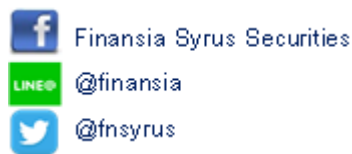


<b>Current BUY</b>	<b>Previous BUY</b>	<b>Close 21.4</b>	<b>2019 TP 25.0</b>	<b>Exp Return +16.8%</b>	<b>THAI CAC Declared</b>	<b>CG 2018 3</b>
--------------------	---------------------	-------------------	---------------------	--------------------------	--------------------------	------------------

Consolidated earnings				
BT (mn)	2017	2018	2019E	2020E
Normalized earnings	383	344	424	468
Net profit	401	351	419	468
Normalized EPS (Bt)	1.26	1.13	1.39	1.54
EPS (Bt)	1.32	1.15	1.38	1.54
% growth	-2.6	-12.9	19.3	11.6
Dividend (Bt)	0.69	0.66	0.77	0.84
BV/share (Bt)	7.41	7.97	8.55	9.24
EV/EBITDA (x)	10.6	11.6	9.4	7.5
Normalized PER (x)	16.9	19.0	15.4	13.9
PER (x)	16.2	18.6	15.6	13.9
PBV (x)	2.9	2.7	2.5	2.3
Dividend yield (%)	3.2	3.1	3.6	3.9
ROE (%)	17.0	14.2	16.3	16.6
YE No. of shares (million)	303	305	305	305
Par (Bt)	1.00	1.00	1.00	1.00

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 ดีตามคาด สินค้าใหม่ B'BLUE ช่วยหนุน

#### กำไร 2Q19 ใกล้เคียงคาด อัตรากำไรขั้นต้นน่าประทับใจ

กำไรสุทธิ 2Q19 เท่ากับ 136 ล้านบาท (+18.3% Q-Q, 15.3% Y-Y) ใกล้เคียงเรคาด (เรคาดไว้ 139 ล้านบาท) แต่ดีกว่าที่ตลาดคาด 8% หากไม่รวมค่าใช้จ่ายตั้งสำรองผลประโยชน์พนักงาน 4.7 ล้านบาท และกำไรอัตราแลกเปลี่ยน 2.8 ล้านบาท จะมีกำไรปกติเท่ากับ 137 ล้านบาท (+29.2% Q-Q, +7% Y-Y) กำไรที่เติบโตได้ดีทั้ง Q-Q และ Y-Y มาจาก 1) รับรู้รายได้จากการผลิต B'BLUE เต็มไตรมาส (เพิ่งเริ่มขายเดือน มี.ค. 2019) และได้รับการตอบรับที่ดี ท้ายยอดขายได้ตามเป้าหมายของบริษัท ทำให้รายได้รวม 18.8% Q-Q และ 8.9% Y-Y แม้รายได้ส่งออกไม่สดใส แต่การโตของรายได้ในประเทศชดเชยได้หมด 2) ด้วยอัตราการใช้กำลังการผลิตที่สูงขึ้นสู่ระดับ 70% - 75% จาก 68% ใน 1Q19 ทำให้ได้ประโยชน์จาก Economies of Scale สูงขึ้น และมีต้นทุนเม็ดพลาสติกถูกลง จากการ Sourcing ร่วมกับพันธมิตรรายใหญ่อย่าง DANONE ซึ่งสามารถหักล้างผลกระทบจาก Product Mix (สัดส่วนสินค้า Low Margin สูงขึ้น) ได้ทั้งหมด ทำให้อัตรากำไรขั้นต้นปรับขึ้นมาอยู่ที่ 37.8% จาก 36.2% ใน 2Q18 และ 37.3% ใน 1Q19 ในขณะที่ค่าใช้จ่าย (ไม่รวมค่าใช้จ่ายผลประโยชน์พนักงาน) แม้ปรับขึ้นเล็กน้อย แต่ด้วยรายได้ที่เติบโตได้ดีกว่า ทำให้สัดส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้ลดลงมาอยู่ที่ 19.5% จาก 21.2% ใน 1Q19 แต่ปรับขึ้นเล็กน้อยจาก 18.9% ใน 2Q18 ไตรมาสนี้เริ่มรับรู้ส่วนแบ่งขาดทุนมากขึ้นมาอยู่ที่ 9.8 ล้านบาท จากการถือหุ้นบริษัทร่วมดานอนเซ็ปเป้ สัดส่วน 25%

