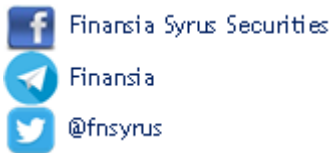


Current	Previous	Close	2020 TP	Exp Return	THAI CAC	CG 2019
HOLD	SELL	4.82	5.60	+16.2%	Declared	5

Consolidated earnings				
BT (mn)	2017	2018	2019	2020E
Normalized earnings	339	48	417	408
Net profit	315	44	407	408
Normalized EPS (Bt)	0.26	0.04	0.32	0.31
EPS (Bt)	0.24	0.03	0.31	0.31
% growth	-14.5	-86.1	829.4	0.0
Dividend (Bt)	0.15	0.05	0.35	0.28
BV/share (Bt)	4.66	4.53	4.78	4.81
EV/EBITDA (x)	8.5	12.0	7.6	7.1
Normalized PER (x)	18.5	130.2	15.0	15.4
PER (x)	19.9	142.9	15.4	15.4
PBV (x)	1.0	1.1	1.0	1.0
Dividend yield (%)	3.1	1.0	7.3	5.9
ROE (%)	5.6	0.8	6.7	6.5
YE No. of shares (million)	1,300	1,300	1,300	1,300
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



แม้ปรับลดกำไร แต่ปรับขึ้นเป็นถือ รับปันผล Yield 7.3%

กำไรสุทธิ 4Q19 ดีกว่าคาด จากการลดค่าใช้จ่ายอย่างหนัก

กำไรสุทธิ 4Q19 เท่ากับ 84 ล้านบาท (+15.1% Q-Q, +366.7% Y-Y) ดีกว่าคาด 13% (เรคาดไว้ 74 ล้านบาท) หากไม่รวมด้อยค่าสูตรการผลิตเบรนต์ไบโเลก่อนสุดท้ายอีก 9 ล้านบาท จะมีกำไรปกติเท่ากับ 93 ล้านบาท (+27.4% Q-Q, +416.7% Y-Y) โดยกำไรที่โต Y-Y เพราะฐานอัตรากำไรขั้นต้นที่ต่ำมากในปีก่อน ส่วนกำไรที่โต Q-Q มาจากรายได้ในประเทศที่ยังโตได้ราว +13.7% Q-Q, +3% Y-Y และการควบคุมค่าใช้จ่ายอย่างเข้มงวด หากไม่รวมด้อยค่าเบรนต์ไบโเล จะมีค่าใช้จ่ายในไตรมาสนี้ -6.2% Q-Q, -13% Y-Y และมีสัดส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้ลดลงมาอยู่ที่ 9.8% เป็นระดับต่ำสุดนับตั้งแต่เข้าตลาดฯ แต่สิ่งที่ยังไม่สดใส คือ การลดลงของรายได้ส่งออก -4.5% Q-Q และ -26.7% Y-Y เป็นระดับต่ำสุดในรอบ 11 ไตรมาส โดยมาจากตลาดกัมพูชาเป็นหลัก ซึ่งเรคาดว่ามาจากการแข่งขันที่รุนแรง และบริษัทลดการทำโปรโมชันลง ทำให้สัดส่วนรายได้ส่งออกลดลงมาอยู่ที่ 24% ของรายได้รวม จาก 30.8% ใน 4Q18 ในขณะที่อัตรากำไรขั้นต้นลดลงมาอยู่ที่ 17% จาก 18% ใน 3Q19 แต่ดีขึ้นจากที่ทำได้เพียง 13% ใน 4Q18 และส่วนแบ่งจากอินโดนีเซียพลิกเป็นขาดทุนที่ -20 ล้านบาท จากที่มีกำไร 1.3 ล้านบาทใน 3Q19 เนื่องจากปกติใน 4Q มักมีรายการปรับปรุงค่าใช้จ่ายมากกว่าไตรมาสอื่น

จบปี 2019 บริษัทมีกำไรสุทธิเท่ากับ 408 ล้านบาท เติบโต 9 เท่าตัวจากปี 2018 ที่มีกำไรเพียง 44 ล้านบาท มาจากการเติบโตของรายได้ในประเทศ +10% Y-Y ในขณะที่รายได้ส่งออกหดตัว -13% Y-Y

