

FINANZIA

# MOMENTUM

Vol.08\_19

---

AUGUST 2019

## กลยุทธ์การลงทุนเดือนสิงหาคม 2019

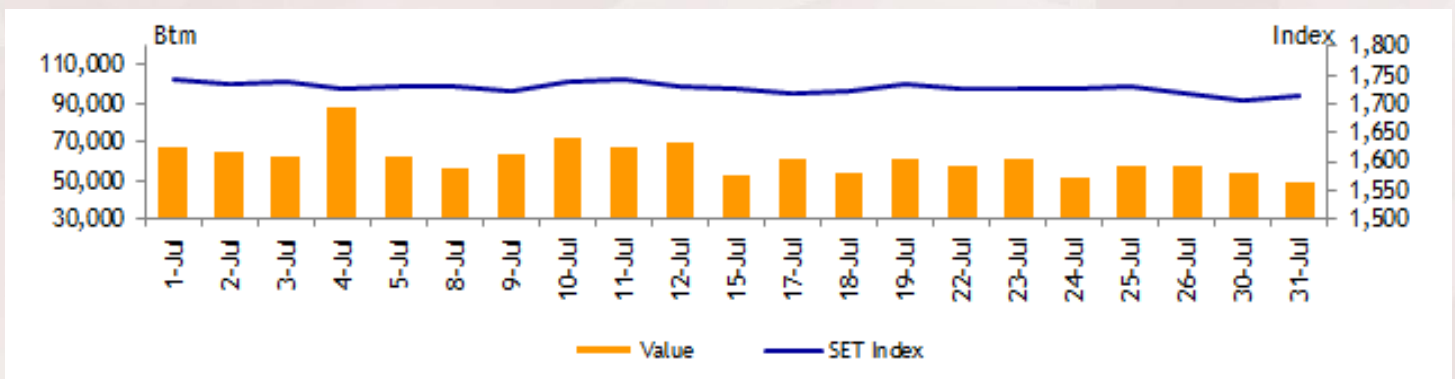
**พักฐานต่อแต่ไม่รุนแรง** ผลประกอบการ 2Q19 ของบริษัทโดยรวมไม่สดใสเพราะหลายธุรกิจอยู่ใน **low season** บวกกับการตั้งสำรองผลประโยชน์พนักงานตามกม.แรงงานใหม่ ทำให้ดัชนีที่ขยับขึ้นไปตั้งแต่เดือน มิ.ย. ตาม **Flow** ที่เข้ามา ถือโอกาสพักฐาน **sell on fact** หลังบอกรายการ แต่การพักฐานไม่รุนแรงเพราะบริษัทส่วนใหญ่จ่ายปันผลกลางปี และยังมีปัจจัยบวกจากมาตรการกระตุ้นของภาครัฐและกระแสเงินทุนที่มีแนวโน้มไหลเข้าภูมิภาคหลังเฟดปรับลดดอกเบี้ย แต่ไม่มากเหมือนเดือน มิ.ย. ที่ **MSCI** เพิ่มน้ำหนักหุ้นไทย ความเสี่ยงจากสงครามการค้ากำลังกลับมาใหม่หลังสหรัฐ-จีนเริ่มเข้าสู่โหมดการเจรจา (ตลาดมีจังหวะให้เทรดได้) แต่เชื่อว่าไม่รุนแรงดังที่เคยคิดเหมือนในช่วงที่ผ่านมา เพราะเข้าสู่ฤดูกาลรณรงค์หาเสียงเลือกตั้งประธานาธิบดีปี 2020 ซึ่งปัจจุบันเกษตรกรชาวอเมริกัน (ซึ่งเป็นฐานเสียงสำคัญของปธน.ทรัมป์) รวมถึงธุรกิจขนาดใหญ่เริ่มได้รับผลกระทบแล้ว หุ่นเดือนนี้เราเลือกบริษัทที่คาดผลประกอบการแกร่ง

เดือนสิงหาคม 2019 แนะนำ : **AMATA, BCH, MINT, SAPPE, SISB**

### มุมมองทางเทคนิค เดือนสิงหาคม 2019

SET แนวตัว Sideways ในกรอบ 1,715-1,750 จุดเกือบตลอดทั้งเดือน ก.ค. ก่อนที่ช่วงปลายเดือนจะมีจังหวะหลุดต่ำกว่าและทดสอบแนวรับสำคัญ 1,700 จุด อย่างไรก็ตามถ้อยภาพรวมการเคลื่อนไหวยังอยู่ในกรอบที่เราประเมิน ขณะที่แนวโน้มเดือน ส.ค. โดยรวมเราคาดว่าตลาดยังคงอยู่ในช่วงของการแกว่ง Sideways พักฐานต่อเนื่องแต่โดยประเมินกรอบการเคลื่อนไหวที่ 1,690-1,740 จุด

### ดัชนีตลาดและมูลค่าการซื้อขาย เดือนกรกฎาคม 2019



Source: SET



# Content

|                                               | page |
|-----------------------------------------------|------|
| กลยุทธ์การลงทุนเดือนสิงหาคม 2019              | 4    |
| Top 5 Favorite Stocks :                       |      |
| > AMATA                                       | 5    |
| > BCH                                         | 7    |
| > MINT                                        | 9    |
| > SAPPE                                       | 11   |
| > SISB                                        | 13   |
| FSS Universe                                  | 15   |
| Contact us                                    |      |
| Thai Institute of Directors Association (IOD) |      |
| Thailand's Private Sector Collective Action   |      |
| Coalition Against Corruption programme        |      |
| (THAI CAC)                                    |      |

[www.fnsyrus.com](http://www.fnsyrus.com)



## กลยุทธ์การลงทุนเดือนสิงหาคม 2019

### พื้นฐานต่อแต่ไม่รุนแรง

ผลประกอบการ 2Q19 ของบริษัทโดยรวมไม่สดใสเพราะหลายธุรกิจอยู่ใน low season บวกกับการตั้งสำรองผลประโยชน์พนักงานตามกม. แรงงานใหม่ ทำให้ดัชนีที่ขยับขึ้นไปตั้งแต่เดือน มิ.ย. ตาม Flow ที่เข้ามาถือโอกาสพักฐาน sell on fact หลังบอกราย แต่การพักฐานไม่รุนแรงเพราะบริษัทส่วนใหญ่จ่ายปันผลกลางปี และยังมีปัจจัยบวกจากมาตรการกระตุ้นของภาครัฐและกระแสเงินทุนที่มีแนวโน้มไหลเข้าภูมิภาคหลังเฟดปรับลดดอกเบี้ย แต่ไม่มากเหมือนเดือน มิ.ย. ที่ MSCI เพิ่มน้ำหนักหุ้นไทย ความเสี่ยงจากสงครามการค้ากำลังกลับมาใหม่หลังสหรัฐ-จีนเริ่มเข้าสู่โหมดการเจรจา (ตลาดมีจังหวะให้เทรดได้) แต่เชื่อว่าไม่รุนแรงถึงขีดสุดเหมือนในช่วงที่ผ่านมา เพราะเข้าสู่ฤดูกาลลดดอกเบี้ยเลือกตั้งประธานาธิบดีปี 2020 ซึ่งปัจจุบันเกษตรกรชาวอเมริกัน (ซึ่งเป็นฐานเสี่ยงสำคัญของปธน.ทรัมป์) รวมถึงธุรกิจขนาดใหญ่เริ่มได้รับผลกระทบแล้ว หุ้นเดือนนี้เราเลือกบริษัทที่คาดผลประกอบการแกร่งได้แก่ **AMATA, BCH, MINT, SAPPE, SISB**

### เดือนแห่งการประกาศผลประกอบการและปันผลระหว่างกาล

ธนาคารประกาศผลประกอบการ 2Q19 แล้ว มีกำไรสุทธิ 5.25 หมื่นล้านบาท -4.2% Q-Q แต่ Flat Y-Y ใกล้เคียงที่เราคาด ถ้าไรตังกล่าวถือเป็นกำไรที่ดีในสถานการณ์เศรษฐกิจที่ค่อนข้างซบเซม รัฐบาลที่ยังไม่ได้มีการจัดตั้ง ความเชื่อมั่นของผู้บริโภคและนักลงทุนที่ลดลง และถือว่าเป็นผลประกอบการที่ดีเพราะมาจากรายได้ค่าธรรมเนียมที่ได้ดีกว่าคาดไว้ โดยธนาคารหลายแห่งมีรายได้ค่าธรรมเนียมจากธุรกิจกองทุนรวม และค่าธรรมเนียมต่างๆ ที่ฟื้นตัวขึ้นจากไตรมาสก่อนราว 1.2% Q-Q (แต่ยังลด 0.3% Y-Y จากการยกเว้นค่าธรรมเนียมการโอนผ่านธนาคารที่เริ่มตั้งแต่เม.ย. ปีก่อน) ส่วนรายได้ดอกเบี้ยสุทธิโดยรวมเป็นไปตามคาด ขณะที่ต้นทุนทางการเงินขยับเพิ่มเล็กน้อยจากการออกแพคเกจเงินฝากดอกเบี้ยสูง ทำให้ NIM ชะลอตัวลงราว 0.05% Q-Q แต่ทรงตัว Y-Y ขณะที่การตั้งสำรองฯทรงตัว เรายังแนะนำ Overweight กลุ่มธนาคาร ชอบ KBANK (ราคาเหมาะสม 212 บาท) และ SCB (ราคาเหมาะสม 152 บาท) และชอบหุ้นปันผลเด่นอย่าง TISCO (ราคาเหมาะสม 105 บาท คาด Dividend yield 7%) และ TCAP (ราคาเหมาะสม 62 บาท คาดมีปันผลพิเศษ) กลุ่มธนาคารยังมี Upside จากเกณฑ์ General reserve ใหม่ที่ ธปท. จะออกมาใน 3Q19 แบงก์ที่จะได้ผลบวกจากการมีเงินสำรองสูงได้แก่ KBANK, BBL, TISCO

สำหรับผลประกอบการกลุ่ม Real sector ส่วนใหญ่ 2Q เป็น low season ยกเว้นกลุ่มเครื่องดื่ม กลุ่มเครื่องใช้ไฟฟ้า (พัดลม แอร์) และกลุ่มโรงไฟฟ้า แต่ราคาหุ้นเหล่านี้ได้ปรับขึ้นไปรอแล้ว และใน 2Q19 เกือบทุก

บริษัทจะมีการบันทึก Employee benefit จาก กม. แรงงานที่เปลี่ยน ทำให้กำไรสุทธิ 2Q19 โดยรวมไม่สดใส แต่ SET Index เดือนที่ผ่านมาปรับขึ้นไป 1,748 จุดสะท้อนความคาดหวังที่เป็นบวกต่อผลประกอบการมากขึ้นไป เราเชื่อว่าเกิด sell on fact หลังบอกราย แต่การปรับลงของดัชนีจะไม่รุนแรง (ถ้าไม่มีปัจจัยภายนอกที่มีนัยสำคัญต่อตลาด) เพราะหลายบริษัทประกาศจ่ายเงินปันผลและขึ้นเครื่องหมาย XD

### สหรัฐ-จีนกลับสู่โต๊ะเจรจา

นับตั้งแต่วันที่ 18 มิ.ย. ที่ผ่านมาสหรัฐได้เข้าสู่ฤดูกาลลดดอกเบี้ยเลือกตั้งประธานาธิบดีปี 2020 (เลือกตั้งวันที่ 3 พ.ย. 2020) เราเชื่อว่าปธน.ทรัมป์จะยังเดินหน้าใช้ประเด็นสงครามการค้ากับจีนหาคะแนนนิยมจากชาวอเมริกันต่อไป และดูเหมือนว่าจีนก็พร้อมจะรอให้ปธน.ทรัมป์พ่ายแพ้การเลือกตั้งสมัยที่ 2 ดังนั้น โลกน่าจะอยู่กับประเด็นสงครามการค้าต่อไปถึงปีหน้า แต่ความเข้มข้นรุนแรงจะน้อยกว่าในช่วงที่ผ่านมา เพราะปัจจุบันเกษตรกรชาวอเมริกัน (ซึ่งเป็นฐานเสี่ยงสำคัญของปธน.ทรัมป์) รวมถึงธุรกิจขนาดใหญ่โดยเฉพาะ Tech company ได้รับผลกระทบแล้วจากภาวะภาษีที่เพิ่มขึ้น ความตึงเครียดที่ผ่อนคลายกว่าเดิมจะช่วยชะลอการหดตัวของส่งออกของไทย (แต่ยังไม่ใช้เวลาที่นำลงทุนของหุ้นกลุ่มอิเล็กทรอนิกส์และส่งออก เพราะยังมีปัญหาเงินบาทแข็งค่า) และช่วยให้หุ้นโลกไม่เกิด Correction แรงเหมือนในช่วง 4Q18 และเดือน พ.ค. ที่ผ่านมา

### ทิศทางดอกเบี้ยโลกเป็นขาลง แต่ไม่ใช่ไทย

เดือน ก.ค. ที่ผ่านมา ธนาคารกลางเกาหลีใต้ อินโดนีเซีย อินเดีย และออสเตรเลีย ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายท่ามกลางตัวเลขเศรษฐกิจหลายตัวที่ออกมาอ่อนแอลง ขณะที่ Fed น่าจะปรับลดดอกเบี้ย 0.25% ในการประชุม 30-31 ก.ค. ด้วยเช่นกัน ส่วนยุโรปโซนรายงาน GDP 2Q19 โตเพียง 0.2% Q-Q ลดลงครึ่งหนึ่งจาก 1Q19 ที่ +0.4% Q-Q ทนุให้ ECB น่าจะลดดอกเบี้ยลง 0.1% และมีมาตรการ QE เพิ่มเติม (ตลาดคาด 4.5 หมื่นล้านยูโร/เดือน)

ทิศทางดอกเบี้ยทั่วโลกเป็นขาลงและมีการดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายอย่างต่อเนื่อง ซึ่งเป็นบวกต่อสินทรัพย์เสี่ยง (แต่เป็นลบกับหุ้นธนาคาร) แต่สำหรับการประชุม กนง. 7 ส.ค. นี้ เราคาดว่าจะคงอัตราดอกเบี้ยที่ระดับเดิม 1.75% เพราะเป็นอัตราต่ำสุดในภูมิภาคที่มีอันดับเครดิตเรตติ้งระดับเดียวกัน และประเมินจากท่าทีของ ธปท. ที่ยังคงเป็นห่วงภาวะหนี้ครัวเรือนค่อนข้างมาก การคงอัตราดอกเบี้ยในไทยเป็นกลางต่อตลาดหุ้น แต่ต้องติดตามมาตรการของ ธปท. ต่อไปในการแก้ปัญหาเงินบาทแข็งค่า เราเชื่อว่า ธปท. จะคงอัตราดอกเบี้ยไปถึงสิ้นปี เพราะมาตรการการคลังของรัฐบาลจะเข้ามากระตุ้นเศรษฐกิจได้พอดี

# AMATA

AMATA TB CG 2018 THAI CAC  
5 Declared

Close 30 July 2019 : 23.70

End 2019 Target : 28.00

**+18.1%**

บมจ. อมตะ คอร์ปอเรชั่น

แนวโน้มยอดขายที่ดินและยอดโอนสดีสมมากขึ้นใน 2Q19 และชัดเจนว่า AMATA ได้รับอานิสงส์จากการย้ายฐานการผลิตของนักลงทุนจีน แม้ว่ายอดขายที่ดินที่อมตะไทยไซส์จะผันผวนในระหว่างปีแต่อยู่ในทิศทางที่ดี ยอดขายที่ดินใน 2Q19 ทำได้ราว 166 ไร่ ส่วนยอดโอนที่ดินเพิ่มขึ้นเป็นประมาณ 154 ไร่ +92% Q-Q, +175% Y-Y คาดรายได้จากการขายที่ดินเพิ่มเป็นเกือบ 700 ล้านบาท เมื่อรวมกับรายได้ขายไฟฟ้าและค่าเช่าโรงงาน ทำให้รายได้รวม +23% Q-Q, +45% Y-Y เป็น 1.29 พันล้านบาท และมีกำไรปกติ 355 ล้านบาท +28% Q-Q, +89% Y-Y ขณะที่ Backlog ยังมีกว่า 3 พันล้านบาท แนวโน้ม 2H19 จะเร่งตัวขึ้นหลังได้รับรัฐบาลใหม่ ได้รับความมั่นใจจากนักลงทุนมากขึ้น เรายังคงคาดการณ์กำไรปกติทั้งปี 1,684 ล้านบาท +38% Y-Y คงราคาเป้าหมาย 28 บาท (PE 17 เท่า) แนะนำซื้อ

**สงครามการค้าและความชัดเจนในการจัดตั้งรัฐบาลส่งผลให้ ยอดขายที่ดินสดี**

แนวโน้มยอดขายที่ดินและยอดโอนสดีสมมากขึ้นใน 2Q19 และชัดเจนว่า AMATA ได้รับอานิสงส์จากการย้ายฐานการผลิตของนักลงทุนจีน เห็นได้จากยอดขายที่ดินในอมตะไทยไซส์ที่มีแนวโน้มดีขึ้นต่อเนื่องแม้ว่าในระหว่างไตรมาสจะมีความผันผวนบ้างก็ตาม โดยใน 2Q19 ยอดขายที่ดินทั้งหมดทำได้ราว 166 ไร่ ดีขึ้น 30% Q-Q และ 26% Y-Y ส่วนใหญ่เป็นยอดขายที่อมตะซีทีระยองราว 90% (152 ไร่) ที่เหลือมาจากอมตะไทยไซส์ (14 ไร่ ลดลงจาก 2 ไตรมาสที่ผ่านมาแต่ยังมีลูกค้าแสดงความสนใจอย่างต่อเนื่อง) ขณะที่ยอดโอนใน 2Q19 เพิ่มขึ้นสูงมาก +92% Q-Q, +175% Y-Y เป็น 154 ไร่ ยอดโอนส่วนใหญ่มาจากอมตะซีทีระยองและอมตะไทยไซส์ ที่แม้จะมีอัตรากำไรต่ำกว่าอมตะนครชลบุรี แต่ปริมาณการโอนที่ดินในไตรมาสนี้ก็สูงมาก จนน่าจะทำให้เม็ดเงินกำไรสูงกว่าไตรมาสก่อนๆ

**คาดการณ์กำไรสุทธิ 2Q19 +28% Q-Q, +89% Y-Y เป็น 355 ล้านบาท**

เราคาดการณ์รายได้จากการโอนที่ดิน 2Q19 +62.8% Q-Q, +130.3% Y-Y เป็น 638.3 ล้านบาท เมื่อรวมกับรายได้จากการขายสาธารณูปโภคซึ่งค่อนข้างสม่ำเสมอราว 460-480 ล้านบาท/ไตรมาส และรายได้ค่าเช่าโรงงานราว 160-180 ล้านบาท/ไตรมาส ทำให้รายได้ในไตรมาสนี้น่าจะทำได้ 1,286.8 ล้านบาท +23.2% Q-Q, +44.6% Y-Y ต้นทุนและค่าใช้จ่ายคาดว่าจะยังคงควบคุมได้ดี และไตรมาสนี้ไม่มียอดโอนที่ดินจาก AMATAV จึงคาดว่าผลขาดทุนจาก AMATAV จะเป็นตัวจุดเล็กน้อย เราคาดการณ์กำไรปกติ 2Q19 จะอยู่ที่ 355.4 ล้านบาท +28.4% Q-Q, +89.4% Y-Y

**คงราคาเป้าหมาย 28 บาท แนะนำซื้อ**

แม้ว่ายอดขายที่ดินใน 1H19 จะทำได้ไม่ถึง 300 ไร่ แต่ผู้บริหารยังคงเป้าหมายนี้ 900 ไร่ เราเชื่อว่ามีโอกาสเป็นไปได้จากการย้ายฐานการผลิตของจีน และการผลักดันโครงการ EEC ของภาครัฐ และยอดขายส่วนใหญ่จะเกิดขึ้นในช่วงปลายปีตามธรรมชาติของธุรกิจ เช่นเดียวกับรายได้และกำไร เรายังคงคาดการณ์กำไรปกติปีนี้ +38% เป็น 1,672.9 ล้านบาท คงราคาเป้าหมาย 28 บาท (PE 17 เท่า) คงคำแนะนำซื้อ

ความเสี่ยง: การเปลี่ยนแปลงนโยบายของภาครัฐในไทยและเวียดนาม  
ภัยธรรมชาติ

## Consolidated earnings

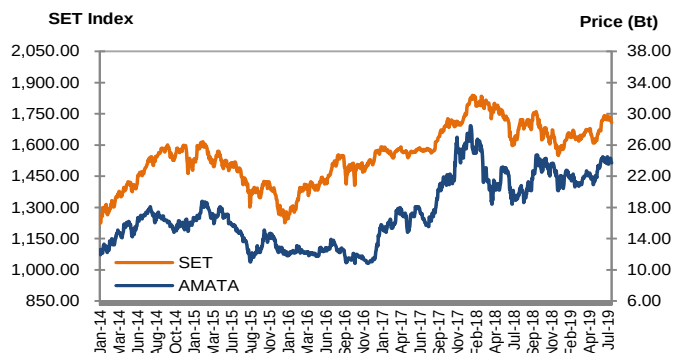
| BT (mn)                    | 2017  | 2018  | 2019E | 2020E |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Normalized earnings        | 1,508 | 1,218 | 1,684 | 1,847 |
| Net profit                 | 1,409 | 1,018 | 1,684 | 1,847 |
| Normalized EPS (Bt)        | 1.41  | 1.14  | 1.58  | 1.73  |
| EPS (Bt)                   | 1.32  | 0.95  | 1.58  | 1.73  |
| % growth                   | 17.6  | -27.8 | 65.4  | 9.7   |
| Dividend (Bt)              | 0.33  | 0.24  | 0.39  | 0.43  |
| BV/share (Bt)              | 11.77 | 12.15 | 13.52 | 14.21 |
| EV/EBITDA (x)              | 18.7  | 24.4  | 18.1  | 16.3  |
| Normalized PER (x)         | 16.8  | 20.8  | 15.1  | 13.7  |
| PER (x)                    | 17.9  | 24.8  | 15.1  | 13.7  |
| PBV (x)                    | 2.0   | 2.0   | 1.8   | 1.7   |
| Dividend yield (%)         | 1.4   | 1.0   | 1.7   | 1.8   |
| ROE (%)                    | 11.5  | 8.0   | 12.2  | 12.5  |
| YE No. of shares (million) | 1,067 | 1,067 | 1,067 | 1,067 |
| Par (Bt)                   | 1.00  | 1.00  | 1.00  | 1.00  |

Source: Company data, FSS estimates

## Share data

|                                   |                     |
|-----------------------------------|---------------------|
| Close (30/07/2019)                | 23.70               |
| SET Index                         | 1,706.49            |
| Foreign limit/actual (%)          | 49.00/10.81         |
| Paid up shares (million)          | 1,067.00            |
| Free float (%)                    | 80.43               |
| Market cap (Bt mn)                | 25,287.90           |
| Avg. daily T/O (Bt mn) (2019 YTD) | 326.22              |
| hi, lo, avg (Bt) (2019 YTD)       | 25.00, 20.10, 22.37 |

Source: Setsmart



**Analyst: Jitra Amornthum**

Register No.: 014530

### Income Statement (Consolidated)

| (Bt mn)             | 2016  | 2017  | 2018  | 2019E | 2020E |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Revenue             | 4,427 | 4,491 | 4,354 | 5,385 | 5,897 |
| Cost of sales       | 2,070 | 2,078 | 2,101 | 2,570 | 2,845 |
| Gross profit        | 2,357 | 2,413 | 2,253 | 2,815 | 3,052 |
| SG&A                | 808   | 862   | 1,025 | 1,034 | 1,103 |
| Operating profit    | 1,549 | 1,551 | 1,228 | 1,781 | 1,949 |
| Other income        | 206   | 119   | 125   | 140   | 150   |
| EBIT                | 1,754 | 1,670 | 1,353 | 1,921 | 2,099 |
| EBITDA              | 2,082 | 1,986 | 1,668 | 2,205 | 2,411 |
| Interest charge     | 266   | 228   | 246   | 198   | 234   |
| Tax on income       | 304   | 283   | 271   | 394   | 431   |
| Earnings after tax  | 1,184 | 1,159 | 836   | 1,329 | 1,434 |
| Minority interest   | 159   | 327   | 308   | 250   | 256   |
| Normalized earnings | 1,350 | 1,508 | 1,218 | 1,673 | 1,847 |
| Extraordinary items | -151  | -98   | -200  | 0     | 0     |
| Net profit          | 1,198 | 1,409 | 1,018 | 1,673 | 1,847 |

### Cash Flow Statement (Consolidated)

| (Bt mn)                   | 2016   | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Net profit                | 1,198  | 2,019  | 1,597  | 2,067  | 2,278  |
| Deprec. & amortization    | 327    | 316    | 315    | 284    | 313    |
| Change in working capital | -459   | -649   | 430    | -319   | -160   |
| Other adjustments         | 581    | -502   | -471   | -267   | -255   |
| Cash flow from operations | 1,648  | 1,185  | 1,871  | 1,765  | 2,175  |
| Capital expenditure       | -2,278 | -2,265 | -3,042 | -2,576 | -2,115 |
| Others                    | 251    | -560   | 26     | 0      | 0      |
| Cash flow from investing  | -2,027 | -2,826 | -3,017 | -2,576 | -2,315 |
| Free cash flow            | -378   | -1,641 | -1,146 | -811   | -140   |
| Net borrowings            | 8      | 2,323  | 2,076  | 1,150  | 850    |
| Equity capital raised     | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| Dividends paid            | -610   | -617   | -713   | -418   | -462   |
| Others                    | -319   | -240   | -323   | -251   | -85    |
| Cash flow from financing  | -921   | 1,466  | 1,039  | 481    | 303    |
| Net change in cash        | -1,300 | -174   | -106   | -330   | 164    |

### Balance Sheet (Consolidated)

| (Bt mn)                   | 2016   | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Cash                      | 2,104  | 2,509  | 2,059  | 1,729  | 1,892  |
| Accounts receivable       | 365    | 556    | 473    | 679    | 679    |
| Land develop costs        | 7,642  | 6,892  | 7,667  | 8,233  | 8,549  |
| Other current assets      | 107    | 99     | 92     | 115    | 114    |
| Total current assets      | 10,218 | 10,057 | 10,291 | 10,756 | 11,234 |
| Investments in subs       | 6,677  | 7,513  | 8,480  | 8,863  | 9,255  |
| PPE                       | 1,022  | 1,969  | 2,093  | 2,200  | 2,243  |
| Land await for future     | 5,169  | 5,318  | 7,324  | 7,318  | 7,369  |
| Other assets              | 3,509  | 4,422  | 4,833  | 4,886  | 4,897  |
| Total assets              | 26,596 | 29,280 | 33,021 | 34,022 | 34,997 |
| Short-term loans          | 1,881  | 2      | 227    | 100    | 100    |
| Accounts payable          | 446    | 510    | 514    | 570    | 585    |
| Current maturities        | 2,124  | 623    | 1,402  | 823    | 802    |
| Other current liabilities | 1,411  | 1,025  | 1,724  | 1,225  | 1,229  |
| Total current liabilities | 5,863  | 2,160  | 3,866  | 2,718  | 2,716  |
| Long-term debt            | 2,645  | 8,347  | 9,828  | 9,475  | 9,035  |
| Other non-current liab.   | 3,848  | 3,801  | 3,758  | 4,120  | 4,251  |
| Total non-current liab.   | 6,493  | 12,148 | 13,586 | 13,595 | 13,286 |
| Total liabilities         | 12,356 | 14,308 | 17,452 | 16,314 | 16,002 |
| Registered capital        | 1,067  | 1,067  | 1,067  | 1,067  | 1,067  |
| Paid up capital           | 1,067  | 1,067  | 1,067  | 1,067  | 1,067  |
| Share premium             | 174    | 174    | 174    | 174    | 174    |
| Legal reserve             | 107    | 107    | 107    | 107    | 107    |
| Retained earnings         | 9,940  | 10,818 | 11,238 | 12,687 | 13,424 |
| Minority Interests        | 2,293  | 2,416  | 2,602  | 3,292  | 3,843  |
| Shareholders' equity      | 14,240 | 14,971 | 15,569 | 17,708 | 18,995 |

### Important Ratios (Consolidated)

|                            | 2016  | 2017  | 2018  | 2019E | 2020E |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Growth (%)</b>          |       |       |       |       |       |
| Revenue                    | -13.5 | 1.5   | -3.1  | 23.7  | 9.5   |
| EBITDA                     | 10.0  | -4.6  | -16.0 | 32.2  | 9.4   |
| Net profit                 | -1.5  | 17.6  | -27.8 | 64.3  | 10.4  |
| Normalized earnings        | 275.7 | 11.7  | -19.2 | 37.3  | 10.4  |
| <b>Profitability (%)</b>   |       |       |       |       |       |
| Gross profit margin        | 53.2  | 53.7  | 51.7  | 52.3  | 51.8  |
| EBITDA margin              | 47.0  | 44.2  | 38.3  | 40.9  | 40.9  |
| EBIT margin                | 39.6  | 37.2  | 31.1  | 35.7  | 35.6  |
| Normalized profit margin   | 30.5  | 33.6  | 28.0  | 31.1  | 31.3  |
| Net profit margin          | 27.1  | 31.4  | 23.4  | 31.1  | 31.3  |
| Normalized ROA             | 4.6   | 5.0   | 3.3   | 5.0   | 5.4   |
| Normalize ROE              | 10.4  | 11.5  | 8.0   | 12.2  | 12.5  |
| Normalized ROCE            | 8.5   | 6.2   | 4.6   | 6.1   | 6.5   |
| <b>Risk (x)</b>            |       |       |       |       |       |
| D/E                        | 1.03  | 1.14  | 1.35  | 1.13  | 1.06  |
| Net D/E                    | 0.89  | 1.04  | 1.26  | 1.06  | 0.98  |
| Net debt/EBITDA            | 2.40  | 3.94  | 6.26  | 4.32  | 3.69  |
| <b>Per share data (Bt)</b> |       |       |       |       |       |
| Reported EPS               | 1.12  | 1.32  | 0.95  | 1.57  | 1.73  |
| Normalized EPS             | 1.26  | 1.41  | 1.14  | 1.57  | 1.73  |
| EBITDA                     | 1.95  | 1.86  | 1.56  | 2.07  | 2.26  |
| Book value                 | -0.35 | -1.54 | -1.07 | -0.76 | -0.13 |
| Dividend                   | 11.20 | 11.77 | 12.15 | 13.51 | 14.20 |
| Par                        | 1.00  | 1.00  | 1.00  | 1.00  | 1.00  |
| <b>Valuations (x)</b>      |       |       |       |       |       |
| P/E                        | 21.1  | 17.9  | 24.8  | 15.1  | 13.7  |
| Norm P/E                   | 18.7  | 16.8  | 20.8  | 15.1  | 13.7  |
| P/BV                       | 2.1   | 2.0   | 2.0   | 1.8   | 1.7   |
| EV/EBITDA                  | 17.1  | 18.7  | 24.4  | 18.1  | 16.3  |
| Dividend yield (%)         | 1.3   | 1.4   | 1.0   | 1.7   | 1.8   |

Source: Company data, FSS research

**BCH**

BCH TB

CG 2018  
3

THAI CAC  
Certified

Close 30 July 2019 : 15.30

End 2019 Target : 21.00

**+37%**

บมจ. บางกอก เซน ฮอสปิทอล

เราคาดว่ากำไร 2Q19 ของ BCH จะชะลอตัวชั่วคราวจากแรงกดดันทั้ง การตั้งสำรองลูกหนี้ประกันสังคมในส่วนโรคซับซ้อน (RW>2) และ สำรองผลประโยชน์พนักงานจากกฎหมายแรงงานใหม่ อย่างไรก็ตาม คาดว่าโมเมนตัมกำไรจะกลับมาเติบโตแข็งแกร่งอีกครั้งในช่วงครึ่งปี หลังโดยเฉพาะใน 3Q19 ซึ่งเป็น High Season ของธุรกิจ แม้การเติบโตของ WMC จะเริ่มชะลอลงในส่วนศูนย์แผลเบาหวาน แต่คาดว่าศูนย์ IVF จะเริ่มเข้ามาช่วยหนุนการเติบโตใน 4Q19 เป็นต้นไป เรายังคงประมาณการกำไรปกติปี 2019 +13.8% Y-Y แม้จะเริ่มเห็น Downside เล็กน้อย แต่คาดว่าราคาหุ้นปรับตัวลงรับประเด็นลบไปมากพอสมควร จึงมองเป็นโอกาสในการเข้า “ซื้อ” อีกครั้ง โดยยังคง ราคาเหมาะสมที่ 21 บาท

กำไร 2Q19 จะถูกถ่วงชั่วคราวจากสำรองประกันสังคมและ ผลประโยชน์พนักงาน

แนวโน้มผลการดำเนินงาน 2Q19 ของ BCH คาดว่าจะถูกกดดันชั่วคราว จากการตั้งสำรองลูกหนี้ประกันสังคมในส่วนโรคซับซ้อน (RW>2) จากงวด 4Q18 (เดือนพ.ย.-ธ.ค. 18) ซึ่งสปส.ประกาศจ่ายเงินที่ 8,100 บาท/ RW ต่ำกว่า BCH ที่รับรู้รายได้ 12,800 บาท/RW อย่างไรก็ตามคาดว่าจะชดเชยได้บางส่วนจากการกลับรายการสำรองรายการเดียวกันที่ตั้งใน 2Q18 รวมถึงรายได้ส่วนเพิ่มหลังได้รับเงินค่าภาระเสี่ยงสำหรับงวด 1Q19 อย่างไรก็ตาม BCH จะมีการตั้งสำรองผลประโยชน์พนักงานจากกฎหมายแรงงานฉบับใหม่จำนวนราว 29 ลบ. ส่งผลให้กำไรสุทธิคาดว่าจะชะลอตัวลงชั่วคราวทั้ง Q-Q และ Y-Y

**คาดโมเมนตัม 2H19 กลับมาโตแข็งแกร่ง**

เราคาดว่าแนวโน้มผลการดำเนินงานของ BCH จะกลับมาเติบโตแข็งแกร่งอีกครั้งในช่วงครึ่งปีหลังโดยเฉพาะ 3Q19 ซึ่งเป็น High Season ของธุรกิจ รวมถึงคาดว่าจะได้รับเงินค่าภาระเสี่ยงก่อน 50% หลังของงวดปี 2018 ซึ่งจะทำให้มีการบันทึกรายได้ส่วนเพิ่มเข้ามาหนุน (ดูรายละเอียดการจ่ายเงินค่าภาระเสี่ยงของสปส.ได้จากตารางหน้า 2) อย่างไรก็ตามรายได้ของ WMC เริ่มเติบโตในอัตราที่ชะลอลงในส่วนศูนย์แผลเบาหวานเนื่องจากชั่วโมงทำงานของแพทย์น้อยลง แต่คาดว่าจะการเริ่มเปิดศูนย์ IVF จะเป็นตัวหนุนการเติบโตของรายได้ในช่วง 4Q19 เป็นต้นไป แม้เราเริ่มเห็น Downside ของประมาณการเล็กน้อย แต่ยังคงประมาณการกำไรปกติปี 2019 ที่ 1,240 ลบ. +13.8% Y-Y

