

# OISHI (OISHI TB)

บมจ. โออิชิ กรุ๊ป

<b>Current</b>	<b>Previous</b>	<b>Close</b>	<b>2020 TP</b>	<b>Exp Return</b>	<b>THAI CAC</b>	<b>CG 2018</b>
<b>BUY</b>	--	114	152	33.3%	N/A	5

### Consolidated earnings

BT (mn) - Ended Sep	2018	2019E	2020E	2021E
Normalized profit	908	1,477	1,585	1,692
Net profit	1,015	1,487	1,585	1,692
EPS (Bt)-Norm	4.84	7.88	8.45	9.02
EPS (Bt)	5.41	7.93	8.45	9.02
% EPS growth	-30.1	46.5	6.6	6.7
Dividend (Bt)	2.80	4.00	4.25	4.45
BV/share (Bt)	31.92	34.99	39.19	43.77
EV/EBITDA (x)	12.8	9.3	8.5	7.9
PER (x) - Norm	23.5	14.5	13.5	12.6
PER (x)	21.1	14.4	13.5	12.6
PBV(x)	3.6	3.3	2.9	2.6
Dividend yield (%)	2.5	3.5	3.7	3.9
ROE (%)	15.2	22.5	21.6	20.6
No. of shares- full dilution	188	188	188	188
Par (Bt)	2.0	2.0	2.0	2.0

Source: Company data, FSS estimates

### Share data

Sector	Food & Beverage
Close (11/10/2019)	114.0
SET Index	1,626.00
Foreign limit/actual (%)	49.00/12.09
Paid up shares (million)	187.50
Free float (%)	20.34
Market cap (Bt m)	21,375.00
Avg daily T/O (Bt m) (2019 YTD)	0.91
hi, lo, avg (Bt) (2019 YTD)	121.00, 72.00, 100.29

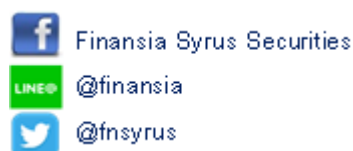
Source: Setsmarts

Analyst: Sureeporn Teewasuwet

Register No.: 040694

Tel.: +662 646 9972

email: Sureeporn.t@fnsyrus.com



## ผู้นำร้านอาหารญี่ปุ่นและเครื่องดื่มชาเขียว

เราเริ่มต้นคำแนะนำ ชื่อ สำหรับหุ้น OISHI โดยปี 2019 ถือเป็นปีแห่งการฟื้นตัว ทั้งธุรกิจอาหาร ที่ SSSG พลิกเป็นบวก และธุรกิจเครื่องดื่มที่กลับมาเติบโต หลังจากฟื้นฟูโรงงานเครื่องดื่ม UHT ที่ประสบเหตุไฟไหม้แล้วเสร็จ และสามารถปรับตัวกับภาษีสรรพสามิตชาเขียวและภาษีน้ำตาลได้แล้ว ทำให้กำไรสุทธิ 9M19 เติบโต 37.2% Y-Y และคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2019 (ต.ค. 18 - ก.ย. 19) จะกลับมาเติบโตสูง 46.5% Y-Y และคาดการณ์การเติบโตของกำไรสุทธิปี 2020 - 2022 จะโตเฉลี่ย 6% CAGR ส่วนหนึ่งมาจากฐานที่สูงในปีนี้ แต่ถือเป็นการเติบโตที่สม่ำเสมอตามอุตสาหกรรมร้านอาหารและเครื่องดื่ม และฐานะทางการเงินแข็งแกร่ง โดยมีสถานะหนี้เป็น Net Cash มี ROE สูงกว่า 20% ทำให้เรามอง OISHI เป็น Defensive Stock และคาดให้อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลต่อปีราว 3.5% เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2020 เท่ากับ 152 บาท อิง PE 18 เท่า เท่ากับค่าเฉลี่ยของบริษัทเองในอดีต แต่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรม และราคาหุ้นปัจจุบันเทรดบน Forward PE เพียง 13.5 เท่า

### ผู้นำธุรกิจร้านอาหารญี่ปุ่น และเครื่องดื่มชาเขียวพร้อมดื่ม

บริษัทประกอบธุรกิจร้านอาหาร และเครื่องดื่มชาเขียว ด้วยสัดส่วนรายได้ 52% และ 48% ตามลำดับ ปัจจุบันมีจำนวนสาขา 260 แห่ง ภายใต้ 8 แปรนต์ร้านอาหารญี่ปุ่น เช่น Oishi Grand, Oishi Eaterium, Shabushi, Oishi Ramen เป็นต้น และมีรายได้จากอาหารพร้อมทาน หรือ Package Food ภายใต้แบรนด์ OISHI EATO ในส่วนของธุรกิจเครื่องดื่ม บริษัทถือเป็นผู้นำตลาดชาเขียวพร้อมดื่ม ด้วยส่วนแบ่งการตลาด 43.5% โดยมีจำหน่ายหลายรสชาติ และหลายบรรจุภัณฑ์ (ขวดพลาสติก, กระป๋อง, แก้ว, UHT) ผ่านเครือข่ายจัดจำหน่ายของกลุ่มบริษัทในเครือบมจ.ไทยเบฟเวอเรจ และบมจ.เสริมสุข ซึ่งครอบคลุมทั้ง Modern Trade และ Traditional Trade

### หลายปัจจัยหนุนการเติบโตสูงในปี 2019

จากฐานที่ต่ำใน 2 ปีที่ผ่านมา นับตั้งแต่ประสบเหตุไฟไหม้โรงงานผลิตเครื่องดื่ม UHT และได้รับผลลบจากการจัดเก็บภาษีสรรพสามิตเครื่องดื่มชาเขียวพร้อมดื่ม รวมถึงภาษีน้ำตาลในปี 2017 ซึ่งบริษัทใช้เวลาฟื้นฟูโรงงานและปรับตัวเพื่อลดผลกระทบจากภาษีเครื่องดื่มตลอดปี 2018 และในปี 2019 ถือเป็นปีแห่งการฟื้นตัวอีกครั้ง จากการซ่อมแซมโรงงาน UHT แล้วเสร็จ และเริ่มทยอยเพิ่มการใช้กำลังการผลิต ซึ่งเป็นจังหวัดที่ตีสามารถรองรับการฟื้นตัวของตลาดชาเขียวพร้อมดื่มในประเทศที่กลับมาฟื้นตัวครั้งแรกในรอบ 6 ปี ในขณะที่ธุรกิจร้านอาหารเติบโตเช่นเดียวกัน โดย SSSG 9M19 พลิกเป็นบวกที่ +4% Y-Y (SSSG 2018 -3% Y-Y) และเดินหน้าเปิดสาขาใหม่ต่อเนื่อง ทำให้กำไรสุทธิ 9M19 เติบโต 37.2% Y-Y เราคาดการณ์กำไรสุทธิ 4Q19 (ก.ค. - ก.ย.) จะอ่อนตัวลงตามฤดูกาล แต่คาดการณ์กำไรสุทธิทั้งปี 2019 กลับมาเติบโตสูงถึง 46.5% Y-Y

### คาดการณ์กำไร 3 ปีข้างหน้า จะเติบโตสม่ำเสมอตามอุตสาหกรรม

สำหรับปี 2020 เราคาดการณ์กำไรสุทธิจะเติบโตต่อเนื่อง 6.6% Y-Y เป็นการโตในอัตราที่ลดลง เพราะฐานสูงในปี 2019 และคาดการณ์การเติบโตของกำไรสุทธิปี 2020 - 2022 จะโตเฉลี่ย 6% CAGR โดยปัจจัยหนุนการเติบโตมาจากการเปิดสาขาใหม่สุทธิ 10 แห่งต่อปี และคาด SSSG ปี 2019 จะโตราว +3% Y-Y และหลังจากนั้นคาด +2% Y-Y ในปี 2021-2022 รวมถึงคาดการณ์การเติบโตของ Package Food และ Delivery ทั้งจากการออกสินค้าใหม่ และโปรโมชั่นใหม่ๆ ส่วนธุรกิจเครื่องดื่ม นอกจากคาดการณ์ตามอุตสาหกรรมเครื่องดื่มแล้ว ยังคาดจะเพิ่มอัตราการใช้จ่ายการผลิตโรงงาน UHT ได้เต็มที่ในปี 2020 และคาดการณ์การกระจายจะลดลงในปี 2020 ภายหลังจากประเมินหุ้นทั้งหมดที่ 1,700 ล้านบาทในช่วงที่ผ่านมา ทำให้สภาพคล่องของบริษัทสูงขึ้น

### เป็น Defensive Stock และ Valuation ถูก

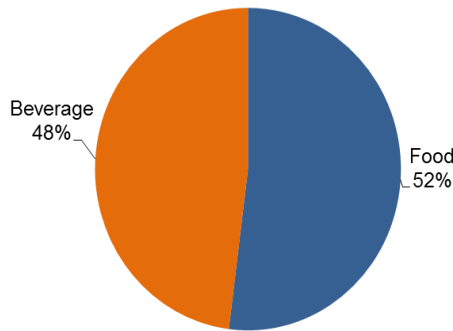
เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2020 เท่ากับ 152 บาท อิง PE 18 เท่า เท่ากับ PE เฉลี่ยในอดีต 5 ปีย้อนหลังของบริษัท ถือเป็นระดับที่ต่ำกว่า PE ของกลุ่มร้านอาหารและเครื่องดื่ม ซึ่งในอดีตเทรดอยู่ที่ 27.7 เท่า และ 33.9 เท่า ตามลำดับ (หากไม่รวมเครื่องดื่มชูกำลัง พิจารณาเฉพาะ SAPPE ICHI MALEE TACC จะมี PE เฉลี่ยที่ 23.1 เท่า) สาเหตุเพราะสภาพคล่องของหุ้นในตลาดค่อนข้างต่ำ มี Free Float เพียง 20.34% ซึ่งเรามองว่าการอิง PE เท่ากับค่าเฉลี่ยของบริษัทเองมีความเหมาะสม และมองเป็น Defensive Stock เพราะเติบโตสม่ำเสมอตามอุตสาหกรรมร้านอาหารและเครื่องดื่ม

