

Current	Previous	Close	2020 TP	Exp Return	THAI CAC	CG 2019
BUY	BUY	37.0	54.0	+ 46.0%	N/A	4

Consolidated earnings

BT (mn)	2018	2019	2020E	2021E
Normalized earnings	6,444	7,197	6,978	7,891
Net profit	6,650	7,278	6,978	7,891
Normalized EPS (Bt)	1.61	1.80	1.74	1.97
EPS (Bt)	1.66	1.82	1.74	1.97
% growth	27.2	9.4	-4.1	13.1
Dividend (Bt)	0.73	0.91	0.90	1.00
BV/share (Bt)	27.61	28.74	29.59	30.56
EV/EBITDA (x)	16.47	16.14	15.49	14.52
Normalized PER (x)	23.0	20.6	21.2	18.8
PER (x)	22.3	20.3	21.2	18.8
PBV (x)	1.3	1.3	1.3	1.2
Dividend yield (%)	2.0	2.5	2.4	2.7
ROE (%)	5.8	6.3	5.9	6.5
YE No. of shares (million)	4,003	4,003	4,003	4,003
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

 Finasia Syrus Securities

 Finasia

 @fnsyrus

กำไรหลัก 4Q19 ใกล้เคียงคาด และคาดกลับมาฟื้นตัวใน 2Q20

กำไรสุทธิ 4Q19 ทำจุดสูงสุดใหม่ แต่กำไรหลักที่แท้จริง ไม่ฟื้นตัว ใกล้เคียงคาด

กำไรสุทธิ 4Q19 เท่ากับ 2,473 ล้านบาท (+39.4% Q-Q, +16.3% Y-Y) ดีกว่าทั้งเรา และ Consensus คาด (เราคาดไว้ 2,189 ล้านบาท) และทำจุดสูงสุดใหม่ เพราะมีรายการพิเศษ 2 รายการคือ 1) อัตราภาษีจ่ายต่ำมากเหลือเพียง 0.1% จากระดับปกติที่ 16% - 17% เพราะยังมีการปรับโครงสร้างภาษีอยู่ และ 2) มีการปรับวิธีการบันทึกภาษีที่ดิน (Property Tax) จากเดิมที่บันทึกค่าใช้จ่ายล่วงหน้า 1 ปี เปลี่ยนเป็นรับรู้ภาษีที่เกิดขึ้นจริงในปีนั้นๆ ซึ่งบริษัทได้เริ่มวิธีใหม่นี้ตั้งแต่ 3Q19 เป็นต้นมา ทำให้ค่าใช้จ่ายใน 3Q19 - 4Q19 ต่ำลงกว่าปกติ ซึ่งหากไม่รวม 2 รายการดังกล่าว พบว่ากำไรจากการดำเนินงานใกล้เคียงกับที่เราคาด เมื่อพิจารณาในส่วนของ EBIT + Other Income ในไตรมาสที่พบว่า +10% Q-Q และ -1% Y-Y

โดยกำไรที่โต Q-Q มาจากปัจจัยฤดูกาล แต่กำไรที่ค่อนข้างไปในทางทรงตัว Y-Y เพราะได้รับผลกระทบจากกำลังซื้อที่ชะลอตัว โดยรายได้รวมลดลงราว -1.6% Y-Y มาจากการลดลงของ 3 ธุรกิจ ได้แก่ BIGC มี SSSG -6.3% Y-Y, Packaging ลดลงทั้งแก้ว (ฐานสูงปีก่อน) และกระป๋อง (ลดลงเพราะลูกค้าเก่าลดคำสั่งซื้อ), Healthcare ลดลงเพราะงบประมาณภาครัฐล่าช้าออกไป มีเพียง Consumer ที่ยังโตได้ในส่วนของ Food และต่างประเทศ (ส่วน Non-Food ในประเทศลดลงเล็กน้อย) ในส่วนของอัตรากำไรขั้นต้นลดลงมาอยู่ที่ 19.7% จาก 20% ใน 4Q18 แม้อัตรากำไรขั้นต้นของ BIGC จะดีขึ้นจาก Product Mix (สัดส่วนรายได้ B2B ลดลง) และต้นทุนค่าขนส่งลดลง แต่ไม่สามารถหักล้างการอ่อนตัวของอัตรากำไรขั้นต้นอีก 3 ธุรกิจที่เหลือได้ทั้งหมด ในขณะที่ค่าใช้จ่ายปรับลดลงทั้ง Q-Q และ Y-Y แต่มาจากการปรับวิธีการบันทึก Property Tax เป็นหลัก

จบปี 2019 บริษัทมีกำไรสุทธิเท่ากับ 7,278 ล้านบาท (+9.4% Y-Y) ส่วนกำไรปกติเท่ากับ 7,197 ล้านบาท (+11.7% Y-Y) โดยมี SSSG ทั้งปี -2.7% Y-Y และมีการเปิดสาขาใหม่ 4 Hypermarket (3 ไทย 1 กัมพูชา) และเปิด 300 Mini BigC ได้ตามแผน