**ราคาหุ้นตอบรับปัจจัยลบไปมากพอสมควร เป็นโอกาสในการเข้า “ซื้อ”**

ราคาหุ้นปรับตัวลงราว 10% จากจุดสูงสุดช่วงต้นเดือน พ.ค. ที่ผ่านมาซึ่งเรามองว่าสะท้อนปัจจัยลบจากทั้งกำไร 2Q19 ที่ชะลอชั่วคราวและ Downside ของประมาณการไปมากพอสมควร ทำให้ปัจจุบันมี Upside เปิดกว้างกว่า 27% เมื่อเทียบกับราคาเหมาะสมของเราที่ 21 บาท (DCF WACC 6.82% Terminal Growth 3%) เรายังมองเป็นจังหวะในการเข้า “ซื้อ”

**ความเสี่ยง** คือ สำนักงานประกันสังคมจ่ายเงินได้น้อยกว่าที่คาด การชะลอตัวของลูกค้าต่างชาติซึ่งอาจกระทบ WMC เศรษฐกิจและการบริโภคในประเทศที่ชะลอตัว

#### Consolidated earnings

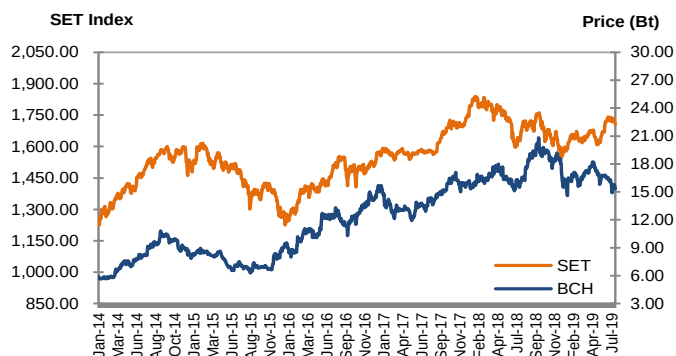
| BT (mn)                    | 2017    | 2018    | 2019E   | 2020E   |
|----------------------------|---------|---------|---------|---------|
| Normalized earnings        | 917     | 1,089   | 1,240   | 1,390   |
| Net profit                 | 917     | 1,089   | 1,240   | 1,390   |
| Normalized EPS (Bt)        | 0.37    | 0.44    | 0.50    | 0.56    |
| EPS (Bt)                   | 0.37    | 0.44    | 0.50    | 0.56    |
| % growth                   | 21.8    | 18.8    | 13.8    | 12.1    |
| Dividend (Bt)              | 0.20    | 0.23    | 0.27    | 0.30    |
| BV/share (Bt)              | 2.4     | 2.6     | 3.0     | 3.4     |
| EV/EBITDA (x)              | 21.5    | 19.6    | 16.8    | 15.4    |
| Normalized PER (x)         | 41.6    | 35.0    | 30.8    | 27.4    |
| PER (x)                    | 41.6    | 35.0    | 30.8    | 27.4    |
| PBV (x)                    | 6.5     | 6.0     | 5.2     | 4.5     |
| Dividend yield (%)         | 1.3     | 1.5     | 1.8     | 2.0     |
| ROE (%)                    | 15.5    | 17.0    | 16.8    | 16.5    |
| YE No. of shares (million) | 2,493.7 | 2,493.7 | 2,493.7 | 2,493.7 |
| Par (Bt)                   | 1.0     | 1.0     | 1.0     | 1.0     |

Source: Company data, FSS estimates

#### Share data

|                                   |                     |
|-----------------------------------|---------------------|
| Close (30/07/2019)                | 15.30               |
| SET Index                         | 1,706.49            |
| Foreign limit/actual (%)          | 49.00/10.47         |
| Paid up shares (million)          | 2,493.75            |
| Free float (%)                    | 44.05               |
| Market cap (Bt mn)                | 38,154.34           |
| Avg. daily T/O (Bt mn) (2019 YTD) | 247.80              |
| hi, lo, avg (Bt) (2019 YTD)       | 18.50, 14.50, 16.38 |

Source: Setsmart



**Analyst: Veeravat Virochpoka**

Register No.: 047077

**Income Statement (Consolidated)**

| (Bt mn)             | 2016  | 2017  | 2018  | 2019E | 2020E |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Revenue             | 6,511 | 7,255 | 8,073 | 8,829 | 9,747 |
| Cost of sales       | 4,472 | 4,877 | 5,394 | 5,805 | 6,408 |
| Gross profit        | 2,039 | 2,378 | 2,679 | 3,024 | 3,338 |
| SG&A                | 835   | 960   | 1,132 | 1,157 | 1,277 |
| Operating profit    | 1,204 | 1,418 | 1,547 | 1,867 | 2,061 |
| Other income        | 100   | 108   | 112   | 107   | 107   |
| EBIT                | 1,303 | 1,526 | 1,659 | 1,974 | 2,168 |
| EBITDA              | 1,818 | 2,064 | 2,235 | 2,584 | 2,817 |
| Interest charge     | 162   | 136   | 126   | 129   | 99    |
| Tax on income       | 208   | 271   | 285   | 323   | 362   |
| Earnings after tax  | 933   | 1,119 | 1,248 | 1,523 | 1,707 |
| Minority interest   | 180   | 202   | 159   | 283   | 317   |
| Normalized earnings | 753   | 917   | 1,089 | 1,240 | 1,390 |
| Extraordinary items | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| Net profit          | 753   | 917   | 1,089 | 1,240 | 1,390 |

**Cash Flow Statement (Consolidated)**

| (Bt mn)                   | 2016  | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  |
|---------------------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| Net profit                | 753   | 917    | 1,089  | 1,240  | 1,390  |
| Deprec. & amortization    | 514   | 538    | 576    | 610    | 649    |
| Change in working capital | 102   | 93     | -249   | -55    | -79    |
| Other adjustments         | 0     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| Cash flow from operations | 1,369 | 1,548  | 1,417  | 1,795  | 1,960  |
| Capital expenditure       | -694  | -1,216 | -1,355 | -1,214 | -1,300 |
| Others                    | -40   | -1,417 | 1,497  | 0      | 0      |
| Cash flow from investing  | -734  | -2,634 | 141    | -1,214 | -1,300 |
| Free cash flow            | 635   | -1,086 | 1,558  | 581    | 660    |
| Net borrowings            | -460  | 1,400  | -795   | -346   | -400   |
| Equity capital raised     | 0     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| Dividends paid            | -351  | -467   | -575   | -574   | -670   |
| Others                    | 13    | 125    | -28    | 321    | 317    |
| Cash flow from financing  | -798  | 1,059  | -1,398 | -599   | -753   |
| Net change in cash        | -163  | -27    | 160    | -18    | -93    |

**Balance Sheet (Consolidated)**

| (Bt mn)                   | 2016   | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Cash                      | 513    | 486    | 646    | 627    | 535    |
| Current investment        | 997    | 1,054  | 1,511  | 1,653  | 1,825  |
| Accounts receivable       | 168    | 1,580  | 100    | 100    | 100    |
| Inventory                 | 195    | 204    | 238    | 256    | 283    |
| Other current asset       | 65     | 40     | 54     | 54     | 54     |
| Total current assets      | 1,937  | 3,364  | 2,549  | 2,690  | 2,796  |
| Investment                | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| PPE                       | 8,039  | 8,718  | 9,497  | 10,101 | 10,753 |
| Other assets              | 593    | 593    | 582    | 582    | 582    |
| Total Assets              | 10,569 | 12,674 | 12,627 | 13,373 | 14,130 |
| Short-term loans          | 80     | 150    | 344    | 100    | 100    |
| Account payable           | 456    | 556    | 698    | 736    | 792    |
| Current maturities        | 1,516  | 1,000  | 2      | 500    | 500    |
| Other current liabilities | 569    | 571    | 696    | 763    | 826    |
| Total current liabilities | 2,621  | 2,276  | 1,740  | 2,099  | 2,218  |
| Long-term debt            | 0      | 1,847  | 1,848  | 1,748  | 1,848  |
| Other LT liabilities      | 2,611  | 2,639  | 2,642  | 2,142  | 1,642  |
| Total non-cu              | 2,611  | 4,486  | 4,489  | 3,889  | 3,489  |
| Total liabilities         | 5,233  | 6,762  | 6,230  | 5,988  | 5,708  |
| Registered capital        | 2,494  | 2,494  | 2,494  | 2,494  | 2,494  |
| Paid-up capital           | 2,494  | 2,494  | 2,494  | 2,494  | 2,494  |
| Share Premium             | 645    | 645    | 645    | 645    | 645    |
| Legal reserve             | 249    | 249    | 249    | 249    | 249    |
| Retained earnings         | 1,387  | 1,837  | 2,352  | 3,018  | 3,739  |
| Others                    | -14    | -31    | -38    | 0      | 0      |
| Minority Interest         | 576    | 717    | 696    | 979    | 1,296  |
| Shareholders' equity      | 5,337  | 5,912  | 6,398  | 7,385  | 8,423  |

**Important Ratios (Consolidated)**

|                            | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E |
|----------------------------|------|------|------|-------|-------|
| <b>Growth (%)</b>          |      |      |      |       |       |
| Revenue                    | 12.9 | 11.4 | 11.3 | 9.4   | 10.4  |
| EBITDA                     | 23.6 | 13.5 | 8.3  | 15.6  | 9.0   |
| Net profit                 | 42.8 | 21.8 | 18.8 | 13.8  | 12.1  |
| Normalized earnings        | 42.8 | 21.8 | 18.8 | 13.8  | 12.1  |
| <b>Profitability (%)</b>   |      |      |      |       |       |
| Gross profit margin        | 31.3 | 32.8 | 33.2 | 34.3  | 34.3  |
| EBITDA margin              | 27.5 | 28.0 | 27.3 | 28.9  | 28.6  |
| EBIT margin                | 19.7 | 20.7 | 20.3 | 22.1  | 22.0  |
| Normalized profit margin   | 11.4 | 12.5 | 13.3 | 13.9  | 14.1  |
| Net profit margin          | 11.4 | 12.5 | 13.3 | 13.9  | 14.1  |
| Normalized ROA             | 7.1  | 7.2  | 8.6  | 9.3   | 9.8   |
| Normalize ROE              | 14.1 | 15.5 | 17.0 | 16.8  | 16.5  |
| Normalized ROCE            | 16.4 | 14.7 | 15.2 | 17.5  | 18.2  |
| <b>Risk (x)</b>            |      |      |      |       |       |
| D/E                        | 1.0  | 1.1  | 1.0  | 0.8   | 0.7   |
| Net D/E                    | 0.9  | 1.1  | 0.9  | 0.7   | 0.6   |
| Net debt/EBITDA            | 2.6  | 3.0  | 2.5  | 2.1   | 1.8   |
| <b>Per share data (Bt)</b> |      |      |      |       |       |
| Reported EPS               | 0.30 | 0.37 | 0.44 | 0.50  | 0.56  |
| Normalized EPS             | 0.30 | 0.37 | 0.44 | 0.50  | 0.56  |
| EBITDA                     | 0.73 | 0.83 | 0.90 | 1.04  | 1.13  |
| Book value                 | 2.14 | 2.37 | 2.57 | 2.96  | 3.38  |
| Dividend                   | 0.10 | 0.20 | 0.23 | 0.27  | 0.30  |
| Par                        | 1.0  | 1.0  | 1.0  | 1.0   | 1.0   |
| <b>Valuations (x)</b>      |      |      |      |       |       |
| P/E                        | 50.7 | 41.6 | 35.0 | 30.8  | 27.4  |
| Norm P/E                   | 50.7 | 41.6 | 35.0 | 30.8  | 27.4  |
| P/BV                       | 7.1  | 6.5  | 6.0  | 5.2   | 4.5   |
| EV/EBITDA                  | 23.6 | 21.5 | 19.6 | 16.8  | 15.4  |
| Dividend yield (%)         | 0.7  | 1.3  | 1.5  | 1.8   | 2.0   |

Source: Company data, FSS research



บมจ. ไมเนอร์ อินเตอร์เนชั่นแนล

เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อแนวโน้มผลการดำเนินงานของ **MINT** ในช่วงที่เหลือของปี โดยเฉพาะอย่างยิ่ง **2Q19** ที่เป็น **High Season** ของ **NHH** ขณะที่โรงแรมในไทยเริ่มเห็น **Rev Par** พลิกกลับมาบวก **Y-Y** ได้เล็กน้อย ส่วนโรงแรมในต่างประเทศคาดว่าจะแรงกดดันจากบาทแข็งจะเริ่มลดลง นอกจากนี้ธุรกิจอาหารคาดว่าจะเห็นการทยอยฟื้นตัวในช่วง **2H19** โดยเราคาดหวังว่าจะเห็นมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจจากรัฐบาลชุดใหม่ เรายังคงประมาณการกำไรปกติปี **2019** เดิมโต **17.1% Y-Y** และทำ **New High** ต่อเนื่อง คงคำแนะนำ “ซื้อ” ราคาเหมาะสม **48 บาท**

### เริ่มเห็นสัญญาณฟื้นตัวของธุรกิจโรงแรมโดยเฉพาะในไทย

หลังจากเหตุเรือล่มที่ภูเก็ตเมื่อเดือน ก.ค. ปีก่อนซึ่งกระทบจำนวนนักท่องเที่ยวจีนให้ปรับตัวลดลง ซึ่งสะท้อนไปยัง **Rev Par** ของธุรกิจโรงแรมในไทยที่หดตัว **6% Y-Y** ใน **1Q19** อย่างไรก็ตามล่าสุดเริ่มเห็นสัญญาณการฟื้นตัวดีขึ้น โดย **2QTD Rev Par** พลิกกลับมาบวกได้เล็กน้อย **Y-Y** ส่วนโรงแรมในต่างประเทศหากดูในรูปเงินบาทแม้จะยังอ่อนตัว **Y-Y** จากบาทแข็ง แต่หากดูตามสกุลเงินแต่ละประเทศยังเห็นการเติบโตที่ดี **Y-Y** นอกจากนี้เราคาดว่าแนวโน้มการแข็งค่าของเงินบาทเริ่มจำกัดซึ่งจะทำให้แรงกดดันของกำไรจากการแปลงค่าเงินลดลงในอนาคต

### ยังคงมุมมองเชิงบวกต่อกำไรช่วงที่เหลือของปีโดยเฉพาะ 2Q19

เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานในช่วงที่เหลือของปี โดยเฉพาะอย่างยิ่งใน **2Q19** ที่คาดว่าจะเห็นการเติบโตของกำไรที่ก้าวกระโดดจากแรงหนุนของ **High Season** จากฝั่ง **NHH** นอกจากนี้ **MINT** จะบันทึกกำไรพิเศษจากการขายและเช่ากลับสินทรัพย์โรงแรม **Tivoli 3** แห่งในโปรตุเกสราว **2.2 พันลบ.** ส่วนเงินสดที่ได้ **1.09 หมื่นลบ.** จะนำมาลดภาระหนี้ ขณะที่ช่วง **2H19** คาดว่าจะได้อานิสงส์จากฐานต่ำปีก่อน รวมถึงจำนวนนักท่องเที่ยวไทยที่คาดว่าจะกลับมาเติบโตในระดับที่ดีอีกครั้ง ขณะที่การบริโภคในประเทศมองว่าจะทยอยฟื้นตัวขึ้นและเป็นบวกต่อธุรกิจอาหาร โดยเราคาดว่าจะเห็นมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจจากรัฐบาลชุดใหม่ เรา ยังคงประมาณการกำไรปกติปี **2019** ที่ **6,974 ลบ.** **+17.1% Y-Y** ทำ **New High** ต่อเนื่อง

### คงคำแนะนำ “ซื้อ” และเป็น Top Pick

เรายังคงราคาเหมาะสมที่ **48 บาท** (DCF WACC 7.22% Terminal Growth 3%) โดยเราเชื่อว่ากำไรได้ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วใน **1Q19** และจะกลับมาเติบโตแข็งแกร่งใน **2Q19** และโดดเด่นที่สุดในกลุ่ม เราจึงยังคงคำแนะนำ “ซื้อ” โดยเลือกเป็น **Top Pick** สำหรับกลุ่มท่องเที่ยว

**ความเสี่ยง** คือเหตุการณ์ไม่สงบจากภัยธรรมชาติ ก่อการร้าย การแข่งขันที่รุนแรงในต่างประเทศ เศรษฐกิจและกำลังซื้อของผู้บริโภคที่ชะลอตัวทั้งไทยและต่างประเทศ