**ลักษณะการประกอบธุรกิจ**

**ผู้นำธุรกิจร้านอาหารญี่ปุ่นและเครื่องดื่มชาเขียวพร้อมดื่มของไทย**

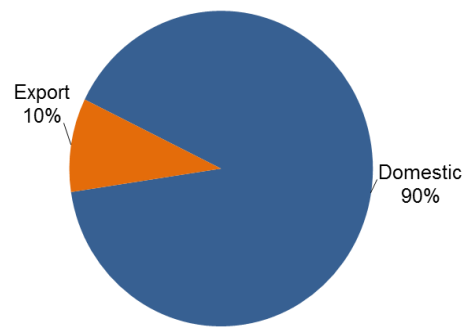
บริษัทประกอบธุรกิจหลัก 2 ประเภท คือ ธุรกิจอาหารและธุรกิจเครื่องดื่ม สิ้นปี 2018 มีสัดส่วนรายได้อยู่ที่ 52% และ 48% ของรายได้รวม ตามลำดับ โดยรายได้หลักมาจากการขายในประเทศในสัดส่วน 90.4% ของรายได้รวม และอีก 9.6% มาจากการส่งออก ซึ่งส่วนใหญ่เป็นการส่งออกเครื่องดื่ม และอาหารพร้อมทาน ในส่วนของรายได้ธุรกิจอาหารส่วนใหญ่มาจากธุรกิจร้านอาหารญี่ปุ่น ในขณะที่รายได้ธุรกิจเครื่องดื่ม มาจากชาเขียวพร้อมดื่มเป็นหลัก

**โครงสร้างรายได้แบ่งตามธุรกิจปี 2018**



Source: Company Data

**โครงสร้างรายได้แบ่งตามภูมิศาสตร์ปี 2018**



Source: Company Data









**ลักษณะการดำเนินธุรกิจอาหาร**

สำหรับธุรกิจอาหาร สามารถแบ่งออกเป็น 3 กลุ่มธุรกิจได้แก่ 1) ร้านอาหารญี่ปุ่น ปัจจุบันมีทั้งหมด 8 แบรินด์ร้านอาหาร และมีจำนวนสาขาสิ้นเดือน มิ.ย. 2019 เท่ากับ 260 แห่ง โดยแบรินด์ Shabushi มีสัดส่วนของจำนวนสาขามากที่สุดคิดเป็น 57% ของจำนวนสาขาทั้งหมด หรือ 147 แห่ง แบ่งเป็น 145 แห่งในไทย และ 2 แห่งในพม่า (เป็นการร่วมทุนกับพันธมิตรในพม่า โดย OISHI ถือหุ้นอยู่ 55%) 2) Oishi Delivery ซึ่งมีช่องทางการสั่งซื้อสินค้าผ่าน 1173 และส่งออนไลน์ผ่าน [www.oishidelivery.com](http://www.oishidelivery.com) โดยให้บริการจัดส่งถึงบ้าน หรือเลือกรับสินค้าที่สาขาก็ได้ และ 3) Package Food หรือ อาหารพร้อมปรุงพร้อมทาน เช่น แซนด์วิช เกียวซ่า ราเมน และข้าวหน้าต่างๆ เน้นการรับประทานสะดวกและรวดเร็ว รายได้อาหารส่วนใหญ่มาจากธุรกิจร้านอาหารญี่ปุ่นสัดส่วนราว 80% - 85% ของรายได้อาหาร และอีก 15% - 20% มาจากธุรกิจ Delivery และ Package Food

บริษัทแบ่งกลุ่มลูกค้าออกเป็น 3 กลุ่มหลัก ได้แก่ 1) กลุ่มลูกค้าที่มีรายได้ระดับปานกลางถึงสูง - แบรินด์ Oishi Grand, Oishi Eaterium, Oishi Buffet และ Nikuya 2) กลุ่มลูกค้าที่มีรายได้ระดับปานกลาง - แบรินด์ Shabushi ถือเป็นแบรินด์ที่มีสัดส่วนรายได้มากที่สุดใ้จากร้านอาหารทั้งหมด และ 3) กลุ่มลูกค้าวัยรุ่น วัยเริ่มทำงาน หรือลูกค้าที่ต้องการความรวดเร็ว - แบรินด์ Oishi Ramen, Kakashi

บริษัทมีการปรับเปลี่ยนเมนูรายการของร้านอาหารในเครือเฉลี่ยทุกๆ 3 เดือน รวมถึงมีการปรับขึ้นราคาอาหาร โดยขึ้นอยู่กับความเหมาะสมในแต่ละช่วงเวลา และมีแผนเปิดสาขาใหม่ต่อเนื่องทั้งในกรุงเทพฯ และต่างจังหวัด โดยเฉพาะในห้างสรรพสินค้า

ประเภทร้านอาหารของ OISHI

โลโก้	ร้านอาหาร	จำนวนสาขา มี.ย.19	ราคาเฉลี่ยต่อคน / บาท
	Oishi Grand (Buffet)	1	995 net
	Oishi Eaterium (Buffet)	8	659 +
	Oishi Buffet (Buffet)	10	569 +
	Shabushi (Buffet)	147	399 net
	Oishi Ramen (A-la-carte)	54	120-150
	Nikuya (A-la-carte, Buffet)	15	399 +, 539 +
	Kakashi (A-la-carte)	24	120-150
	Hou Yuu (A-la-carte)	1	1,000-1,200

Source: Company Data, FSS Research

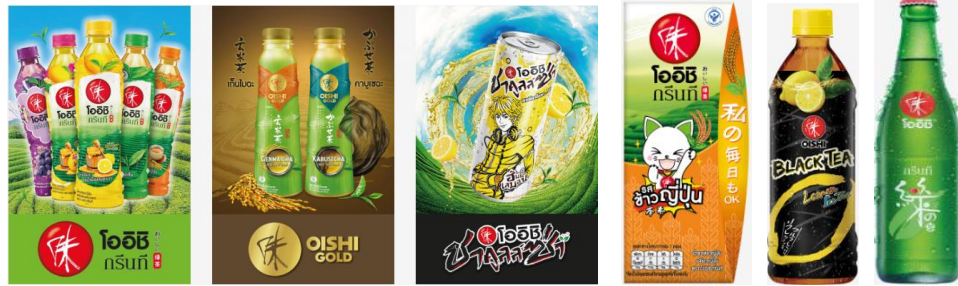
ลักษณะการดำเนินธุรกิจเครื่องดื่ม

บริษัทถือเป็นผู้นำในตลาดชาเขียวพร้อมดื่มในประเทศด้วยส่วนแบ่งการตลาดสูงสุด 43.5% โดยมีรสชาติเครื่องดื่มและบรรจุภัณฑ์ที่หลากหลาย เช่น Oishi Green Tea ปัจจุบันมี 10 รสชาติ อาทิ น้ำผึ้งผสมมะนาว รสดั้งเดิม องุ่นเคียวโฮ เป็นต้น, Oishi Black Tea ชาดำผสมมะนาว ซึ่งมีจำหน่ายทั้งในรูปแบบขวดพลาสติก (หลายขนาด) ขวดแก้ว กล่อง UHT และ Oishi Chakuza วางขายในรูปแบบกระป๋อง โดยในช่วงปลายปี 2018 บริษัทได้มีการออกสินค้าใหม่กลุ่มชาเขียวพรีเมียม Oishi Gold ปัจจุบันมี 3 รสชาติ เน้นกลุ่มลูกค้าที่ใส่ใจสุขภาพ และเป็นสินค้าที่มีอัตรากำไรที่ดี

กลุ่มลูกค้าเป้าหมายคือ กลุ่มคนรุ่นใหม่ ทั้งวัยรุ่น นักศึกษา วัยทำงาน ช่องทางการขายสินค้าเครื่องดื่มค่อนข้างหลากหลาย ทั้งในและต่างประเทศ โดยมีการจำหน่ายสินค้ากว่า 90% ผ่านเครือข่ายจัดจำหน่ายของกลุ่มบริษัทในเครือบมจ.ไทยเบฟเวอเรจ และบมจ.เสริมสุข ซึ่งครอบคลุมทั้ง Modern Trade และ Traditional Trade

รวมถึงมีการส่งออกเครื่องดื่มแบรนด์ Oishi ไปยังต่างประเทศ เช่น ลาว กัมพูชา มาเลเซีย สิงคโปร์ สหรัฐอาหรับเอมิเรตส์ บาห์เรน ออสเตรเลีย และไอร์แลนด์ เป็นต้น โดยจัดจำหน่ายผ่านผู้แทนจำหน่ายและเครือข่ายของบริษัทในเครือ ได้แก่ บจ.โอเอฟแอนด์เอ็น เบฟเวอเรจเจส มาร์เก็ตติ้ง และ บจ.โออิชิ อินเตอร์เนชั่นแนล โฮลดิ้งส์

ตัวอย่างสินค้ากลุ่มเครื่องดื่มภายใต้แบรนด์ OISHI



Source: OISHI Website

ประเภทเครื่องดื่มของ OISHI

เครื่องดื่ม / รสชาติ	ขวดพลาสติก					ขวดแก้ว	กล่อง	กระป๋อง
	ขนาด	800 ml	500 ml	380 ml	350 ml			
ราคาขายต่อหน่วย (บาท)								
<b>Oishi Green Tea</b>								
1. น้ำผึ้งผสมมะนาว	/	/	/	/		/	/	
2. น้ำผึ้งมะนาว ดับเบิลเลมอน			/	/				
3. ข้าวญี่ปุ่น	/	/	/	/			/	
4. รสดั้งเดิม		/	/	/			/	
5. สตอร์เบอร์รี่							/	
6. ลิ้นจี่						/	/	
7. องุ่นเคียวโฮ			/					
8. ส้มยูซุ			/					
9. ชาทุระ สตอร์เบอร์รี่			/					
10. แดงโม			/					
<b>Oishi Gold</b>								
11. เกนไมจะ ไม่มีน้ำตาล					/			
12. เกนไมจะ น้ำตาลน้อย					/			
13. คาบูกิจะ ไม่มีน้ำตาล					/			
<b>Oishi Black Tea</b>								
14. ชาดำ ผสมมะนาว		/						
<b>Oishi Chakuza</b>								
15. น้ำผึ้งผสมมะนาว								/