ระยะสั้นเจอ COVID-19 แต่ยังคงประมาณการกำไรและราคาเป้าหมาย

แนวโน้มกำไร 1Q20 จะอ่อนตัวลง Q-Q ตามฤดูกาล แต่น่าจะยังเติบโตได้ Y-Y เพราะฐานต่ำปีก่อน ทั้งนี้บริษัทได้รับผลกระทบจาก COVID-19 รวมถึงภาพรวมกำลังซื้อที่ไม่สดใสนัก โดย SSSG 1QTD ยังติดลบใกล้เคียง 4Q19 และคาดว่าจะกลับมาฟื้นตัวอีกครั้งเมื่อสถานการณ์คลี่คลาย ซึ่งอาจเห็นใน 2Q20 ที่เป็นช่วงฤดูกาลที่ดีของบริษัท และคาดธุรกิจ Packaging จะกลับมาฟื้นตัวเช่นเดียวกัน โดยเฉพาะกระป๋อง ที่จะรับรู้ลูกค้ารายใหม่ในปีก่อนได้เต็มปี และมีคำสั่งซื้อที่สูงขึ้นได้ตามเป้าหมายแล้ว เรายังคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2020 ไว้ตามเดิมที่ 6,976 ล้านบาท (-4.1% Y-Y) สาเหตุที่คาดกำไรลดลง เพราะคาดบริษัทจะกลับมาจ่ายภาษีในอัตราที่สูงขึ้น และคงราคาเป้าหมายที่ 54 บาท (DCF) ราคาหุ้นปรับตัวลงค่อนข้างมาก จากทั้งความกังวลต่อโรค COVID-19 และดีลซื้อ Tesco ทำให้มี Upside เปิดกว้าง และบริษัทประกาศจ่ายปันผลงวด 2H19 หุ้นละ 0.73 บาท คิดเป็น Yield 2% กำหนดขึ้น XD 30 เม.ย. และจ่ายเงิน 22 พ.ค. คงคำแนะนำ ซื้อลงทุน

4Q19 Earnings Results						- SSSG BIGC ติดลบมากขึ้นเป็น -6.3% Y-Y และรายได้จาก Packaging และ Healthcare ลดลง Y-Y มีเพียง Consumer ที่ยังเติบโตได้ - อัตรากำไรขั้นต้นอ่อนตัวลง Y-Y แม้ BIGC จะเพิ่มขึ้นได้ แต่ไม่สามารถหักล้างการอ่อนตัวของอีก 3 ธุรกิจที่เหลือได้ - ค่าใช้จ่ายปรับลดลง เพราะมีการปรับวิธีการรับรู้ Property Tax อัตราภาษีจ่ายต่ำมากเหลือเพียง 0.1% เพราะยังปรับโครงสร้างภาษีไม่แล้วเสร็จ
(Bt mn)	4Q19	3Q19	%Q-Q	4Q18	%Y-Y	
Revenues	40,565	38,620	5.0	41,226	-1.6	
Cost of services	32,561	31,222	4.3	32,998	-1.3	
Gross profit	8,003	7,399	8.2	8,228	-2.7	
SG&A	8,124	8,355	-2.8	8,539	-4.9	
Interest expense	1,272	1,256	1.3	1,211	5.0	
Normalized earnings	2,465	1,442	70.9	2,122	16.2	
Net profit	2,473	1,774	39.4	2,126	16.3	
EPS	0.618	0.443	39.4	0.531	16.3	
Gross margin (%)	19.7	19.2	0.5	20.0	-0.3	
SG&A to sales (%)	20.0	21.6	-1.6	20.7	-0.7	
Net profit margin (%)	6.1	4.6	1.5	5.2	0.9	

Source: Company and FSS Research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดิ 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 เซ็นทรัลปิ่นเกล้า 1 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ปิ่นเกล้า 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 สินธร 1 130-132 อาคารสินธร ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา เคียนทงวน (สินธร 2) 140/1 อาคารเคียนทงวน 2 ชั้น 18 ถ.วิทยุ 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 อับดุลราฮิม 990 อาคารอับดุลราฮิมเพลส ชั้น 12 ห้อง 1210 ถ.พระราม 4 แขวงสีลม เขตบางรัก จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา รัตนวิเบศร์ 576 ถ.รัตนวิเบศร์ ต.บางกระสอ 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 อาคารมะลิเพลส 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 ต.รอกสมอราย ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา	สาขา สมุทรสาคร 813/30 ถ.รณสิงห์ 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.รูสะมิแล 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” ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อว่าหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ 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, KCB, 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, TASCO, 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 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 เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 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)

1 ข้อมูล CG Score ประจำปี 2562 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

2 ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

(ข้อมูล ณ วันที่ 30 พฤศจิกายน 2561) มี 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC