4.1   |
| Norm Margin (%)                      | 12.8  | 4.7   | 6.4   | 7.7   | 17.5  | 12.3  |
| Net Margin (%)                       | 12.8  | 1.4   | 6.4   | 7.7   | 17.5  | 12.3  |
| Current Ratio (x)                    | 2.52  | 0.68  | 0.98  | 0.35  | 1.87  | 2.18  |
| *D/E Ratio (x)                       | 0.35  | 1.19  | 1.95  | 2.37  | 0.45  | 0.17  |
| *Interest Bearing D/E Ratio (x)      | 0.00  | 0.95  | 1.12  | 1.64  | 0.32  | 0.00  |
| ROA (%)                              | 17.3  | 4.7   | 10.3  | 7.4   | 11.4  | 12.9  |
| ROE (%)                              | 24.3  | 11.2  | 30.3  | 25.0  | 16.2  | 15.1  |
| Average PER 2010 - 2014              | 24.9* | 20.1  | 13.3  | 27.9  | 22.2* | 27.5* |

Source: SET, Company Data, FSS Research

\*PER 2014

## ปัจจัยความเสี่ยง

### ความเสี่ยงจากการแข่งขันในอุตสาหกรรม

ในปัจจุบันภาวะการแข่งขันในธุรกิจเครื่องดื่มค่อนข้างสูง จากทั้งผู้ประกอบการทั้งในประเทศและต่างประเทศ, การทดแทนกันได้ง่ายของเครื่องดื่มในแต่ละประเภท และนำเสนอผลิตภัณฑ์ใหม่ๆของผู้ประกอบการ รวมถึงการจัดทำกิจกรรมทางการตลาดที่ค่อนข้างรุนแรง และการชิงบิโชนาประชาสัมพันธ์ที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่อง ซึ่งนำไปสู่การแข่งขันทันทีรุนแรงขึ้น และอาจส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรของผู้ประกอบการได้ ดังนั้นบริษัทจึงได้พัฒนาสินค้าให้มีความหลากหลายสำหรับกลุ่มผู้บริโภคต่างๆ และการสร้างแบรนด์ให้แข็งแกร่งเพื่อสร้างความแตกต่างในตลาด สามารถตอบสนองความต้องการของผู้บริโภคได้สูงสุด

### ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาวัตถุดิบ

วัตถุดิบหลักที่ใช้ในการผลิตสินค้าได้แก่ น้ำตาลทรายหรือน้ำเชื่อมบริสุทธิ์ และเม็ดพลาสติก PET บริษัทได้จัดหาซื้อจากผู้ขายในประเทศ ซึ่งราคาวัตถุดิบดังกล่าวมีความผันผวนขึ้นลงตามราคาตลาด สำหรับวัตถุดิบประเภทอื่นๆ อาทิ น้ำผลไม้เข้มข้น ผงกาแฟ มีมูลค่าการสั่งซื้อในสัดส่วนที่ไม่มากนักไม่เกิน 10% ของมูลค่าการสั่งซื้อรวม ทั้งนี้ บริษัทได้ตระหนักถึงความผันผวนของราคาวัตถุดิบทั้งน้ำตาลและเม็ดพลาสติก จึงได้มีการบริหารความเสี่ยงจากการขาดแคลนวัตถุดิบและการปรับตัวของราคาวัตถุดิบ โดยมีการติดตามการเปลี่ยนแปลงของราคาวัตถุดิบในแต่ละช่วงเวลา และวิเคราะห์แนวโน้มราคาวัตถุดิบ รวมถึงประเมินความต้องการใช้วัตถุดิบในการผลิต เพื่อให้สามารถวางแผนการสั่งซื้อให้สอดคล้องกับแผนการผลิต และจัดเก็บสินค้าอย่างเหมาะสม เพื่อให้มีต้นทุนการผลิตที่ดีที่สุด โดยจำเป็นต้องเก็บ Stock ไว้เกินความจำเป็น ทั้งนี้บริษัทจะมีการกำหนดปริมาณความต้องการร่วมกับผู้ผลิตเป็นรายปี และสั่งซื้อวัตถุดิบล่วงหน้าไว้บางส่วนในราคาที่ตกลงกัน