Source: Company Data

กำลังการผลิตปัจจุบันยังเพียงพอรองรับการเติบโตในอนาคต

ปัจจุบันกลุ่มบริษัทมีโรงงานสำหรับผลิตเครื่องดื่ม 5 แห่ง และโรงงานครัวกลางสำหรับอาหาร 1 แห่ง ได้แก่ 3 โรงงานในนิคมขนวนคร จ.ปทุมธานี (ผลิตเครื่องดื่มแบบบรรจุเย็นในขวด PET, แบบบรรจุร้อนในขวด PET, แบบบรรจุเย็นในกล่องกระดาษ UHT), 1 โรงงานในนิคมขอมตะนคร จ.ชลบุรี (ผลิตเครื่องดื่มแบบบรรจุร้อนในขวด PET), 1 โรงงานในจ.สระบุรี (ผลิตเครื่องดื่มแบบบรรจุเย็นในขวด PET) และ 1 ครัวกลางผลิตอาหารที่บ้านบึง จ.ชลบุรี โดยภาพรวมบริษัทมีกำลังการผลิตเครื่องดื่มบรรจุขวด PET ทั้งหมด 72 ล้านขวดต่อเดือน และกำลังการผลิตน้ำดื่มราว 18 ล้านขวดต่อเดือน ซึ่งปัจจุบันบริษัทรับจ้างผลิตน้ำดื่มภายใต้แบรนด์ข้าง และคริสตัล สำหรับกำลังการผลิตเครื่องดื่มบรรจุในกล่องกระดาษแบบ UHT อยู่ที่ราว 33 ล้านกล่องต่อเดือน ซึ่งสามารถรองรับการผลิตเครื่องดื่มประเภทนมด้วย (ปัจจุบันรับจ้างผลิตให้กับ ไมโล) ทั้งนี้บริษัทได้รับผลกระทบจากเหตุไฟไหม้โรงงาน UHT ในช่วงเดือน พ.ย. 2017 และได้ปรับปรุงซ่อมแซม และสามารถกลับมาผลิตได้ตั้งแต่ปลายปี 2018 เป็นต้นมา สำหรับครัวกลาง บริษัทมีกำลังการผลิตแบบครัวร้อน 1,000 ตันต่อเดือน และกำลังการผลิตอาหารพร้อมทานแบบแช่เย็นประเภทกึ่งสำเร็จรูป 330 ตันต่อเดือน และประเภทแซนวิช 1.7 ล้านชิ้นต่อเดือน

**แนวโน้มอุตสาหกรรม และการแข่งขัน**

**แนวโน้มธุรกิจร้านอาหารในไทยยังโตต่อเนื่อง โดย Delivery มาแรง**

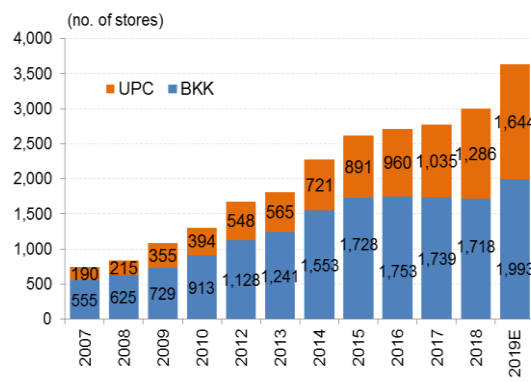
ข้อมูลจากกรมพัฒนาธุรกิจการค้า ระบุว่ามูลค่าธุรกิจร้านอาหารในประเทศไทยปี 2018 มีมูลค่าราว 4.1 แสนล้านบาท และมีแนวโน้มการเติบโตต่อเนื่องปีละ 4% - 5% Y-Y โดยยังมีภาวะการแข่งขันที่ค่อนข้างสูง กอปรกับผู้ประกอบการยังต้องเร่งปรับตัวให้ทันกับพฤติกรรมผู้บริโภคที่เปลี่ยนแปลงไป ไม่เพียงแต่คำนึงถึงรสชาติและคุณภาพของอาหารเท่านั้น แต่ยังต้องการความสะดวกสบายและความรวดเร็วมากขึ้น จึงได้มีการนำเทคโนโลยีต่างๆเข้ามาช่วยเพื่อให้เข้าถึงลูกค้าได้เร็วขึ้น สร้างความพึงพอใจให้กับลูกค้ามากขึ้น และช่วยลดต้นทุนในการดำเนินธุรกิจอีกส่วนหนึ่ง ปัจจุบันมีความต้องการใช้บริการ Food Delivery เช่น Line Man, Grab Food หรือ Food Panda เป็นต้น ทั้งนี้ศูนย์วิจัยกสิกรไทยระบุว่า มูลค่าตลาด Food Delivery ในปี 2019 จะมีมูลค่าอยู่ที่ราว 3.3 - 3.5 หมื่นล้านบาท เติบโตในอัตราสูงถึง 41% Y-Y

**ตลาดร้านอาหารญี่ปุ่นยังเติบโตได้ ตามการเพิ่มขึ้นของจำนวนสาขา**

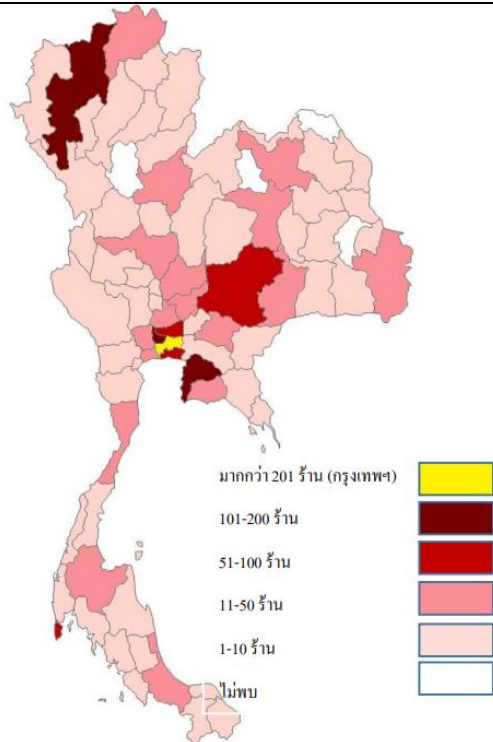
อ้างอิงข้อมูลจาก เซ็นทรัล เรสตอรองส์ กรุ๊ป ระบุว่ามูลค่าธุรกิจร้านอาหารญี่ปุ่นในปี 2018 อยู่ที่ราว 1.8 หมื่นล้านบาท โดยมีการคาดการณ์ว่าจะมีอัตราการเติบโตราว 10% - 15% ต่อปี ทั้งนี้เรามองว่าน่าจะมาจากจำนวนร้านอาหารญี่ปุ่นที่เพิ่มขึ้นมากกว่าการเติบโตของรายได้สาขาเดิม โดยข้อมูลจากเจโทร กรุงเทพฯ ระบุว่าในปี 2019 จะมีจำนวนสาขาร้านอาหารญี่ปุ่นในไทยเพิ่มขึ้น 21% หรือ 633 แห่ง มาอยู่ที่ 3,637 แห่ง โดยเป็นการเพิ่มขึ้นของสาขาในต่างจังหวัด +358 แห่ง มากกว่าการเพิ่มขึ้นในกรุงเทพฯ +275 แห่ง เนื่องจากปัจจุบันพื้นที่ในกรุงเทพฯค่อนข้างจำกัด และมีความหนาแน่นของร้านอาหารญี่ปุ่นมากกว่าต่างจังหวัด ในขณะที่ผู้บริโภคยังมีความต้องการและนิยมรับประทานร้านอาหารญี่ปุ่น โดยเฉพาะกลุ่มผู้บริโภคที่มีกำลังซื้อระดับกลางถึงสูง ซึ่งเป็นหนึ่งในกลุ่มลูกค้าร้านอาหารของ OISHI

**จำนวนสาขาร้านอาหารญี่ปุ่นในไทย**

**การกระจายตัวร้านอาหารญี่ปุ่นในไทย**



จำนวนสาขา	2559	2560	2561
ร้านสาขาเดียว	974	898	934
2-5 สาขา	154	158	192
6-10 สาขา	24	34	41
11-50 สาขา	26	28	30
51 สาขาขึ้นไป	6	6	6



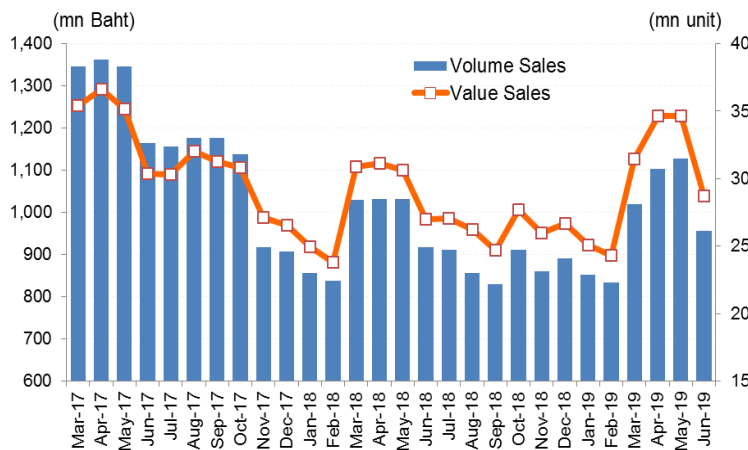
Source: JETRO Thailand

**มูลค่าตลาดชาเขียวพร้อมดื่มปี 2019 จะกลับมาโตครั้งแรกในรอบ 6 ปี**

มูลค่าตลาดชาเขียวพร้อมดื่มได้ปรับลดลงติดต่อกันในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา (2014 – 2018) ในอัตราเฉลี่ย -7% CAGR จาก 1.59 หมื่นล้านบาทในปี 2014 ลดลงเหลือ 1.19 หมื่นล้านบาทในปี 2018 จากทั้งภาวะกำลังซื้อที่ไม่สดใส และฐานที่สูงผิดปกติในช่วงปี 2012 - 2013 จากกลยุทธ์ทางการตลาดแบบ Lotto (ชิงโชครหัสใต้ฝา) ซึ่งทำให้เกิด Demand เทียมในอดีต และปัจจุบันได้ปรับสู่ Supply Demand ที่แท้จริง ล่าสุดมูลค่าตลาดชาเขียวพร้อมดื่ม 2019YTD ได้กลับมาเติบโตอีกครั้ง +5.5% Y-Y โดยมาจากทั้งการเพิ่มขึ้นของปริมาณขาย +3.8% Y-Y และราคาขาย โดยตลาดที่มีการเติบโตโดดเด่นคือ ตลาดชาเขียวพร้อมดื่มแบบพรีเมียม +33.4% Y-Y เช่น Oishi Gold ของ OISHI หรือ Shizuoka ของ ICHI แม้สัดส่วนของกลุ่มนี้ยังมีขนาดเล็ก แต่มีอัตราการเติบโตที่ดี และเป็นกลุ่มสินค้าที่สร้างอัตรากำไรให้กับผู้ประกอบการสูงกว่ากลุ่มสินค้าอื่นๆ เพราะมีราคาขายต่อขวดอยู่ที่ 30 บาท สูงกว่าชาเขียวพร้อมดื่มปกติซึ่งมีราคาขายอยู่ที่ราว 15 – 25 บาท และมีการแข่งขันด้านราคาและค่าใช้จ่ายทางการตลาดต่ำ กอปรกับเทรนด์ที่ผู้บริโภคหันมาใส่ใจสุขภาพมากขึ้น ทำให้เกิดความนิยมชาเขียวพร้อมดื่มแบบน้ำตาลน้อย หรือไม่ใส่น้ำตาล ในขณะที่ตลาดชาเขียวแบบเดิม Mainstream ที่มีสัดส่วนมากที่สุด 66.6% ของมูลค่าตลาดชาเขียวทั้งหมด กลับมาเติบโตได้เช่นเดียวกัน +10.7% Y-Y จากฐานที่ต่ำ

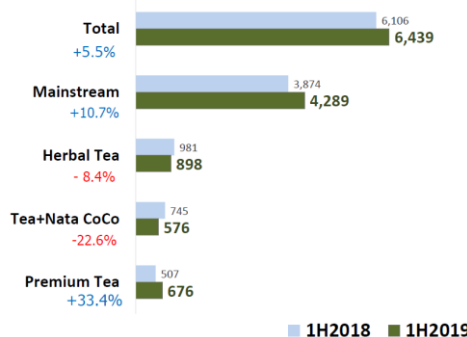
ทั้งนี้คาดการณ์ว่ามูลค่าตลาดชาเขียวพร้อมดื่มปี 2019 จะกลับมาเติบโตครั้งแรกในรอบ 6 ปี โดยคาดมูลค่าตลาดไว้ที่ 1.25 หมื่นล้านบาท เติบโต 5% Y-Y

**มูลค่าตลาดชาเขียวพร้อมดื่มรายเดือน**



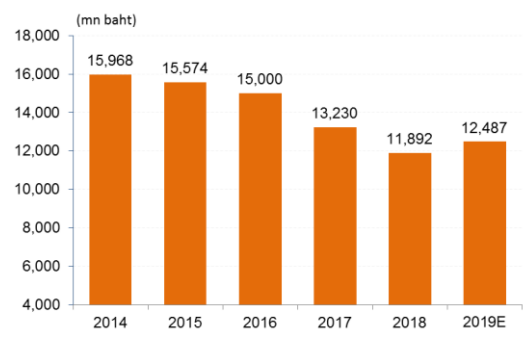
Source: ICHI Presentation (Nielsen Retail Audit)

**การเติบโตของตลาดชาเขียวรายสินค้า 1H19**



Source: ICHI Presentation (Nielsen Retail Audit)

**มูลค่าตลาดชาเขียวพร้อมดื่มรายปี**

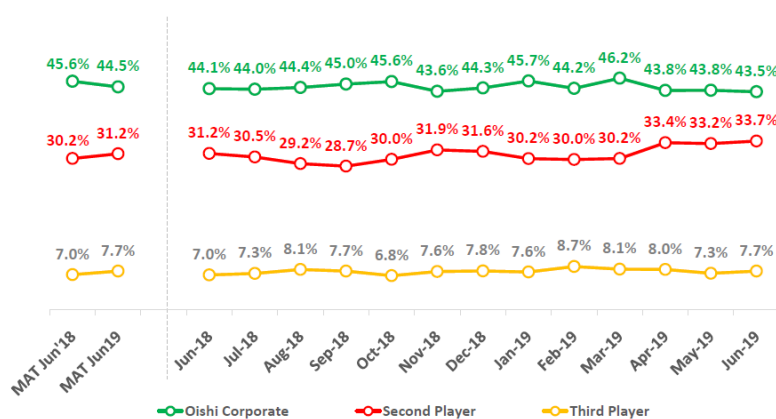


Source: ICHI Presentation (Nielsen Retail Audit)

**OISHI ยังเป็นผู้นำตลาดชาเขียวพร้อมดื่ม**

ภายใต้มูลค่าตลาดชาเขียวพร้อมดื่มที่ระดับ 1.2 – 1.3 หมื่นล้านบาทต่อปีนั้น OISHI ถือเป็นผู้นำตลาดด้วยส่วนแบ่งการตลาดที่ 43.5% ณ สิ้นเดือน มิ.ย. 2019 รองมาคือ ICHI 33.7% และอันดับ 3 ที่มีส่วนแบ่งการตลาดเพียง 7.7% ทั้งนี้หากพิจารณาเฉพาะผู้เล่นรายใหญ่ 2 อันดับแรก มีส่วนแบ่งการตลาดรวมกันสูงถึง 77.2% ของมูลค่าตลาดโดยรวม สะท้อนให้เห็นถึงตลาดที่ค่อนข้างกระจุกตัวอยู่ในผู้เล่นน้อยราย แต่มีการแข่งขันที่ค่อนข้างสูง แม้จะมีผู้ประกอบการรายใหม่ทยอยเข้ามาในตลาด แต่ด้วยภาวะตลาดโดยรวมที่ไม่ได้เติบโตสดใส่อย่างในอดีต กอปรกับค่าใช้จ่ายทางการตลาดที่ค่อนข้างสูง ทำให้อัตราการประสบความสำเร็จของผู้ประกอบการรายใหม่ค่อนข้างต่ำ และยังเป็นเพียงผู้เล่นรายใหญ่ 2 รายเดิมที่ยังครองส่วนแบ่งการตลาดได้มากที่สุด

**ส่วนแบ่งตลาดชาเขียวพร้อมดื่ม**



Source: Company Data (Nielsen Retail Index Jun-19)

**ผ่านวิกฤติภาษีสรรพสามิตชาเขียว แต่ยังคงทยอยปรับตัวต่อไป**

นับจากเดือน ก.ย. 2017 ที่ผู้ประกอบการในตลาดชาเขียวพร้อมดื่มเผชิญกับความท้าทายครั้งใหญ่คือ ภาษีสรรพสามิตด้านมูลค่า สำหรับเครื่องดื่มชาเขียวพร้อมดื่ม ถูกจัดเก็บในอัตรา 10% ของราคาขายปลีกแนะนำไม่รวม Vat จากก่อนหน้านั้นที่ถูกเก็บในอัตรา 0% (หรือได้รับการยกเว้นภาษี) นอกจากนั้นในช่วงเวลาเดียวกันได้เผชิญกับภาษีสรรพสามิตด้านปริมาณ หรือที่เราเรียกกันว่า ภาษีน้ำตาล เป็นครั้งแรกเหมือนเครื่องดื่มประเภทอื่นๆ ทำให้ในปี 2018 ผู้ประกอบการต้องเผชิญกับค่าใช้จ่ายภาษีค่อนข้างมาก เช่น OISHI มีภาระภาษีสรรพสามิตในปี 2018 ราว 635 ล้านบาท ส่วน ICHI อยู่ที่ระดับ 400 ล้านบาท เป็นต้น รวมถึงมีการปรับตัวทั้งการปรับราคาสินค้า เพื่อลดผลกระทบภาษีสรรพสามิตชาเขียว และการปรับสูตรเครื่องดื่ม เพื่อลดผลกระทบจากภาษีน้ำตาล ล่าสุดตั้งแต่ 1 ต.ค. 19 ที่ผ่านมา ได้มีการปรับขึ้นภาษีน้ำตาลครั้งที่ 2 โดยผู้ประกอบการส่วนใหญ่ รวมถึง OISHI ได้มีการปรับตัวไว้ก่อนหน้าแล้ว โดยทยอยปรับสูตรเครื่องดื่มจากน้ำตาล 10-14 กรัมต่อเครื่องดื่ม 100 มล. เป็น 8-10 กรัมต่อเครื่องดื่ม 100 มล. ทำให้อัตราภาษีน้ำตาลลดลงมาอยู่ที่ 0.3 บาท/ลิตร จากเดิม 0.5 บาท/ลิตร ทั้งนี้เราคาดจะเห็นการทยอยปรับสูตรเครื่องดื่มอย่างต่อเนื่อง เพื่อลดปริมาณน้ำตาลลง หรืออาจปรับตัวโดยการออกสินค้าใหม่ และกำหนดราคาขายที่ได้รับภาระภาษีไว้แล้ว เพราะอีก 2 ปีข้างหน้าหรือในปี 2021 จะมีการปรับขึ้นภาษีครั้งที่ 3

**ระยะเวลาการปรับขึ้นภาษีน้ำตาล**

ภาษีน้ำตาล หรือ ภาษีปริมาณ	อัตราน้ำตาล (บาท) ต่อ 1 ลิตร			
	16 ก.ย. 17 – 30 ก.ย. 19	1 ต.ค. 19 – 30 ก.ย. 21	1 ต.ค. 21 – 30 ก.ย. 23	1 ต.ค. 23 เป็นต้นไป
ต่ำกว่า 6 กรัม	0.0	0.0	0.0	0.0
มากกว่า 6-8 กรัม	0.1	0.1	0.3	1.0
มากกว่า 8-10 กรัม	0.3	0.3	1.0	3.0
มากกว่า 10-14 กรัม	0.5	1.0	3.0	5.0
มากกว่า 14-18 กรัม	1.0	3.0	5.0	5.0
มากกว่า 18 กรัมขึ้นไป	1.0	5.0	5.0	5.0

