

Current	Previous	Close	2018 TP	Exp Return	THAI CAC	CG 2017
U.R.	BUY	45.75	U.R.	U.R.	N/A	4

Consolidated earnings				
BT (mn)	2016	2017	2018E	2019E
Normalized earnings	535	268	550	632
Net profit	530	286	550	632
Normalized EPS (Bt)	1.91	0.96	1.96	2.26
Reported EPS (Bt)	1.89	1.02	1.96	2.26
% Reported EPS growth	60.3	-46.1	92.6	15.0
Dividend (Bt)	0.95	0.55	0.98	1.13
BV/share (Bt)	5.62	5.76	6.75	7.89
EV/EBITDA (x)	12.6	22.0	12.5	11.2
PER (x)	16.6	33.2	16.2	14.1
PER (x) - normalized	16.8	31.1	16.2	14.1
PBV (x)	5.6	5.5	4.7	4.0
Dividend yield (%)	3.0	1.7	3.1	3.6
ROE (%)	34.0	16.6	29.1	28.6
YE No. of shares (million)	280	280	280	280
Par (Bt)	0.5	0.5	0.5	1.0

Source: Company data, FSS estimates

กำไร 4Q17 น่าผิดหวัง ต่ำคาดมาก อยู่ระหว่างทบทวน

กำไรสุทธิ 4Q17 ต่ำสุดในรอบ 7 ปี

กำไรสุทธิ 4Q17 เท่ากับ 28 ล้านบาท (-64.1% Q-Q, -76.1% Y-Y) ต่ำกว่าคาดมาก (เรคาดไว้ 79 ล้านบาท) เป็นกำไรที่น่าผิดหวังมาก มาจากทั้งอัตรากำไรขั้นต้นที่ต่ำกว่าคาด และค่าใช้จ่ายที่มากกว่าคาด แม้ธุรกิจในประเทศจะเติบโตได้ดี โดยเฉพาะ CMG ที่โตดีมากจากการรับจ้างผลิตสินค้าใหม่ รวมถึงธุรกิจ Export Brand จะมีการเติบโตตามการเน้นขยายตลาดส่งออก แต่ยังไม่สามารถชดเชยการอ่อนตัวของธุรกิจ Export CMG ซึ่งมาจากการอ่อนตัวของน้ำมะพร้าวส่งออก ที่บริษัทเพิ่งปรับปรุงกระบวนการตรวจสอบคุณภาพสินค้าแล้วเสร็จเมื่อปลาย 4Q17 ทำให้ยอดขายน้ำมะพร้าวยังกลับมาไม่ทัน ส่งผลให้รายได้รวมไตรมาสนี้โตเพียง 2.1% Q-Q และ 3.6% Y-Y โดยสัดส่วนรายได้ส่งออกใน 4Q17 ลดลงมาอยู่ที่เพียง 29% จาก 42% ในปีก่อน แต่ที่เป็นปัญหาคืออัตรากำไรขั้นต้นที่ต่ำกว่าคาดมาอยู่ที่ 26.3% (เรคาดไว้ 30%) เป็นระดับต่ำสุดในรอบ 18 ไตรมาส นอกจากรายได้ต่างประเทศ ที่มาร์จินสูงจะลดลงแล้วยังมีค่าเสื่อมราคาที่สูงขึ้นจากการลงทุนเพิ่มเติมในโรงงาน เครื่องจักร และสำนักงาน รวมถึงอัตราสูญเสียที่สูงขึ้นจากการ Test Run เครื่องจักรใหม่บางรายการ และผลกระทบจากภาน้ำตาล เช่นเดียวกับค่าใช้จ่ายที่ปรับตัวสูงขึ้นจากด้านบุคลากรและ R&D ทำให้สัดส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้ปรับขึ้นมาอยู่ที่ 25.2% จาก 23.4% ใน 3Q17 และจากฐานที่ต่ำมากที่สุดที่ 13.6% ใน 4Q16 ที่มีการปรับกลยุทธ์ชะลอการใช้จ่ายภายใต้กำลังซื้อที่อ่อนแอ ในขณะที่รับส่วนแบ่งขาดทุนจากฟิลิปปินส์สูงขึ้นเป็น -10 ล้านบาท จาก -4 ล้านบาทใน 3Q17 แต่ลดลงจาก -40 ล้านบาทใน 4Q16

มาร์จินจะถูกกดตันทันอย่างหนักอีก 2 ไตรมาส อยู่ระหว่างปรับลดกำไร

บริษัทมีกำไรสุทธิปี 2017 เท่ากับ 286 ล้านบาท (-46.1% Y-Y) แม้จะมองว่าจะผ่านกำไรต่ำสุดแล้วในปีก่อน จากยอดขายน้ำมะพร้าวที่ควรจะมาโตอีกครั้ง ภายหลังปรับปรุงกระบวนการตรวจสอบคุณภาพแล้วเสร็จ แต่มีปัจจัยกดดันอื่นเข้ามาเพิ่ม โดยเฉพาะแรงกดดันจากค่าเสื่อมราคา และอัตราของเสียที่สูงขึ้น ซึ่งเกิดจากการลงทุนใหม่ และยังไม่สามารถสร้างรายได้ได้ทันที หรือยังไม่ถึงจุดที่จะเกิดประสิทธิภาพ จึงน่าจะกระทบต่ออัตรากำไรขั้นต้นของบริษัทไปอย่างน้อยอีก 2 ไตรมาส (อ้างอิง MD&A ของบริษัท) เบื้องต้นเราอยู่ระหว่างปรับลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2018 จากปัจจุบันที่คาดไว้ 550 ล้านบาท และจะปรับลดราคาเป้าหมายจากปัจจุบันที่ 45 บาท ทั้งนี้บริษัทประกาศจ่ายปันผล 0.25 บาท คิดเป็น Yield 0.8%

4Q17 Earnings Results						Comment
(Bt mn)	4Q17	3Q17	%Q-Q	4Q16	%Y-Y	
Revenues	1,531	1,500	2.1	1,478	3.6	<ul style="list-style-type: none"> รายได้เติบโตได้เล็กน้อย จากธุรกิจในประเทศที่ดีกว่าส่งออก อัตรากำไรขั้นต้นอ่อนแอเป็นระดับต่ำสุดในรอบ 18 ไตรมาส จากต้นทุนค่าเสื่อมและอัตราของเสียที่สูงขึ้น สัดส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้ปรับขึ้นมาอยู่ที่ 25.2% จาก 23.4% ใน 3Q17 จากค่าใช้จ่ายด้านบุคลากรและการทำ R&D สูงขึ้น รับส่วนแบ่งขาดทุนจากฟิลิปปินส์สูงขึ้นเป็น -10 ล้านบาท จาก -4 ล้านบาทใน 3Q17 แต่ลดลงจาก -40 ล้านบาทใน 4Q16
Cost of services	1,129	1,054	7.1	1,073	5.2	
Gross profit	402	446	-9.9	405	-0.7	
SG&A	386	351	10.0	202	91.1	
Interest expense	5.95	5.60	6.3	4.65	28.0	
Normalized earnings	26	76	-65.8	128	-79.7	
Net profit	28	78	-64.1	117	-76.1	
EPS	0.100	0.277	-64.1	0.418	-76.1	
Gross margin (%)	26.3	29.7	-3.4	27.4	-1.1	
Norm earnings margin (%)	1.7	5.1	-3.4	8.7	-7.0	
Net profit margin (%)	1.8	5.2	-3.4	7.9	-6.1	

