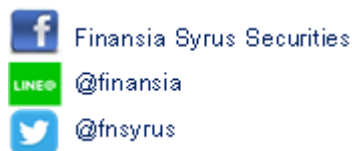


<b>Current BUY</b>	Previous BUY	Close 23.8	2020 TP 29.0	Exp Return +21.9%	THAI CAC Declared	CG 2018 3
--------------------	--------------	------------	--------------	-------------------	-------------------	-----------

Consolidated earnings				
BT (mn)	2017	2018	2019E	2020E
Normalized earnings	383	344	457	496
Net profit	401	351	464	496
Normalized EPS (Bt)	1.26	1.13	1.50	1.63
EPS (Bt)	1.32	1.15	1.52	1.63
% growth	-2.6	-12.9	32.2	6.8
Dividend (Bt)	0.69	0.66	0.85	0.90
BV/share (Bt)	7.41	7.97	8.62	9.35
EV/EBITDA (x)	11.7	12.8	9.6	7.9
Normalized PER (x)	18.8	21.1	15.9	14.6
PER (x)	18.0	20.6	15.6	14.6
PBV (x)	3.2	3.0	2.8	2.5
Dividend yield (%)	2.9	2.8	3.6	3.8
ROE (%)	17.0	14.2	17.4	17.4
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 3Q19 เติบโตสูง Y-Y เพราะมี B'LUE

#### กำไร 3Q19 ต่ำคาดเล็กน้อย โดยรวมโตสูง Y-Y

กำไรสุทธิ 3Q19 เท่ากับ 102 ล้านบาท (-25% Q-Q, +52.2% Y-Y) ต่ำกว่าคาด 8% (เรคาดไว้ 111 ล้านบาท) กำไรที่อ่อนตัวลง Q-Q มาจากปัจจัยฤดูกาล แต่เป็นกำไรที่เติบโตสูง Y-Y เพราะมีการรวม B'LUE เต็มไตรมาส และประสบความสำเร็จตามแผนเทียบกับปีก่อนที่ยังไม่มีการขาย ทำให้รายได้รวมเติบโต +28.8% Y-Y ถือว่าเป็นไปตามเป้าหมายของผู้บริหาร นอกจากนี้รายได้ส่งออกเริ่มกลับมาโตอีกครั้ง +27.7% Y-Y จากทั้งลูกค้าอินโดนีเซีย ฟิลิปปินส์ และตะวันออกกลาง ในขณะที่อัตรากำไรขั้นต้นปรับตัวดีขึ้นมากมาอยู่ที่ 39.7% จาก 33.5% ใน 3Q18 และดีขึ้นจาก 37.8% ใน 2Q19 ตามอัตราการใช้กำลังการผลิตสูงขึ้น และประสิทธิภาพการผลิตที่ดีขึ้น และด้วยรายได้ที่เติบโตดี แต่ค่าใช้จ่ายเร่งตัวขึ้น +14.1% Q-Q, +51.1% Y-Y มาจากค่าใช้จ่ายในการออกสินค้าใหม่ การวางขายสินค้า โดยเฉพาะจาก B'LUE และค่าใช้จ่ายทางการตลาดทำให้สัดส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้ปรับขึ้นมาอยู่ที่ 25.7% จาก 20% ใน 2Q19 และ 21.9% ใน 3Q18 แต่สิ่งที่ดี ส่วนแบ่งขาดทุนจากบริษัทร่วมดานอนเซ็ปเป้ในไตรมาสนี้ลดลงมาอยู่ที่ -4 ล้านบาท จาก 2Q19 ที่ -9.8 ล้านบาท

#### คงประมาณการกำไรและราคาเป้าหมาย

บริษัทมีกำไรสุทธิ 9M19 เท่ากับ 358 ล้านบาท (+18.5% Y-Y) คิดเป็นสัดส่วน 77% ของประมาณการทั้งปี แนวโน้มกำไร 4Q19 น่าจะทรงตัว Q-Q เพราะปกติ 2H เป็น Low Season ของธุรกิจ แต่คาดกำไรจะเติบโตสูง Y-Y จากฐานต่ำในปีก่อน เรายังคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2019 ไว้ที่ 464 ล้านบาท (+32.2% Y-Y) และคาดจะเติบโตต่อเนื่องในปี 2020 ราว 6.8% Y-Y โดยมีปัจจัยหนุนจาก 1) การรวม B'LUE เต็มปี และมีแผนออกสินค้าใหม่ 2) รับรู้รายได้จากสินค้าใหม่แบรนด์ Beauti Drink ที่ทยอยออกในปีนี้ และต่อเนื่องไปในปีหน้า รวมถึงมีการกำหนดราคาสินค้าใหม่สูงขึ้น เพราะมีการเพิ่ม Value Added ให้กับสินค้า และเพื่อลดผลกระทบจากภาษีสรรพสามิตอีกทางหนึ่ง และ 3) คาดเห็นการฟื้นตัวของรายได้ส่งออกอีกครั้งทั้งในตะวันออกกลาง และอินโดนีเซีย เรายังคงราคาเป้าหมายปี 2020 เท่ากับ 29 บาท (อิง PE เดิม 18 เท่า) ยังมี Upside 21.9% คงคำแนะนำ ชื้อ

ความเสี่ยง - เศรษฐกิจและกำลังซื้อฟื้นตัวช้ากว่าคาด, การแข่งขันรุนแรง และเกิดปัญหาทางการค้าระหว่างประเทศ

3Q19 Earnings Results						
(Bt mn)	3Q19	2Q19	%Q-Q	3Q18	%Y-Y	Comment
Revenues	815	922	-11.6	633	28.8	<ul style="list-style-type: none"> <li>รายได้เติบโตดี Y-Y เพราะผลิต B'LUE ให้กับบริษัทร่วมทุน Danone ได้เต็มไตรมาส และได้รับการตอบรับที่ดี แต่ลดลง Q-Q ตามฤดูกาล</li> </ul>
Cost of services	492	573	-14.1	421	16.9	
Gross profit	323	349	-7.5	212	52.4	<ul style="list-style-type: none"> <li>อัตรากำไรขั้นต้นฟื้นตัวดี Y-Y เพราะมีประสิทธิภาพการผลิตที่ดีขึ้น และอัตราการใช้กำลังการผลิตสูงขึ้น</li> </ul>
SG&A	210	184	14.1	139	51.1	
Interest expense	0.20	0.35	-42.9	0.04	400.0	<ul style="list-style-type: none"> <li>ค่าใช้จ่ายเร่งตัวขึ้น จากการออกสินค้าใหม่ และค่าใช้จ่ายทางการตลาด ทำให้สัดส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้ปรับขึ้นทั้ง Q-Q, Y-Y</li> </ul>
Normalized earnings	102	137	-25.6	65	56.9	
Net profit	102	136	-25.0	67	52.2	<ul style="list-style-type: none"> <li>ส่วนแบ่งขาดทุนจากบริษัทร่วมทุนกับ Danone ลดลงเป็น -4 ล้านบาท จาก -9.8 ล้านบาท ใน</li> </ul>
EPS	0.341	0.452	-25.0	0.223	52.2	
Gross margin (%)	39.7	37.8	1.9	33.5	6.2	
SG&A to sales (%)	25.7	20.0	5.7	21.9	3.8	
Net profit margin (%)	12.5	14.7	-2.2	10.6	1.9	

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 อัลมาลิ้งค์

25 อาคารอัลมาลิ้งค์ 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</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

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)