#### คงประมาณการและราคาเป้าหมาย

บริษัทมีกำไรปกติ 1H19 เท่ากับ 248 ล้านบาท (+7% Y-Y) คิดเป็นสัดส่วน 58% ของประมาณการทั้งปี ปกติกำไรมักอ่อนตัวลงในช่วง 2H ตามปัจจัยฤดูกาล แต่ในปีเรคาดอ่อนตัวลงไม่มาก และมีโอกาสที่จะปรับขึ้นได้ หากผลประกอบการของ B'BLUE ยังทำได้ต่อเนื่อง และยังมีแผนออกรสชาติใหม่เพิ่ม จึงมีความเป็นไปได้ที่บริษัทร่วมทุนจะถึงจุดคุ้มทุนได้เร็วกว่าเป้าหมาย กอปรกับบริษัทเองยังมีแผนทยอยออกสินค้าใหม่มากขึ้นในช่วง 2H19 จึงคาดว่าอัตราการใช้กำลังการผลิตจะอยู่ในระดับสูงต่อเนื่อง น่าจะช่วยหนุนทั้งการเติบโตของรายได้ และอัตรากำไรขั้นต้น แม้รายได้ใน 1H19 จะเติบโตได้ราว 10% Y-Y แต่บริษัทยังคงเป้าหมายการเติบโตของรายได้ในปีนี้อยู่ที่ 30% Y-Y (ส่วนเราใช้สมมติฐานที่ 15% Y-Y) สะท้อนถึงความเชื่อมั่นต่อการฟื้นตัวในช่วง 2H19 ของบริษัท ทั้งนี้เรายังคาดว่ากำไรปกติปี 2019 ไว้ที่ 424 ล้านบาท (+23.3% Y-Y) และคงราคาเป้าหมายปีนี้ที่ 25 บาท (อิง PE เดิม 18 เท่า) ยังมี Upside 16.8% ราคาหุ้นปัจจุบันคิดเป็นเพียง Forward PE ปีนี้ที่ 15.4 เท่า ต่ำกว่ากลุ่มที่ 25-27 เท่า แนะนำซื้อ

ความเสี่ยง - เศรษฐกิจและกำลังซื้อฟื้นตัวช้ากว่าคาด, การแข่งขันรุนแรง และเกิดปัญหาทางการค้าระหว่างประเทศ

2Q19 Earnings Results						
(Bt mn)	2Q19	1Q19	%Q-Q	2Q18	%Y-Y	Comment
Revenues	922	776	18.8	847	8.9	<ul style="list-style-type: none"> <li>รายได้เติบโตดี Q-Q, Y-Y เพราะผลิต B'BLUE ให้กับบริษัทร่วมทุน Danone ได้เต็มไตรมาส และได้รับการตอบรับที่ดี</li> <li>อัตรากำไรขั้นต้นฟื้นตัวได้ดี แม้ Product Mix จะเปลี่ยนเป็นสัดส่วนสินค้ามาร์จิ้นต่ำมากขึ้น แต่ได้รับผลดีจากการใช้กำลังการผลิตมากขึ้น และต้นทุนเม็ดพลาสติกถูกลง</li> <li>รับรู้ส่วนแบ่งขาดทุนจากบริษัทร่วมทุนกับ Danone เพิ่มขึ้นเป็น 9.8 ล้านบาท สอดคล้องกับแผนของบริษัท</li> </ul>
Cost of services	573	486	17.9	540	6.1	
Gross profit	349	289	20.8	307	13.7	
SG&A	184	165	11.5	160	15.0	
Interest expense	0.35	0.05	600.0	0.06	483.3	
Normalized earnings	137	106	29.2	128	7.0	
Net profit	136	115	18.3	118	15.3	
EPS	0.452	0.384	18.3	0.392	15.3	
Gross margin (%)	37.8	37.3	0.5	36.2	1.6	
SG&A to sales (%)	20.0	21.2	-1.2	18.9	1.1	
Net profit margin (%)	14.7	14.9	-0.2	13.9	0.8	