Source: Company data, FSS Research

Analyst : Sureporn Teewasuwet

Register No.: 040694

Tel.: +662 646 9972

email: sureporn.t@fnsyrus.com

www.fnsyrus.com

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

<p>สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p>สำนักงานไทยซัมมิท ทาวเวอร์ (สายงานสนับสนุน) 1768 อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 5, 31 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p>สาขา อัลมาลิ่งค์ 25 อาคารอัลมาลิ่งค์ ชั้น 9,14,15 ช.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p>สาขา อัมรินทร์ ทาวเวอร์ 496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p>สาขา เซ็นทรัลพลาซ่า 1 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล พลาซ่า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร</p>
<p>สาขา บางกระบือ 3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p>สาขา บางนา 589 หมู่ 12 อาคารชุดทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 589/105 (เดิม 1093/105) ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา เขตบางนา จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p>สาขา ลินธอร์ 1 130-132 อาคารลินธอร์ ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p>สาขา เคียนหงวน (ลินธอร์ 2) 140/1 อาคารเคียนหงวน 2 ชั้น 18 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p>สาขา ลินธอร์ 3 130-132 อาคารลินธอร์ ทาวเวอร์ 3 ชั้น 19 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>
<p>สาขา ลาดพร้าว 555 อาคารระสา ทาวเวอร์ 2 ยูนิต 1106 ชั้น 11 ถ.พหลโยธิน แขวงจตุจักร เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p>สาขา ประชาชื่น 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลนครระสา แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p>สาขา รังสิต 1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17 ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี</p>	<p>สาขา อัมคูลราอิม 990 อาคารอัมคูลราอิมเพลส ชั้น 12 ห้อง 1210 ถ.พระราม 4 แขวงสีลม เขตบางรัก จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p>สาขา รัตนาธิเบศร์ 576 ถ.รัตนาธิเบศร์ ต.บางกระสอบ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี</p>
<p>สาขา ศรีราชา 135/99 (ตึกคอม ชั้น G) ถนนสุขุมวิท ต.ศรีราชา อ.ศรีราชา จ.ชลบุรี</p>	<p>สาขา ขอนแก่น 1 311/16 ชั้น 2 ถ.กลางเมือง ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น</p>	<p>สาขา ขอนแก่น 2 เลขที่ 26/9 หมู่ที่ 7 ชั้น 2 ถ.ศรีจันทร์ใหม่ ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น</p>	<p>สาขา ขอนแก่น 3 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่ง) ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น</p>	<p>สาขา อุดรธานี 197/29, 213/3 ถ.อุดรชัย ตรี ต.หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี</p>
<p>สาขา เชียงใหม่ 1 308 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่</p>	<p>สาขา เชียงใหม่ 2 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่</p>	<p>สาขา เชียงใหม่ 3 อาคารมะลิเพลส 32/4 หมู่ที่ 2 ชั้น 1 ห้อง B1-1, B1-2 ต.แม่เหียะ อ.เมืองเชียงใหม่ เชียงใหม่</p>	<p>สาขา เชียงราย 353/15 หมู่ 4 ต.เวียงก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย</p>	<p>สาขา แม่สาย 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย</p>
<p>สาขา นครราชสีมา 1242/2 ห้อง A3 ชั้น 7 สำนักงานเดอะมอลล์ นครราชสีมา ถ.มิตรภาพ ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา</p>	<p>สาขา สมุทรสาคร 813/30 ถ.นครินทร์ ต.มหาชัย อ.เมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร</p>	<p>สาขา ภูเก็ต 22/18 ถ.หลวงพ่อดำ ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต</p>	<p>สาขา หาดใหญ่ 1 200/221, 200/223 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา</p>	<p>สาขา หาดใหญ่ 2 106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปัตย์ ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา</p>
<p>สาขา หาดใหญ่ 3 200/222, 200/224, 200/226 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา</p>	<p>สาขา ตรัง 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง</p>	<p>สาขา สุราษฎร์ธานี 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี</p>	<p>สาขา ปัตตานี 300/69-70 หมู่ 4 ต.สุระมิถ อ.เมือง จ.ปัตตานี</p>	

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน

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

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

DISCLAIMER: รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เราเชื่อหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดๆ ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ โดยบริษัทฯ อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าวนี้ ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

Thai Institute of Directors Association (IOD) - Corporate Governance Report Rating 2017

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
100-90		ดีเลิศ
80-89		ดีมาก
70-79		ดี
60-69		ดีพอใช้
50-59		ผ่าน
<50	no logo given	n/a

สัญลักษณ์ **N/R** หมายถึง “ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR”

IOD (IOD Disclaimer)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยมต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)

- 1 ข้อมูล CG Score ประจำปี 2560 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- 2 ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 31 กรกฎาคม 2560) มี 2 กลุ่ม คือ
 - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC (Declared)
 - ได้รับการรับรอง CAC (Certified)