

Current	Previous	Close	2019 TP	Exp Return	THAI CAC	CG 2017
BUY	BUY	14.8	18.0	+21.6%	Declared	4

Consolidated earnings

BT (mn)	2016	2017	2018E	2019E
Normalized earnings	782	651	669	811
Net profit	782	608	660	811
Normalized EPS (Bt)	0.57	0.47	0.48	0.59
EPS (Bt)	0.57	0.44	0.48	0.59
% growth	49.1	-22.2	8.5	23.0
Dividend (Bt)	0.49	0.34	0.38	0.47
BV/share (Bt)	1.61	1.58	1.67	1.79
EV/EBITDA (x)	19.9	22.6	24.0	20.2
Normalized PER (x)	26.1	31.4	30.5	25.2
PER (x)	26.1	33.6	30.9	25.2
PBV (x)	9.2	9.4	8.8	8.3
Dividend yield (%)	3.3	2.3	2.6	3.2
ROE (%)	35.2	29.9	29.0	32.8
YE No. of shares (million)	1,380	1,380	1,380	1,380
Par (Bt)	0.25	0.25	0.25	0.25

Source: Company data, FSS estimates

Analyst : Sureeporn Teewasuwet

Register No.: 040694

Tel.: +662 646 9972

email: sureeporn.t@fnsyrus.com

www.fnsyrus.com



Finansia Syrus Securities



@fnsyrus

กำไร 2Q18 ต่ำกว่าคาด จากค่าใช้จ่ายทางการตลาดสูงขึ้น

กำไร 2Q18 ต่ำกว่าคาด จากค่าใช้จ่ายที่สูงกว่าคาด

กำไรสุทธิ 2Q18 เท่ากับ 154 ล้านบาท (+1.3% Q-Q, +14.1% Y-Y) ต่ำกว่าคาด 7% (เรคาดไว้ 166 ล้านบาท) มาจากค่าใช้จ่ายที่มากกว่าคาด ในส่วนของรายได้และอัตรากำไรเริ่มต้นถือว่าฟื้นตัวได้ดี แม้รายได้จากจีนในไตรมาสนี้ จะลดลง -16% Q-Q, +10% Y-Y บริษัทให้เหตุผลการลดลง Q-Q ว่ามาจากการเร่งส่งมอบไปมากในช่วงปลาย 1Q18 แต่ได้รับการชดเชยด้วยการขายในประเทศที่เติบโต +12% Q-Q, +18% Y-Y จากการออกสินค้าใหม่ และทำการตลาดมากขึ้น ส่งผลให้รายได้รวม +0.7% Q-Q, +11.1% Y-Y ในขณะที่อัตรากำไรเริ่มต้นปรับฟื้นตัวได้ดีเป็น 32.2% จาก 28.2% ใน 1Q18 และ 31.7% Y-Y ใน 2Q17 โดยรับรู้ต้นทุนสำหรับผลิตภัณฑ์ใหม่ที่มีราคาถูกลงราว 10% - 15% Y-Y ในช่วงปลายเดือน พ.ค. เป็นต้นมา แต่ทั้งรายได้และอัตรากำไรเริ่มต้นที่ดี ถูกหักล้างด้วยค่าใช้จ่ายที่เร่งตัวขึ้น จากค่าใช้จ่ายทางการตลาดในจีนที่เริ่มเข้าไปสร้างแบรนด์มากขึ้น, การทำการตลาดในประเทศ และการออกสินค้าใหม่ รวมถึงการเริ่มวางขายสินค้า Whey Protein ใน Modern Trade มากขึ้น จากก่อนหน้านี้ขายผ่าน Online เป็นหลัก ทำให้สัดส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้ขยับขึ้นเป็น 19.8% เพิ่มขึ้นจาก 16.2% ใน 1Q18 และ 17.1% ใน 2Q17 (สูงกว่าที่เราคาดไว้ที่ 16%) ส่วนอัตรากำไรจ่ายเริ่มขยับลงมาอยู่ที่ 15.7% จาก 19% ใน 2Q17 จากสิทธิพิเศษทางภาษี BOI

ปรับลดกำไรและราคาเป้าหมาย แต่มองกำไรจะฟื้นตัวเด่นใน 2H18

บริษัทมีกำไรสุทธิ 1H18 เท่ากับ 305 ล้านบาท (ทรงตัว Y-Y) แนวโน้มในช่วง 2H18 น่าจะฟื้นตัวได้ต่อเนื่อง เพราะเป็นช่วง High Season ของการส่งออก โดยเฉพาะตลาดจีน รวมถึงจะรับรู้ต้นทุนสำหรับผลิตภัณฑ์ใหม่ที่ถูกกลงได้เต็มไตรมาสใน 3Q18 และคาดว่าจะทำกำไรทำจุดสูงสุดของปีใน 4Q18 แต่ด้วยกลยุทธ์ของบริษัทในการเน้นทำการตลาดมากขึ้นทั้งในไทยและต่างประเทศ เพื่อสร้างแบรนด์และออกสินค้าใหม่ รวมถึง Whey Protein ที่ขยายไปยังช่องทาง Offline มากขึ้น ซึ่งย่อมมีค่าใช้จ่ายสูงขึ้นเช่นเดียวกัน ทั้งนี้ทั้งนี้การใช้จ่ายมากขึ้นในขณะนี้เพื่อการเติบโตในช่วงถัดไป เราจึงปรับสมมติฐานสัดส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้ในปี 2018-2019 ขึ้นเป็น 18% จากเดิมที่ 16.5% นำไปสู่การปรับลดกำไรสุทธิปี 2018-2019 ลง 11% และ 12% เป็น 660 ล้านบาท (+8.6% Y-Y) และ 811 ล้านบาท (+23% Y-Y) ตามลำดับ และปรับใช้ราคาเป้าหมายปี 2019 ที่ 18 บาท (เราปรับลด PE เป็น 30 เท่า จากเดิม 35 เท่า เพื่อสะท้อนอัตรากำไรที่ลดลง โดยมี PEG ที่ 1.5 เท่า) ยังมี Upside 21.6% และประกาศจ่ายปันผลงวด 1H18 หุ้นละ 0.17 บาท Yield 1.1% กำหนดขึ้น XD 23 ส.ค. และจ่ายเงิน 6 ก.ย. ทั้งนี้เรามองผ่านกำไรต่ำสุดแล้ว จะเห็นการฟื้นตัวอย่างมีนัยสำคัญในช่วง 2H18 คงคำแนะนำซื้อ

ความเสี่ยง - เศรษฐกิจฟื้นตัวช้ากว่าคาด, ราคาวัตถุดิบสำหรับปรับตัวสูงขึ้น และการแข่งขันทั้งในและต่างประเทศรุนแรงขึ้น

2Q18 Earnings Results

(Bt mn)	2Q18	1Q18	%Q-Q	2Q17	%Y-Y	Comment
Revenues	1,346	1,336	0.7	1,212	11.1	- รายได้ที่จีนแผ่วลง Q-Q แต่ชดเชยด้วยรายได้ในประเทศที่โตดี ทำให้รายได้รวมทรงตัว Q-Q และเติบโตต่อเนื่อง Y-Y - อัตรากำไรเริ่มต้นกลับมาฟื้นตัวได้ดี เพราะรับรู้ต้นทุนสำหรับผลิตภัณฑ์ใหม่ที่มีราคาถูกลงตั้งแต่เดือน พ.ค. เป็นต้นมา - ค่าใช้จ่ายเร่งตัวขึ้นมากกว่าคาด จากค่าใช้จ่ายทางการตลาดทั้งในและต่างประเทศ การออกสินค้าใหม่ และเริ่มวางขาย Whey Protein ผ่านช่องทาง Offline ทำให้มีค่าใช้จ่ายสูงขึ้น
Cost of services	913	959	-4.8	827	10.4	
Gross profit	434	377	15.1	385	12.7	
SG&A	266	216	23.1	207	28.5	
Interest expense	4	3	33.3	4	0.0	
Normalized earnings	143	160	-10.6	147	-2.7	
Net profit	154	152	1.3	135	14.1	
EPS	0.111	0.110	1.3	0.098	14.1	
Gross margin (%)	32.2	28.2	4.0	31.7	0.5	
Norm earnings margin (%)	10.7	12.0	-1.3	12.1	-1.4	
Net profit margin (%)	11.4	11.4	0.0	11.2	0.2	