ปรับลดกำไรและราคาเป้าหมาย แต่แนะนำถือรับปันผล

เรามิ่มองเป็นลบต่อการฟื้นตัวในปี 2020 ทั้งจากฐานที่สูงในปีก่อน, ระยะสั้น 1Q20 รายได้ในประเทศน่าจะได้รับผลกระทบจากกำลังซื้อที่แผ่วลง และผลของ COVID-19 รวมถึงเรายังกังวลต่อรายได้ส่งออก ว่าบริษัทจะสามารถปรับกลยุทธ์การขายในกัมพูชาหรือต้องมองหาตลาดใหม่มาทดแทน เพื่อสร้างการเติบโตอีกครั้งหรือไม่ ทั้งนี้เราปรับลดรายได้ในปีนี้เป็นทรงตัว Y-Y จากเดิมคาดโต 3% Y-Y และปรับลดกำไรสุทธิปี 2020 ลง 2% เป็น 408 ล้านบาท ทรงตัว Y-Y และปรับลดราคาเป้าหมายเป็น 5.6 บาท จากเดิม 6.4 บาท (โดยปรับลด Target PE เป็น 18 เท่า จากเดิม 20 เท่า) แม้ระยะสั้นแนวโน้มกำไร 1Q20 อาจไม่สดใส แต่บริษัทประกาศจ่ายปันผลงวดปี 2019 หุ้นละ 0.35 บาท (มากกว่า EPS ที่ทำได้ในปี 2019 ที่ 0.31 บาท/หุ้น คิดเป็น Payout Ratio ที่ 112%) คิดเป็น Yield สูงถึง 7.3% กำหนดขึ้น XD 5 พ.ค. และจ่ายเงิน 21 พ.ค. ปรับคำแนะนำขึ้นจากเดิม ขาย เป็น ถือรับปันผล

ความเสี่ยง – เศรษฐกิจฟื้นตัวช้ากว่าคาด, ยอดขายส่งออกชะลอตัว, การแข่งขันรุนแรง และตลาดใหม่ไม่ประสบความสำเร็จ

(ตาราง 4Q19 Earnings Results หน้า2)

4Q19 Earnings Results						
(Bt mn)	4Q19	3Q19	%Q-Q	4Q18	%Y-Y	Comment
Revenues	1,234	1,135	8.7	1,312	-6.0	<ul style="list-style-type: none"> รายได้ในประเทศยังโตได้ทั้ง Q-Q และ Y-Y แต่ถูกจุดด้วยรายได้ส่งออกที่หดตัว จากตลาดกัมพูชาเป็นหลัก ทำให้รายได้รวมลดลง 6% Y-Y
Cost of services	1,024	931	10.0	1,142	-10.3	
Gross profit	210	204	2.9	171	22.8	
SG&A	130	129	0.8	139	-6.5	<ul style="list-style-type: none"> อัตรากำไรขั้นต้นฟื้นตัว Y-Y เพราะฐานที่ต่ำมากในปีก่อน แต่ลดลง Q-Q เพราะอัตราการใช้กำลังการผลิตที่ลดลง และ Product Mix
Interest expense	6.89	8.12	-15.2	12.97	-46.9	
Normalized earnings	93	73	27.4	18	416.7	<ul style="list-style-type: none"> ยังควบคุมค่าใช้จ่ายอย่างหนัก ทำให้สัดส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้ลดลงต่ำสุดนับตั้งแต่เข้าตลาดฯ เหลือเพียง 9.8% (ไม่รวมตั้งต้อยค่าสูตรการผลิตแบรนด์ไปเล่)
Net profit	84	73	15.1	18	366.7	
EPS	0.065	0.056	15.1	0.014	366.7	
Gross margin (%)	17.0	18.0	-1.0	13.0	4.0	
SG&A to Sales (%)	10.5	11.4	-0.9	10.6	-0.1	
Net profit margin (%)	6.8	6.4	0.4	1.3	5.5	

Source: Company and FSS Research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา อัลมาลิ้งค์ 25 อาคารอัลมาลิ้งค์ ชั้น 9,14,15 ซ.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 อาคารเอ็นมาร์ค 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 สินธร 1 130-132 อาคารสินธร ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิฑูย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา เคียนหวน (สินธร 2) 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิฑูย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา ประชาชื่น 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา แจ้งวัฒนะ 99, 99/9 เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ ห้อง 2203, ชั้น 22 หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี
สาขา รังสิต 1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17 ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี	สาขา อิมดราฮิม 990 อาคารอิมดราฮิมเพลส ชั้น 12 ห้อง 1210 ถ.พระราม 4 แขวงสีลม เขตบางรัก จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา รัตนาธิเบศร์ 576 ถ.รัตนาธิเบศร์ ต.บางกระสอบ อ.เมืองนนทบุรี 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. หมากรับ 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 ครอบคลุมราย ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา	สาขา สมุทรสาคร 813/30 ถ.นรสิงห์ ต.มหาชัย อ.เมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร
สาขา ออนไลน์ภูเก็ต 22/18 ถ.หลวงพ่อดำคลอง 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.รุสะมิแล อ.เมือง จ.ปัตตานี

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน

BUY	"ซื้อ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 10%
HOLD	"ถือ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 0% - 10%
SELL	"ขาย" เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
TRADING BUY	"ซื้อเก็งกำไรระยะสั้น" เนื่องจากมีประเด็นที่มีผลบวกต่อราคาหุ้นในระยะสั้น แม้ว่าราคาปัจจุบันจะสูงกว่ามูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
OVERWEIGHT	"ลงทุนมากกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ สูงกว่า ตลาด
NEUTRAL	"ลงทุนเท่ากับตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ เท่ากับ ตลาด
UNDERWEIGHT	"ลงทุนน้อยกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ ต่ำกว่า ตลาด

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