### ความเสี่ยงจากการพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่

เนื่องจากการออกผลิตภัณฑ์ใหม่แต่ละครั้งต้องใช้เงินลงทุนค่อนข้างสูง ทั้งการทำตลาด โฆษณาประชาสัมพันธ์ และการส่งเสริมการขาย เพื่อให้สินค้าเป็นที่รู้จัก บริษัทจึงมีความเสี่ยงหากไม่ประสบความสำเร็จในผลิตภัณฑ์นั้นๆ โดยไม่ได้รับการตอบรับหรือเป็นที่ชื่นชอบจากผู้บริโภค ภายใต้ภาวะการแข่งขันที่สูง และมีการออกผลิตภัณฑ์ใหม่ๆ ของคู่แข่งในตลาดจำนวนมาก บริษัทได้เตรียมความพร้อมรับมือกับความล้มเหลวที่อาจเกิดขึ้น ตั้งแต่ R&D การวิเคราะห์โอกาสทางธุรกิจ โดยการออกผลิตภัณฑ์ใหม่ในแต่ละครั้งจะเน้นที่ “ความใหม่” ที่แตกต่าง มีการทดสอบรสชาติ คุณภาพ รวมถึงทดสอบตลาด เพื่อให้มั่นใจว่าการออกผลิตภัณฑ์ใหม่จะมีอัตราสำเร็จเป็นที่น่าพอใจ

### ความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน

เนื่องด้วยบริษัทมีรายได้จากการส่งออกไปต่างประเทศสัดส่วนราว 60% ซึ่งส่วนใหญ่เป็นการขายในรูปแบบสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐ ในขณะที่วัตถุดิบเกือบทั้งหมดเป็นการสั่งซื้อจากในประเทศ ทำให้บริษัทมีความเสี่ยงกรณีค่าเงินบาทแข็งค่า อย่างไรก็ตามบริษัทได้อาศัยเครื่องมือทางการเงินโดยเข้าทำสัญญาซื้อขายอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า และมีการกำหนดราคาขายในตลาดต่างประเทศให้ครอบคลุมความเสี่ยง รวมถึงมีการติดตามข่าวสารอย่างใกล้ชิด เพื่อประกอบการตัดสินใจได้อย่างรวดเร็ว

| Income Statement (Consolidated) |       |       |       |       |       |
|---------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| (Bt mn)                         | 2013  | 2014  | 2015E | 2016E | 2017E |
| Revenue                         | 2,382 | 2,817 | 2,873 | 3,304 | 3,800 |
| Cost of sales                   | 1,596 | 1,703 | 1,695 | 1,916 | 2,166 |
| Gross profit                    | 786   | 1,114 | 1,178 | 1,388 | 1,634 |
| SG&A costs                      | 601   | 681   | 695   | 786   | 904   |
| Operating profit                | 185   | 433   | 483   | 601   | 730   |
| Other income                    | 29    | 41    | 43    | 50    | 57    |
| EBIT                            | 213   | 474   | 526   | 651   | 787   |
| EBITDA                          | 293   | 567   | 651   | 781   | 932   |
| Interest charge                 | 18    | 7     | 1     | 1     | 1     |
| Tax on income                   | 44    | 96    | 105   | 130   | 158   |
| Earnings after tax              | 151   | 371   | 420   | 520   | 628   |
| Minority interests              | 6     | -10   | -17   | -20   | -23   |
| Normalized earnings             | 157   | 361   | 403   | 500   | 609   |
| Extraordinary items             | -14   | 0     | -11   | 0     | 0     |
| Net profit                      | 143   | 361   | 392   | 500   | 609   |

| Cash Flow Statement (Consolidated) |      |      |       |       |       |
|------------------------------------|------|------|-------|-------|-------|
| (Bt mn)                            | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
| Net Profit                         | 143  | 361  | 392   | 500   | 609   |
| Depreciation etc.                  | 80   | 93   | 125   | 130   | 145   |
| Change in working capital          | -10  | 31   | 12    | -44   | -15   |
| Other adjustments                  | 12   | 74   | 13    | 0     | 0     |
| Cash flow from operations          | 224  | 559  | 542   | 587   | 739   |
| Capital expenditure                | -159 | -190 | -649  | -100  | -300  |
| Others                             | -3   | -7   | 1     | -2    | -2    |
| Cash flow from investing           | -163 | -198 | -648  | -102  | -302  |
| Free cash flow                     | 62   | 361  | -106  | 485   | 436   |
| Net borrowings                     | 54   | -406 | -12   | 0     | 0     |
| Equity capital raised              | 0    | 989  | 0     | 0     | 0     |
| Dividends paid                     | -108 | -276 | -196  | -250  | -304  |
| Others                             | 40   | -78  | -6    | 2     | 2     |
| Cash flow from financing           | -14  | 229  | -213  | -248  | -302  |
| Net change in cash                 | 47   | 590  | -319  | 237   | 134   |

| Balance Sheet (Consolidated) |       |       |       |       |       |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| (Bt mn)                      | 2013  | 2014  | 2015E | 2016E | 2017E |
| Cash and Investments         | 88    | 322   | 252   | 488   | 623   |
| Accounts receivable          | 284   | 298   | 307   | 362   | 416   |
| Inventory                    | 205   | 223   | 223   | 252   | 285   |
| Other current assets         | 78    | 435   | 184   | 187   | 189   |
| Total current assets         | 655   | 1,279 | 966   | 1,289 | 1,513 |
| Long-term Investments        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| Plant, property & equipment  | 664   | 763   | 1,288 | 1,258 | 1,412 |
| Other assets                 | 22    | 39    | 38    | 40    | 43    |
| Total assets                 | 1,341 | 2,081 | 2,292 | 2,587 | 2,968 |
| Short-term loans             | 350   | 0     | 0     | 0     | 0     |
| Accounts payable             | 399   | 470   | 488   | 525   | 593   |
| Current maturities           | 89    | 5     | 0     | 0     | 0     |
| Other current liabilities    | 31    | 34    | 34    | 40    | 46    |
| Total current liabilities    | 869   | 508   | 522   | 565   | 639   |
| Long-term debt               | 57    | 1     | 0     | 0     | 0     |
| Other non-current liab.      | 9     | 15    | 14    | 17    | 19    |
| Total non-current liab.      | 66    | 16    | 14    | 17    | 19    |
| Total liabilities            | 934   | 524   | 536   | 581   | 658   |
| Registered capital           | 305   | 305   | 305   | 305   | 305   |
| Paid up capital              | 225   | 300   | 300   | 300   | 300   |
| Share premium                | 0     | 914   | 914   | 914   | 914   |
| Legal reserve                | 8     | 30    | 30    | 30    | 30    |
| Retained earnings            | 174   | 240   | 436   | 686   | 991   |
| Minority Interests           | -1    | 73    | 75    | 75    | 75    |
| Shareholders' equity         | 407   | 1,557 | 1,755 | 2,005 | 2,310 |

| Important Ratios (Consolidated) |       |       |       |       |       |
|---------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                                 | 2013  | 2014  | 2015E | 2016E | 2017E |
| <b>Growth (%)</b>               |       |       |       |       |       |
| Sales                           | 32.2  | 18.3  | 2.0   | 15.0  | 15.0  |
| EBITDA                          | 91.6  | 93.3  | 14.9  | 20.0  | 19.3  |
| Net profit                      | 111.7 | 152.3 | 8.5   | 27.7  | 21.7  |
| Normalized earnings             | 144.1 | 129.3 | 11.5  | 24.2  | 21.7  |
| <b>Profitability Ratios (%)</b> |       |       |       |       |       |
| Gross profit margin             | 33.0  | 39.5  | 41.0  | 42.0  | 43.0  |
| EBITDA margin                   | 12.3  | 20.1  | 22.7  | 23.6  | 24.5  |
| EBIT margin                     | 9.0   | 16.8  | 18.3  | 19.7  | 20.7  |
| Normalized profit margin        | 6.6   | 12.8  | 14.0  | 15.1  | 16.0  |
| Net profit margin               | 6.0   | 12.8  | 13.6  | 15.1  | 16.0  |
| Normalized ROA                  | 11.7  | 17.3  | 17.6  | 19.3  | 20.5  |
| Normalize ROE                   | 38.6  | 24.3  | 24.0  | 25.9  | 27.2  |
| Normalized ROCE                 | 45.2  | 30.1  | 29.7  | 32.2  | 33.8  |
| <b>Risk (x)</b>                 |       |       |       |       |       |
| D/E                             | 2.3   | 0.4   | 0.3   | 0.3   | 0.3   |
| Net D/E                         | 2.1   | 0.0   | 0.2   | 0.0   | 0.0   |
| Net debt/EBITDA                 | 2.9   | 0.4   | 0.4   | 0.1   | 0.0   |
| <b>Per share data (Bt)</b>      |       |       |       |       |       |
| EPS - Reported                  | 0.64  | 1.20  | 1.31  | 1.67  | 2.03  |
| EPS - Normalized                | 0.70  | 1.20  | 1.34  | 1.67  | 2.03  |
| EBITDA                          | 1.30  | 1.89  | 2.17  | 2.60  | 3.11  |
| FCF                             | 0.27  | 1.20  | -0.35 | 1.62  | 1.45  |
| Book value                      | 1.34  | 4.87  | 5.52  | 6.34  | 7.34  |
| Dividend                        | 1.23  | 0.31  | 0.65  | 0.83  | 1.01  |
| Par                             | 1.00  | 1.00  | 1.00  | 1.00  | 1.00  |
| <b>Valuations (x)</b>           |       |       |       |       |       |
| P/E                             | 41.7  | 22.0  | 20.3  | 15.9  | 13.1  |
| P/E - Normalized                | 37.9  | 22.0  | 19.7  | 15.9  | 13.1  |
| P/BV                            | 19.8  | 5.4   | 4.8   | 4.2   | 3.6   |
| EV/EBTDA                        | 23.2  | 14.4  | 12.6  | 10.3  | 8.6   |
| Dividend yield (%)              | 4.6   | 1.2   | 2.5   | 3.1   | 3.8   |