### Consolidated earnings

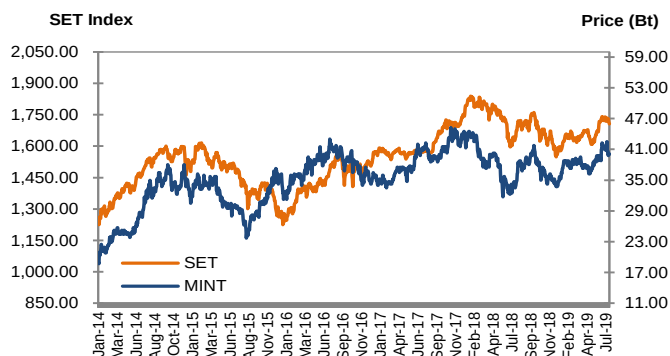
| BT (mn)                    | 2017    | 2018    | 2019E   | 2020E   |
|----------------------------|---------|---------|---------|---------|
| Normalized earnings        | 5,415   | 5,957   | 6,974   | 7,927   |
| Net profit                 | 5,415   | 5,445   | 6,974   | 7,927   |
| Normalized EPS (Bt)        | 1.17    | 1.29    | 1.51    | 1.70    |
| EPS (Bt)                   | 1.17    | 1.18    | 1.51    | 1.70    |
| % growth                   | -21.5   | 0.5     | 28.1    | 12.3    |
| Dividend (Bt)              | 0.40    | 0.40    | 0.53    | 0.59    |
| BV/share (Bt)              | 10.2    | 15.6    | 16.7    | 18.2    |
| EV/EBITDA (x)              | 20.2    | 22.7    | 15.5    | 14.6    |
| Normalized PER (x)         | 34.1    | 31.0    | 26.5    | 23.6    |
| PER (x)                    | 34.1    | 33.9    | 26.5    | 23.6    |
| PBV (x)                    | 3.9     | 2.6     | 2.4     | 2.2     |
| Dividend yield (%)         | 1.0     | 1.0     | 1.3     | 1.5     |
| ROE (%)                    | 12.8    | 10.0    | 9.4     | 9.8     |
| YE No. of shares (million) | 4,618.9 | 4,618.9 | 4,618.9 | 4,676.7 |
| Par (Bt)                   | 1.0     | 1.0     | 1.0     | 1.0     |

Source: Company data, FSS estimates

### Share data

|                                   |                     |
|-----------------------------------|---------------------|
| Close (30/07/2019)                | 40.00               |
| SET Index                         | 1,706.49            |
| Foreign limit/actual (%)          | 49.00/31.26         |
| Paid up shares (million)          | 4,618.91            |
| Free float (%)                    | 61.45               |
| Market cap (Bt mn)                | 184,756.57          |
| Avg. daily T/O (Bt mn) (2019 YTD) | 440.65              |
| hi, lo, avg (Bt) (2019 YTD)       | 42.75, 32.75, 38.51 |

Source: Setsmart



**Income Statement (Consolidated)**

| (Bt mn)             | 2016   | 2017   | 2018   | 2019E   | 2020E   |
|---------------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| Revenue             | 51,152 | 55,001 | 74,938 | 125,756 | 132,369 |
| Cost of sales       | 21,761 | 22,646 | 32,767 | 54,559  | 57,369  |
| Gross profit        | 29,390 | 32,355 | 42,171 | 71,197  | 75,001  |
| SG&A                | 25,765 | 27,833 | 36,945 | 60,992  | 64,199  |
| Operating profit    | 3,626  | 4,521  | 5,226  | 10,205  | 10,802  |
| Other income        | 5,821  | 3,643  | 4,390  | 3,595   | 3,745   |
| EBIT                | 9,447  | 8,164  | 9,959  | 13,800  | 14,547  |
| EBITDA              | 13,297 | 12,294 | 15,684 | 23,679  | 24,854  |
| Interest charge     | 1,606  | 1,757  | 2,869  | 4,795   | 4,292   |
| Tax on income       | 1,032  | 787    | 1,374  | 1,682   | 1,932   |
| Earnings after tax  | 6,809  | 5,620  | 5,717  | 7,323   | 8,323   |
| Minority interest   | 219    | 205    | 272    | 348     | 396     |
| Normalized earnings | 4,576  | 5,415  | 5,957  | 6,974   | 7,927   |
| Extraordinary items | 2,014  | 0      | -512   | 0       | 0       |
| Net profit          | 6,590  | 5,415  | 5,445  | 6,974   | 7,927   |

**Cash Flow Statement (Consolidated)**

| (Bt mn)                   | 2016    | 2017   | 2018     | 2019E   | 2020E   |
|---------------------------|---------|--------|----------|---------|---------|
| Net profit                | 6,590   | 5,415  | 5,445    | 6,974   | 7,927   |
| Deprec. & amortization    | 3,850   | 4,130  | 5,725    | 9,879   | 10,307  |
| Change in working capital | 6,451   | -5,140 | 22,094   | 6,183   | 634     |
| Other adjustments         | 0       | 0      | 0        | 0       | 0       |
| Cash flow from operations | 16,891  | 4,405  | 33,264   | 23,036  | 18,868  |
| Capital expenditure       | -17,829 | -7,074 | -87,470  | -13,000 | -10,000 |
| Others                    | -520    | -1,017 | -42,226  | 0       | 0       |
| Cash flow from investing  | -18,348 | -8,091 | -129,697 | -13,000 | -10,000 |
| Free cash flow            | -1,458  | -3,686 | -96,433  | 10,036  | 8,868   |
| Net borrowings            | 4,358   | 331    | 76,731   | -11,152 | -10,000 |
| Equity capital raised     | 293     | 7,584  | 0        | 0       | 2,483   |
| Dividends paid            | -1,540  | -1,544 | -1,882   | -1,848  | -2,441  |
| Others                    | -1,257  | -1,748 | 29,008   | 348     | 396     |
| Cash flow from financing  | 1,854   | 4,623  | 103,857  | -12,652 | -9,563  |
| Net change in cash        | 396     | 937    | 7,424    | -2,616  | -695    |

**Balance Sheet (Consolidated)**

| (Bt mn)                   | 2016    | 2017    | 2018    | 2019E   | 2020E   |
|---------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Cash                      | 4,399   | 5,336   | 12,760  | 10,144  | 9,449   |
| Current investment        | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| Accounts receivable       | 6,074   | 8,262   | 14,941  | 25,074  | 26,392  |
| Inventory                 | 2,763   | 3,117   | 3,705   | 6,341   | 6,684   |
| Other current asset       | 3,796   | 4,815   | 6,700   | 6,700   | 6,700   |
| Total current assets      | 17,031  | 21,530  | 38,106  | 48,259  | 49,226  |
| Investment                | 9,386   | 10,630  | 9,961   | 9,961   | 9,961   |
| PPE                       | 49,622  | 52,566  | 134,311 | 137,432 | 137,125 |
| Other assets              | 32,414  | 34,375  | 85,322  | 85,322  | 85,322  |
| Total Assets              | 108,453 | 119,100 | 267,700 | 280,975 | 281,634 |
| Short-term loans          | 1,124   | 1,555   | 3,481   | 3,481   | 3,481   |
| Account payable           | 7,575   | 8,953   | 21,989  | 40,831  | 43,036  |
| Current maturities        | 6,698   | 3,765   | 14,152  | 8,000   | 8,000   |
| Other current liabilities | 2,613   | 2,330   | 3,806   | 3,917   | 4,006   |
| Total current liabilities | 18,009  | 16,603  | 43,429  | 56,228  | 58,523  |
| Long-term debt            | 42,010  | 44,843  | 109,261 | 104,261 | 94,261  |
| Other LT liabilities      | 7,637   | 7,151   | 31,936  | 31,936  | 31,936  |
| Total non-cu              | 49,647  | 51,993  | 141,197 | 136,197 | 126,197 |
| Total liabilities         | 67,656  | 68,596  | 184,626 | 192,425 | 184,720 |
| Registered capital        | 4,622   | 4,622   | 4,619   | 4,850   | 4,850   |
| Paid-up capital           | 4,410   | 4,619   | 4,619   | 4,619   | 4,677   |
| Share Premium             | 7,640   | 15,015  | 15,015  | 15,015  | 17,440  |
| Legal reserve             | 464     | 464     | 464     | 464     | 464     |
| Retained earnings         | 27,191  | 31,062  | 34,625  | 39,752  | 45,238  |
| Others                    | -2,303  | -3,832  | -6,577  | -6,577  | -6,577  |
| Minority Interest         | 3,395   | 3,176   | 11,150  | 11,499  | 11,894  |
| Shareholders' equity      | 40,797  | 50,504  | 83,074  | 88,549  | 96,914  |

**Important Ratios (Consolidated)**

|                            | 2016 | 2017  | 2018  | 2019E | 2020E |
|----------------------------|------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Growth (%)</b>          |      |       |       |       |       |
| Revenue                    | 20.5 | 7.5   | 36.2  | 67.8  | 5.3   |
| EBITDA                     | 11.4 | -7.5  | 27.6  | 51.0  | 5.0   |
| Net profit                 | -6.4 | -17.8 | 0.5   | 28.1  | 13.7  |
| Normalized earnings        | -2.7 | 18.3  | 10.0  | 17.1  | 13.7  |
| <b>Profitability (%)</b>   |      |       |       |       |       |
| Gross profit margin        | 57.5 | 58.8  | 56.3  | 56.6  | 56.7  |
| EBITDA margin              | 26.0 | 22.4  | 20.9  | 18.8  | 18.8  |
| EBIT margin                | 18.5 | 14.8  | 13.3  | 11.0  | 11.0  |
| Normalized profit margin   | 8.9  | 9.8   | 7.9   | 5.5   | 6.0   |
| Net profit margin          | 12.9 | 9.8   | 7.3   | 5.5   | 6.0   |
| Normalized ROA             | 4.4  | 4.8   | 3.1   | 2.5   | 2.8   |
| Normalize ROE              | 13.0 | 12.8  | 10.0  | 9.4   | 9.8   |
| Normalized ROCE            | 10.4 | 8.0   | 4.4   | 6.1   | 6.5   |
| <b>Risk (x)</b>            |      |       |       |       |       |
| D/E                        | 1.7  | 1.4   | 2.2   | 2.2   | 1.9   |
| Net D/E                    | 1.6  | 1.3   | 2.1   | 2.1   | 1.8   |
| Net debt/EBITDA            | 4.8  | 5.1   | 11.0  | 7.7   | 7.1   |
| <b>Per share data (Bt)</b> |      |       |       |       |       |
| Reported EPS               | 1.49 | 1.17  | 1.18  | 1.51  | 1.70  |
| Normalized EPS             | 1.04 | 1.17  | 1.29  | 1.51  | 1.70  |
| EBITDA                     | 3.01 | 2.66  | 3.40  | 5.13  | 5.31  |
| Book value                 | 8.48 | 10.25 | 15.57 | 16.68 | 18.18 |
| Dividend                   | 0.35 | 0.40  | 0.40  | 0.53  | 0.59  |
| Par                        | 1.0  | 1.0   | 1.0   | 1.0   | 1.0   |
| <b>Valuations (x)</b>      |      |       |       |       |       |
| P/E                        | 26.8 | 34.1  | 33.9  | 26.5  | 23.6  |
| Norm P/E                   | 38.6 | 34.1  | 31.0  | 26.5  | 23.6  |
| P/BV                       | 4.7  | 3.9   | 2.6   | 2.4   | 2.2   |
| EV/EBITDA                  | 18.0 | 20.2  | 22.7  | 15.5  | 14.6  |
| Dividend yield (%)         | 0.9  | 1.0   | 1.0   | 1.3   | 1.5   |

Source: Company data, FSS research

# SAPPE

SAPPE TB CG 2018 THAI CAC  
3 Declared

Close 30 July 2019 : 22.90

End 2019 Target : 25.00

+9.2%

บมจ. เซ็ปเป้

แนวโน้มกำไรปกติ 2Q19 จะสดใสทำจุดสูงสุดในรอบ 9 ไตรมาส คาดโตติด Q-Q และ Y-Y จากการรวม BLUE และ All Coco ได้เต็มไตรมาส แม้มารจินจากทั้ง 2 ธุรกิจจะไม่สูงเท่าสิ้นค้าเดิม แต่ BLUE ได้รับการตอบรับที่ดีมาก ทำให้อัตราการใช้กำลังการผลิตสูงขึ้นจนได้ประโยชน์จาก Economies of Scale มากขึ้น และต้นทุนเม็ดพลาสติกถูกลง เพราะทำการ Sourcing ร่วมกับพันธมิตรที่เป็นผู้ซื้อรายใหญ่อย่าง Danone ส่งผลให้ทั้งรายได้และอัตรากำไรขั้นต้นไตรมาสที่ทำได้ต่อเนื่อง ในขณะที่คาด All Coco และบริษัทร่วมทุน Danone จะมีผลขาดทุนเพียงเล็กน้อย แนวโน้มกำไรในช่วง 2H19 จะเติบโตได้มากขึ้นในแง่ Y-Y เพราะฐานที่ต่ำในปีก่อน ทั้งนี้เรคาดกำไรปกติปี 2019 โต 23.3% Y-Y และให้ราคาเป้าหมายปี 25 บาท (อิง PE เดิม 18 เท่า) แนะนำซื้อ

## คาดการณ์ 2Q19 ทำจุดสูงสุดในรอบ 9 ไตรมาส

คาดการณ์กำไรสุทธิ 2Q19 อยู่ที่ 139 ล้านบาท (+20.9% Q-Q, +17.8% Y-Y) หากไม่รวมค่าใช้จ่ายตั้งสำรองผลประโยชน์พนักงาน 4.7 ล้านบาท คาดกำไรกำไรปกติอยู่ที่ 144 ล้านบาท (+35.8% Q-Q, +12.5% Y-Y) แม้กำไรสุทธิจะลดลงเล็กน้อย เพราะยังมีลูกค้าบางรายติดปัญหาจากควมวุ่นวายในประเทศของลูกค้านั้น และบริษัทได้รับผลกระทบจากค่าเงินบาทแข็งค่า แต่คาดว่าจะได้รับการชดเชยทั้งหมดจากการรับรายได้ผลิต BLUE เต็มไตรมาส และรับรายได้จาก All Coco จึงคาดว่ารายได้รวมจะเติบโตราว 18.9% Q-Q และ 9% Y-Y ทำจุดสูงสุดใหม่ที่ระดับ 923 ล้านบาท และคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะยังทรงตัวได้อยู่ที่ 37.3% ไกลเคียง 1Q19 แต่เพิ่มขึ้นจาก 36.2% ใน 2Q18 แม้ Product Mix จะเปลี่ยนไปเพราะมารจินของ BLUE ต่ำกว่าสิ้นค้าแบรนด์ของบริษัท และคาดต้นทุนเม็ดพลาสติกของ All Coco สูงขึ้นตามฤดูกาล แต่ได้รับการชดเชยทั้งหมดด้วย Economies of Scale ที่สูงขึ้น จากอัตรากำไรขั้นต้นการผลิตที่เพิ่มขึ้นสู่ระดับ 70% - 75% จาก 68% ใน 1Q19 และมาจากต้นทุนเม็ดพลาสติกที่ถูกลง จากการ Sourcing ร่วมกับพันธมิตรรายใหญ่อย่าง Danone ในขณะที่ค่าใช้จ่ายยังทรงตัวใกล้เคียงไตรมาสก่อน เพราะไม่มีกรออกสินค้าใหม่เพิ่มขึ้น แต่ด้วยรายได้ที่โตดี คาดสัดส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้จะลดลงมาอยู่ที่ 18.3% จาก 21.2% ใน 1Q19 และ 18.9% ใน 2Q18 ด้วยภาพรวม Operation บริษัทที่ดีขึ้น สามารถหักล้างผลลบจากขาดทุน All Coco จะพลิกเป็นขาดทุนเล็กน้อยในไตรมาส และจะรับส่วนแบ่งขาดทุนจากจากบริษัทร่วมทุนกับ Danone เพิ่มขึ้น แต่ยังเป็นขาดทุนที่น้อย เพราะบริษัทถือหุ้นเพียง 25% จึงคาดการณ์กำไรปกติ 2Q19 จะทำจุดสูงสุดในรอบ 9 ไตรมาส

## คาดการณ์ 2H19 ยังโตเด่น Y-Y ปรับเพิ่มกำไรและราคาเป้าหมายขึ้น

หากกำไรปกติ 2Q19 เป็นไปตามคาด บริษัทจะมีกำไรปกติ 1H19 อยู่ที่ 250 ล้านบาท (+7.8% Y-Y) แนวโน้มกำไรอาจจะอ่อนตัวลงในช่วง 2H19 เมื่อเทียบกับ 1H19 ด้วยผลของฤดูกาล แต่มีโอกาสที่จะลดลงไม่มาก เพราะบริษัทยังมีแผนออกสินค้าใหม่มากขึ้นในช่วงครึ่งปีหลังทั้งในส่วนของ SAPPE เอง และ BLUE มีแผนออกรสชาติใหม่ เพราะ 3 รสชาติเดิมได้รับการตอบรับที่ดีมาก และมีรายได้รวมถึงผลขาดทุนดีกว่าเป้าหมายของบริษัท จึงมีโอกาสที่จะถึงจุดคุ้มทุนได้เร็วกว่าเป้าที่กำหนดไว้ภายใน 2 ปี เราคาดว่าเมื่อถึงจุดการใช้กำลังการผลิตสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องสู่ระดับเต็มที่ที่ราว 80% - 85% ในขณะที่คาดการณ์ 2H19 จะเติบโตโดดเด่น Y-Y โดยเฉพาะ 3Q19 คาดโตต่อเนื่องราว 23% - 50% Y-Y เพราะฐานที่ต่ำมากในปีก่อน จากต้นทุนเม็ดพลาสติกปรับตัวขึ้นแรง ทั้งนี้ด้วยแนวโน้มกำไร 2Q19 ที่สดใสกว่าที่เคยคาด และคาดว่าจะต่อเนื่องใน 2H19 ทั้งนี้เรคาดการณ์กำไรปกติปี 2019 โต 23.3% Y-Y เป็น 424 ล้านบาท และให้ราคาเป้าหมายปี 25 บาท (อิง PE เดิม 18 เท่า)

## Consolidated earnings

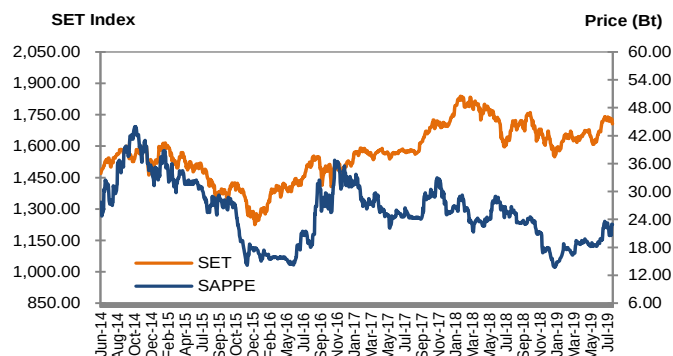
| BT (mn)                    | 2017 | 2018  | 2019E | 2020E |
|----------------------------|------|-------|-------|-------|
| Normalized earnings        | 383  | 344   | 424   | 468   |
| Net profit                 | 401  | 351   | 419   | 468   |
| Normalized EPS (Bt)        | 1.26 | 1.13  | 1.39  | 1.54  |
| EPS (Bt)                   | 1.32 | 1.15  | 1.38  | 1.54  |
| % growth                   | -2.6 | -12.9 | 19.3  | 11.6  |
| Dividend (Bt)              | 0.69 | 0.66  | 0.77  | 0.84  |
| BV/share (Bt)              | 7.41 | 7.97  | 8.55  | 9.24  |
| EV/EBITDA (x)              | 11.3 | 12.4  | 10.0  | 8.1   |
| Normalized PER (x)         | 18.1 | 20.3  | 16.5  | 14.9  |
| PER (x)                    | 17.3 | 19.9  | 16.6  | 14.9  |
| PBV (x)                    | 3.1  | 2.9   | 2.7   | 2.5   |
| Dividend yield (%)         | 3.0  | 2.9   | 3.4   | 3.7   |
| ROE (%)                    | 17.0 | 14.2  | 16.3  | 16.6  |
| YE No. of shares (million) | 303  | 305   | 305   | 305   |
| Par (Bt)                   | 1.00 | 1.00  | 1.00  | 1.00  |

Source: Company data, FSS estimates

## Share data

|                                   |                     |
|-----------------------------------|---------------------|
| Close (30/07/2019)                | 22.90               |
| SET Index                         | 1,706.49            |
| Foreign limit/actual (%)          | 49.00/12.08         |
| Paid up shares (million)          | 304.38              |
| Free float (%)                    | 24.30               |
| Market cap (Bt mn)                | 6,970.26            |
| Avg. daily T/O (Bt mn) (2019 YTD) | 11.11               |
| hi, lo, avg (Bt) (2019 YTD)       | 23.60, 13.60, 19.81 |

Source: Setsmart



**Income Statement (Consolidated)**

| (Bt mn)             | 2016  | 2017  | 2018  | 2019E | 2020E |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Revenue             | 2,712 | 2,687 | 2,827 | 3,251 | 3,576 |
| Cost of sales       | 1,524 | 1,637 | 1,800 | 2,064 | 2,289 |
| Gross profit        | 1,189 | 1,050 | 1,027 | 1,187 | 1,287 |
| SG&A                | 770   | 606   | 649   | 699   | 769   |
| Operating profit    | 419   | 444   | 378   | 488   | 519   |
| Other income        | 40    | 41    | 52    | 59    | 64    |
| EBIT                | 459   | 484   | 430   | 546   | 583   |
| EBITDA              | 617   | 645   | 590   | 717   | 769   |
| Interest charge     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| Tax on income       | 97    | 103   | 86    | 106   | 117   |
| Earnings after tax  | 361   | 381   | 344   | 440   | 466   |
| Minority interest   | 12    | 1     | 0     | 1     | 2     |
| Normalized earnings | 377   | 383   | 344   | 424   | 468   |
| Extraordinary items | 33    | 18    | 7     | -5    | 0     |
| Net profit          | 410   | 401   | 351   | 419   | 468   |

**Cash Flow Statement (Consolidated)**

| (Bt mn)                   | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E |
|---------------------------|------|------|------|-------|-------|
| Net profit                | 410  | 401  | 351  | 419   | 468   |
| Deprec. & amortization    | 158  | 161  | 161  | 171   | 186   |
| Change in working capital | 111  | 0    | -96  | -26   | -32   |
| Other adjustments         | -95  | -20  | -8   | 23    | 0     |
| Cash flow from operations | 585  | 542  | 409  | 587   | 621   |
| Capital expenditure       | -59  | -101 | -159 | -208  | -300  |
| Others                    | -91  | 3    | -54  | -6    | -2    |
| Cash flow from investing  | -151 | -98  | -213 | -214  | -302  |
| Free cash flow            | 435  | 444  | 196  | 372   | 319   |
| Net borrowings            | 7    | 19   | 8    | -1    | 0     |
| Equity capital raised     | 14   | 20   | 20   | 0     | 0     |
| Dividends paid            | -129 | -163 | -210 | -235  | -257  |
| Others                    | 1    | -6   | 4    | 3     | 2     |
| Cash flow from financing  | -107 | -130 | -178 | -233  | -255  |
| Net change in cash        | 328  | 313  | 17   | 139   | 64    |

**Balance Sheet (Consolidated)**

| (Bt mn)                     | 2016  | 2017  | 2018  | 2019E | 2020E |
|-----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Cash                        | 586   | 1,061 | 1,088 | 1,253 | 1,317 |
| Accounts receivable         | 171   | 203   | 249   | 267   | 294   |
| Inventory                   | 157   | 176   | 214   | 255   | 282   |
| Other current assets        | 210   | 58    | 53    | 60    | 61    |
| Total current assets        | 1,123 | 1,498 | 1,605 | 1,834 | 1,955 |
| Investments                 | 141   | 142   | 192   | 175   | 175   |
| Plant, property & equipment | 1,112 | 1,048 | 1,056 | 1,085 | 1,199 |
| Other assets                | 75    | 70    | 70    | 43    | 45    |
| Total assets                | 2,452 | 2,758 | 2,923 | 3,137 | 3,374 |
| Short-term loans            | 0     | 1     | 1     | 0     | 0     |
| Accounts payable            | 382   | 445   | 449   | 481   | 502   |
| Current maturities          | 4     | 4     | 4     | 4     | 4     |
| Other current liabilities   | 46    | 43    | 28    | 33    | 36    |
| Total current liabilities   | 432   | 493   | 482   | 517   | 541   |
| Long-term debt              | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| Other non-current liab.     | 19    | 13    | 16    | 20    | 21    |
| Total non-current liab.     | 19    | 13    | 17    | 20    | 21    |
| Total liabilities           | 451   | 506   | 499   | 537   | 563   |
| Registered capital          | 305   | 305   | 308   | 308   | 308   |
| Paid up capital             | 302   | 303   | 304   | 304   | 304   |
| Share premium               | 938   | 957   | 975   | 975   | 975   |
| Legal reserve               | 30    | 30    | 31    | 31    | 31    |
| Retained earnings           | 734   | 967   | 1,118 | 1,294 | 1,505 |
| Minority Interests          | -4    | -5    | -5    | -4    | -4    |
| Shareholders' equity        | 2,001 | 2,252 | 2,424 | 2,601 | 2,811 |

**Important Ratios (Consolidated)**

|                            | 2016 | 2017 | 2018  | 2019E | 2020E |
|----------------------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>Growth (%)</b>          |      |      |       |       |       |
| Revenue                    | 7.9  | -0.9 | 5.2   | 15.0  | 10.0  |
| EBITDA                     | 28.1 | 4.6  | -8.5  | 21.4  | 7.2   |
| Net profit                 | 36.5 | -2.2 | -12.5 | 19.3  | 11.6  |
| Normalized earnings        | 16.8 | 1.6  | -10.3 | 23.3  | 10.4  |
| <b>Profitability (%)</b>   |      |      |       |       |       |
| Gross profit margin        | 43.8 | 39.1 | 36.3  | 36.5  | 36.0  |
| EBITDA margin              | 22.7 | 24.0 | 20.9  | 22.1  | 21.5  |
| EBIT margin                | 16.9 | 18.0 | 15.2  | 16.8  | 16.3  |
| Normalized profit margin   | 13.9 | 14.3 | 12.2  | 13.0  | 13.1  |
| Net profit margin          | 15.1 | 14.9 | 12.4  | 12.9  | 13.1  |
| Normalized ROA             | 15.4 | 13.9 | 11.8  | 13.5  | 13.9  |
| Normalize ROE              | 18.8 | 17.0 | 14.2  | 16.3  | 16.6  |
| Normalized ROCE            | 22.7 | 21.4 | 17.6  | 20.8  | 20.6  |
| <b>Risk (x)</b>            |      |      |       |       |       |
| D/E                        | 0.2  | 0.2  | 0.2   | 0.2   | 0.2   |
| Net D/E                    | -0.1 | -0.2 | -0.2  | -0.3  | -0.3  |
| Net debt/EBITDA            | 0.2  | 0.5  | 0.6   | 0.3   | -1.0  |
| <b>Per share data (Bt)</b> |      |      |       |       |       |
| Reported EPS               | 1.36 | 1.32 | 1.15  | 1.38  | 1.54  |
| Normalized EPS             | 1.25 | 1.26 | 1.13  | 1.39  | 1.54  |
| EBITDA                     | 2.04 | 2.13 | 1.94  | 2.35  | 2.52  |
| Book value                 | 6.58 | 7.41 | 7.97  | 8.55  | 9.24  |
| Dividend                   | 0.54 | 0.69 | 0.66  | 0.77  | 0.84  |
| Par                        | 1.00 | 1.00 | 1.00  | 1.00  | 1.00  |
| <b>Valuations (x)</b>      |      |      |       |       |       |
| P/E                        | 15.4 | 15.8 | 18.1  | 15.2  | 13.6  |
| Norm P/E                   | 16.7 | 16.5 | 18.5  | 15.0  | 13.6  |
| P/BV                       | 3.2  | 2.8  | 2.6   | 2.4   | 2.3   |
| EV/EBITDA                  | 10.4 | 10.4 | 11.3  | 9.2   | 7.3   |
| Dividend yield (%)         | 2.6  | 3.3  | 3.2   | 3.7   | 4.0   |

Source: Company data, FSS research



**บมจ. เอสไอเอสบี**

คาดการณ์กำไร 2Q19 ที่ 51 ลบ. +21%Q-Q, +147% ตามคาดการณ์จำนวนนักเรียนที่เพิ่มขึ้นราว 70 คนจากไตรมาสก่อนเป็น 2,375 คน (ไม่รวมเชียงใหม่) แนวโน้มกำไร 3Q19 จะยังดีขึ้นเนื่องจากเดือนส.ค. เป็นการเปิดภาคการศึกษาใหม่และมีการปรับขึ้นค่าธรรมเนียมการศึกษาประจำปี เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิปี 2019 ขึ้น 20% อยู่ที่ 215 ลบ. +107.7%Y-Y โดยเป็นการปรับเพิ่มอัตราค่าธรรมเนียมการศึกษาเพิ่มขึ้นจากประมาณการเดิม 6.6% และปรับเพิ่ม Gross margin จากเดิม 40% เป็น 42% สอดคล้องกับอัตรากำไรขั้นต้นที่ทำได้ใน 1H19 เนื่องจากผล Operating leverage ที่มากกว่าที่คาดไว้ เพื่อสะท้อนประมาณการใหม่เราได้ปรับราคาเหมาะสมปี 2019 ขึ้นเป็น 9.20 บาท (DCF) แนะนำ ซื้อ

**คาดการณ์กำไรสุทธิ 2Q19 ที่ 51 ลบ. +21%Q-Q, +147%Y-Y**

คาดการณ์กำไรสุทธิของ SISB ใน 2Q19 ที่ 51 ลบ. เพิ่มขึ้น 20.8%Q-Q, 147%Y-Y คาดการณ์รายได้รวมที่ 282 ลบ. เพิ่มขึ้น 5%Q-Q และ 24%Y-Y บนสมมติฐานจำนวนนักเรียน 2,375 คน (ไม่รวมสาขาเชียงใหม่) เพิ่มขึ้น 70 คน จาก 2,305 คนใน 1Q19 และ 2,164 คนใน 2Q18 โดยคาดว่าจะเพิ่มขึ้นส่วนใหญ่มาจากสาขานนทบุรี (มี UR 57.7% ใน 1Q19 และคาดว่าจะเพิ่มเป็น 62% ใน 2Q19) และสาขาประจวบคีรีขันธ์ (1Q19 มี UR 65% คาดว่าจะเพิ่มเป็น 67% ใน 2Q19) โดยรวมคาดการณ์ UR รวมจะอยู่ที่ราว 61% จาก 60% ใน 1Q19, คาดการณ์อัตราค่าธรรมเนียมการศึกษาจะอยู่ที่ 4.58 แสนบาทต่อคนต่อปีใกล้เคียงกับ 1Q19 (ก่อนจะปรับขึ้นใน 3Q19 ตามการเปิดภาคการศึกษาใหม่) และคาดการณ์ Gross margin ที่ 42% ใกล้เคียงกับไตรมาสก่อนที่อยู่ที่ 41.6% ส่วน Net margin คาดว่าจะปรับขึ้นมาอยู่ที่ 18% จาก 15.8% ในไตรมาสก่อน ซึ่งเป็นผลจาก Gross margin ที่ทรงตัวในระดับสูงและค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารลดลง 10-12% เทียบกับไตรมาสก่อนที่มีการบันทึกค่าใช้จ่ายพิเศษ (One-time) จากการปรับปรุงรายการทางบัญชีจำนวนราว 8 ลบ.

**แนวโน้มกำไรสุทธิ 3Q19 จะยังดีขึ้นจากการปรับค่าเทอมประจำปี เราปรับคาดการณ์กำไรสุทธิทั้งปี 2019-2020 ขึ้น**

แนวโน้มกำไร 3Q19 จะยังดีขึ้นเนื่องจากในเดือนส.ค. เป็นเดือนที่เป็นการเปิดภาคการศึกษาใหม่ ซึ่งปกติโรงเรียนจะมีการปรับเพิ่มค่าธรรมเนียมการศึกษาขึ้นราว 5% ในทุกระดับชั้น บนจำนวนนักเรียนเท่ากับ 2Q19 จะส่งผลต่อกำไรราว 10-12% จากผลของ Operating leverage (ต้นทุนการดำเนินงานส่วนใหญ่ของโรงเรียนเป็นต้นทุนคงที่)

เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิปี 2019-2020 ขึ้น 20% และ 14% ตามลำดับ, คาดการณ์กำไรสุทธิ 2019 ที่ 215 ลบ. +107.7%Y-Y โดยเป็นการปรับเพิ่ม 1. อัตราค่าธรรมเนียมการศึกษาเพิ่มขึ้น 6% จากประมาณการเดิมหรือจาก 4.38 แสนบาทต่อคนต่อปี เป็น 4.67 แสนบาทต่อคนต่อปี (คาดการณ์ 1H18 อัตราค่าธรรมเนียมการศึกษาอยู่ที่ 4.58 แสนบาทต่อคนต่อปี) 2. Gross margin จากเดิม 40% เป็น 42% สอดคล้องกับอัตรากำไรขั้นต้นที่ทำได้ใน 1H19 เนื่องจากผลของรายได้ค่าธรรมเนียมการศึกษาต่อนักเรียนที่เพิ่มขึ้นในขณะที่ต้นทุนส่วนใหญ่เป็นต้นทุนคงที่ที่ทำให้ได้ประโยชน์จาก Operating leverage มากกว่าที่คาดไว้เดิม รวมทั้งคงอัตราส่วน SG&A ที่ 24-25% ของรายได้รวม

**ปรับราคาเหมาะสมปี 2019 ขึ้นเป็น 9.20 บาท คงคำแนะนำ ซื้อ**

เราปรับราคาเหมาะสมขึ้นเป็น 9.20 บาท ใช้วิธี DCF (FCFF) ซึ่งเป็นวิธีที่เหมาะสมกับธุรกิจที่มีกระแสเงินสดสม่ำเสมอ รายได้ส่วนใหญ่เป็น Recurring income มีสมมติฐาน Terminal Growth rate 2% และ WACC 7.4% คงคำแนะนำ ซื้อ

**Consolidated earnings**

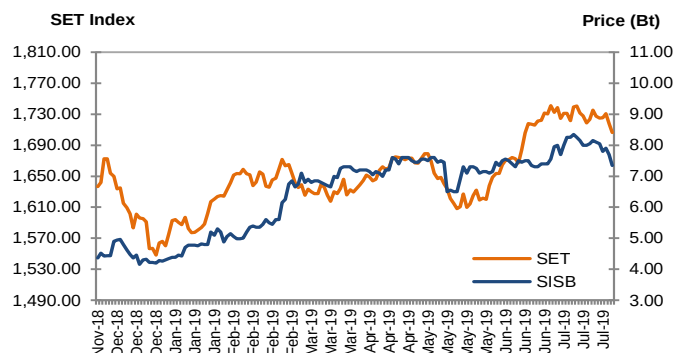
| BT (mn)                      | 2017  | 2018  | 2019E | 2020E |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Total Revenue                | 746   | 947   | 1,182 | 1,369 |
| Net profit                   | 18    | 104   | 215   | 288   |
| EPS (Bt)                     | 0.04  | 0.16  | 0.23  | 0.31  |
| EPS - FD (Bt)                | 0.04  | 0.11  | 0.23  | 0.31  |
| % EPS growth                 | -78.9 | 207.3 | 108.0 | 33.7  |
| Dividend (Bt)                | n.a.  | n.a.  | 0.09  | 0.12  |
| BV/share (Bt)                | 0.37  | 1.70  | 1.97  | 2.15  |
| PER (x) - Norm               | 181.4 | 40.6  | 28.4  | 21.2  |
| PER (x)                      | 181.4 | 59.0  | 28.4  | 21.2  |
| PBV(x)                       | 17.4  | 3.8   | 3.3   | 3.0   |
| Dividend yield (%)           | n.a.  | n.a.  | 1.4   | 1.9   |
| ROE (%)                      | 9.5   | 11.6  | 12.5  | 14.9  |
| No. of shares- full dilution | 500   | 940   | 940   | 940   |
| Par (Bt)                     | 0.50  | 0.50  | 0.50  | 0.50  |

Source: Company data, FSS estimates

**Share data**

|                                   |                  |
|-----------------------------------|------------------|
| Close (30/07/2019)                | 7.35             |
| SET Index                         | 1,706.49         |
| Foreign limit/actual (%)          | 49.00/33.19      |
| Paid up shares (million)          | 940.00           |
| Free float (%)                    | 20.98            |
| Market cap (Bt mn)                | 6,909.00         |
| Avg. daily T/O (Bt mn) (2019 YTD) | 38.99            |
| hi, lo, avg (Bt) (2019 YTD)       | 8.40, 4.20, 6.45 |

Source: Setsmart



| Income Statement (Consolidated) |      |      |      |       |       |
|---------------------------------|------|------|------|-------|-------|
| (Bt mn)                         | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E |
| Total Revenue                   | 609  | 746  | 947  | 1,182 | 1,369 |
| Cost of service                 | -367 | -491 | -567 | -666  | -733  |
| Gross profit                    | 237  | 247  | 365  | 491   | 608   |
| SG&A                            | -159 | -197 | -239 | -296  | -342  |
| Operating profit                | 78   | 50   | 126  | 196   | 266   |
| JV P/L                          | -3   | -10  | -2   | -1    | 0     |
| EBIT                            | 80   | 48   | 139  | 220   | 294   |
| Interest charge                 | -10  | -30  | -34  | -2    | -3    |
| Pretax Profit                   | 71   | 19   | 105  | 218   | 291   |
| Tax                             | -1   | -1   | -1   | -2    | -3    |
| Earnings after tax              | 70   | 18   | 104  | 215   | 288   |
| Minority                        | 0    | 0    | 0    | 0     | 0     |
| Normalized earnings             | 70   | 18   | 104  | 215   | 288   |
| Extraordinary items             | 0    | 0    | 1    | 0     | 0     |
| Net profit                      | 70   | 18   | 104  | 215   | 288   |

| Balance Sheet (Consolidated) |       |       |       |       |       |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| (Bt mn)                      | 2016  | 2017  | 2018  | 2019E | 2020E |
| Cash                         | 68    | 76    | 367   | 1,188 | 1,489 |
| ST Investment                | 0     | 70    | 516   | 320   | 420   |
| Accounts receivable          | 32    | 34    | 38    | 47    | 55    |
| Inventory                    | 11    | 9     | 8     | 8     | 8     |
| Other current assets         | 16    | 8     | 13    | 13    | 13    |
| Total current assets         | 127   | 196   | 942   | 1,576 | 1,985 |
| LT Investment                | 62    | 53    | 50    | 50    | 50    |
| Plant, property & equipment  | 1,252 | 1,430 | 1,386 | 1,571 | 1,528 |
| Other assets                 | 27    | 47    | 47    | 52    | 57    |
| Total assets                 | 1,469 | 1,725 | 2,425 | 3,249 | 3,621 |
| ST Brw                       | 50    | 150   | 0     | 0     | 0     |
| Accounts payable             | 116   | 41    | 29    | 110   | 121   |
| 1Y unearned income           | 305   | 393   | 471   | 861   | 997   |
| Lia matured in 1Y            | 54    | 251   | 3     | 4     | 4     |
| Tuition deposit              | 7     | 10    | 15    | 18    | 21    |
| Other current liabilities    | 5     | 4     | 6     | 7     | 7     |
| Total current liabilities    | 537   | 849   | 524   | 998   | 1,150 |
| LT unearned income           | 127   | 153   | 142   | 229   | 266   |
| LT Brw                       | 446   | 383   | 1     | 1     | 1     |
| Other LT Liabilities         | 170   | 153   | 160   | 170   | 181   |
| Total non-current liab.      | 743   | 689   | 304   | 401   | 448   |
| Total liabilities            | 1,281 | 1,538 | 827   | 1,399 | 1,598 |
| Paid up capital              | 200   | 250   | 470   | 470   | 470   |
| Share premium                | 1     | 1     | 1,177 | 1,300 | 1,300 |
| Legal reserve                | 10    | 16    | 22    | 32    | 47    |
| Retained earnings            | -22   | -80   | -71   | 47    | 206   |
| Shareholders' equity         | 189   | 187   | 1,598 | 1,850 | 2,023 |

| Cash Flow Statement (Consolidated) |      |      |       |       |       |
|------------------------------------|------|------|-------|-------|-------|
| (Bt mn)                            | 2016 | 2017 | 2018  | 2019E | 2020E |
| EBT                                | 71   | 19   | 105   | 215   | 288   |
| Change in CA                       | 23   | -3   | -3    | 187   | -108  |
| Change in CL                       | 72   | 104  | 75    | 474   | 151   |
| CFO                                | 221  | 262  | 330   | 876   | 331   |
| NCA                                | -565 | -426 | -531  | -190  | 38    |
| Others                             | 0    | 0    | 1     | 0     | 0     |
| CFI                                | -565 | -426 | -531  | -190  | 38    |
| Free CF                            | -708 | -231 | -94   | -408  | 291   |
| Net Borrowing                      | 351  | 229  | -779  | 98    | 47    |
| Equity capital raised              | 100  | 50   | 1,396 | 123   | 0     |
| Dividends paid                     | -110 | -70  | -90   | -86   | -115  |
| Others                             | 0    | 0    | 1     | 0     | 0     |
| CFF                                | 341  | 209  | 527   | 134   | -68   |
| Net change in cash                 | -16  | 8    | 292   | 821   | 301   |

| Important Ratios (Consolidated) |      |       |       |       |       |
|---------------------------------|------|-------|-------|-------|-------|
|                                 | 2016 | 2017  | 2018  | 2019E | 2020E |
| <b>Growth (%)</b>               |      |       |       |       |       |
| Revenue                         | 17.5 | 22.6  | 26.9  | 24.8  | 15.8  |
| Net profit                      | 38.5 | -74.3 | 477.8 | 108.0 | 33.7  |
| Normalized earnings             | 38.5 | -74.3 | 477.8 | 108.0 | 33.7  |
| <b>Profitability (%)</b>        |      |       |       |       |       |
| Gross profit margin             | 38.6 | 32.8  | 38.6  | 41.9  | 44.8  |
| EBIT margin                     | 20.1 | 20.0  | 27.1  | 28.4  | 30.4  |
| Normalized profit margin        | 11.5 | 2.4   | 10.9  | 18.2  | 21.0  |
| Net profit margin               | 11.5 | 2.4   | 10.9  | 18.2  | 21.0  |
| ROA                             | 5.8  | 1.1   | 5.0   | 7.6   | 8.4   |
| ROE                             | 33.4 | 9.5   | 11.6  | 12.5  | 14.9  |
| <b>Risk (x)</b>                 |      |       |       |       |       |
| D/E                             | 6.79 | 8.22  | 0.52  | 0.76  | 0.79  |
| Interest bearing debt / E       | 2.92 | 4.19  | 0.00  | 0.00  | 0.00  |
| <b>Per share data (Bt)</b>      |      |       |       |       |       |
| Reported EPS                    | 0.17 | 0.04  | 0.16  | 0.23  | 0.31  |
| Normalized EPS                  | 0.17 | 0.04  | 0.16  | 0.23  | 0.31  |
| EPS FD                          | 0.17 | 0.04  | 0.11  | 0.23  | 0.31  |
| Book value                      | 0.47 | 0.37  | 1.70  | 1.97  | 2.15  |
| Dividend                        | 0.13 | 0.04  | 0.00  | 0.09  | 0.12  |
| Par                             | 0.50 | 0.50  | 1.50  | 0.50  | 0.50  |
| <b>Valuations (x)</b>           |      |       |       |       |       |
| P/E                             | 38.2 | 181.4 | 40.6  | 28.4  | 21.2  |
| Norm P/E                        | 38.2 | 181.4 | 59.0  | 28.4  | 21.2  |
| P/BV                            | 13.8 | 17.4  | 3.8   | 3.3   | 3.0   |
| Dividend yield (%)              | 2.0  | 0.6   | 0.0   | 1.4   | 1.9   |

Source: Company data, FSS research

หมายเหตุ: ข้อมูลราคาปิดเป็นการใช้ดึงแบบอัตโนมัติจากโปรแกรม Aspen  
กรุณาดูตรวจสอบข้อมูลก่อนซื้อขาย

