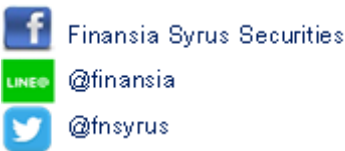


<b>Current</b>	Previous	Close	2020 TP	Exp Return	THAI CAC	CG 2018
<b>BUY</b>	BUY	74.5	84.0	+12.8%	Certified	4

Consolidated earnings				
BT (mn)	2017	2018	2019E	2020E
Normalized earnings	2,425	2,657	2,720	3,096
Net profit	2,425	2,574	2,702	3,096
Normalized EPS (Bt)	2.62	2.88	2.95	3.36
EPS (Bt)	2.62	2.79	2.93	3.36
% growth	14.0%	6.7%	5.0%	14.6%
Dividend (Bt)	2.30	2.50	2.58	2.96
BV/share (Bt)	14.94	15.39	15.75	16.15
EV/EBITDA (x)	18.5	17.9	14.8	13.1
Normalized PER (x)	28.4	25.8	25.2	22.2
PER (x)	28.4	26.7	25.4	22.2
PBV (x)	5.0	4.8	4.7	4.6
Dividend yield (%)	3.1	3.4	3.5	4.0
ROE (%)	17.5	18.7	18.8	20.8
YE No. of shares (million)	926	921	921	921
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 3Q19 ต่ำกว่าคาด แต่จะกลับมาฟื้นตัวใน 4Q19 - 2020

#### กำไรสุทธิ 3Q19 ต่ำกว่าคาด ได้รับผลกระทบจากกำลังซื้อชะลอตัว

กำไรสุทธิ 3Q19 เท่ากับ 549 ล้านบาท (-20.3% Q-Q, -18.7% Y-Y) ต่ำกว่าคาด 14% (เรคาดไว้ 636 ล้านบาท) โดยมาจากอัตรากำไรขั้นต้นที่ต่ำกว่าคาด และค่าใช้จ่ายที่สูงกว่าคาด โดยกำไรที่ลดลง Q-Q สอดคล้องกับช่วง Low Season ของธุรกิจ แต่กำไรลดลง Y-Y ทั้งที่มีการเปิดสาขาใหม่เพิ่มขึ้นในไตรมาสที่ 10 แห่ง รวมกับสาขาใหม่ที่เปิดในช่วงก่อนหน้า แต่ถูกหักล้างด้วย SSSG พลิกเป็นติดลบ -4% Y-Y สำหรับร้าน MK และ -9% Y-Y สำหรับร้าน Yayoi เพราะได้รับผลกระทบจากกำลังซื้อที่ชะลอตัว ฝนตกมาก และน้ำท่วมหลายพื้นที่ ทำให้รายได้รวมลดลง -1.8% Y-Y ในขณะที่มีต้นทุนบางส่วนเป็นต้นทุนคงที่ ไม่ได้ลดลงตามการลดลงของรายได้ ทำให้อัตรากำไรขั้นต้นปรับลดลงมาอยู่ที่ 68.3% จาก 68.4% ใน 3Q18 (เรคาดไว้ 68.5%) กอปรกับมีค่าใช้จ่ายสูงขึ้นเล็กน้อย +4.7% Y-Y จากค่าใช้จ่ายในการเปลี่ยนเครื่องแบบพนักงาน และค่าใช้จ่ายเปิดสาขาใหม่ ในขณะที่รายได้ปรับลดลง ทำให้สัดส่วนค่าใช้จ่ายเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 55.3% จาก 51.9% ใน 3Q18 และส่วนแบ่งขาดทุนจากบริษัทรวมลดลงมาอยู่ที่ -5 ล้านบาท จาก -24 ล้านบาทใน 2Q19 ที่มีการรับรู้ค่าใช้จ่าย One Time จาก การโอนขายร้าน Yayoi ที่มาเลเซียออกไป แต่พลิกจากที่มีส่วนแบ่งกำไร 1 ล้านบาท ใน 3Q18

#### คงประมาณการกำไรและราคาเป้าหมาย

บริษัทมีกำไรสุทธิ 9M19 เท่ากับ 1,948 ล้านบาท (-1% Y-Y) แนวโน้มกำไรจะกลับมาเติบโตใน 4Q19 เพราะเป็น High Season ของธุรกิจ และยังมีแผนเปิดสาขาใหม่อีกราว 15 แห่ง รวมเป็นการเปิดสาขาใหม่ทั้งปีที่ 40 แห่ง แม้คาดจะรวมแหลมเจริญชีพุดแล้วเสร็จในเดือน ธ.ค. แต่คาดจะยังไม่ส่งผลบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อผลประกอบการโดยรวมของบริษัทในปีนี้อย่างไรก็ตาม ด้วยกำไร 3Q1 ที่ต่ำกว่าคาด เราจึงปรับลดกำไรปี 2019 -2020 ลง 1% - 4% เป็น 2,702 ล้านบาท (+5% Y-Y) ในปี 2019 และเป็น 3,096 ล้านบาท (+14.6% Y-Y) สำหรับปี 2020 ปัจจัยหนุนการเติบโตในปีหน้ามาจาก 1) การรวมแหลมเจริญชีพุดได้เต็มปี แม้เรายังไม่เห็นตัวเลขทางการของแหลมเจริญฯ แต่การเข้าซื้อครั้งนี้ แหล่งเงินมาจากกระแสเงินสดในกิจการ ทำให้ไม่มีภาระต้นทุนทางการเงิน ในขณะที่คาดผลตอบแทนของแหลมเจริญฯ จะสูงกว่าอัตราผลตอบแทนจากเงินฝาก 2) คาด SSSG ของ MK และ Yayoi จะกลับมาฟื้นตัวอีกครั้ง 3) ยังมีแผนการเปิดสาขาใหม่ต่อเนื่อง และ 4) คาดอัตรากำไรขั้นต้นยังอยู่ในระดับที่ดี เพราะปัจจุบันอยู่ในช่วงการถือตราตัวตูดิบ (เปิด และห่ม) ที่จะใช้ในปีหน้า ซึ่งยังเป็นราคาที่ไม่สูงนัก เราปรับลดราคาเป้าหมายปี 2020 ลงเป็น 84 บาท จากเดิม 86 บาท (อิง PE เดิม 25 เท่า) ยังมี Upside 12.8% คงคำแนะนำซื้อ

ความเสี่ยง - เศรษฐกิจและกำลังซื้อฟื้นตัวช้ากว่าคาด, การแข่งขันรุนแรงขึ้น

3Q19 Earnings Results						
(Bt mn)	3Q19	2Q19	%Q-Q	3Q18	%Y-Y	Comment
Revenues	4,102	4,470	-8.2	4,177	-1.8	<ul style="list-style-type: none"> <li>SSSG ผ่่วงลงสำหรับร้าน MK -4% Y-Y ส่วน Yayoi -9% แม้มีการเปิดสาขาใหม่เพิ่มขึ้น แต่ยังไม่สามารถชดเชยได้</li> <li>อัตรากำไรขั้นต้นปรับลด -10 bps จากปีก่อน เพราะมีต้นทุนคงที่บางส่วน ที่ไม่ได้ปรับลงตามรายได้</li> <li>สัดส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้สูงขึ้นมากกว่าคาด เพราะมีค่าใช้จ่ายการเปลี่ยนชุดพนักงาน และค่าใช้จ่ายการเปิดสาขาใหม่</li> </ul>
Cost of services	1,298	1,386	-6.4	1,318	-1.5	
Gross profit	2,804	3,085	-9.1	2,859	-1.9	
SG&A	2,269	2,344	-3.2	2,168	4.7	
Interest expense	0.35	0.00	100.0	0.00	100.0	
Normalized earnings	549	707	-22.4	675	-18.7	
Net profit	549	689	-20.3	676	-18.7	
EPS	0.597	0.748	-20.3	0.734	-18.7	
Gross margin (%)	68.3	69.0	-0.7	68.4	-0.1	
SG&A to sales (%)	55.3	52.4	2.9	51.9	3.4	
Net profit margin (%)	13.4	15.4	-2.0	16.2	-2.8	

Source: Company and FSS Research

## บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

### สำนักงานใหญ่

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

### สาขา อัลมาลิ่งค์

25 อาคารอัลมาลิ่งค์ 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 อรุณอมรินทร์  
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 สีนธร 1

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

### สาขา เคียนหวน (สินธร 2)

140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18  
ถ.วิทย์ 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 รัชสิด

1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17  
ต.คูคต อ.ลำลูกกา  
จ.ปทุมธานี

### สาขา อิมพลาริม

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

### สาขา รัตนาธิเบศร์

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

### สาขา แจ้จันนะ

99, 99/9  
เซ็นทรัลแจ้จันนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์  
ห้อง 2203, ชั้น 22  
หมู่ 2 ถ.แจ้จันนะ, 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 (ฝั่งริมฝั่ง)  
ต. ในเมือง  
อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น

### สาขา อุดรธานี

197/29, 213/3  
ถ.อุดรชัย 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

อาคารเมลิเพลส 32/4 หมู่ที่ 2 ชั้น 1  
ห้อง B1-1, B1-2  
ต.แม่เหียะ อ.เมืองเชียงใหม่  
จ.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

198/1 ครอบคลุมอราย  
ต.ในเมือง  
อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา

### สาขา สมุทรสาคร

813/30 ถ.นรสิงห์  
ต.มหาชัย อ.เมืองสมุทรสาคร  
จ.สมุทรสาคร

### สาขา ออนไลน์ภูเก็ต

22/18  
ถ.หลวงพ่อวัดฉลอง  
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.วัดโพธิ์-บางใหญ่  
ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี  
จ.สุราษฎร์ธานี

### สาขา ปัตตานี

300/69-70 หมู่ 4 ต.ระสมิแล  
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 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" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เกี่ยวข้องหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ 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 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 และเป็นข้อมูลให้ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ 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)