Source: Company data, FSS research



## บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

|   |  |  |   |   |
|---|--|--|---|---|
| <b>สำนักงานใหญ่</b><br>999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร  | <b>สาขา อัลมาลิ้งค์</b><br>25 อาคารอัลมาลิ้งค์ ชั้น 9,14,15 ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร                                | <b>สาขา อัมรินทร์</b><br>496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร                                     | <b>สาขา ไทยซัมมิท ทาวเวอร์</b><br>1768 อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 5, 31 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง กรุงเทพมหานคร | <b>สาขา เซ็นทรัลพลาซ่า</b><br>7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ทาวเวอร์ ปิ่นเกล้า ชั้นที่ 14 ห้อง 1404 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย กรุงเทพมหานคร |
| <b>สาขา บางกะปิ</b><br>3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ กรุงเทพมหานคร             | <b>สาขา ลิตเติลไทย ทาวเวอร์</b><br>2034/52 อาคารลิตเติลไทย ทาวเวอร์ ชั้น 11 ยูนิค 11-07/01 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง กรุงเทพมหานคร | <b>สาขา บางนา</b><br>1093 อาคารเซ็นทรัลซิตีทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 1093/105 หมู่ 12 ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา เขตบางนา กรุงเทพมหานคร | <b>สาขา ลินธอร์ 1</b><br>130-132 อาคารลินธอร์ ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร                       | <b>สาขา ลินธอร์ 2</b><br>130-132 อาคารลินธอร์ ทาวเวอร์ 3 ชั้น 24 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร  |
| <b>สาขา ลินธอร์ 3</b><br>130-132 อาคารลินธอร์ ทาวเวอร์ 3 ชั้น 19 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร กรุงเทพมหานคร    | <b>สาขา ลาดพร้าว</b><br>555 อาคารสา ทาวเวอร์ 2 ยูนิค 1106 ชั้น 11 ถ.พหลโยธิน แขวงจตุจักร เขตจตุจักร กรุงเทพมหานคร                                  | <b>สาขา ประชาชื่น</b><br>105/1 อาคารปิ่น ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร กรุงเทพมหานคร  | <b>สาขา รัชดา</b><br>1/832 พหลโยธิน 60 ต.จตุคต อ.ลำลูกกา ปทุมธานี   | <b>สาขา ไทยซัมมิท ทาวเวอร์</b><br>1768 อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 2 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง กรุงเทพมหานคร                             |
| <b>สาขา รัตนธิเบศร์</b><br>68/127 หมู่ 8 ถ.รัตนธิเบศร์ ต.บางกระสอ อ.เมืองนนทบุรี นนทบุรี  |  |  |   |   |
| <b>สาขา ศรีราชา</b><br>135/99 (ตึกคอม ชั้น G) ถนนสุขุมวิท ต.ศรีราชา อ.ศรีราชาชลบุรี   | <b>สาขา ขอนแก่น 1</b><br>311/16 ถ.กลางเมือง ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น   | <b>สาขา ขอนแก่น 3</b><br>4/6 ชั้น 2 อาคาร ธนาคารไอซีบีซี(ไทย)จำกัด(มหาชน) ถ.กลางเมือง ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น                            | <b>สาขา อุดรธานี</b><br>104/6 ชั้น 2 อาคาร ธนาคารไอซีบีซี(ไทย)จำกัด(มหาชน) ถ.อุดรธานี ต. หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี      | <b>สาขา เชียงใหม่</b><br>308 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่  |
| <b>สาขา เชียงใหม่ 2</b><br>310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่                                 | <b>สาขา เชียงใหม่ 3</b><br>อาคารมะลิเพลส 32/4 หมู่ที่ 2 ชั้น 1 ห้อง B1-1, B1-2 ต.แม่เหีย อ.เมืองเชียงใหม่ เชียงใหม่                                | <b>สาขา เชียงราย</b><br>353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย   | <b>สาขา แม่สาย</b><br>119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย  | <b>สาขา นครราชสีมา</b><br>1242/2 ห้อง A3 ชั้น 7 สำนักงานเดอะมอลล์ นครราชสีมา ถ.มิตรภาพ ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา                           |
| <b>สาขา สมุทรสาคร</b><br>1045/16-17 ถ.วิเชียรโชฎก ต.มหาชัย อ.เมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร   | <b>สาขา นครปฐม</b><br>28/16-17 ถ.สิงเฝ้า ต.สนามจันทร์ อ.เมือง จ.นครปฐม   | <b>สาขา ภูเก็ต</b><br>22/18 ศูนย์การค้าวานิชพลาซ่า ถ.หลวงพ่อดำ ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต   | <b>สาขา หาดใหญ่ 1</b><br>200/221, 200/223 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา            | <b>สาขา หาดใหญ่ 2</b><br>106 ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา  |
| <b>สาขา หาดใหญ่ 3</b><br>200/222, 200/224, 200/226 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา | <b>สาขา กระบี่</b><br>223/20 ถ.มหาสาร ต.ปากน้ำ อ.เมือง จ.กระบี่  | <b>สาขา ตรัง</b><br>59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง   | <b>สาขา สุราษฎร์ธานี</b><br>173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี                   | <b>สาขา บิดธานี</b><br>300/69-70 หมู่ 4 ต.ระมุณี อ.เมือง จ.ปัตตานี  |

## คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน

|             |  |
|-------------|--|
| BUY         | "ซื้อ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน <b>ต่ำกว่า</b> มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 10%                                  |
| HOLD        | "ถือ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน <b>ต่ำกว่า</b> มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 0% - 10%                              |
| SELL        | "ขาย" เนื่องจากราคาปัจจุบัน <b>สูงกว่า</b> มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน  |
| TRADING BUY | "ซื้อเก็งกำไรระยะสั้น" เนื่องจากมีประเด็นที่มีผลบวกต่อราคาหุ้นในระยะสั้น แม้ว่าราคาปัจจุบันจะสูงกว่ามูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน |
| OVERWEIGHT  | "ลงทุนมากกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ <b>สูงกว่า ตลาด</b>   |
| NEUTRAL     | "ลงทุนเท่ากับตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ <b>เท่ากับ ตลาด</b>   |
| UNDERWEIGHT | "ลงทุนน้อยกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ <b>ต่ำกว่า ตลาด</b>  |

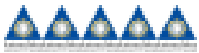
หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อว่าหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตาม บริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลา โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดๆ ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

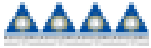
บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า

การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

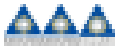
**Thai Institute of Directors Association (IOD) - Corporate Governance Report Rating 2014**



|      |        |       |      |        |       |       |     |
|------|--------|-------|------|--------|-------|-------|-----|
| BAFS | EGCO   | IRPC  | KTB  | PTTEP  | SAT   | SIM   | TMB |
| BCP  | GRAMMY | IVL   | MINT | PTTGC  | SC    | SPALI | TOP |
| BTS  | HANA   | KBANK | PSL  | SAMART | SCB   | THCOM |     |
| CPN  | INTUCH | KKP   | PTT  | SAMTEL | SE-ED | TISCO |     |



|        |        |        |        |        |      |      |        |        |       |       |        |
|--------|--------|--------|--------|--------|------|------|--------|--------|-------|-------|--------|
| AAV    | BAY    | CFRESH | DTC    | HMPRO  | MACO | OCC  | PR     | SAMCO  | SSI   | TIPCO | TSTH   |
| ACAP   | BBL    | CIMBT  | EASTW  | ICC    | MC   | OFM  | PRANDA | SCC    | SSSC  | TK    | TTA    |
| ADVANC | BECL   | CK     | EE     | KCE    | MCOT | PAP  | PS     | SINGER | STA   | TKT   | TTW    |
| ANAN   | BIGC   | CNT    | ERW    | KSL    | NBC  | PE   | PT     | SIS    | SVI   | TNITY | TVO    |
| AOT    | BKI    | CPF    | GBX    | LANNA  | NCH  | PG   | QH     | SITHAI | TCAP  | TNL   | UAC    |
| ASIMAR | BLA    | CSL    | GC     | LH     | NINE | PHOL | RATCH  | SNC    | TF    | TOG   | VGI    |
| ASK    | BMCL   | DELTA  | GFPT   | LHBANK | NKI  | PJW  | ROBINS | SNP    | THAI  | TRC   | VNT    |
| ASP    | BROOK  | DRT    | GUNKUL | LOXLEY | NMG  | PM   | RS     | SPI    | THANI | TRUE  | WACOAL |
| BANPU  | CENDEL | DTAC   | HEMRAJ | LPN    | NSI  | PPS  | S&J    | SSF    | TIP   | TSTE  |        |



|        |       |        |        |       |        |        |        |        |
|--------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 2S     | BEC   | DEMCO  | IRCP   | MOONG | PTG    | SPC    | TIC    | UPOIC  |
| AF     | BFIT  | DNA    | ITD    | MPG   | QLT    | SPCG   | TICON  | UT     |
| AH     | BH    | EA     | KBS    | MTI   | QTC    | SPPT   | TIW    | UV     |
| AHC    | BJC   | ESSO   | KGI    | NC    | RCL    | SST    | TKS    | UWC    |
| AIT    | BJCHI | FE     | KKC    | NTV   | SABINA | STANLY | TLUXE  | VIH    |
| AJ     | BOL   | FORTH  | KTC    | NUSA  | SALEE  | STEC   | TMI    | WAVE   |
| AKP    | BTNC  | FPI    | L&E    | NWR   | SCBLIF | STPI   | TMT    | WHA    |
| AKR    | BWG   | GENCO  | LRH    | NYT   | SCCC   | SUC    | TNDT   | WIN    |
| AMANAH | CCET  | GL     | LST    | OGC   | SCG    | SWC    | TPC    | WINNER |
| AMARIN | CGD   | GLOBAL | MAJOR  | OISHI | SEAFCO | SYMC   | TPCORP | YUASA  |
| AMATA  | CGS   | GLOW   | MAKRO  | PACE  | SEAOIL | SYNEX  | TRT    | ZMICO  |
| AP     | CHOW  | GOLD   | MATCH  | PATO  | SFP    | SYNTEC | TRU    |        |
| APCO   | CI    | HOTPOT | MBK    | PB    | SIAM   | TASCO  | TSC    |        |
| APCS   | CKP   | HTC    | MBKET  | PDI   | SIRI   | TBSP   | TTCL   |        |
| AQUA   | CM    | HTECH  | MEGA   | PICO  | SKR    | TEAM   | TUF    |        |
| ARIP   | CMR   | HYDRO  | MFC    | PPM   | SMG    | TFD    | TVD    |        |
| AS     | CSC   | IFS    | MFEC   | PPP   | SMK    | TFI    | TWFP   |        |
| ASIA   | CSP   | IHL    | MJD    | PREB  | SMPC   | THANA  | UMI    |        |
| AYUD   | CSS   | INET   | MODERN | PRG   | SMT    | THIP   | UP     |        |
| BEAUTY | DCC   | IRC    | MONO   | PRIN  | SOLAR  | THREL  | UPF    |        |

สัญลักษณ์ N/R หมายถึง “ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR”

**ช่วงคะแนน**

- 100-90
- 80-89
- 70-79
- 60-69
- 50-59
- <50

**สัญลักษณ์**



**ความหมาย**

- ดีเลิศ
- ดีมาก
- ดี
- ดีพอใช้
- ผ่าน
- n/a

**IOD (IOD Disclaimer)**

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด