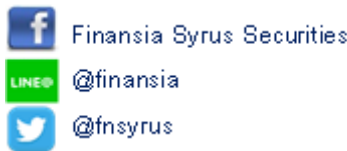


<b>Current</b>	Previous	Close	2020 TP	Exp Return	THAI CAC	CG 2019
<b>BUY</b>	BUY	87.5	107	+ 22.3%	N/A	4

Consolidated earnings				
BT (mn)	2018	2019	2020E	2021E
Normalized earnings	1,159	2,515	3,064	3,542
Net profit	1,159	2,506	3,064	3,542
Normalized EPS (Bt)	1.16	2.52	3.06	3.54
EPS (Bt)	1.16	2.51	3.06	3.54
% growth	-7.0	116.3	22.2	15.6
Dividend (Bt)	0.80	1.70	2.05	2.30
BV/share (Bt)	7.18	8.57	9.58	10.82
EV/EBITDA (x)	49.7	25.0	20.6	18.0
Normalized PER (x)	75.5	34.8	28.6	24.7
PER (x)	75.5	34.9	28.6	24.7
PBV (x)	12.2	10.2	9.1	8.1
Dividend yield (%)	0.9	1.9	2.3	2.6
ROE (%)	16.1	29.4	32.0	32.7
YE No. of shares (million)	1,000	1,000	1,000	1,000
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 4Q19 ทำจุดสูงสุดใหม่ และจะโตต่อเนื่องในปี 2020

### กำไร 4Q19 ดีใกล้เคียงคาด และทำจุดสูงสุดใหม่

กำไรสุทธิ 4Q19 เท่ากับ 803 ล้านบาท (+9.7% Q-Q, +56.5% Y-Y) ใกล้เคียงคาด (เรคาดไว้ 780 ล้านบาท) ถือเป็นกำไรสูงสุดใหม่ แม้จะเผชิญกับภาวะกำลังซื้อที่แผ่วลง แต่บริษัทยังสามารถมีรายได้เติบโต +2.5% Q-Q, +2.9% Y-Y โดยมาจากรายได้ในประเทศโต +1.4% Q-Q แต่ลดลง -1.2% Y-Y ส่วนรายได้ส่งออกยังโต +5.2% Q-Q, +14% Y-Y ซึ่งมาจาก CLMV เป็นหลัก (กัมพูชาและพม่ามีรายได้ทำจุดสูงสุดใหม่) ส่วนจีนมีรายได้โต +18% Y-Y แต่ลดลง -50% Q-Q ตามฤดูกาล ในขณะที่อัตรากำไรขั้นต้นปรับลดลงมาอยู่ที่ 40.9% จาก 41.3% ใน 3Q19 เพราะได้รับผลกระทบของภาชนะน้ำตาลที่ปรับขึ้นเป็น Step 2 แต่เพิ่มขึ้นจาก 33.3% ใน 4Q18 มาจากทั้งการใช้กำลังการผลิตโรงงานกระป๋องแห่งใหม่ได้เต็มกำลังการผลิตที่ระดับ 100% ทำให้ได้ประโยชน์จาก Economies of Scale กอปรกับราคาวัตถุดิบหีบห่อปรับลดลง ส่วนค่าใช้จ่ายยังคงควบคุมได้ดี และลดลงต่อเนื่องได้ตามเป้าหมาย ทำให้สัดส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้ลดลงมาอยู่ที่ 16.8% จาก 18% ใน 3Q19 และ 17.6% ใน 4Q18 เป็นระดับต่ำสุดนับตั้งแต่เข้าตลาด.

จบปี 2019 บริษัทมีกำไรสุทธิเท่ากับ 2,506 ล้านบาท (+116.3% Y-Y) ทำจุดสูงสุดใหม่ และมีผลขาดทุน ICUK ลดลงได้ตามแผนมาอยู่ที่ -12.6 ล้านบาท จาก -27.1 ล้านบาทในปี 2018

### ระยะสั้น มองได้รับผลกระทบจาก COVID-19 จำกัด

แม้ปัจจุบันสถานการณ์กำลังซื้อในประเทศไม่สดใส แต่ด้วยธรรมชาติของสินค้าเครื่องดื่มชูกำลัง ไม่ได้แปรผันตามภาวะเศรษฐกิจชัดเจน เพราะมีกลุ่มลูกค้าเป้าหมายหลักเป็น กลุ่มคนใช้แรงงาน ซึ่งคาดว่า การเติบโตน่าจะยังทรงตัวถึงเพิ่มขึ้นเล็กน้อย โดยสัดส่วนรายได้ในประเทศอยู่ที่ราว 53% ของรายได้รวม แต่อาจได้รับผลกระทบจากการขายส่งออกไปจีน จากธุรกิจการเงินที่หยุดชะงักและการจับจ่ายใช้สอยที่แผ่วลงจากเหตุ COVID-19 อย่างไรก็ตาม สัดส่วนรายได้จากจีนคิดเป็นเพียง 3.3% ของรายได้รวม กอปรกับปกติ 1Q เป็น Low Season ของการขายไปจีน หากสถานการณ์ดีขึ้นตั้งแต่ 2Q20 เป็นต้นไป จะเป็นบวกต่อการขายไปจีนอีกครั้ง เพราะเป็นช่วง High Season ใน 2Q-3Q เมื่อต้นคาค่ากำไร 1Q20 อาจจะอ่อนตัวลง Q-Q ตามฤดูกาล แต่คาดยังดี Y-Y เพราะฐานที่ต่ำใน 1Q19 ที่มีกำไรอยู่ที่ 419 ล้านบาท

### คงประมาณการกำไรและราคาเป้าหมาย

สำหรับประมาณการทั้งปี เราใช้สมมติฐานการเติบโตของรายได้ในปีนี้เป็นเพียง 8% Y-Y ต่ำกว่าเป้าหมายของบริษัทค่อนข้างมาก (บริษัทตั้งเป้าโตมากกว่า 20% Y-Y) และคาดบริษัทจะใช้กำลังการผลิตโรงงานกระป๋องได้เต็มปี ช่วยหนุนการฟื้นตัวของอัตรากำไรขั้นต้น โดยเราใช้สมมติฐานที่ 42% ยังต่ำกว่าเป้าหมายของบริษัทที่ 43% - 44% นอกจากนี้ยังมีเป้าหมายลดขาดทุน ICUK ปีนี้ให้เหลือไม่เกิน -10 ล้านบาท ดังนั้นเรายังคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2020 ไว้ที่ 3,064 ล้านบาท เติบโต 22.2% Y-Y และคงราคาเป้าหมายที่ 107 บาท (อิง PE เดิม 35 เท่า) และประกาศจ่ายปันผลงวด 2H19 หุ้นละ 1.2 บาท คิดเป็น Yield 1.4% จะขึ้น XD 6 มี.ค. และจ่ายเงิน 8 พ.ค. คงคำแนะนำซื้อ

อย่างไรก็ตาม ด้วยความเสี่ยงจากรายได้อาจโตน้อยกว่าเนื่องจากปัญหากำลังซื้อ เราจึงทำ sensitivity พบว่า เมื่อรายได้เปลี่ยนแปลงทุกๆ 1% จะกระทบต่อกำไร 2% และกระทบต่อราคาเป้าหมาย 1.5 บาท/หุ้น

4Q19 Earnings Results						
(Bt mn)	4Q19	3Q19	%Q-Q	4Q18	%Y-Y	Comment
Revenues	3,957	3,862	2.5	3,847	2.9	<ul style="list-style-type: none"> <li>รายได้เติบโตทั้ง Q-Q, Y-Y แม้จะเผชิญกำลังซื้อที่อ่อนตัวลง แต่ยังมีรายได้เติบโตทั้งในประเทศ และต่างประเทศ โดยเฉพาะ CLMV ที่ยังโตต่อเนื่อง</li> </ul>
Cost of services	2,339	2,268	3.1	2,565	-8.8	
Gross profit	1,617	1,594	1.4	1,282	26.1	
SG&A	663	695	-4.6	679	-2.4	<ul style="list-style-type: none"> <li>อัตราค่าไรรู้ต้นทุนอ่อนตัวลง Q-Q เพราะภาษีน้ำตาลปรับขึ้นเป็น Step 2 แต่อัตราค่าเรือเพิ่มขึ้นสูง Y-Y เพราะรับรู้โรงงานผลิตกระป๋องแห่งใหม่ และต้นทุนวัตถุดิบและหีบห่อปรับลดลง</li> </ul>
Interest expense	31	34	-8.8	31	0.0	
Normalized earnings	803	732	9.7	529	51.8	<ul style="list-style-type: none"> <li>ควบคุมค่าใช้จ่ายลดลงได้ดี ทำให้สัดส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้ลดลงทั้ง Q-Q และ Y-Y</li> </ul>
Net profit	803	732	9.7	513	56.5	
EPS	0.803	0.732	9.7	0.513	56.5	
Gross margin (%)	40.9	41.3	-0.4	33.3	7.6	
SG&A to sales (%)	16.8	18.0	-1.2	17.6	-0.8	
Net profit margin (%)	20.3	19.0	1.3	3.3	17.0	

Source: Company and FSS Research

**บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)**

<b>สำนักงานใหญ่</b> 999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา อัลมาลิ้งค์</b> 25 อาคารอัลมาลิ้งค์ 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 เซ็นทรัลพลาซ่า 1</b> 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล พลาซ่า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา บางกระบือ</b> 3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกระบือ 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 สินธร 1</b> 130-132 อาคารสินธร ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา เคียนหวน (สินธร 2)</b> 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา ประชาชื่น</b> 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา แจ้งวัฒนะ</b> 99, 99/9 เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ ห้อง 2203, ชั้น 22 หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี
<b>สาขา รังสิต</b> 1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17 ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี	<b>สาขา อิมดราฮิม</b> 990 อาคารอิมดราฮิมเพลส 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 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 จ.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> 198/1 ครอบคลุมราย ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา	<b>สาขา สมุทรสาคร</b> 813/30 ถ.นรสิงห์ ต.มหาชัย อ.เมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร
<b>สาขา ออนไลน์ภูเก็ต</b> 22/18 ถ.หลวงพ่อดำคลอง 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.รุสะมิแล 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 ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้อื่นนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ตัดแปลง 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 โดยบริษัท อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

Thai Institute of Directors Association (IOD) – Corporate Governance Report Rating 2019

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 ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

**โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)**

- ข้อมูล CG Score ประจำปี 2562 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 30 พฤศจิกายน 2561) มี 2 กลุ่ม คือ
  - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
  - ได้รับการรับรอง CAC