

<b>Current</b>	Previous	Close	2019 TP	Exp Return	THAI CAC	CG 2018
<b>BUY</b>	BUY	49.25	58.00	+ 17.8%	Declared	4

Consolidated earnings				
BT (mn)	2017	2018	2019E	2020E
Normalized earnings	5,122	6,444	6,874	7,742
Net profit	5,211	6,650	6,574	7,742
Normalized EPS (Bt)	1.28	1.61	1.72	1.93
EPS (Bt)	1.31	1.66	1.64	1.93
% growth	57.6	27.2	-1.1	17.8
Dividend (Bt)	0.57	0.73	0.77	0.87
BV/share (Bt)	26.70	27.61	28.48	29.54
EV/EBITDA (x)	19.63	18.77	17.70	16.61
Normalized PER (x)	38.4	30.6	28.7	25.5
PER (x)	37.7	29.6	30.0	25.5
PBV (x)	1.8	1.8	1.7	1.7
Dividend yield (%)	1.2	1.5	1.6	1.8
ROE (%)	4.8	5.8	6.0	6.5
YE No. of shares (million)	3,990	4,003	4,003	4,003
Par (Bt)	1.0	1.0	1.0	1.0

Source: Company data, FSS estimates

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



## กำไร 2Q19 ดีกว่าคาด และจะโตต่อหนึ่งใน 2H19

### กำไร 2Q19 ดีกว่าคาด จากอัตรากำไรขั้นต้นที่ดีกว่าคาด

กำไรสุทธิ 2Q19 เท่ากับ 1,528 ล้านบาท (+1.6% Q-Q, +9.5% Y-Y) หากไม่รวมค่าใช้จ่ายตั้งสำรองผลประโยชน์พนักงาน 237 ล้านบาท (สุทธิภาษี) และขาดทุนอัตราแลกเปลี่ยน 29 ล้านบาท จะมีกำไรปกติเท่ากับ 1,794 ล้านบาท (+19.9% Q-Q, +36.4% Y-Y) ดีกว่าคาด 7% (เรคาดไว้ 1,673 ล้านบาท) มาจากอัตรากำไรขั้นต้นที่ดีกว่าคาด กำไรที่โตดีมาจาก 1) รายได้รวมเติบโต +5.3% Q-Q, +3.6% Y-Y ซึ่งเติบโตได้ทุกธุรกิจ ทั้ง BIGC แม้จะมี SSSG พลิกเป็นติดลบที่ -0.3% Y-Y แต่ด้วยผลของการเปิดสาขาใหม่ทำให้รายได้โตได้เล็กน้อย, ธุรกิจระบองมีรายได้กลับมาโต +2.5% Y-Y (ดีขึ้นจาก 1Q19 ที่รายได้กระบองลดลงถึง -17% Y-Y) เพราะเริ่มรับรู้รายได้จากลูกค้าใหม่ 2 ราย และธุรกิจ Consumer โตดีจากทั้งขนม และทิชชู 2) อัตรากำไรขั้นต้นดีขึ้นมาอยู่ที่ 19.9% (ดีกว่าที่คาดไว้ 19.5%) จาก 19.3% ใน 1Q19 และ 18.8% ใน 2Q18 มาจากอัตรากำไรขั้นต้นที่ดีของ BIGC +110 bps Q-Q และ +130 bps จากทั้ง Product Mix และสัดส่วนรายได้ B2B ที่มีมาร์จิ้นต่ำลดลง รวมถึงธุรกิจ Consumer ที่มีต้นทุนวัตถุดิบที่ลดลงเมื่อเทียบกับปีก่อน สามารถหักล้างอัตรากำไรขั้นต้นของธุรกิจบรรจุภัณฑ์ที่อ่อนตัวลงได้ทั้งหมด 3) ค่าใช้จ่ายยังสูงขึ้น แต่เป็นการเพิ่มขึ้น Y-Y ในอัตราที่น้อยลงเมื่อเทียบกับไตรมาสก่อน โดย +4.2% Q-Q, +6.7% Y-Y และมีสัดส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้ขยับขึ้นมาอยู่ที่ 21.2% +60 bps Y-Y ส่วนใหญ่ยังมาจากค่าใช้จ่ายบุคลากร และค่าสาธารณูปโภคที่สูงขึ้น และ 4) อัตรากำไรขั้นต้นอยู่ที่ 15% (ไม่รวมค่าใช้จายภาษีที่เกิดจากค่าใช้จ่ายผลประโยชน์พนักงาน) ใกล้เคียงไตรมาสก่อน แต่ลดลงจาก 22.3% ใน 2Q18 เพราะเพิ่งปรับโครงสร้างภาษีแล้วเสร็จใน 3Q18