Source: Company and FSS Research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดี ออฟฟิศ เอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สำนักงานไทยซัมมิท ทาวเวอร์ (สายงานสนับสนุน) 1768 อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 5, 31 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา อัลมาลิงค์ 25 อาคารอัลมาลิงค์ ชั้น 9,14,15 ช.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา อัมรินทร์ ทาวเวอร์ 496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา เซ็นทรัลปิ่นเกล้า 1 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ปิ่นเกล้า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร
สาขา บางกระบือ 3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกระบือ จ.กรุงเทพมหานคร	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	สาขา สันธร 1 130-132 อาคารสันธร ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา เคียนหวน (สันธร 2) 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา สันธร 3 130-132 อาคารสันธร ทาวเวอร์ 3 ชั้น 19 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร
สาขา ลาดพร้าว 555 อาคารสา ทาวเวอร์ 2 ยูนิต 1106 ชั้น 11 ถ.พหลโยธิน แขวงจตุจักร เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา ประชาชื่น 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา รังสิต 1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17 ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี	สาขา อัมฤราธิม 990 อาคารอัมฤราธิมเพลส ชั้น 12 ห้อง 1210 ถ.พระราม 4 แขวงสีลม เขตบางรัก จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา รัตนนิเบศร์ 576 ถ.รัตนนิเบศร์ ต.บางกระสอ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี
สาขา ศรีราชา 135/99 (ตึกคอม ชั้น G) ถนนสุขุมวิท ต.ศรีราชา อ.ศรีราชา จ.ชลบุรี	สาขา ขอนแก่น 1 311/16 ชั้น 2 ถ.กลางเมือง ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น	สาขา ขอนแก่น 2 เลขที่ 26/9 หมู่ที่ 7 ชั้น 2 ถ.ศรีจันทร์ใหม่ ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น	สาขา ขอนแก่น 3 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่ง) ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น	สาขา อุดรธานี 197/29, 213/3 ถ.อุดรชัย ต. หนองแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี
สาขา เชียงใหม่ 1 308 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่	สาขา เชียงใหม่ 2 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่	สาขา เชียงใหม่ 3 อาคารมะลิเพลส 32/4 หมู่ที่ 2 ชั้น 1 ห้อง B1-1, B1-2 ต.แม่เหีย อ.เมืองเชียงใหม่ เชียงใหม่	สาขา เชียงราย 353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย	สาขา แม่สาย 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย
สาขา นครราชสีมา 1242/2 ห้อง A3 ชั้น 7 สำนักงานเดอะมอลล์ นครราชสีมา ถ.มิตรภาพ ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา	สาขา สมุทรสาคร 813/30 ถ.นเรศวร ต.มหาชัย อ.เมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร	สาขา ภูเก็ต 22/18 ถ.หลวงพ่อดำ ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต	สาขา หาดใหญ่ 1 200/221, 200/223 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา	สาขา หาดใหญ่ 2 106 ชั้นลอย ถ.ประชาติปัตย์ ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา
สาขา หาดใหญ่ 3 200/222, 200/224, 200/226 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา	สาขา ตรัง 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง	สาขา สุราษฎร์ธานี 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี	สาขา ปัตตานี 300/69-70 หมู่ 4 ต.รุสะมิแล อ.เมือง จ.ปัตตานี	

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน

BUY	"ซื้อ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 10%
HOLD	"ถือ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 0% - 10%
SELL	"ขาย" เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
TRADING BUY	"ซื้อเก็งกำไรระยะสั้น" เนื่องจากมีประเด็นที่มีผลบวกต่อราคาหุ้นในระยะสั้น 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" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูล ที่เชื่อว่าหรือควรเชื่อว่ามีคุณภาพเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ใน รายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือ ขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง ทำซ้ำ นำ ออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควร ศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ ที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ โดยบริษัทฯ อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าวนี้ ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิ อนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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 เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ 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)