Source: Company and FSS Research

**บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)**

<p><b>สำนักงานใหญ่</b> 999/9 อาคารดิ ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 G,กท.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา อัลมาลิ่งค์</b> 25 อาคารอัลมาลิ่งค์ ชั้น 9,14,15 ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา อัมรินทร์ ทาวเวอร์</b> 496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา เซ็นทรัลพลาซ่า 1</b> 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล พลาซ่า ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา บางกระบือ</b> 3105 อาคารเอ็มมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ จ.กรุงเทพมหานคร</p>
<p><b>สาขา บางนา</b> 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><b>สาขา สีนธร 1</b> 130-132 อาคารสินธร ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา เคียนหวน (สินธร 2)</b> 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา ลาดพร้าว</b> 555 อาคารสา ทาวเวอร์ 2 ยูนิต 1106 ชั้น 11 ถ.พหลโยธิน แขวงจตุจักร เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา ประชาชื่น</b> 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร</p>
<p><b>สาขา รัชสิด</b> 1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17 ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี</p>	<p><b>สาขา อิมพลาริซึม</b> 990 อาคารอิมพลาริซึมเพลส ชั้น 12 ห้อง 1210 ถ.พระราม 4 แขวงสีลม เขตบางรัก จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา รัตนาธิเบศร์</b> 576 ถ.รัตนาธิเบศร์ ต.บางกระสอบ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี</p>	<p><b>สาขา แจ่งวัฒนะ</b> 99, 99/9 เซ็นทรัลแจ่งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ ห้อง 2203, ชั้น 22 หมู่ 2 ถ.แจ่งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี</p>	
<p><b>สาขา ขอนแก่น 1</b> 311/16 ชั้น 2 ถ.กลางเมือง ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น</p>	<p><b>สาขา ขอนแก่น 3</b> 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่ง) ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น</p>	<p><b>สาขา อุดรธานี</b> 197/29, 213/3 ถ.อุดรชัย ต. หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี</p>	<p><b>สาขา เชียงใหม่ 1</b> 308 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่</p>	<p><b>สาขา เชียงใหม่ 2</b> 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่</p>
<p><b>สาขา เชียงใหม่ 3</b> อาคารมะลิเพลส 32/4 หมู่ที่ 2 ชั้น 1 ห้อง B1-1, B1-2 ต.แม่เหียะ อ.เมืองเชียงใหม่ เชียงใหม่</p>	<p><b>สาขา เชียงราย</b> 353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย</p>	<p><b>สาขา แม่สาย</b> 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย</p>	<p><b>สาขา นครราชสีมา</b> 1242/2 ห้อง A3 ชั้น 7 สำนักงานเดอะมอลล์ นครราชสีมา ถ.มิตรภาพ ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา</p>	<p><b>สาขา สมุทรสาคร</b> 813/30 ถ.นครสิงห์ ต.มหาชัย อ.เมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร</p>
<p><b>สาขา ออนไลน์ภูเก็ต</b> 22/18 ถ.หลวงพ่อวัดฉลอง ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต</p>	<p><b>สาขา หาดใหญ่</b> 106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา</p>	<p><b>สาขา ตรัง</b> 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง</p>	<p><b>สาขา สุราษฎร์ธานี</b> 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี</p>	<p><b>สาขา ปัตตานี</b> 300/69-70 หมู่ 4 ต.รุสะมิแล อ.เมือง จ.ปัตตานี</p>

**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 ข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้อื่นนำข้อมูลและความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ 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 เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (“บริษัทจดทะเบียน”) เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

### โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)

1 ข้อมูล CG Score ประจำปี 2561 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

2 ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

(ข้อมูล ณ วันที่ 31 สิงหาคม 2561) มี 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC (Declared)
- ได้รับการรับรอง CAC (Certified)