### คาดการณ์กำไรและราคาเป้าหมายปี

บริษัทมีกำไรปกติ 1H19 เท่ากับ 3,221 ล้านบาท (+22.6% Y-Y) คิดเป็นสัดส่วน 47% ของประมาณการทั้งปี แนวโน้มกำไรน่าจะโตต่อเนื่องใน 3Q19 แม้เป็นช่วง Low Season ของธุรกิจค้าปลีก แต่คาดการณ์กำไรจะโต Q-Q เพราะเป็นช่วงนับ Stock ของ BIGC ทำให้อัตรากำไรขั้นต้นมักปรับตัวสูงขึ้น กอปรกับคาดการณ์รายได้ธุรกิจระบองจะทยอยปรับตัวขึ้นได้อีก คาดจะเริ่มรับรู้รายได้จากลูกค้ารายใหม่รายที่ 3 (2 รายแรกเริ่มรับรู้ใน 2Q19 ที่ผ่านมา) น่าจะช่วยชดเชยการลดลงของลูกค้าเครื่องดื่มชูกำลังได้ทั้งหมด และคาดการณ์รวมต้นทุนวัตถุดิบจะปรับลดลง โดยเฉพาะราคาเยื่อกระดาษที่เริ่มเห็นการปรับลงอย่างมีนัยสำคัญ และคาดการณ์การดอกเบี้ยจ่ายจะลดลงตั้งแต่เดือน ก.ย. เป็นต้นไป เพราะมีหุ้นที่จะครบกำหนดในเดือน ก.ย. นี้ วงเงิน 2.2 หมื่นล้านบาท และคาดว่าบริษัทจะ Refinance บางส่วน และชำระคืนด้วยกระแสเงินสดในกิจการบางส่วน ดังนั้นเรายังคาดการณ์กำไรปกติปี 2019 ไว้ที่ 6,874 ล้านบาท (+6.7% Y-Y) และคงราคาเป้าหมายปีนี้ที่ 58 บาท (DCF) ยังมี Upside 17.8% และประกาศจ่ายปันผลงวด 1H19 หุ้นละ 0.18 บาท คิดเป็น Yield 0.4% ขึ้น XD 28 ส.ค. และจ่ายเงิน 13 ก.ย. คงคำแนะนำ ชื้อ

2Q19 Earnings Results						
(Bt mn)	2Q19	1Q19	%Q-Q	2Q18	%Y-Y	Comment
Revenues	40,435	38,389	5.3	39,024	3.6	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ SSSG 2Q19 ของ BIGC พลิกเป็น -0.3% Y-Y แต่ด้วยผลของสาขาใหม่ และรายได้ธุรกิจระบือองกลับมาโต Y-Y เพราะได้ลูกค้ารายใหม่ รวมถึงธุรกิจ Consumer พื้นตัวต่อเนื่อง ทำให้รายได้รวมเติบโตได้</li> <li>■ อัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้นได้มากกว่าคาด มาจากฝั่ง BIGC และต้นทุนของธุรกิจ Consumer ที่ลดลง</li> <li>■ ค่าใช้จ่ายยังสูงขึ้น แต่เพิ่มขึ้น Y-Y ในอัตราที่ลดลงเมื่อเทียบกับไตรมาสก่อน โดยยังมาจากค่าใช้จ่ายบุคลากรและค่าสาธารณูปโภคที่สูงขึ้น</li> </ul>
Cost of services	32,368	30,969	4.5	31,707	2.1	
Gross profit	8,067	7,421	8.7	7,317	10.3	
SG&A	8,571	8,227	4.2	8,030	6.7	
Interest expense	1,245	1,197	4.0	1,170	6.4	
Normalized earnings	1,794	1,496	19.9	1,315	36.4	
Net profit	1,528	1,504	1.6	1,396	9.5	
EPS	0.382	0.376	1.6	0.349	9.6	
Gross margin (%)	19.9	19.3	0.6	18.8	1.1	
SG&A to sales (%)	21.2	20.5	0.7	20.6	0.6	
Net profit margin (%)	3.8	3.9	-0.1	3.6	0.2	

Source: Company and FSS Research

## บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

### สำนักงานใหญ่

999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25  
G,ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน  
เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร

### สาขา อัลมาลิค

25 อาคารอัลมาลิค 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 เซ็นทรัลพลาซ่า 1

7/129-221 อาคารเซ็นทรัล พลาซ่า  
ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1  
ถ.บรมราชชนนี แขวง อุดมธรรมิการ์  
เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร

### สาขา บางกระบือ

3105 อาคารเอ็มมาร์ค 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 ลินธอร์ 1

130-132 อาคารลินธอร์ ทาวเวอร์ 1  
ชั้น 2 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี  
เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร

### สาขา เคียนหวน (ลินธอร์ 2)

140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18  
ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี  
เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร

### สาขา ลาดพร้าว

555 อาคารรสา 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 อับดุลราฮิม

990 อาคารอับดุลราฮิมเพลส ชั้น 12  
ห้อง 1210 ถ.พระราม 4 แขวงสีลม  
เขตบางรัก จ.กรุงเทพมหานคร

### สาขา รัตนวิเบศร์

576 ถ.รัตนวิเบศร์  
ต.บางกระสอบ อ.เมืองนนทบุรี  
จ.นนทบุรี

### สาขา แจ่งวัฒนะ

99, 99/9  
เซ็นทรัลแจ่งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์  
ห้อง 2203, ชั้น 22  
หมู่ 2 ถ.แจ่งวัฒนะ, บางตลาด  
ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี

### สาขา ขอนแก่น 1

311/16 ชั้น 2 ถ.กลางเมือง  
ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น  
จ.ขอนแก่น

### สาขา ขอนแก่น 3

311/1  
ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมบึง)  
ต. ในเมือง  
อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น

### สาขา อุดรธานี

197/29, 213/3  
ถ.อุดรคชฎี ต.หมากแข้ง  
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

อาคารมลิเพลส 32/4 หมู่ที่ 2 ชั้น 1  
ห้อง B1-1, B1-2  
ต.แม่เหียะ 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.นรสิงห์  
ต.มหาชัย อ.เมืองสมุทรสาคร  
จ.สมุทรสาคร

### สาขา ออนไลน์ภูเก็ต

22/18  
ถ.หลวงพ่อดำฉลอง  
ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต  
จ.ภูเก็ต

### สาขา หาดใหญ่

106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย  
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.วิทย์-บางใหญ่  
ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี  
จ.สุราษฎร์ธานี

### สาขา บิดตานี

300/69-70 หมู่ 4 ต.รุสะมิแล  
อ.เมือง จ.บิดตานี

## 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

**DISCLAIMER:** รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อว่าหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ AAV, ADVANC, AEONTS, AMATA, ANAN, AOT, AP, BANPU, BBL, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEAUTY, BEC, BEM, BGRIM, BH, BJC, BLAND, BPP, BTS, CBG, CENTEL, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DTAC, EA, EGCO, EPG, ERW, ESSO, GFPT, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMT, KBANK, KCE, KKP, KTB, KTC, LH, MAJOR, MBK, MEGA, MINT, MTC, ORI, OSP, PLANB, PRM, PSH, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, RATCH, ROBINS, RS, SAWAD, SCB, SCC, SGP, SIRI, SPALI, SPRC, STA, STEC, SUPER, TASCOS, TCAP, THAI, THANI, TISCO, TKN, TMB, TOA, TOP, TPIPP, TRUE, TTW, TU, TVO, WHA และ SET50 Future โดยบริษัทฯ อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

**Thai Institute of Directors Association (IOD) - Corporate Governance Report Rating 2018**

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") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

**โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)**

- ข้อมูล CG Score ประจำปี 2561 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 31 สิงหาคม 2561) มี 2 กลุ่ม คือ
  - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC (Declared)
  - ได้รับการรับรอง CAC (Certified)