## สรุปคำแนะนำรายหุ้น (Stock Recommendation)

|             |      | Price (Bt/sh) |         | Upside | EPS Growth (%) |        |       | Book value (Bt/share) |        |        | P/E (x) |       |       | Div.Yield (%) |      |      |
|-------------|------|---------------|---------|--------|----------------|--------|-------|-----------------------|--------|--------|---------|-------|-------|---------------|------|------|
|             | Rec  | 30-Jul-19     | 2019 TP | (%)    | 18             | 19F    | 20F   | 18                    | 19F    | 20F    | 18      | 19F   | 20F   | 18            | 19F  | 20F  |
| Banks       |      |               |         |        |                |        |       |                       |        |        |         |       |       |               |      |      |
| BAY         | BUY  | 39.50         | 44.60   | 12.9%  | 6.6            | 0.9    | 5.1   | 32.79                 | 35.18  | 37.73  | 11.7    | 11.6  | 11.0  | 2.5           | 2.5  | 2.7  |
| BBL         | BUY  | 182.50        | 222.00  | 21.6%  | 7.1            | 8.6    | 4.2   | 216.26                | 230.22 | 243.18 | 9.9     | 9.1   | 8.7   | 3.6           | 4.4  | 4.7  |
| KBANK       | BUY  | 172.00        | 212.00  | 23.3%  | 17.6           | 3.1    | 7.6   | 157.94                | 170.66 | 37.70  | 10.2    | 9.9   | 9.2   | 2.5           | 2.6  | 2.7  |
| KKP         | SELL | 73.00         | 72.00   | -1.4%  | 5.3            | -1.7   | 4.1   | 49.85                 | 52.23  | 54.56  | 10.2    | 10.4  | 10.0  | 6.8           | 6.8  | 7.2  |
| KTB         | BUY  | 19.50         | 23.00   | 17.9%  | 26.7           | -3.6   | 3.7   | 22.48                 | 23.16  | 24.30  | 9.6     | 9.9   | 9.6   | 4.1           | 4.1  | 4.1  |
| SCB         | BUY  | 134.50        | 152.00  | 13.0%  | -7.1           | 22.5   | -5.3  | 111.80                | 121.45 | 129.13 | 11.4    | 9.3   | 9.8   | 4.1           | 4.5  | 4.5  |
| TCAP        | HOLD | 58.50         | 62.00   | 6.0%   | 18.8           | -10.4  | 6.7   | 56.52                 | 60.02  | 64.07  | 8.7     | 9.7   | 9.1   | 4.1           | 4.1  | 4.1  |
| TISCO       | HOLD | 100.50        | 105.00  | 4.5%   | 0.0            | 12.8   | 1.3   | 47.23                 | 50.81  | 54.51  | 13.2    | 11.7  | 11.6  | 5.0           | 5.0  | 5.0  |
| TMB         | BUY  | 1.89          | 2.30    | 21.7%  | 33.5           | -26.1  | 9.3   | 2.25                  | 2.39   | 2.53   | 7.1     | 9.7   | 8.8   | 3.2           | 3.7  | 3.7  |
| Sector      |      |               |         | 13.3%  | 7.2            | 6.5    | 3.1   |                       |        |        | 10.3    | 9.9   | 9.6   | 4.0           | 4.2  | 4.3  |
| Finance     |      |               |         |        |                |        |       |                       |        |        |         |       |       |               |      |      |
| ASAP        | SELL | 3.30          | 2.05    | -37.9% | -40.6          | -39.8  | 29.6  | 2.04                  | 1.95   | 1.98   | 26.7    | 44.4  | 34.2  | 3.0           | 3.3  | 0.0  |
| ASP         | BUY  | 2.78          | 4.00    | 43.9%  | -41.4          | 81.8   | 0.8   | 2.20                  | 2.33   | 2.41   | 13.5    | 7.4   | 7.4   | 10.5          | 11.5 | 10.8 |
| ASK         | BUY  | 24.90         | 28.60   | 14.9%  | 9.0            | 10.5   | 6.1   | 14.55                 | 14.61  | 15.53  | 10.8    | 9.8   | 9.2   | 5.9           | 7.2  | 7.6  |
| KGI         | HOLD | 4.74          | 5.00    | 5.5%   | 6.9            | 3.2    | 1.6   | 2.82                  | 2.94   | 0.00   | 9.9     | 9.6   | 9.4   | 7.6           | 8.0  | 8.0  |
| KTC         | HOLD | 45.25         | 48.00   | 6.1%   | 55.2           | 25.1   | 12.0  | 6.34                  | 7.89   | 9.53   | 22.7    | 18.2  | 16.2  | 1.8           | 2.2  | 2.4  |
| LIT         | HOLD | 5.90          | 6.20    | 5.1%   | 7.5            | 5.5    | 5.7   | 5.00                  | 4.84   | 4.13   | 10.4    | 9.8   | 9.3   | 6.9           | 6.7  | 6.5  |
| MBKET       | BUY  | 9.30          | 11.00   | 18.3%  | -38.8          | -12.2  | -90.5 | 6.95                  | 6.93   | 6.80   | 13.6    | 15.4  | 163.4 | 6.7           | 6.2  | 4.8  |
| MTC         | HOLD | 59.25         | 64.00   | 8.0%   | 48.3           | 29.7   | 29.2  | 5.80                  | 7.82   | 10.41  | 33.9    | 26.1  | 20.2  | 0.4           | 0.6  | 0.7  |
| SAWAD       | HOLD | 54.25         | 59.00   | 8.8%   | 3.9            | 7.6    | 14.3  | 11.63                 | 13.69  | 15.21  | 22.5    | 20.9  | 18.3  | 0.2           | 2.4  | 2.8  |
| THANI       | HOLD | 7.20          | 7.70    | 6.9%   | 14.9           | -4.1   | -8.1  | 2.38                  | 2.20   | 2.40   | 13.3    | 13.9  | 15.1  | 4.0           | 3.8  | 3.5  |
| TK          | SELL | 10.00         | 9.50    | -5.0%  | -12.7          | 13.6   | 2.4   | 9.86                  | 10.34  | 10.81  | 12.3    | 10.8  | 10.6  | 4.5           | 4.8  | 5.0  |
| Sector      |      |               |         | 6.8%   | 8.3            | 13.6   | 7.3   |                       |        |        | 23.0    | 18.7  | 16.6  | 4.9           | 5.3  | 5.2  |
| Insurance   |      |               |         |        |                |        |       |                       |        |        |         |       |       |               |      |      |
| BLA         | BUY  | 25.75         | 36.00   | 39.8%  | 36.7           | -1.0   | 3.7   | 23.21                 | 23.10  | 23.15  | 8.8     | 8.9   | 8.6   | 2.1           | 2.8  | 2.9  |
| Sector      |      |               |         | 39.8%  | 36.7           | -1.0   | 3.7   |                       |        |        | 8.8     | 9.0   | 8.7   | 2.1           | 2.8  | 2.9  |
| Energy      |      |               |         |        |                |        |       |                       |        |        |         |       |       |               |      |      |
| BAFS        | BUY  | 35.50         | 40.00   | 12.7%  | 8.4            | -7.9   | 8.3   | 11.87                 | 12.45  | 12.98  | 21.5    | 23.4  | 21.6  | 3.7           | 3.4  | 3.7  |
| BANPU       | HOLD | 14.30         | 15.00   | 4.9%   | -15.3          | 34.9   | -1.3  | 17.74                 | 18.05  | 18.12  | 11.0    | 8.2   | 8.3   | 4.2           | 4.2  | 4.2  |
| BCP         | BUY  | 30.50         | 35.00   | 14.8%  | -56.1          | 76.0   | 4.0   | 31.02                 | 31.89  | 32.15  | 17.1    | 9.7   | 9.3   | 4.4           | 4.6  | 4.9  |
| IRPC        | BUY  | 4.74          | 6.20    | 30.8%  | -31.9          | 7.6    | 11.8  | 4.27                  | 4.56   | 5.06   | 12.5    | 11.6  | 10.4  | 4.0           | 3.2  | 4.2  |
| PTT         | BUY  | 47.25         | 53.00   | 12.2%  | -11.5          | 1.9    | 4.5   | 32.10                 | 33.50  | 34.02  | 11.3    | 11.1  | 10.6  | 4.2           | 4.2  | 4.8  |
| PTTEP       | BUY  | 135.00        | 150.00  | 11.1%  | 75.9           | 14.7   | 8.4   | 98.25                 | 104.06 | 110.03 | 14.8    | 12.9  | 11.9  | 3.7           | 3.5  | 3.6  |
| SPRC        | BUY  | 9.85          | 11.00   | 11.7%  | -74.6          | -45.1  | 294.9 | 8.89                  | 9.12   | 9.64   | 18.9    | 34.4  | 8.7   | 6.0           | 2.5  | 7.7  |
| TOP         | HOLD | 68.75         | 75.00   | 9.1%   | -59.2          | 14.5   | 7.5   | 62.00                 | 65.37  | 69.66  | 13.8    | 12.1  | 11.2  | 3.9           | 3.3  | 3.6  |
| Sector      |      |               |         | 13.5%  | -24.9          | 15.1   | 9.5   |                       |        |        | 12.2    | 11.5  | 10.7  | 4.3           | 3.6  | 4.6  |
| Chemicals   |      |               |         |        |                |        |       |                       |        |        |         |       |       |               |      |      |
| GCC         | HOLD | 11.50         | 12.00   | 4.3%   | -322.8         | -150.4 | 7.0   | 11.75                 | 12.20  | 12.10  | nm      | 20.1  | 18.8  | 4.3           | 4.3  | 4.8  |
| IVL         | BUY  | 40.50         | 58.00   | 43.2%  | 26.7           | -3.6   | 3.9   | 26.88                 | 31.12  | 33.48  | 7.4     | 7.6   | 7.4   | 3.5           | 3.5  | 3.5  |
| PTTGC       | BUY  | 60.50         | 78.00   | 28.9%  | 2.0            | -23.0  | 3.9   | 65.66                 | 68.80  | 69.30  | 6.8     | 8.8   | 8.5   | 7.0           | 5.4  | 5.8  |
| Sector      |      |               |         | 25.5%  | -2.3           | -4.0   | 4.1   |                       |        |        | 7.8     | 9.0   | 8.6   | 4.9           | 4.4  | 4.7  |
| Utilities   |      |               |         |        |                |        |       |                       |        |        |         |       |       |               |      |      |
| EA          | BUY  | 51.75         | 62.00   | 19.8%  | 30.3           | 20.9   | 19.7  | 4.86                  | 5.25   | 5.89   | 38.8    | 32.1  | 26.8  | 0.5           | 0.5  | 0.6  |
| BCPG        | SELL | 19.80         | 17.00   | -14.1% | 10.1           | -21.0  | 8.7   | 8.25                  | 8.25   | 8.20   | 17.8    | 22.5  | 20.7  | 3.2           | 3.2  | 3.2  |
| BGRIM       | HOLD | 35.25         | 36.00   | 2.1%   | -31.9          | 56.4   | 26.2  | 7.39                  | 8.06   | 8.90   | 49.3    | 31.5  | 25.0  | 0.9           | 1.3  | 1.6  |
| GPSC        | HOLD | 67.00         | 70.00   | 4.5%   | 5.8            | 33.9   | 11.4  | 26.69                 | 26.96  | 27.12  | 29.9    | 22.3  | 20.0  | 1.2           | 1.5  | 1.7  |
| GUNKUL      | BUY  | 3.12          | 3.50    | 12.2%  | 71.6           | 61.5   | 7.2   | 1.35                  | 1.16   | 1.29   | 21.2    | 13.1  | 12.3  | 1.9           | 2.6  | 2.6  |
| TPCH        | BUY  | 12.10         | 13.50   | 11.6%  | 70.1           | 18.6   | 23.2  | 6.24                  | 7.02   | 7.99   | 13.7    | 11.6  | 9.4   | 0.5           | 2.2  | 2.7  |
| TTW         | HOLD | 13.60         | 14.00   | 2.9%   | 6.7            | 6.3    | 8.7   | 2.96                  | 3.10   | 3.25   | 19.1    | 18.0  | 16.5  | 4.4           | 4.4  | 5.1  |
| Sector      |      |               |         | 5.6%   | 10.3           | 21.1   | 15.7  |                       |        |        | 30.6    | 25.1  | 21.8  | 1.8           | 2.2  | 2.5  |
| Property    |      |               |         |        |                |        |       |                       |        |        |         |       |       |               |      |      |
| AP          | HOLD | 7.50          | 8.20    | 9.3%   | 22.4           | -11.7  | 7.1   | 7.75                  | 8.44   | 9.24   | 6.1     | 6.9   | 6.5   | 5.3           | 4.8  | 5.1  |
| CPN         | BUY  | 72.50         | 93.00   | 28.3%  | -17.3          | 7.1    | 10.9  | 16.53                 | 17.66  | 19.03  | 29.0    | 27.1  | 24.4  | 1.5           | 1.7  | 1.8  |
| LH          | BUY  | 11.30         | 13.00   | 15.0%  | 0.1            | -4.3   | 12.2  | 4.18                  | 4.59   | 5.02   | 12.9    | 13.5  | 12.0  | 6.6           | 6.6  | 6.6  |
| LPN         | SELL | 7.25          | 6.95    | -4.1%  | 28.7           | 0.9    | 5.1   | 8.74                  | 9.22   | 9.15   | 7.8     | 7.8   | 7.4   | 8.3           | 7.9  | 8.3  |
| ORI         | HOLD | 9.40          | 10.10   | 7.4%   | 9.7            | -2.9   | 10.6  | 3.04                  | 3.88   | 4.65   | 6.9     | 7.1   | 6.4   | 6.9           | 5.5  | 6.0  |
| PSH         | SELL | 21.80         | 19.00   | -12.8% | 10.4           | -2.3   | 6.8   | 19.42                 | 18.78  | 18.90  | 8.1     | 8.3   | 7.7   | 7.1           | 6.0  | 6.5  |
| QH          | BUY  | 3.02          | 3.70    | 22.5%  | 9.8            | 5.5    | 5.9   | 2.52                  | 2.88   | 2.90   | 8.5     | 8.1   | 7.6   | 7.3           | 6.6  | 7.3  |
| SC          | BUY  | 2.88          | 3.70    | 28.5%  | 41.6           | 11.2   | 5.4   | 3.88                  | 4.16   | 4.46   | 6.8     | 6.1   | 5.8   | 5.6           | 6.3  | 6.6  |
| SIRI        | HOLD | 1.48          | 1.50    | 1.4%   | -27.6          | 12.4   | 17.4  | 2.16                  | 2.18   | 2.20   | 10.8    | 9.6   | 8.1   | 5.4           | 6.8  | 8.1  |
| SPALI       | BUY  | 21.70         | 24.00   | 10.6%  | -20.6          | 9.0    | 5.6   | 15.37                 | 17.68  | 19.43  | 8.1     | 7.4   | 7.0   | 4.6           | 5.0  | 5.3  |
| Sector      |      |               |         | 10.6%  | -2.3           | 1.7    | 8.0   |                       |        |        | 13.7    | 13.4  | 12.3  | 5.9           | 5.7  | 6.2  |
| Contractor  |      |               |         |        |                |        |       |                       |        |        |         |       |       |               |      |      |
| ARROW       | BUY  | 8.40          | 9.90    | 17.9%  | -20.8          | 22.9   | 3.2   | 12.73                 | 13.85  | 14.62  | 13.8    | 11.2  | 10.9  | 4.2           | 5.0  | 5.5  |
| CK          | BUY  | 26.75         | 32.00   | 19.6%  | 37.8           | -26.4  | 11.8  | 14.84                 | 15.61  | 16.33  | 18.2    | 24.7  | 22.1  | 1.9           | 1.9  | 1.9  |
| PYLON       | BUY  | 6.15          | 8.00    | 30.1%  | 7.6            | 19.7   | 7.4   | 1.99                  | 2.15   | 2.22   | 21.2    | 17.7  | 16.5  | 5.0           | 5.7  | 6.5  |
| SEAFCO      | BUY  | 8.10          | 10.60   | 30.9%  | 58.7           | 1.8    | 7.5   | 2.09                  | 2.21   | 2.50   | 14.8    | 14.5  | 13.5  | 3.8           | 3.3  | 3.6  |
| STEC        | BUY  | 24.80         | 28.50   | 14.9%  | -364.7         | -2.3   | 12.9  | 7.40                  | 8.00   | 8.80   | 23.4    | 24.0  | 21.2  | 1.2           | 1.2  | 1.2  |
| Sector      |      |               |         | 22.7%  | 162.7          | -10.3  | 10.9  |                       |        |        | 19.8    | 22.6  | 20.3  | 3.0           | 3.0  | 3.3  |
| Real estate |      |               |         |        |                |        |       |                       |        |        |         |       |       |               |      |      |
| AMATA       | BUY  | 23.70         | 28.00   | 18.1%  | -27.8          | 65.4   | 9.7   | 12.15                 | 13.52  | 14.21  | 24.8    | 15.0  | 13.7  | 1.0           | 1.7  | 1.8  |
| Sector      |      |               |         | 18.1%  | -27.8          | 65.4   | 9.7   |                       |        |        | 24.8    | 15.0  | 13.7  | 1.0           | 1.7  | 1.8  |
| Materials   |      |               |         |        |                |        |       |                       |        |        |         |       |       |               |      |      |
| DCC         | BUY  | 2.20          | 2.60    | 18.2%  | -12.4          | 13.3   | 9.6   | 0.57                  | 0.58   | 0.58   | 14.7    | 13.0  | 11.8  | 5.5           | 5.9  | 6.4  |
| DRT         | HOLD | 6.00          | 6.20    | 3.3%   | 2.7            | 8.8    | 2.2   | 1.98                  | 2.06   | 2.10   | 14.9    | 13.7  | 13.4  | 6.3           | 6.7  | 7.5  |
| EPG         | BUY  | 7.00          | 8.50    | 21.4%  | -6.1           | 18.0   | 16.9  | 3.61                  | 3.56   | 3.46   | 21.1    | 17.8  | 15.3  | 2.1           | 2.1  | 2.3  |
| SCC         | HOLD | 434.00        | 440.00  | 1.4%   | -18.7          | -11.1  | 9.3   | 219.48                | 220.48 | 222.58 | 11.6    | 13.1  | 12.0  | 4.1           | 3.5  | 3.7  |
| VNG         | BUY  | 4.98          | 5.50    | 10.4%  | nm             | nm     | 40.0  | 5.32                  | 5.33   | 5.44   | nm      | 39.0  | 27.9  | 6.0           | 5.0  | 5.0  |
| Sector      |      |               |         | 11.1%  | -20.0          | -9.6   | 9.4   |                       |        |        | 12.2    | 13.4  | 12.2  | 4.8           | 4.6  | 5.0  |
| Steel       |      |               |         |        |                |        |       |                       |        |        |         |       |       |               |      |      |
| BSBM        | HOLD | 0.89          | 0.90    | 1.1%   | -74.9          | 232.2  | 18.2  | 1.71                  | 1.70   | 1.73   | 30.4    | 9.2   | 7.8   | 3.4           | 5.6  | 9.0  |
| TMT         | BUY  | 5.45          | 6.00    | 10.1%  | -36.7          | -10.1  | 23.3  | 6.74                  | 6.81   | 6.83   | 11.7    | 13.0  | 10.5  | 19.6          | 13.8 | 14.7 |
| TSTH        | HOLD | 0.67          | 0.70    | 4.5%   | nm             | -25.2  | 32.4  | 1.10                  | 1.08   | 1.06   | 12.4    | 16.6  | 12.5  | 0.0           | 0.0  | 0.0  |
| Sector      |      |               |         | 5.2%   | -37.4          | 1.3    | 23.1  |                       |        |        | 637.7   | 699.1 | 553.2 | 7.7           | 6.5  | 7.7  |



## สรุปคำแนะนำรายหุ้น (Stock Recommendation) ต่อ

|                            |       | Price (Bt/sh) |         |  | Upside |        |         | EPS Growth (%) |       |       | Book value (Bt/share) |       |       | P/E (x) |      |      | Div.Yield (%) |  |  |
|----------------------------|-------|---------------|---------|--|--------|--------|---------|----------------|-------|-------|-----------------------|-------|-------|---------|------|------|---------------|--|--|
|                            | Rec   | 30-Jul-19     | 2019 TP |  | (%)    | 18     | 19F     | 20F            | 18    | 19F   | 20F                   | 18    | 19F   | 20F     | 18   | 19F  | 20F           |  |  |
| Telecom                    |       |               |         |  |        |        |         |                |       |       |                       |       |       |         |      |      |               |  |  |
| ADVANC                     | SELL  | 214.00        | 200.00  |  | -8.5%  | -1.3   | 1.9     | 6.5            | 19.40 | 22.50 | 25.90                 | 21.4  | 21.0  | 19.8    | 3.3  | 3.3  | 3.6           |  |  |
| AIT                        | HOLD  | 23.90         | 24.00   |  | 0.4%   | -45.1  | 9.8     | 9.6            | 13.70 | 14.20 | 14.25                 | 20.8  | 19.0  | 17.3    | 7.1  | 7.5  | 7.9           |  |  |
| INTUCH                     | SELL  | 62.75         | 61.00   |  | -2.8%  | 7.7    | 14.9    | 6.0            | 10.10 | 11.40 | 11.85                 | 17.5  | 15.2  | 14.4    | 4.3  | 4.5  | 4.7           |  |  |
| ITEL                       | BUY   | 3.52          | 4.80    |  | 36.4%  | 29.9   | 28.3    | 12.3           | 1.60  | 1.82  | 2.07                  | 26.5  | 20.6  | 18.4    | 1.4  | 2.0  | 2.3           |  |  |
| DTAC                       | HOLD  | 58.00         | 60.00   |  | 3.4%   | -306.6 | -247.2  | 5.4            | 9.30  | 9.80  | 10.40                 | nm    | 21.4  | 20.3    | 1.7  | 3.7  | 3.9           |  |  |
| MFEC                       | BUY   | 3.76          | 4.20    |  | 11.7%  | -207.9 | -186.1  | 8.4            | 4.56  | 4.61  | 4.70                  | nm    | 11.6  | 10.7    | 5.9  | 6.6  | 7.2           |  |  |
| PT                         | BUY   | 5.95          | 8.00    |  | 34.5%  | -18.3  | 12.8    | 12.4           | 2.48  | 2.59  | 2.73                  | 10.7  | 9.5   | 8.4     | 8.4  | 8.4  | 9.4           |  |  |
| SAMART                     | SELL  | 10.30         | 6.00    |  | -41.7% | nm     | -81.4   | -158.0         | 3.30  | 3.25  | 3.35                  | nm    | nm    | 89.4    | 0.0  | 0.0  | 1.0           |  |  |
| SAMTEL                     | SELL  | 12.00         | 7.50    |  | -37.5% | 59.4   | 9.3     | 4.2            | 6.09  | 6.40  | 6.23                  | 21.1  | 19.3  | 18.5    | 2.9  | 2.9  | 3.1           |  |  |
| SDC                        | SELL  | 0.34          | 0.10    |  | -70.6% | nm     | nm      | nm             | 0.080 | 0.07  | 0.07                  | nm    | nm    | nm      | 0.0  | 0.0  | 0.0           |  |  |
| SVOA                       | BUY   | 1.19          | 2.00    |  | 68.1%  | -39.6  | 6.6     | 10.7           | 2.34  | 2.35  | 2.31                  | 9.8   | 9.2   | 8.3     | 5.9  | 5.9  | 5.9           |  |  |
| SYNEX                      | BUY   | 9.85          | 12.00   |  | 21.8%  | 15.7   | 7.0     | 7.8            | 4.14  | 4.28  | 4.87                  | 12.0  | 11.2  | 10.4    | 3.5  | 3.7  | 4.0           |  |  |
| THCOM                      | HOLD  | 5.90          | 7.00    |  | 18.6%  | -108.7 | -39.0   | -7.1           | 14.30 | 14.01 | 13.82                 | 28.2  | 46.2  | 49.7    | 4.6  | 0.0  | 0.0           |  |  |
| TRUE                       | SELL  | 6.45          | 5.70    |  | -11.6% | nm     | -88.0   | 102.4          | 4.01  | 3.71  | 3.75                  | 30.6  | 255.0 | 126.0   | 1.4  | 0.2  | 0.3           |  |  |
| Sector                     |       |               |         |  | 1.7%   | -9.1   | 51.9    | 9.0            |       |       |                       | 28.9  | 23.9  | 21.8    | 3.6  | 3.5  | 3.8           |  |  |
| Media                      |       |               |         |  |        |        |         |                |       |       |                       |       |       |         |      |      |               |  |  |
| BEC                        | SELL  | 10.20         | 8.60    |  | -15.7% | -650.3 | -184.8  | 85.7           | 2.97  | 2.99  | 3.03                  | nm    | 72.9  | 39.2    | 0.0  | 1.1  | 2.1           |  |  |
| JKN                        | HOLD  | 8.20          | 9.00    |  | 9.8%   | 20.0   | 19.0    | 10.0           | 3.80  | 4.15  | 4.54                  | 19.5  | 16.4  | 14.9    | 2.1  | 2.4  | 2.7           |  |  |
| MAJOR                      | BUY   | 28.50         | 33.00   |  | 15.8%  | -12.3  | 28.5    | 6.8            | 7.41  | 7.43  | 7.58                  | 23.6  | 18.3  | 17.2    | 4.6  | 4.9  | 5.2           |  |  |
| MCOT                       | SELL  | 10.10         | 8.00    |  | -20.8% | nm     | -21.8   | 0.0            | 8.31  | 8.31  | 8.30                  | nm    | nm    | nm      | 0.0  | 0.0  | 0.0           |  |  |
| PLANB                      | SELL  | 8.30          | 8.00    |  | -3.6%  | 39.4   | 11.3    | 18.8           | 1.15  | 1.75  | 1.87                  | 45.3  | 40.7  | 34.2    | 1.1  | 1.4  | 1.8           |  |  |
| WORK                       | SELL  | 27.00         | 26.00   |  | -3.7%  | -61.7  | 31.3    | 9.5            | 10.26 | 10.63 | 11.07                 | 33.8  | 25.7  | 23.5    | 1.7  | 2.1  | 2.5           |  |  |
| RS                         | BUY   | 15.90         | 19.00   |  | 19.5%  | 55.0   | 1.0     | 22.5           | 1.65  | 1.79  | 1.95                  | 31.1  | 30.8  | 25.2    | 2.8  | 2.7  | 3.1           |  |  |
| VGI                        | SELL  | 9.70          | 9.00    |  | -7.2%  | 10.7   | 35.6    | 27.4           | 1.96  | 2.06  | 2.16                  | 77.3  | 57.1  | 44.8    | 0.8  | 1.0  | 1.2           |  |  |
| Sector                     |       |               |         |  | -0.7%  | -30.6  | 46.2    | 15.6           |       |       |                       | 58.3  | 40.3  | 32.9    | 1.6  | 2.0  | 2.3           |  |  |
| Commerce                   |       |               |         |  |        |        |         |                |       |       |                       |       |       |         |      |      |               |  |  |
| BEAUTY                     | BUY   | 3.78          | 5.00    |  | 32.3%  | -19.3  | -19.1   | 23.5           | 0.45  | 0.53  | 0.53                  | 11.5  | 14.2  | 11.5    | 7.9  | 5.0  | 6.1           |  |  |
| BIG                        | HOLD  | 1.22          | 1.30    |  | 6.6%   | -29.1  | 7.2     | 5.8            | 0.54  | 0.61  | 0.67                  | 7.8   | 7.3   | 6.9     | 6.6  | 10.7 | 11.5          |  |  |
| BJC                        | BUY   | 51.50         | 58.00   |  | 12.6%  | 27.2   | -1.1    | 17.8           | 27.61 | 28.48 | 29.54                 | 31.0  | 31.4  | 26.6    | 1.4  | 1.5  | 1.7           |  |  |
| CPALL                      | HOLD  | 87.00         | 90.00   |  | 3.4%   | 5.1    | 15.4    | 11.4           | 9.44  | 10.78 | 12.34                 | 37.3  | 32.4  | 29.0    | 1.4  | 1.6  | 1.7           |  |  |
| CSS                        | HOLD  | 1.68          | 1.70    |  | 1.2%   | -16.5  | -32.6   | -10.5          | 1.39  | 1.43  | 1.46                  | 11.6  | 17.2  | 19.2    | 7.1  | 6.0  | 6.0           |  |  |
| FN                         | AVOID | 1.94          | U.R.    |  | na     | -66.1  | 173.8   | 26.3           | 1.50  | 1.54  | 1.59                  | 66.4  | 24.3  | 19.2    | 0.7  | 2.1  | 2.6           |  |  |
| FSMART                     | SELL  | 7.80          | 7.20    |  | -7.7%  | 7.4    | 2.1     | 1.5            | 1.81  | 1.97  | 2.05                  | 10.7  | 10.5  | 10.3    | 7.9  | 7.6  | 7.7           |  |  |
| FTE                        | BUY   | 2.40          | 3.50    |  | 45.8%  | -0.6   | 9.1     | 7.7            | 1.24  | 1.28  | 2.05                  | 11.1  | 10.1  | 9.4     | 8.3  | 8.3  | 9.2           |  |  |
| GLOBAL                     | BUY   | 16.40         | 19.50   |  | 18.9%  | 24.5   | 6.5     | 18.5           | 3.62  | 3.86  | 4.17                  | 31.5  | 29.5  | 24.9    | 1.7  | 1.6  | 1.9           |  |  |
| HMPRO                      | SELL  | 17.10         | 17.00   |  | -0.6%  | 14.9   | 16.0    | 12.0           | 1.51  | 1.62  | 1.73                  | 40.1  | 34.5  | 30.8    | 2.0  | 2.3  | 2.6           |  |  |
| IT                         | HOLD  | 2.92          | 3.20    |  | 9.6%   | -33.5  | 17.5    | 17.3           | 2.90  | 2.97  | 3.05                  | 19.8  | 16.9  | 14.4    | 2.4  | 3.6  | 4.2           |  |  |
| MAKRO                      | SELL  | 38.75         | 34.00   |  | -12.3% | -3.8   | 2.6     | 13.0           | 3.95  | 4.26  | 4.62                  | 31.3  | 30.5  | 27.0    | 2.5  | 2.5  | 2.6           |  |  |
| ROBINS                     | HOLD  | 62.50         | 68.00   |  | 8.8%   | 7.1    | 6.0     | 10.2           | 16.22 | 17.65 | 19.18                 | 23.6  | 22.3  | 20.2    | 2.2  | 2.2  | 2.5           |  |  |
| RSP                        | BUY   | 3.70          | 4.70    |  | nm     | -30.2  | 22.3    | 13.0           | 2.39  | 2.44  | 2.58                  | 18.0  | 14.8  | 13.1    | 2.7  | 3.5  | 3.8           |  |  |
| Sector                     |       |               |         |  | 9.9%   | 4.0    | 6.4     | 12.1           |       |       |                       | 33.6  | 30.7  | 27.2    | 3.9  | 4.2  | 4.6           |  |  |
| Electronics                |       |               |         |  |        |        |         |                |       |       |                       |       |       |         |      |      |               |  |  |
| DELTA                      | BUY   | 54.50         | 62.00   |  | 13.8%  | 4.2    | -13.8   | 19.8           | 27.21 | 29.57 | 31.25                 | 13.2  | 15.3  | 12.8    | 4.2  | 3.6  | 4.3           |  |  |
| HANA                       | AVOID | 28.50         | 26.00   |  | -8.8%  | -17.7  | -40.2   | 90.9           | 26.19 | 26.51 | 27.55                 | 9.7   | 16.1  | 8.5     | 7.0  | 3.5  | 4.6           |  |  |
| KCE                        | AVOID | 17.70         | 17.80   |  | 0.6%   | -20.8  | -33.5   | 39.1           | 10.19 | 10.53 | 10.51                 | 10.3  | 15.5  | 11.1    | 6.2  | 4.5  | 4.9           |  |  |
| SVI                        | BUY   | 4.04          | 5.00    |  | 23.8%  | 63.4   | -20.2   | 26.2           | 3.37  | 3.53  | 3.75                  | 11.4  | 14.3  | 11.3    | 2.7  | 2.7  | 3.5           |  |  |
| Sector                     |       |               |         |  | 7.3%   | -7.9   | -26.2   | 41.9           |       |       |                       | 11.7  | 15.4  | 12.3    | 5.0  | 3.6  | 4.3           |  |  |
| Agri&Food                  |       |               |         |  |        |        |         |                |       |       |                       |       |       |         |      |      |               |  |  |
| CBG                        | SELL  | 78.50         | 54.00   |  | -31.2% | -7.2   | 50.9    | 16.3           | 7.18  | 7.03  | 7.96                  | 67.7  | 44.9  | 38.6    | 1.0  | 1.3  | 1.4           |  |  |
| CPF                        | BUY   | 27.25         | 30.00   |  | 10.1%  | 1.7    | -1.1    | 3.4            | 19.22 | 20.25 | 21.47                 | 15.1  | 15.3  | 14.8    | 2.4  | 2.8  | 9.0           |  |  |
| GFPT                       | SELL  | 18.30         | 17.00   |  | -7.1%  | -40.6  | 45.6    | 10.4           | 9.00  | 9.78  | 10.65                 | 22.1  | 15.2  | 13.8    | 1.4  | 1.8  | 2.0           |  |  |
| ICHI                       | SELL  | 8.00          | 7.30    |  | -8.8%  | -86.0  | 768.2   | 14.4           | 4.53  | 4.63  | 4.76                  | 236.4 | 27.2  | 23.8    | 0.6  | 2.4  | 2.5           |  |  |
| KSL                        | BUY   | 2.80          | 3.50    |  | 25.0%  | -57.0  | 17.7    | 9.7            | 4.13  | 4.30  | 4.36                  | 14.6  | 12.4  | 11.3    | 1.8  | 2.5  | 2.5           |  |  |
| OSP                        | HOLD  | 36.25         | 37.00   |  | 2.1%   | -91.8  | 19.7    | -3.2           | 6.02  | 6.38  | 6.79                  | 36.2  | 30.3  | 31.3    | 4.4  | 2.4  | 2.4           |  |  |
| M                          | HOLD  | 78.25         | 79.00   |  | 1.0%   | 6.1    | 12.7    | 8.3            | 15.39 | 15.77 | 16.18                 | 27.7  | 24.6  | 22.7    | 3.2  | 3.5  | 3.8           |  |  |
| MALEE                      | SELL  | 9.15          | U.R.    |  | na     | -195.5 | -123.5  | 79.7           | 4.09  | 4.25  | 4.45                  | nm    | 40.0  | 22.3    | 0.0  | 1.2  | 2.3           |  |  |
| SAPPE                      | HOLD  | 22.90         | 25.00   |  | 9.2%   | -12.4  | 19.2    | 11.7           | 7.97  | 8.55  | 9.24                  | 19.7  | 16.5  | 14.8    | 2.6  | 3.4  | 3.7           |  |  |
| STA                        | HOLD  | 11.90         | 12.00   |  | 0.8%   | -219.4 | -21.6   | 4.8            | 16.08 | 17.01 | 17.73                 | 8.9   | 11.3  | 10.8    | 3.8  | 3.1  | 3.3           |  |  |
| TACC                       | BUY   | 4.80          | 6.00    |  | 25.0%  | -39.2  | 109.1   | 13.3           | 1.08  | 1.10  | 1.13                  | 42.7  | 20.4  | 18.0    | 2.7  | 4.4  | 5.0           |  |  |
| TKN                        | SELL  | 11.00         | 8.00    |  | -27.3% | -24.5  | 19.8    | 13.1           | 1.57  | 1.65  | 1.74                  | 33.1  | 27.6  | 24.4    | 3.1  | 2.9  | 3.3           |  |  |
| TU                         | HOLD  | 19.00         | 20.00   |  | 5.3%   | -45.6  | 66.4    | 11.4           | 8.99  | 9.89  | 6.22                  | 27.8  | 16.7  | 15.0    | 2.1  | 3.0  | 3.3           |  |  |
| TVO                        | SELL  | 28.00         | 26.00   |  | -7.1%  | 40.8   | -20.6   | 18.4           | 10.47 | 10.75 | 11.08                 | 12.1  | 15.3  | 12.9    | 6.8  | 5.6  | 6.6           |  |  |
| XO                         | AVOID | 7.40          | U.R.    |  | nm     | 248.2  | 1.8     | 16.4           | 1.58  | 2.08  | 2.44                  | 12.5  | 12.3  | 10.5    | 11.8 | 3.0  | 3.5           |  |  |
| ZEN                        | SELL  | 17.80         | 15.00   |  | -15.7% | 6.9    | -4.8    | 13.0           | 1.56  | 4.37  | 4.67                  | 28.7  | 30.2  | 26.7    | 4.9  | 1.8  | 2.1           |  |  |
| Sector                     |       |               |         |  | -1.3%  | -45.1  | 22.0    | 11.0           |       |       |                       | 21.9  | 19.4  | 17.8    | 3.3  | 2.8  | 3.6           |  |  |
| Transportation & Logistics |       |               |         |  |        |        |         |                |       |       |                       |       |       |         |      |      |               |  |  |
| AAV                        | BUY   | 3.88          | 5.00    |  | 28.9%  | -95.3  | 1,210.7 | 22.7           | 6.40  | 6.60  | 6.58                  | 269.0 | 20.5  | 16.7    | 0.0  | 2.6  | 3.9           |  |  |
| AOT                        | BUY   | 72.00         | 88.00   |  | 22.2%  | 19.2   | 7.6     | 14.0           | 10.10 | 10.38 | 10.96                 | 40.9  | 38.0  | 33.3    | 1.5  | 1.6  | 1.8           |  |  |
| BEM                        | BUY   | 10.50         | 11.70   |  | 11.4%  | 70.2   | -31.2   | 39.6           | 2.33  | 2.40  | 2.50                  | 30.2  | 43.9  | 31.4    | 1.4  | 1.3  | 1.6           |  |  |
| BTS                        | SELL  | 12.10         | 10.60   |  | -12.4% | 120.5  | -48.4   | 41.3           | 3.43  | 3.29  | 3.33                  | 32.5  | 62.9  | 44.5    | 3.0  | 3.0  | 3.1           |  |  |
| JWD                        | BUY   | 9.70          | 12.00   |  | 23.7%  | -58.3  | 45.2    | 20.5           | 2.99  | 2.95  | 2.96                  | 38.8  | 26.7  | 22.2    | 2.2  | 3.0  | 3.2           |  |  |
| PRM                        | BUY   | 8.95          | 10.00   |  | 11.7%  | -1.8   | 31.0    | 12.7           | 2.79  | 2.98  | 3.10                  | 31.4  | 24.0  | 21.3    | 1.6  | 2.1  | 2.3           |  |  |
| PSL                        | BUY   | 8.55          | 10.00   |  | 17.0%  | nm     | 53.4    | 5.0            | 8.23  | 8.67  | 8.70                  | 29.2  | 19.0  | 18.1    | 0.0  | 2.3  | 2.6           |  |  |
| TTA                        | BUY   | 6.15          | 7.00    |  | 13.8%  | -64.3  | 257.1   | -55.5          | 11.70 | 11.72 | 11.75                 | 53.4  | 14.9  | 33.6    | 1.2  | 1.2  | 1.3           |  |  |
| Sector                     |       |               |         |  | 14.5%  | 4.7    | 19.6    | 9.7            |       |       |                       | 38.   |       |         |      |      |               |  |  |



## บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

|                                                                                                                                                             |                                                                                                                 |                                                                                                                             |                                                                                                                                                                    |                                                                                                                         |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>สำนักงานใหญ่</b><br>999/9 อาคารดิ ออฟฟิศ แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 G,ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร                             | <b>สาขา อัลมาลิค</b><br>25 อาคารอัลมาลิค ชั้น 9,14,15 ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร | <b>สาขา อัมรินทร์ ทาวเวอร์</b><br>496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร | <b>สาขา เซ็นทรัลปิ่นเกล้า 1</b><br>7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ปิ่นเกล้า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร | <b>สาขา บางกระบือ</b><br>3105 อาคารเอ็มมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ จ.กรุงเทพมหานคร |
| <b>สาขา บางนา</b><br>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 ลินธ 1</b><br>130-132 อาคารลินธ ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร        | <b>สาขา เคียนหวน (ลินธ 2)</b><br>140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร               | <b>สาขา ลาดพร้าว</b><br>555 อาคารสา ทาวเวอร์ 2 ยูนิต 1106 ชั้น 11 ถ.พหลโยธิน แขวงจตุจักร เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร                                                | <b>สาขา ประชาชีวะ</b><br>105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร                   |
| <b>สาขา รังสิต</b><br>1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17 ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี                                                                              | <b>สาขา อัมศราธิม</b><br>990 อาคารอัมศราธิมเพลส ชั้น 12 ห้อง 1210 ถ.พระราม 4 แขวงสีลม เขตบางรัก จ.กรุงเทพมหานคร | <b>สาขา รัตนวิเบศร์</b><br>576 ถ.รัตนวิเบศร์ ต.บางกระสอ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี                                            | <b>สาขา แจ้งวัฒนะ</b><br>99, 99/9 เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ ห้อง 2203, ชั้น 22 หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี                             |                                                                                                                         |
| <b>สาขา ขอนแก่น 1</b><br>311/16 ชั้น 2 ถ.กลางเมือง ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น                                                                       | <b>สาขา ขอนแก่น 3</b><br>311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริม) ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น                         | <b>สาขา อุดรธานี</b><br>197/29, 213/3 ถ.อุดรชัย ต.หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี                                       | <b>สาขา เชียงใหม่ 1</b><br>308 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่                                                           | <b>สาขา เชียงใหม่ 2</b><br>310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่                         |
| <b>สาขา เชียงใหม่ 3</b><br>อาคารมะลิเพลส 32/4 หมู่ที่ 2 ชั้น 1 ห้อง B1-1, B1-2 ต.แม่เหียะ อ.เมืองเชียงใหม่ เชียงใหม่                                        | <b>สาขา เชียงราย</b><br>353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย                                        | <b>สาขา แม่สาย</b><br>119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย                                                              | <b>สาขา นครราชสีมา</b><br>1242/2 ห้อง A3 ชั้น 7 สำนักงานเดอะมอลล์ นครราชสีมา ถ.มิตรภาพ ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา                                    | <b>สาขา สมุทรสาคร</b><br>813/30 ถ.นรสิงห์ ต.มหาชัย อ.เมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร                                         |
| <b>สาขา ออนไลน์ภูเก็ต</b><br>22/18 ถ.หลวงพ่อดำคลอง ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต                                                                        | <b>สาขา หาดใหญ่</b><br>106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา                                    | <b>สาขา ตรัง</b><br>59/28 ถ.วิทยุยศ ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง                                                          | <b>สาขา สุราษฎร์ธานี</b><br>173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี                                                    | <b>สาขา ปัตตานี</b><br>300/69-70 หมู่ 4 ต.รูสะมิแล 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” ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้นำให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏแต่อย่างใด 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, 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 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") เพื่อเผยแพร่ต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลให้ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

### โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)

- ข้อมูล CG Score ประจำปี 2561 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 31 สิงหาคม 2561) มี 2 กลุ่ม คือ
  - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC (Declared)
  - ได้รับการรับรอง CAC (Certified)

## ***Notes***

---

**FACEBOOK ; FINANSIA SYRUS SECURITIES**

**LINE OFFICIAL ; @finansia**

**TWITTER ; @fnsyrus**