Source: Tax Planning Bureau (The Excise Department), FSS Research

**ผลการดำเนินงานในอดีต**

**สรุปเหตุการณ์สำคัญในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา**

- 1.) บริษัทได้มีการเปลี่ยนแปลงรอบปีบัญชีเป็น 1 ต.ค. – 30 ก.ย. จากเดิม 1 ม.ค. – 31 ธ.ค. โดยเริ่มตั้งแต่ปี 2016
- 2.) 27 พ.ย. 2017 ประสบเหตุไฟไหม้โรงงานผลิตเครื่องดื่ม UHT ที่นิคมฯนวนคร จ.ปทุมธานี โดยคิดเป็นกำลังการผลิตราว 12% ของกำลังการผลิตเครื่องดื่มทั้งหมดของ OISHI และได้มีการบันทึกมูลค่าความเสียหายต่อสินทรัพย์ และสินค้า ราว 710 ล้านบาท และรับรู้เงินประกันทั้งความเสียหายต่อสินทรัพย์ และการหยุดชะงักทางธุรกิจ 868 ล้านบาท ในงบกำไรขาดทุนตลอดปี 2018 ถือว่าครอบคลุมความเสียหายทั้งจำนวน

**ผลการดำเนินงานปี 2018 ไม่สดใสเพราะภาวะเศรษฐกิจถดถอย และกำลังฟื้นฟูโรงงานเครื่องดื่ม UHT**

บริษัทมีรายได้ปี 2018 ลดลง 7% Y-Y เป็น 12,596 ล้านบาท โดยมาจากการลดลงของรายได้เครื่องดื่มเป็นหลัก -15.2% Y-Y ซึ่งมาจาก 1) ภาวะตลาดชาเขียวไม่สดใสตามกำลังซื้อ และผลกระทบจากการเรียกเก็บภาษีสรรพสามิตชาเขียว ทำให้ผู้ประกอบการมีการปรับขึ้นราคาสินค้า และกระทบต่อปริมาณการขายทั้งอุตสาหกรรม 2) เกิดเหตุไฟไหม้ที่โรงงานนวนครในส่วนของการผลิตเครื่องดื่ม UHT กระทบต่อกระบวนการผลิต ซึ่งต้องใช้เวลาในการฟื้นฟู จึงกระทบต่อรายได้ของบริษัท ในขณะที่รายได้จากธุรกิจอาหารโตเล็กน้อย +1.7% Y-Y แม้จะมีจำนวนสาขาใหม่เพิ่มขึ้นสุทธิ 12 แห่ง แต่มี SSSG -3% Y-Y ซึ่งเป็นผลกระทบจากกำลังซื้อที่ชะลอตัว และอัตรากำไรขั้นต้นรวมอ่อนตัวลงมาอยู่ที่ 35.6% จาก 38.1% ในปี 2017 โดยลดลงทั้งธุรกิจเครื่องดื่ม (ภาษีสรรพสามิตสูงขึ้น และอัตราการใช้กำลังการผลิตลดลงจากเหตุไฟไหม้) และธุรกิจอาหาร (ต้นทุนวัตถุดิบอาหารสูงขึ้น) สำหรับค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารถือว่าควบคุมได้ดีลดลงราว -4.2% Y-Y แต่ด้วยรายได้ที่ลดลงมากกว่า ทำให้สัดส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้ขยับขึ้นมาจาก 27.6% ในปี 2017 ส่งผลให้ในปี 2018 บริษัทมีกำไรสุทธิเท่ากับ 1,015 ล้านบาท (-30% Y-Y) หากไม่รวมรายการเงินเคลมประกันจากเหตุไฟไหม้เพิ่มเติม 158 ล้านบาท และรายการค่าใช้จ่ายทางภาษีซึ่งเกิดจาก Deferred Tax Asset 51 ล้านบาท พบว่าบริษัทมีกำไรปกติในปี 2018 เท่ากับ 908 ล้านบาท (-37.4% Y-Y)

**ประเด็นการลงทุน และคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคต**

**สร้างแบรนด์ “OISHI EATO” สำหรับ Package Food**

ตั้งแต่เดือน ก.พ. 2019 บริษัทได้เน้นการสร้างแบรนด์สำหรับสินค้ากลุ่ม Package Food เช่น เกี้ยวซ่า แซนดิวิช เพื่อให้ผู้บริโภคสามารถจดจำได้ง่ายขึ้น และรับรู้เพียงแบรนด์เดียว โดยใช้แบรนด์ว่า OISHI EATO รวมถึงทยอยออกสินค้าใหม่ๆ เข้าสู่ร้าน Modern Trade และวางขายในร้านอาหารของบริษัทเองมากขึ้น ล่าสุดในเดือน ต.ค. ได้ออกสินค้าอาหารพร้อมทานแบรนด์ OISHI EATO เข้าร้าน 7-11 คือ ราเมนแฮมผัดซอสหมาล่า และราเมนไก่เทอริยากิผัดซอสนาเบะ ส่วนใหญ่เป็นการจำหน่ายผ่านช่องทางร้านสะดวกซื้อ และซูเปอร์มาร์เก็ตเป็นหลัก นอกจากนี้ยังมีการส่งออกสินค้ากลุ่มนี้ (ประเภทเกี้ยวซ่า) ไปในกัมพูชา พม่า ยุโรป ออสเตรเลีย และแคนาดา แต่สัดส่วนรายได้ยังน้อยมาก บริษัทตั้งเป้าการเติบโตของรายได้กลุ่มนี้ราว 10% - 15% ต่อปี อย่างไรก็ตาม สัดส่วนรายได้กลุ่ม Package Food ยังไม่สูง (8% - 10% ของรายได้ธุรกิจอาหาร) ซึ่งปัจจุบันมีรายได้ธุรกิจอาหารราว 52% ของรายได้รวม

**ตัวอย่างสินค้าใหม่กลุ่ม Package Food**



Source: OISHI Presentation



**มีแผนเปิดสาขาใหม่ร้านอาหาร และกระตุ้นการเติบโตของช่องทาง Delivery**

บริษัทมีแผนเปิดสาขาใหม่ปีละ 15-20 สาขา ซึ่งเป็นเป้าหมายที่ใกล้เคียงกับในอดีต ครอบคลุมพื้นที่ในกรุงเทพฯ และต่างจังหวัดที่มีศักยภาพและกำลังซื้อสูง โดยในปี 2019 ตั้งเป้าไว้ 19 สาขา (9M19 เปิดไปแล้ว 20 สาขา แต่มีปิดไป 12 สาขา สุทธิแล้วมีสาขาใหม่เพิ่ม 8 สาขา) และตั้งเป้าเปิดอีก 20 สาขาในปี 2020 คาดว่าจะเป็นการเปิดสาขาในประเทศทั้งหมด ส่วนในต่างประเทศ ปัจจุบันบริษัทมี Shabushi อยู่ที่พม่า 2 สาขา ภายใต้การบริหารงานของบริษัทย่อย Oishi Myanmar Limited (OML) โดยบริษัทถือหุ้นอยู่ 55% และอีก 45% ถือโดย Partner ในพม่า และยังไม่มีการเปิดสาขาใหม่เพิ่มเติมในต่างประเทศ นอกจากนี้ยังทยอยออกไปโรมันชั้นหนุนการเติบโตของรายได้ Delivery และ Online ไม่เพียงแต่ผ่านช่องทาง Delivery ของบริษัทเองเท่านั้น แต่ยังทำโปรโมชั่นผ่านผู้ให้บริการส่งอาหาร Delivery รายอื่นๆ เช่น Grab Food และ Line Man เป็นต้น เราคาดว่าแผนการเปิดสาขาและขยายช่องทาง Delivery จะทำให้รายได้ธุรกิจอาหารยังเติบโตได้ราว 4% - 4.5% ต่อปีในอนาคต

**ตัวอย่างโปรโมชั่นผ่านช่องทาง Delivery**



Source: OISHI Presentation

**เห็นออกสินค้าใหม่ และขยายตลาดส่งออกกลุ่มเครื่องดื่ม และปีหน้ากลับมาผลิต UHT เต็มปี**

บริษัทยังเน้นการรักษาความเป็นผู้นำในตลาดชาเขียวพร้อมดื่ม ด้วยการสร้างสรรค์สินค้าใหม่ๆ ทั้งในเชิงของรสชาติ และบรรจุภัณฑ์ รวมถึงการออกกิจกรรมทางการตลาดอย่างสม่ำเสมอในรูปแบบใหม่ๆ กอปรกับการขยายฐานลูกค้าในต่างประเทศต่อเนื่อง ผ่านช่องทางการจำหน่ายของบริษัทในเครือที่ถือเป็นจุดแข็งของบริษัท เราคาดว่าบริษัทจะยังรักษาการเติบโตของรายได้เครื่องดื่มบรรจุขวดในประเทศได้ สอดคล้องกับการเติบโตของอุตสาหกรรมโดยรวมที่กลับมาเติบโตในปี 2019 ในขณะที่การฟื้นฟูสายการผลิตเครื่องดื่ม UHT หลังจากถูกไฟไหม้ปลายปี 2017 แล้วเสร็จในช่วงปลายปี 2018 และในปี 2019 ได้เริ่มทยอยเพิ่มอัตราการใช้กำลังการผลิตอย่างค่อยเป็นค่อยไป และคาดว่าในปี 2020 จะกลับมาใช้กำลังการผลิตในอัตราที่สูงขึ้นได้เต็มปี ช่วยหนุนการเติบโตของรายได้เครื่องดื่ม และอัตรากำไรขั้นต้น

**ตัวอย่างสินค้าใหม่กลุ่มเครื่องดื่ม**



Source: OISHI Facebook

### คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2019 กลับมาฟื้นตัวอีกครั้ง

บริษัทมีกำไรสุทธิ 9M19 (ต.ค. 18 – มิ.ย. 19) เท่ากับ 1,150 ล้านบาท (+37.2% Y-Y) หากไม่รวมรายการพิเศษในปีนี้ได้แก่ 1) ความเสียหายจากไฟไหม้เพิ่มเติม 16 ล้านบาท 2) เงินประกัน 47 ล้านบาท และ 3) ค่าใช้จ่ายตั้งสำรองพนักงานเกษียณอายุ 21 ล้านบาท และไม่รวมรายการพิเศษในปีก่อนคือ เงินเคลมประกันไฟไหม้สุทธิด้วยค่าใช้จ่ายเพิ่มเติมราว 120 ล้านบาท จะมีกำไรปกติ 9M19 เท่ากับ 1,140 ล้านบาท เพิ่มขึ้นจากกำไรปกติ 9M18 ซึ่งอยู่ที่ 718 ล้านบาท หรือคิดเป็นการเติบโต +58.8% Y-Y โดยเป็นการฟื้นตัวทุกรายการ เริ่มจากรายได้กลับมาเติบโตอีกครั้ง +8.9% Y-Y มาจากธุรกิจอาหาร +11% Y-Y (SSSG 9M18 +4% Y-Y และมีการเปิดสาขาใหม่สุทธิ 8 แห่ง) และธุรกิจเครื่องดื่ม +6.9% Y-Y ตามการฟื้นตัวของตลาดชาเขียวพร้อมดื่ม, การกลับมาผลิตเครื่องดื่ม UHT เพิ่มขึ้น และการออกสินค้าใหม่ เช่น Oishi Gold ซึ่งเป็นกลุ่มชาพรีเมียม รวมถึงการเติบโตของตลาดส่งออกเครื่องดื่ม +40% Y-Y ทำให้สัดส่วนรายได้ส่งออกเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 21% ของรายได้เครื่องดื่ม จาก 16% ใน 3Q18 และทั้งการฟื้นตัวของรายได้ การใช้กำลังการผลิตที่สูงขึ้น และปริมาณอาหารเหลือทิ้งลดลง โดยในงวด 3Q19 บริษัทมีอัตรากำไรขั้นต้นสูงสุดในรอบ 7 ไตรมาสอยู่ที่ 37% และทำให้อัตรากำไรขั้นต้นงวด ปรับขึ้น 30 bps มาอยู่ที่ 36.2% ใน 9M19 แต่ยังคงต่ำกว่าอัตรากำไรขั้นต้นในปี 2017 ที่ 38.1% ด้านประสิทธิภาพการดำเนินงาน สัดส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้รวม เพิ่มขึ้นเล็กน้อยจาก 2Q19 ที่ 24.1% เป็น 24.8% ใน 3Q19 (1Q19 อยู่ที่ 26.6%) ในขณะที่สัดส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้รวม 9M19 อยู่ที่ 25.1% ต่ำกว่าปี 2017 และปี 2018 ที่ 27.6% และ 28.5% ตามลำดับ พอสมควร แสดงถึงความสามารถในการควบคุมค่าใช้จ่ายที่ดี

### 9M19 (Oct 18 – Jun 19) Earnings Results

(Bt mn)	3Q19	2Q19	% Q-Q	3Q18	% Y-Y	9M19	9M18	%Y-Y
Food Sales	1,840	1,798	2.3	1,630	12.9	5,386	4,853	11.0
Beverage Sales	1,799	1,684	6.8	1,715	4.9	5,101	4,773	6.9
Total Sales	3,639	3,482	4.5	3,345	8.8	10,487	9,626	8.9
Costs	2,292	2,229	2.8	2,143	7.0	6,688	6,173	8.3
Gross profit	1,347	1,253	7.5	1,202	12.1	3,800	3,453	10.1
SG&A costs	902	839	7.5	904	-0.2	2,635	2,674	-1.5
Interest charge	5	5	0.0	12	-58.3	20	36	-44.4
Norm profit	446	398	12.1	243	83.5	1,140	718	58.8
Net profit	424	398	6.5	294	44.2	1,150	838	37.2
%Gross Margin	37.0	36.0	1.0	35.9	1.1	36.2	35.9	0.3
%Norm Margin	12.2	11.4	0.8	7.3	4.9	10.9	7.5	3.4

Source: Company Data

แนวโน้มกำไรสุทธิ 4Q19 (งวดเดือน ก.ค. – ก.ย.) น่าจะอ่อนตัวลง Q-Q ตามฤดูกาล เพราะเข้าสู่ช่วงหน้าฝน ซึ่งเป็น Low Season ของทั้งธุรกิจร้านอาหารและเครื่องดื่ม ที่โดยปกติแล้วทั้งรายได้และอัตรากำไรขั้นต้นจะปรับตัวลดลง เบื้องต้นเราคาดกำไรจะอยู่ที่ราว 337 ล้านบาท (-20.5% Q-Q, +89.3% Y-Y) ดังนั้นจึงคาดการณ์กำไรสุทธิทั้งปี 2019 อยู่ที่ 1,487 ล้านบาท เติบโตสูง 46.5% Y-Y หากไม่รวมรายการพิเศษ คาดกำไรปกติปี 2019 จะเติบโต 62.6% Y-Y จากฐานที่ต่ำในปีก่อน โดยมูลค่าตลาดชาเขียวพร้อมดื่มได้รับลดลงติดต่อกันในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา ในอัตราเฉลี่ย -7% CAGR จากทั้งผลกระทบของภาษีสรรพสามิตชาเขียวในปี 2018 และการที่บริษัทประสบเหตุไฟไหม้โรงงานผลิตเครื่องดื่ม UHT ในปี 2017 รวมถึงธุรกิจร้านอาหารของบริษัทมี SSSG ปี 2018 -3% Y-Y จากกำลังซื้อที่ชะลอตัว ทั้งนี้การเติบโตของผลการดำเนินงานปี 2019 สอดคล้องกับคาดการณ์ว่ามูลค่าตลาดชาเขียวพร้อมดื่มปี 2019 จะกลับมาเติบโตครั้งแรกในรอบ 6 ปีที่ระดับ +5% Y-Y

### คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2020 จะโตต่อเนื่อง

เราคาดกำไรสุทธิปี 2020 จะโตต่อเนื่องราว 6.6% Y-Y เป็น 1,585 ล้านบาท โดยมาจากปัจจัยหนุน 1) คาดรายได้ธุรกิจอาหารเติบโตราว 4.5% Y-Y จากแผนการเปิดสาขาใหม่สุทธิ 10 แห่ง และคาด SSSG บวกต่อเนื่อง +3% Y-Y ตามการฟื้นตัวของกำลังซื้อ ในขณะที่ธุรกิจ Package Food และ Delivery น่าจะโตในอัตราสูงราว 15% Y-Y สอดคล้องกับเป้าหมายของบริษัท ด้วยฐานที่ยังต่ำและบริษัทยังมีแผนออกสินค้าใหม่ และนำเสนอโปรโมชั่นใหม่ ๆ กระตุ้นรายได้ Delivery 2) คาดรายได้เครื่องดื่มเติบโตราว 7.5% Y-Y นอกจากการเติบโตตามมูลค่าตลาดชาเขียวพร้อมดื่มแล้ว ยังคาดรายได้จากเครื่องดื่ม UHT จะกลับมาเติบโตได้มากขึ้น ภายหลังเริ่มเดินสายการผลิตได้เต็มที่อีกครั้ง โดยคาดอัตราการใช้กำลังการผลิต UHT จะขยับขึ้นมาอยู่ที่ 55% และเพิ่มขึ้นเป็น 60% และ 70% ในปี 2021-2022 ซึ่งเป็นระดับที่ใกล้เคียงกับก่อนประสบเหตุไฟไหม้ จึงคาดรายได้รวมทั้ง 2 ธุรกิจจะเติบโต 7.5% Y-Y ในปี 2020 3) คาดอัตรากำไรขั้นต้นจะขยับขึ้นราว 10 bps มาอยู่ที่ 36.2% จาก 36.1% โดยมาจากอัตราการใช้กำลังการผลิตสาย UHT เพิ่มขึ้น และเข้าใกล้ระดับ Economies of Scale อีกครั้ง

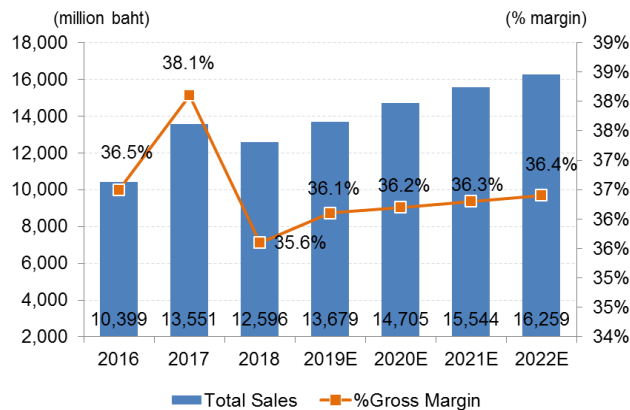
4) คาดค่าใช้จ่ายยังอยู่ระดับสูง โดยเฉพาะค่าใช้จ่ายทางการตลาด การเปิดสาขาใหม่ และการออกสินค้าใหม่ที่ยังทำต่อเนื่อง และคาดสัดส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้จะทรงตัวอยู่ที่ 25.2% และ 5) คาดภาวะดอกเบี้ยจ่ายจะลดลงมาอยู่ที่ 8 ล้านบาทในปี 2020 จาก 24 ล้านบาทในปี 2019 ภายหลังบริษัทได้ชำระคืนหนี้หุ้นกู้ 1,700 ล้านบาทในช่วงที่ผ่านมา ทั้งนี้เรคาดกำไรสุทธิใน 3 ปีข้างหน้า (2020 - 2022) จะมีอัตราการเติบโตเฉลี่ย 6% CAGR

**สมมติฐานที่ใช้ในการคาดการณ์ผลการดำเนินงาน OISHI**

Assumptions	2019E	2020E	2021E	2022E
<b>Food Business</b>				
SSSG % Y-Y	4.0	3.0	2.0	2.0
No. of new stores (net)	10	10	10	10
Total stores	262	272	282	292
% Restaurant Sales Growth	5.2	4.0	3.0	3.0
% Package Food Sales Growth	15.0	15.0	10.0	10.0
% Delivery Sales Growth	15.0	15.0	10.0	10.0
<b>% Total Food Sales Growth</b>	<b>8.1</b>	<b>4.5</b>	<b>4.2</b>	<b>4.2</b>
<b>Beverage Business</b>				
CAF 1-4 (pet bottle) mn unit/year				
Full Capacity	720	720	720	720
% Utilization Rate	53	56	60	62
% Sale Growth - pet bottles	5.2	5.7	7.1	3.3
UHT Line (mn unit/year)				
Full Capacity	396	396	396	396
% Utilization Rate	25	55	60	70
% Sale Growth - UHT	100	120	9.1	8.3
<b>% Total Beverage sale Growth</b>	<b>9.2</b>	<b>11.3</b>	<b>7.2</b>	<b>3.7</b>
<b>% Food &amp; Beverage Sale Growth</b>	<b>8.6</b>	<b>7.5</b>	<b>5.7</b>	<b>4.6</b>

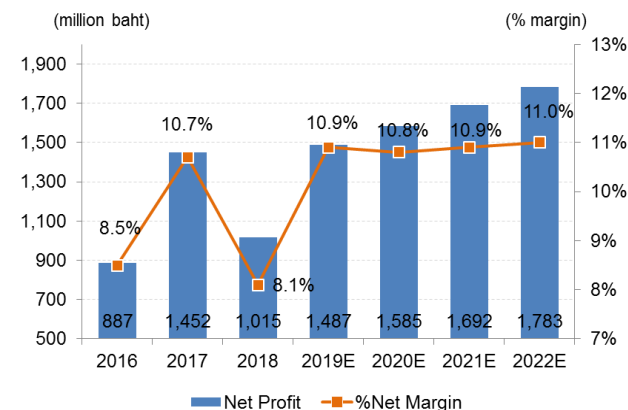
Source: Company Data, FSS Research

**คาดการณ์รายได้รวม (อาหารและเครื่องดื่ม) และอัตรากำไรขั้นต้น**



Source: Company Data, FSS Forecasted

**คาดการณ์กำไรสุทธิและอัตรากำไรสุทธิ**



Source: Company Data, FSS Forecasted

### ฐานะทางการเงินค่อนข้างดี ปัจจุบันไม่มีภาระหนี้หุนกู้แล้ว

บริษัทได้ทยอยชำระคืนหุ้นกู้ราว 700 ล้านบาทในช่วงเดือน ธ.ค. 2018 และล่าสุดได้ชำระคืนส่วนที่เหลืออยู่อีก 1,000 ล้านบาทในเดือน ก.ค. 2019 ที่ผ่านมา ทำให้ปัจจุบันบริษัทไม่มีภาระหนี้กับสถาบันการเงินหรือหุ้นกู้เลย จึงคาดสัดส่วน D/E Ratio และ IBD/E Ratio สิ้นปี 2019 อยู่ที่ 0.33 เท่า และ Net Cash ลดลงจากปี 2018 ซึ่งอยู่ที่ 0.62 เท่า และ 0.28 เท่า ตามลำดับ และคาดการณ์ดอกเบี้ยจ่ายจะลดลงอย่างมีนัยสำคัญในปี 2020 ในขณะที่คาดมีสภาพคล่องดีขึ้น โดยคาด Current Ratio สิ้นปี 2019 - 2020 จะอยู่ที่ 1.11 เท่า และ 1.62 เท่า ตามลำดับ เพิ่มขึ้นจาก 0.95 เท่าในปี 2018 แม้ว่าบริษัทจะไม่มีหนี้ แต่สามารถทำกำไรเมื่อเทียบกับเงินทุนได้ในระดับสูง โดยเรคาด ROA และ ROE ในปี 2019 จะปรับขึ้นเป็น 16.8% และ 22.4% จาก 9.4% และ 15.2% ในปี 2018 มาจากการฟื้นตัวของกำไรเป็นหลัก

### ประเมินมูลค่าเหมาะสม

เราประเมินราคาเป้าหมาย OISHI ปี 2020 เท่า 152 บาท อิง Target PE ที่ 18 เท่า เท่ากับ PE เฉลี่ยในอดีต 5 ปีย้อนหลังของ OISHI ซึ่งเป็นระดับที่ต่ำกว่า PE เฉลี่ยของกลุ่มร้านอาหารและเครื่องดื่มที่ 31.2 เท่า (ถัวเฉลี่ยด้วยมูลค่าตลาด) ทั้งนี้หากพิจารณาเฉพาะกลุ่มร้านอาหารซึ่งมี PE เฉลี่ยอยู่ที่ 27.7 เท่า พบว่า ความสามารถทำกำไรของธุรกิจร้านอาหารของ OISHI ที่มีอัตรากำไรขั้นต้นราว 45% และอัตรากำไรสุทธิราว 4% ต่ำกว่าอัตรากำไรขั้นต้นโดยเฉลี่ยของบริษัทอื่นในกลุ่มร้านอาหาร (MINT M AU) แต่สูงกว่า ZEN

ในส่วนของธุรกิจเครื่องดื่มมี PE เฉลี่ยอยู่ที่ 33.9 เท่า โดยกลุ่มเครื่องดื่มซูก้าอย่าง OSP และ CBG เป็น 2 บริษัทที่มีมูลค่าตลาดมากที่สุดในกลุ่ม และมี PE ที่ค่อนข้างสูง เทียบใกล้เคียงกับบริษัทเครื่องดื่มซูก้าระดับโลกที่ระดับ 30-35 เท่า ซึ่งหากไม่รวมเครื่องดื่มซูก้า พบว่า PE เฉลี่ยของกลุ่มเครื่องดื่ม (SAPPE ICHI MALEE TACC) เทียบอยู่ที่ 23.1 เท่า

แม้ Target PE ของ OISHI ที่ 18 เท่า จะต่ำกว่า PE เฉลี่ยของกลุ่มร้านอาหารและเครื่องดื่ม สาเหตุส่วนหนึ่งเรามองว่ามาจากสภาพคล่องของปริมาณหุ้นที่เทรดในตลาดค่อนข้างต่ำ มี Free Float เพียง 20.34% กอปรกับการเติบโตของกำไรในช่วง 3 ปีที่ผ่านมาไม่สดใส นับตั้งแต่มีการเปลี่ยนแปลงรอบบัญชีในปี 2016 เพราะประสบเหตุไฟไหม้ และได้รับผลกระทบจากการถูกจัดเก็บภาษีสรรพสามิตขาเข้าพร้อมตีครั้งแรกในปี 2017 และหลังจากนี้เรคาดอัตราการเติบโตของกำไรสุทธิ 3 ปีข้างหน้าจะโตในระดับปกติราว 6% แม้เป็นอัตราที่ไม่สูงนัก แต่ถือว่าสม่ำเสมอ โดยภายใต้สภาวะการณปกติ ผลประกอบการจะมีความผันผวนต่ำ สอดคล้องกับการเติบโตของธุรกิจอาหารและเครื่องดื่ม จัดอยู่ในกลุ่ม Defensive Stock และคาดให้อัตรากำไรตอบแทนจากเงินปันผลเฉลี่ยปีละ 3.5% - 3.7% ดังนั้น เราจึงมองว่าที่ระดับ PE 18 เท่า มีความเหมาะสม

### เปรียบเทียบอัตราส่วนทางการเงินและมูลค่าหุ้นกับบริษัทในกลุ่มร้านอาหารและเครื่องดื่มในตลาดฯ

As of Dec 2018	GM (%)	NM (%)	IBD/E Ratio (x)	ROE (%)	ROA (%)	Avg. PE 5 yrs (x)
MINT	56.3	9.6	1.53	9.1	2.8	26.5
M	68.4	14.7	0.00	18.4	15.4	26.5
ZEN	24.1	4.8	0.00	33.6	8.9	19.2
AU	66.8	19.9	0.00	15.6	13.8	55.4
<b>Avg. Restaurant</b>	<b>53.9</b>	<b>12.3</b>	<b>0.38</b>	<b>19.2</b>	<b>10.2</b>	<b>27.7</b>
OSP	32.4	11.1	0.01	28.1	15.6	33.0
CBG	32.1	7.9	0.66	16.2	8.6	42.5
SAPPE	36.3	12.1	0.00	15.0	12.4	19.1
ICHI	14.8	0.9	0.25	0.7	0.5	25.6
MALEE	22.1	-5.1	2.10	nm	nm	23.6
TACC	28.8	5.1	0.01	10.3	7.2	24.8
<b>Avg. Beverage</b>	<b>29.5</b>	<b>7.4</b>	<b>0.47</b>	<b>14.7</b>	<b>9.1</b>	<b>33.9</b>
<b>Avg. Bev (excl. OSP, CBG)</b>	<b>23.0</b>	<b>6.0</b>	<b>0.60</b>	<b>8.7</b>	<b>6.1</b>	<b>23.1</b>
<b>Average Rest &amp; Bev</b>	<b>38.2</b>	<b>8.1</b>	<b>0.46</b>	<b>16.3</b>	<b>9.5</b>	<b>31.2</b>
<b>OISHI</b>	<b>39.8</b>	<b>7.5</b>	<b>0.28</b>	<b>15.2</b>	<b>9.4</b>	<b>18.3</b>

Source: SET, Company Data, Bloomberg, FSS Research

## โครงสร้างการถือหุ้น และนโยบายการจ่ายเงินปันผล

ปัจจุบันบริษัทมีผู้ถือหุ้นใหญ่คือ บมจ.ไทยเบฟเวอเรจ ถือหุ้นในสัดส่วน 79.66% ของจำนวนหุ้นชำระแล้ว โดย OISHI มีสถานะเป็นบริษัทย่อยของบมจ.ไทยเบฟเวอเรจ และมีสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย (Free Float) เพียง 20.34%

### โครงสร้างผู้ถือหุ้นของ OISHI

รายชื่อผู้ถือ ณ 21 พ.ค. 2019	สัดส่วน
บมจ.ไทยเบฟเวอเรจ	79.66%
UOB Kay Hian Private Limited	4.80%
DBS Bank Ltd	4.78%
นายทวีมิตร จุฬาทู	4.21%
Bank of Singapore Ltd	2.50%
นายอัยยฤทธิ์ ชาญเศรษฐิกุล	0.52%
รายอื่นๆ	3.53%
<b>จำนวนหุ้นรวม (ล้านหุ้น)</b>	<b>187.5</b>

Source: SET

บริษัทมีนโยบายจ่ายเงินปันผลในอัตราไม่น้อยกว่า 40% ของกำไรสุทธิหลังหักภาษีและสำรองตามกฎหมาย ในอดีตที่ผ่านมาบริษัทมักจ่ายปันผลปีละ 2 ครั้ง โดยบริษัทได้จ่ายปันผลระหว่างกลางงวด 1H19 ในอัตราหุ้นละ 1.1 บาท และเรคาดจ่ายปันผลในงวด 2H19 อีกหุ้นละ 2.9 บาท รวมเป็นการจ่ายทั้งปี 2019 ที่ 4 บาท/หุ้น คิดเป็นอัตราผลตอบแทนจากปันผลราว 3.5%

## ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

**ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาวัตถุดิบ** บริษัทมีต้นทุนในส่วนของค่าขนส่ง เชื้อเพลิง เยื่อกระดาษ และบรรจุภัณฑ์ที่ทำจากปิโตรเลียม ซึ่งมีความผันผวนตามราคาพลังงาน และผันผวนตามการเปลี่ยนแปลงของอุปสงค์และอุปทาน บริษัทจึงได้ทำสัญญาระยะกลางถึงระยะยาวกับผู้ขายบางราย นอกจากนี้ในส่วนของธุรกิจอาหาร ยังมีต้นทุนมากกว่า 50% มาจากวัตถุดิบและผลิตภัณฑ์ เช่น เนื้อสัตว์ อาหารทะเล ผัก ผลไม้ ซึ่งเป็นวัตถุดิบที่มีอายุสั้น รวมถึงมีความผันผวนด้านราคาจากปัจจัยภายนอก อาทิ โรคระบาด จึงต้องมีการบริหารจัดการที่มีประสิทธิภาพ โดยบริษัทมีนโยบายจัดซื้อและการบริหารจัดการสินค้าคงคลัง ด้วยการสั่งซื้อในลักษณะวันต่อวันในจำนวนที่เพียงพอ รวมถึงมีระบบการควบคุมสินค้าและวัตถุดิบคงคลังแบบ FIFO กอปรกับมีการทำสัญญาระยะปานกลางและระยะยาวกับผู้ขายบางรายไว้เช่นเดียวกัน

**ความเสี่ยงจากนโยบายภาครัฐ** นอกเหนือจากมาตรการการเก็บภาษีสรรพสามิตทั้งในส่วนของมูลค่าและปริมาณความหวาน โดยเฉพาะภาษีในเชิงมูลค่า ซึ่งได้มีการจัดเก็บเครื่องดื่มประเภทชาพร้อมดื่มในอัตรา 10% ของราคาขายปลีกแนะนำ ไม่รวม Vat ตั้งแต่เดือน ก.ย. 2017 เป็นต้นมา ซึ่งบริษัทได้ทำการปรับตัวเพื่อบรรเทาผลกระทบได้ระดับหนึ่ง ยังมีความเสี่ยงที่เกิดจากนโยบายการปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำในอนาคต ซึ่งอาจกระทบในส่วนของร้านอาหาร เพราะเป็นธุรกิจบริการที่ต้องใช้จำนวนพนักงานมากระดับหนึ่ง แต่ในส่วนของโรงงานผลิต ส่วนใหญ่พึ่งพิงเครื่องจักรเป็นหลัก

**ความเสี่ยงจากการแข่งขันที่ค่อนข้างสูง** ทั้งในส่วนของธุรกิจเครื่องดื่ม และธุรกิจร้านอาหาร ต่างต้องเผชิญการแข่งขันที่ค่อนข้างสูง จากจำนวนผู้ประกอบการที่มากขึ้น และพฤติกรรมผู้บริโภคเปลี่ยนแปลงไป รวมถึงช่องทางการจำหน่ายสินค้ามีความหลากหลายมากขึ้น โดยเฉพาะช่องทางออนไลน์ และ Delivery ซึ่งบริษัทได้ปรับตัวทันกับการเปลี่ยนแปลง และปัจจุบันได้เน้นการทำตลาดแบบออนไลน์มากขึ้น

**ความเสี่ยงจากการมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนที่สูง** ณ วันที่ 21 พ.ค. 2019 บมจ.ไทยเบฟเวอเรจ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัท ด้วยสัดส่วน 79.66% ของหุ้นชำระแล้ว ทำให้ไทยเบฟเวอเรจ สามารถควบคุมมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นในเรื่องต่างๆที่ต้องใช้เสียงส่วนใหญ่ของที่ประชุม ดังนั้นผู้ถือหุ้นรายอื่นของบริษัทอาจมีความเสี่ยงจากการไม่สามารถรวบรวมคะแนนเสียงเพื่อถ่วงดุลเรื่องของผู้ถือหุ้นรายใหญ่เสนอได้ ทั้งนี้บริษัทได้ดำเนินธุรกิจด้วยความโปร่งใส และเป็นไปตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยมีการจัดตั้งโครงสร้างการบริหารจัดการ และคณะกรรมการตรวจสอบ ทำให้เกิดการถ่วงดุลอำนาจในการบริหารจัดการในระดับที่เหมาะสมและสามารถตรวจสอบได้ อย่างไรก็ตาม บริษัทได้ระบุในรายงาน 56-1 ไว้ว่าจะติดตามและดำรงสภาพคล่องของ Free Float ให้มีความเหมาะสมต่อผู้ถือหุ้นต่อไป

**Income Statement (Consolidated)**

(Bt mn) Ended Sep	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Revenue	13,551	12,596	13,679	14,705	15,544
Cost of sales	8,387	8,110	8,741	9,382	9,901
Gross profit	5,163	4,486	4,938	5,323	5,642
SG&A	3,745	3,589	3,447	3,706	3,917
Operating profit	1,419	897	1,491	1,618	1,725
Other income	121	101	68	74	78
EBIT	1,539	998	1,559	1,691	1,803
EBITDA	2,556	1,864	2,480	2,642	2,804
Interest charge	54	45	24	8	8
Tax on income	48	118	77	119	127
Earnings after tax	1,438	835	1,458	1,564	1,668
Minority interest	8	7	8	9	9
Normalized earnings	1,452	908	1,477	1,585	1,692
Extraordinary items	0	158	-5	0	0
Net profit	1,452	1,015	1,487	1,585	1,692

**Cash Flow Statement (Consolidated)**

(Bt mn) Ended Sep	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Net profit	1,452	1,015	1,487	1,585	1,692
Deprec. & amortization	1,017	866	921	951	1,001
Change in working capital	-163	-196	106	-112	-303
Other adjustments	1	-165	13	0	0
Cash flow from operations	2,306	1,520	2,504	2,424	2,390
Capital expenditure	-538	-114	-1,263	-600	-1,000
Others	7	180	27	-21	-94
Cash flow from investing	-531	66	-163	-621	-1,094
Free cash flow	1,775	1,586	2,015	1,804	1,295
Net borrowings	-13	0	0	0	0
Equity capital raised	0	0	0	0	0
Dividends paid	-471	-608	-750	-797	-834
Others	-504	-282	-1,726	9	8
Cash flow from financing	-988	-890	-2,444	-788	-826
Net change in cash	787	696	-519	1,015	469

**Balance Sheet (Consolidated)**

(Bt mn) Ended Sep	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Cash	1,447	1,289	606	1,171	1,340
Accounts receivable	709	670	712	886	937
Inventory	360	404	431	514	543
Other current assets	125	1,033	546	1,003	1,340
Total current assets	2,641	3,396	2,295	3,574	4,159
Investments	0	0	0	0	0
Plant, property & equipment	6,676	5,924	6,103	5,752	5,751
Other assets	390	361	343	364	458
Total assets	9,707	9,680	8,741	9,690	10,369
Short-term loans	0	0	0	0	0
Accounts payable	977	809	958	1,028	1,085
Current maturities	13	1,701	0	0	0
Other current liabilities	1,040	1,063	1,094	1,176	933
Total current liabilities	2,030	3,573	2,052	2,205	2,018
Long-term debt	2,000	0	0	0	0
Other non-current liab.	86	117	123	132	140
Total non-current liab.	2,086	117	123	132	140
Total liabilities	4,116	3,690	2,175	2,337	2,158
Registered capital	375	375	375	375	375
Paid up capital	375	375	375	375	375
Share premium	609	609	609	609	609
Legal reserve	38	38	38	38	38
Retained earnings	4,557	4,963	5,539	6,326	7,184
Minority Interests	12	5	5	5	5
Shareholders' equity	5,591	5,990	7,133	7,353	8,211

**Important Ratios (Consolidated)**

Ended Sep	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>Growth (%)</b>					
Revenue	30.3	-7.0	8.6	7.5	5.7
EBITDA	46.6	-27.1	33.1	6.5	6.1
Net profit	63.6	-30.1	46.5	6.6	6.7
Normalized earnings	63.6	-37.4	62.6	7.3	6.7
<b>Profitability (%)</b>					
Gross profit margin	38.1	35.6	36.1	36.2	36.3
EBITDA margin	18.9	14.8	18.1	18.0	18.0
EBIT margin	11.4	7.9	11.4	11.5	11.6
Normalized profit margin	10.7	7.2	10.8	10.8	10.9
Net profit margin	10.7	8.1	10.9	10.8	10.9
Normalized ROA	15.0	9.4	16.9	16.4	16.3
Normalized ROE	26.0	15.2	22.5	21.6	20.6
Normalized ROCE	20.1	16.3	23.3	22.6	21.6
<b>Risk (x)</b>					
D/E	0.7	0.6	0.3	0.3	0.3
Net D/E	0.5	0.4	0.2	0.2	0.1
Net debt/EBITDA	1.0	1.3	0.6	0.4	0.3
<b>Per share data (Bt)</b>					
Reported EPS	7.74	5.41	7.93	8.45	9.02
Normalized EPS	7.74	4.84	7.88	8.45	9.02
EBITDA	13.63	9.94	13.23	14.09	14.95
Book value	29.75	31.92	34.99	39.19	43.77
Dividend	3.40	2.80	4.00	4.25	4.45
Par	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
<b>Valuations (x)</b>					
P/E	14.7	21.1	14.4	13.5	12.6
Norm P/E	14.7	23.5	14.5	13.5	12.6
P/BV	3.8	3.6	3.3	2.9	2.6
EV/EBITDA	9.4	12.8	9.3	8.5	7.9
Dividend yield (%)	3.0	2.5	3.5	3.7	3.9

Source: Company data, FSS research

**บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)**

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

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

**DISCLAIMER:** รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เกี่ยวข้องหรือควรเชื่อได้ว่ามีความน่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนสิทธิ์ในข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ 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 อาจจัดทำทวีตราของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว 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 ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน 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)