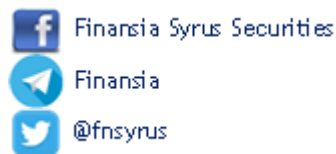


Current	Previous	Close	2020 TP	Exp Return	THAI CAC	CG 2019
HOLD	BUY	43.25	46.00	+ 6.4%	N/A	4

Consolidated earnings				
BT (mn)	2018	2019	2020E	2021E
Normalized earnings	2,820	3,259	3,937	4,460
Net profit	3,005	3,259	3,937	4,460
Normalized EPS (Bt)	0.94	1.08	1.31	1.48
EPS (Bt)	1.00	1.08	1.31	1.48
% growth	-91.8	8.4	20.8	13.3
Dividend (Bt)	1.60	1.00	1.20	1.35
BV/share (Bt)	6.02	5.95	6.18	6.31
EV/EBITDA (x)	28.9	27.7	22.7	20.4
Normalized PER (x)	46.1	39.9	33.0	29.1
PER (x)	43.2	39.9	33.0	29.1
PBV (x)	7.2	7.3	7.0	6.9
Dividend yield (%)	3.7	2.3	2.8	3.1
ROE (%)	16.6	18.2	21.2	23.5
YE No. of shares (million)	3,004	3,004	3,004	3,004
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 1Q20 ต่ำกว่าคาดเล็กน้อย คาดกำไรจะฟื้นอีกทีใน 3Q20

กำไร 1Q20 ต่ำกว่าคาดเล็กน้อย มาจากค่าใช้จ่ายที่สูงกว่าคาด

กำไรสุทธิ 1Q20 เท่ากับ 926 ล้านบาท (+12.5% Q-Q, +4.3% Y-Y) หากไม่รวมกำไรจากการซื้อธุรกิจ (คาลพิสโอสภสกา) 89 ล้านบาท จะมีกำไรปกติเท่ากับ 837 ล้านบาท (+1.7% Q-Q, -5.7% Y-Y) ต่ำกว่าคาด 5% (เรคาดไว้ 882 ล้านบาท) แม้จะมีรายได้รวมเติบโต +1% Q-Q, +5% Y-Y มาจากทั้งรายได้เครื่องดื่มในประเทศที่โตได้ +4.6% Y-Y มาจากทั้งเครื่องดื่มชูกำลัง +1.1% Y-Y (โตมากกว่ามูลค่าตลาดเครื่องดื่มชูกำลังที่โตได้เพียง 0.6% Y-Y และ Functional Drink +16.1% Y-Y, รายได้เครื่องดื่มต่างประเทศ +10.9% Y-Y มาจาก CLMV และตะวันออกกลาง ส่วนธุรกิจ Personal Care แม้ในเดือน มี.ค. จะได้อานิสงส์จากการกักตุนสินค้าอุปโภคของผู้บริโภค แต่ไม่สามารถชดเชยการอ่อนตัวลงในเดือน ม.ค. - ก.พ. ได้ ทำให้รายได้ Personal Care 1Q20 ลดลง -4.8% Y-Y ในขณะที่อัตรากำไรขั้นต้นยังขยับขึ้นต่อมาอยู่ที่ 35.4% จาก 35% ใน 4Q19 และ 34.8% ใน 1Q19 จากทั้งการใช้เต็มกำลังการผลิต ทำให้ได้ประโยชน์จาก Economies of Scale ต่อเนื่อง และได้ผลบวกจากภาษีน้ำตาลที่ลดลง หลังปรับสูตรใหม่ในช่วงปลายปี 2019 ที่ผ่านมา

แต่รายได้และอัตรากำไรขั้นต้นที่ดี ยังไม่สามารถหักล้างค่าใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้นได้ทั้งหมด โดยค่าใช้จ่ายไตรมาสนี้ยังคงปรับขึ้น +6.3% Q-Q, +16.3% Y-Y โดยมาจากทั้งค่าใช้จ่ายการส่งเสริมการขายทั้งในและต่างประเทศ (กำลังขยายตลาด CLV) และยังคงมาจากค่าใช้จ่ายโรงงานเครื่องดื่มแห่งใหม่ที่พม่า ซึ่งอยู่ระหว่างเตรียม Operate ในช่วง 1-2 เดือนข้างหน้า ทำให้สัดส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้เพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 23% จาก 21.9% ใน 4Q19 และ 20.8% ใน 1Q19 ส่งผลให้กำไรปกติ 1Q20 ลดลง Y-Y

คงประมาณการกำไรและราคาเป้าหมาย

กำไรสุทธิ 1Q20 คิดเป็น 21% ของประมาณการทั้งปี แนวโน้มกำไร 2Q20 จะยังโตต่อเนื่อง Y-Y เพราะปีก่อนฐานต่ำ (2Q19 มีกำไร 710 ล้านบาท) แต่คาดลดลง Q-Q ตามปัจจัยฤดูกาล และยังมีประเด็นลบจากเหตุ COVID-19 ในไทยและพม่า และคาดว่ากำไรจะกลับมาสดใสมากขึ้นใน 2H20 โดยมีหลายปัจจัยสนับสนุน 1) สถานการณ์ COVID-19 คลี่คลาย 2) เริ่มปรับโรงงานเครื่องดื่มในพม่า ช่วยหนุนอัตรากำไรขั้นต้น 3) อยู่ระหว่างขยายกำลังการผลิตโรงงานเครื่องดื่มในไทย คาดจะเริ่มทยอยเข้ามาใน 3Q20 โดยช่วยเพิ่มกำลังการผลิตขึ้นราว 10% - 15% และ 4) คาดอัตรากำไรขั้นต้นยังดีต่อเนื่อง นอกจากภาษีน้ำตาลลดแล้ว น่าจะเริ่มปรับต้นทุนพลังงานที่ลดลงตามราคาน้ำมันดิบที่อ่อนตัวลง ทั้งนี้เรายังคาดว่ากำไรสุทธิปี 2020 ไว้ที่ 3,937 ล้านบาท (+20.8% Y-Y) และคงราคาเป้าหมายที่ 46 บาท (อิง PE เดิม 35 เท่า) ราคาหุ้นปรับขึ้นมาจากที่เราแนะนำซื้อในรายงานฉบับก่อน (23 เม.ย.) จนเหลือ Upside เพียง 6.4% จึงปรับคำแนะนำเป็น ถือ/รอซื้ออ่อนตัว จากเดิม ซื้อ

1Q20 Earnings Results						
(Bt mn)	1Q20	4Q19	%Q-Q	1Q19	%Y-Y	Comment
Revenues	6,687	6,621	1.0	6,366	5.0	■ รายได้เติบโตเล็กน้อย Y-Y มาจากกลุ่มเครื่องดื่มทั้งในประเทศและส่งออก ส่วน Personal Care ลดลงเล็กน้อย
Cost of services	4,320	4,301	0.4	4,153	4.0	
Gross profit	2,367	2,320	2.0	2,214	6.9	■ อัตรากำไรขั้นต้นยังเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง เพราะ Economies of Scale และการปรับสูตรลดภาษีน้ำตาล
SG&A	1,538	1,447	6.3	1,323	16.3	
Interest expense	7.87	5.65	39.3	2.48	217.3	■ ค่าใช้จ่ายปรับตัวสูงขึ้นกว่าคาด จากทั้งค่าใช้จ่ายทางการตลาด และค่าใช้จ่ายโรงงานเครื่องดื่มแห่งใหม่ที่พม่า
Normalized earnings	837	823	1.7	888	-5.7	
Net profit	926	823	12.5	888	4.3	■ ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทรวมฟื้นตัวกลับมาอยู่ที่ 62 ล้านบาท จากที่ทำได้เพียง 3 ล้านบาทใน 4Q19 ถือเป็นระดับที่ใกล้เคียงปีก่อน
EPS	0.308	0.274	12.5	0.296	4.3	
Gross margin (%)	35.4	35.0	0.4	34.8	0.6	
SG&A to Sales (%)	23.0	21.9	1.1	20.8	2.2	
Net profit margin (%)	13.8	12.4	1.4	14.0	-0.2	

Source: Company and FSS Research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

<p>สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดิ ออฟฟิศแอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-658-9000, 02-658-9500</p>	<p>สำนักงานเอ็ม บี เค ทาวเวอร์ ชั้น 15 อาคารเอ็ม บี เค ทาวเวอร์ เลขที่ 444 ถนนพญาไท แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-680-0700, 02-680-0777</p>	<p>สำนักงานอัลมาลิงค์ 25 อาคารอัลมาลิงค์ ชั้น 9,14,15 ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-646-9600, 02-646-9999</p>	<p>สำนักงานอัมรินทร์ ทาวเวอร์ 496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-660-5000, 02-264-6000</p>	<p>สาขา เซ็นทรัลพลาซ่า 1 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล พลาซ่า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร 02-878-5999</p>
<p>สาขา บางกระบือ 3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกระบือ จ.กรุงเทพมหานคร 02-378-4545</p>	<p>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 02-740-7100</p>	<p>สาขา ลินธอร์ 1 130-132 อาคารลินธอร์ ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100</p>	<p>สาขา เคียนทรวง (ลินธอร์ 2) 140/1 อาคารเคียนทรวง 2 ชั้น 18 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-254-1717</p>	<p>สาขา แจ้งวัฒนะ 99, 99/9 เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ ยูนิตเลขที่ 1904 ชั้น 19 หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี 02-005-4193</p>
<p>สาขา ประชาชื่น 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร 02-580-9130</p>	<p>สาขา รังสิต 1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17 ซอยพหลโยธิน 60 ถนนพหลโยธิน ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี 02-993-8180</p>	<p>สาขา รัตนาธิเบศร์ 576 ถ.รัตนาธิเบศร์ ต.บางกระสอ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี 02-831-8300</p>		
<p>สาขา ขอนแก่น 1 311/16 ชั้น 2 ถ.กลางเมือง ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น 043-224-504</p>	<p>สาขา ขอนแก่น 3 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่ง) ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น 043-058-925</p>	<p>สาขา อุดรธานี 197/29, 213/3 ถ.อุดรธานี ต. หนองแข็ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี 042-245-589</p>	<p>สาขา เชียงใหม่ 2 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่ 053-235-889, 053-204-909</p>	<p>สาขา เชียงใหม่ 3 อาคารทะเลเพลส 32/4 หมู่ที่ 2 ชั้น 1 ห้อง B1-1, B1-2 ต.แม่เหิยะ อ.เมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่ 053-805-388</p>
<p>สาขา เชียงราย 353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย 053-750-120</p>	<p>สาขา แม่สาย 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย 053-640-599</p>	<p>สาขา นครราชสีมา 198/1 ต.ระกอบ อ.เมือง ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา 044-288-700, 044-014-322, 044-014-323</p>	<p>สาขา ออนไลน์ภูเก็ต 22/18 ถ.หลวงพ่อดำ ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต 076-210-499</p>	<p>สาขา หาดใหญ่ 106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา 074-243-777</p>
<p>สาขา ตรีัง 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง 075-211-219</p>	<p>สาขา สุราษฎร์ธานี 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี 077-222-595</p>	<p>สาขา บัตตานี 300/69-70 หมู่ 4 ต.รู่สะมิแล อ.เมือง จ.ปัตตานี 073-350-140-4</p>		

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน

BUY	"ซื้อ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 10%
HOLD	"ถือ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 0% - 10%
SELL	"ขาย" เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
TRADING BUY	"ซื้อเก็งกำไรระยะสั้น" เนื่องจากมีประเด็นที่ผลบวกต่อราคาหุ้นในระยะสั้น 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" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เราเชื่อหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อการเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ 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, PTTG, 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 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