

# Food and Beverage

## Overweight

### Key messages

ปัจจัยหลายประการที่นอกเหนือจากปัจจัยฤดูกาลที่ทำให้ผลประกอบการ 1Q60 ออกมาต่ำกว่าที่เราคาดไว้ โดยเรามองว่าผลประกอบการของ TKN และ SAPPE น่าผิดหวังกว่าเพื่อนจากส่วนแบ่งตลาดในประเทศที่ลดลงเล็กน้อย (ในกรณีของ TKN) และ รายได้จากการส่งออกที่ลดลงอย่างมาก บวกกับแรงกดดันด้าน margin (ในกรณีของทั้ง TKN และ SAPPE) ถึงแม้ว่ายอดขายในประเทศของ MALEE จะลดลงเล็กน้อย แต่ธุรกิจส่งออก (สินค้า brand) ยังคงมีศักยภาพในการเติบโตเพิ่มขึ้น ในส่วนของ CBG สามารถเพิ่มส่วนแบ่งตลาดในประเทศได้ ซึ่งช่วยชดเชยแรงกดดันด้านลบจากธุรกิจอังกฤษไปได้ ทั้งนี้ หากธุรกิจใหม่ไปได้สวย เราคาดว่า MALEE น่าจะฟื้นตัวได้อย่างแข็งแกร่งใน 2Q60 ในขณะที่ CBG และ TKN ก็น่าจะฟื้นตัวได้ในระดับกลางๆ จากการเติบโตในตลาดจีน ส่วน SAPPE น่าจะยังหนักจากการส่งออกที่ลดลงอย่างมาก ทั้งนี้ เนื่องจากกำไรของบริษัท F&B ส่วนใหญ่จะสูงกว่าในช่วงท้ายของปี ดังนั้น เราจึงยังคงคำแนะนำเอาไว้เหมือนเดิม และยังคงถือ MALEE เป็นหุ้นเด่นในกลุ่ม

## ผลประกอบการ 1Q60 – เริ่มต้นปีได้ไม่สวย

### Event

ผลประกอบการ 1Q60 ของบริษัท F&B ที่ KGI ดูแลอยู่ (CBG, MALEE, SAPPE, TKN) ออกมา่าผิดหวัง โดยต่ำกว่าประมาณการของเรา 22% และต่ำกว่า consensus 16% ซึ่งมีสาเหตุสำคัญมาจาก CBG และ TKN เนื่องจากยอดขายชะลอตัวทั้งตลาดในประเทศ และออกนอกในขณะ margin ก็ลดลงด้วย

### Impact

#### ยอดขายชะลอตัวใน 1Q60 ทั้งตลาดในประเทศและตลาดส่งออก

จากผลประกอบการที่ชะลอตัวใน 1Q60 แนวโน้มหลักๆ ได้แก่ 1.) การบริโภคในประเทศที่อ่อนแอส่งผลกระทบต่อรายได้ และไม่มีอุปสงค์ที่อื่นมาจากช่วงก่อนหน้าแม้ว่าฐานจะต่ำใน 4Q59; 2.) margin หดตัว YoY โดย GPM ของ SAPPE -610bps, ของ CBG -450bps, ของ TKN -220bps โดยมีเพียง MALEE เท่านั้นที่เพิ่มขึ้น 120bps ในขณะที่ NPM ก็มีแนวโน้มลดลงเช่นกัน 3.) TKN และ SAPPE อัดงบการตลาดเพิ่มขึ้นเพื่อกระตุ้นยอดขายในขณะที่ MALEE ไม่ได้มีกิจกรรมการตลาดใหญ่ๆ

#### CBG ได้ส่วนแบ่งตลาดในประเทศเพิ่มขึ้น แต่ส่วนแบ่งตลาดของ TKN ลดลง

ในขณะที่อุปสงค์ของเครื่องดื่มชูกำลังหดตัวลงใน 1Q60 การเดินหน้าสร้างเครือข่ายการจัดจำหน่ายผ่าน cash van ก็ทำให้ CBG ชิงส่วนแบ่งตลาดมาได้เพิ่มขึ้นเป็น 25.1% ใน 1Q60 จาก 23.9% ในปี 2559 แต่อย่างไรก็ตาม ส่วนแบ่งตลาดของ TKN กลับลดลงเหลือ 63% ใน 1Q60 จาก 66% ในปี 2559 เนื่องจากคู่แข่งอัดแคมเปญการตลาดเพื่อชิงส่วนแบ่งตลาดคืน ซึ่งสถานการณ์นี้ทำให้ TKN ต้องป้องกันส่วนแบ่งตลาดด้วยการจ้างนักวิ่งเกาหลีสมาเป็น brand ambassador

#### แนวโน้มการเติบโตในระยะยาวของ SAPPE ถูกกดดันจากการเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้าง

การที่บริษัทขายหุ้น JV ในอินโดนีเซียออกไปใน 4Q59 ทำให้ platform ธุรกิจหลักของ SAPPE รวมถึงโครงสร้างรายได้เปลี่ยนแปลงไป และทำให้แนวโน้ม margin ลดลงอย่างมาก โดยรายได้ลดลง 16% YoY ในขณะที่ธุรกิจส่งออกก็ลดลงประมาณ 35-40% YoY และ GPM ก็ลดลง 610bps YoY ส่วน NPM ก็ลดลง 680bps YoY ทั้งนี้ SAPPE จำเป็นต้องพยายามสร้างการเติบโตในตลาดใหม่ขึ้นมาแทนธุรกิจในอินโดนีเซียที่หายไปให้ได้

#### ประสิทธิภาพของ MALEE ดีขึ้น

รายได้รวมทรงตัว โดยรายได้ในประเทศ (57% ของรายได้รวม) ลดลง 13% YoY ในขณะที่รายได้จากการส่งออกโตถึง 22% YoY ซึ่งรายได้ในประเทศที่ลดลงไม่ได้สะท้อนว่าอุปสงค์หดตัวลง แต่สะท้อนถึงปัญหาการขาดแคลนวัตถุดิบผลไม้เมืองร้อน และการแข่งขันที่รุนแรงในตลาดกาแฟพร้อมดื่ม (หนึ่งในลูกค้าหลักของ MALEE) แต่ถึงแม้ว่ายอดขายจะไม่น่าตื่นเต้น แต่บริษัทก็แสดงให้เห็นว่าประสิทธิภาพ และความสามารถในการทำกำไรดีขึ้นแม้ว่าจะมีอัตราการใช้จ่ายการผลิตลดลงก็ตาม

#### Outlook – กำไรมีแนวโน้มดีขึ้นใน 2Q60

หลังจากที่ผลประกอบการอ่อนแอใน 1Q60 เราคาดว่ากำไรของ CBG และ MALEE จะฟื้นตัวได้ใน 2Q60 แต่ TKN จะฟื้นตัวอย่างช้าๆ ในขณะที่กำไรของ SAPPE ยังมีแนวโน้มหดตัวต่อเนื่อง ทั้งนี้ ยอดคำสั่งซื้อที่เพิ่มขึ้นจากการขยายเครือข่ายการจัดจำหน่าย “คาราบาว” ในจีนจะช่วยหนุนให้รายได้ของ CBG พุ่งขึ้นใน 2Q60 และช่วยชดเชยค่าใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้นจากธุรกิจในยุโรป ส่วน MALEE ก็ได้รับการตอบรับอย่างดีจากการเปิดตัวสินค้าใหม่ “Jelly Vit” ในตลาดฟิลิปปินส์ และการเปิดตัวสินค้าใหม่ “Malge Coco” ในประเทศไทย โดยการเติบโตของตลาดส่งออกจะช่วยหนุนให้กำไรของบริษัทฟื้นตัวขึ้น ทั้งนี้ เราคาดว่ากำไรของ TKN จะฟื้นตัวขึ้นจากค่าใช้จ่ายภาษีที่ลดลง ในขณะที่ยังมองว่ากำไรของ SAPPE ยังโหดยาก.

## 1Q17 earnings review

Bt mn	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17		1Q17 earnings at +/- from est.		Key reasons	
									QoQ	YoY	KGI	Cons.		
CBG*	313	355	300	288	376	393	439	282	221	(21.4)	(41.1)	(35.5)	(23.4)	rev growth at below est. (domestic + export)
MALEE	85	82	58	105	112	143	161	118	118	0.7	5.5	(2.9)	(0.4)	sharp drop of domestic revenue
SAPPE	80	125	59	37	68	152	94	93	49	(47.7)	(28.2)	(28.3)	(20.0)	sharp drop of export rev. (in Indonesia)
TKN*	51	75	119	152	161	185	202	234	171	(27.1)	6.4	(7.6)	(12.3)	slower export growth, lower margins
<b>Total</b>	<b>529</b>	<b>637</b>	<b>535</b>	<b>582</b>	<b>717</b>	<b>872</b>	<b>896</b>	<b>727</b>	<b>560</b>	<b>(23.0)</b>	<b>(21.9)</b>	<b>(22.1)</b>	<b>(15.7)</b>	

Source: Company data

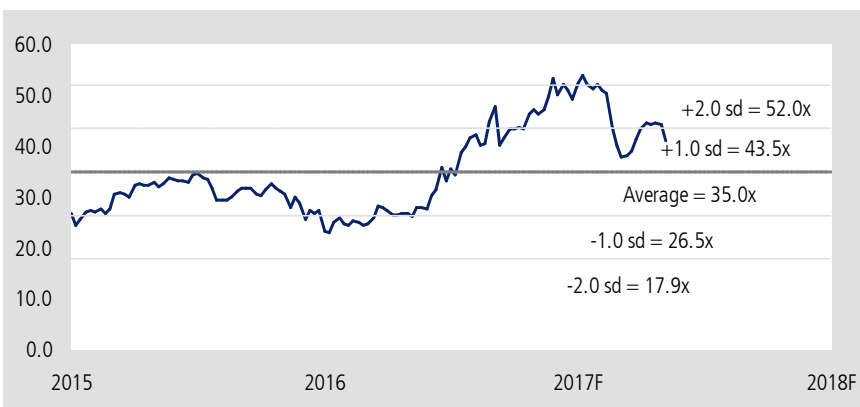
**Figure 1: Peer comparison**

	Mkt cap Bt bn	Mkt. price Bt	Upside %	Rec.	TP-17F	EPS (Bt)			EPS growth			PE (x)			PBV (x)			ROA (%)			ROE (%)			Div. yield		
						'16	'17	'18	'16	'17	'18	'16	'17	'18	'16	'17	'18	'16	'17	'18	'16	'17	'18	'16	'17	'18
CBG*	71.00	63.8	15.3	OP	73.5	1.5	1.6	2.0	18.2	5.8	24.1	42.8	40.4	32.5	9.2	8.3	7.0	18.4	19.0	19.0	21.0	21.5	23.3	1.3	1.2	1.5
MALEE	7.46	53.3	41.8	OP	75.5	1.9	2.4	3.2	59.7	29.3	29.7	28.1	21.8	16.8	5.3	4.4	3.7	15.8	18.0	17.9	37.5	41.0	36.4	2.2	1.4	1.8
SAPPE	7.06	23.4	(3.8)	U	22.5	1.4	0.9	1.1	35.9	(35.4)	23.2	17.2	26.6	21.6	3.6	3.2	2.9	16.7	15.5	17.2	21.8	21.0	21.8	2.3	2.7	1.6
TKN	27.46	19.9	48.2	OP	29.5	0.6	0.8	1.0	97.0	32.7	28.4	35.1	26.5	20.6	12.0	9.5	7.2	25.3	33.7	34.1	38.5	46.9	45.2	1.5	1.9	2.4
									<b>8.1</b>	<b>26.3</b>	<b>30.9</b>	<b>28.9</b>	<b>22.9</b>	<b>7.5</b>	<b>6.4</b>	<b>5.2</b>	<b>19.1</b>	<b>21.6</b>	<b>22.1</b>	<b>29.7</b>	<b>32.6</b>	<b>31.7</b>	<b>1.8</b>	<b>1.8</b>	<b>1.8</b>	

Source: Company data, KGI Research

**Figure 2: CBG – PE**

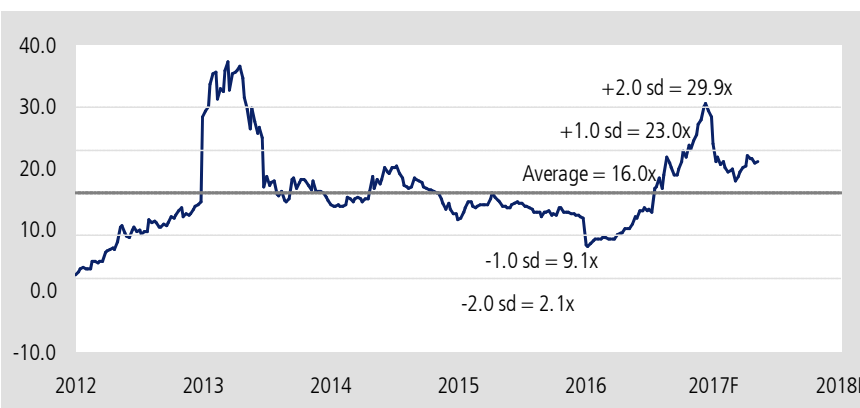
Less stretch valuation



Source: KGI Research

**Figure 3: MALEE – PE**

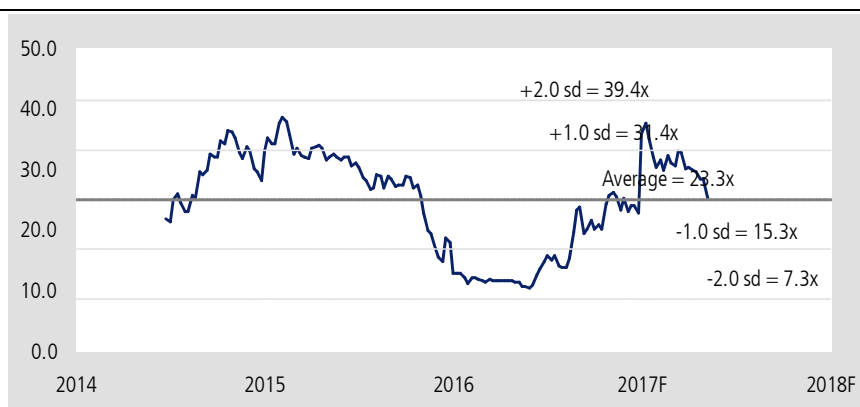
Less stretch valuation



Source: KGI Research

**Figure 4: SAPPE – PE**

PE pullback, but still not attractive enough



Source: KGI Research

PE fell sharply and more affordable

**Figure 5: TKN- PE**


Source: KGI Research

**Figure 6: CBG – Quarterly earnings performance**

Bt mn	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	% chg QoQ	YoY	2015
Revenues	1,721	2,011	1,945	2,076	2,102	2,316	2,689	2,859	2,688	(6.0)	27.9	7,753
COGS	1,090	1,266	1,225	1,312	1,318	1,454	1,727	1,889	1,805	(4.4)	37.0	4,893
<b>GP</b>	<b>631</b>	<b>745</b>	<b>720</b>	<b>764</b>	<b>784</b>	<b>862</b>	<b>962</b>	<b>969</b>	<b>883</b>	<b>(8.9)</b>	<b>12.6</b>	<b>2,860</b>
SG&A	303	346	403	464	373	435	494	735	738	0.5	97.7	1,515
<b>Operating profit</b>	<b>328</b>	<b>399</b>	<b>317</b>	<b>301</b>	<b>411</b>	<b>427</b>	<b>467</b>	<b>235</b>	<b>145</b>	<b>(38.2)</b>	<b>(64.7)</b>	<b>1,345</b>
Other income	41	19	31	30	34	35	52	27	36	33.6	5.9	121
<b>EBIT</b>	<b>368</b>	<b>419</b>	<b>348</b>	<b>331</b>	<b>445</b>	<b>462</b>	<b>519</b>	<b>262</b>	<b>181</b>	<b>(30.9)</b>	<b>(59.3)</b>	<b>1,466</b>
Interest expenses	-	0	0	1	1	1	1	1	5	252.9	638.4	2
<b>Pretax profit</b>	<b>369</b>	<b>418</b>	<b>348</b>	<b>330</b>	<b>444</b>	<b>461</b>	<b>518</b>	<b>260</b>	<b>176</b>	<b>(32.4)</b>	<b>(60.4)</b>	<b>1,465</b>
Income Tax	56	63	48	42	68	68	78	64	53	(16.7)	(22.3)	209
<b>Net profit</b>	<b>313</b>	<b>355</b>	<b>300</b>	<b>288</b>	<b>376</b>	<b>393</b>	<b>439</b>	<b>282</b>	<b>221</b>	<b>(21.3)</b>	<b>(41.1)</b>	<b>1,256</b>
<b>EPS (THB)</b>	<b>0.31</b>	<b>0.36</b>	<b>0.30</b>	<b>0.29</b>	<b>0.38</b>	<b>0.39</b>	<b>0.44</b>	<b>0.28</b>	<b>0.22</b>	<b>(21.3)</b>	<b>(41.1)</b>	<b>1.26</b>
<b>Key ratios</b>												
Net debt (cash) (Bt mn)	(1,528)	(1,414)	(1,444)	(1,851)	(2,155)	N.A.	(1,985)	(1,349)	(1,145)			(1,851)
D/E ratio(net debt)	Cash	Cash	Cash	Cash	Cash	Cash	Cash	Cash	Cash			Cash
Gross margin (%)	36.6%	37.1%	37.0%	36.8%	37.3%	37.2%	35.8%	33.9%	32.8%			36.9%
EBIT margin (%)	21.4%	20.8%	17.9%	15.9%	21.2%	19.9%	19.3%	9.2%	6.7%			18.9%
Net margin (%)	18.2%	17.7%	15.4%	13.9%	17.9%	17.0%	16.3%	9.8%	8.2%			16.2%
SG&A/sales (%)	12.7%	12.6%	14.8%	17.3%	12.5%	13.8%	14.2%	18.2%	21.1%			19.5%
Effective tax rate	15.1%	15.1%	13.9%	12.8%	15.3%	14.8%	15.1%	24.4%	30.1%			14.3%
Bt mn	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	% chg QoQ	YoY	2015
Domestic revenue	1,197	1,393	1,435	1,452	1,386	1,547	1,850	1,820	1,801	(1.0)	29.9	5,477
Export revenue	524	617	510	625	716	769	839	1,038	887	(14.5)	23.9	2,276
<b>Total revenue</b>	<b>1,721</b>	<b>2,011</b>	<b>1,945</b>	<b>2,076</b>	<b>2,102</b>	<b>2,316</b>	<b>2,689</b>	<b>2,858</b>	<b>2,688</b>	<b>(5.9)</b>	<b>27.9</b>	<b>7,753</b>
<b>Export revenue breakdown</b>												
- Cambodia	325	364	396	462	498	484	493	599	589	(1.7)	18.3	1,547
- Afghanistan	40	81	-	44	94	93	134	160	66	(58.8)	(29.8)	165
- Myanmar	73	41	26	83	59	72	48	100	105	5.0	78.0	223
- Yemen	37	29	59	42	22	41	69	70	34	(51.4)	54.5	167
- Vietnam	22	34	19	23	20	27	58	68	5	(92.6)	(75.0)	98
- Others	26	27	10	13	23	52	37	41	89	117.1	287.0	76
<b>Total</b>	<b>523</b>	<b>617</b>	<b>510</b>	<b>626</b>	<b>716</b>	<b>769</b>	<b>839</b>	<b>1,038</b>	<b>888</b>	<b>(14.5)</b>	<b>24.0</b>	<b>2,276</b>

Source: KGI Research

**Figure 7: MALEE – Quarterly earnings performance**

Bt mn									% chg		
	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	QoQ	YoY
Revenues	1,285	1,261	1,330	1,552	1,533	1,751	1,770	1,486	1,515	1.9	(1.2)
COGS	868	841	877	1,062	1,072	1,164	1,145	1,056	1,041	(1.4)	(2.9)
<b>GP</b>	<b>417</b>	<b>420</b>	<b>453</b>	<b>490</b>	<b>461</b>	<b>587</b>	<b>625</b>	<b>430</b>	<b>474</b>	<b>10.0</b>	<b>2.7</b>
SG&A	335	324	384	370	327	413	439	227	341	50.3	4.2
<b>Operating profit</b>	<b>83</b>	<b>96</b>	<b>69</b>	<b>119</b>	<b>134</b>	<b>174</b>	<b>186</b>	<b>203</b>	<b>132</b>	<b>(34.9)</b>	<b>(1.0)</b>
Other income	31	15	18	21	13	9	17	(7)	22	(435.3)	74.1
Equity income	0	0	0	0	(1)	0	0	(40)	(7)	(82.9)	654.0
<b>EBIT</b>	<b>118</b>	<b>109</b>	<b>81</b>	<b>141</b>	<b>146</b>	<b>184</b>	<b>207</b>	<b>145</b>	<b>151</b>	<b>4.6</b>	<b>3.8</b>
Interest expenses	10	8	8	8	6	7	6	5	6	20.9	(9.2)
<b>Pretax profit</b>	<b>107</b>	<b>101</b>	<b>72</b>	<b>133</b>	<b>139</b>	<b>178</b>	<b>201</b>	<b>140</b>	<b>146</b>	<b>4.0</b>	<b>4.4</b>
Income Tax	22	20	14	26	28	36	40	24	27	14.8	(3.9)
<b>Net profit</b>	<b>85</b>	<b>82</b>	<b>58</b>	<b>105</b>	<b>110</b>	<b>143</b>	<b>161</b>	<b>118</b>	<b>118</b>	<b>0.7</b>	<b>7.9</b>
<b>EPS (THB)</b>	<b>0.30</b>	<b>0.29</b>	<b>0.21</b>	<b>0.38</b>	<b>0.39</b>	<b>0.51</b>	<b>0.58</b>	<b>0.42</b>	<b>0.42</b>	<b>0.7</b>	<b>7.9</b>
<b>Key ratios</b>											
Net debt (cash) (Bt m)	864	817	950	818	625	637	786	1,092	1,060		
D/E ratio(net debt)	0.77	0.71	0.83	0.65	0.46	0.45	0.54	0.69	0.63		
Gross margin (%)	32.47	33.31	34.02	31.55	30.07	33.53	35.30	28.96	31.26		
EBIT margin (%)	9.15	8.65	6.06	9.06	9.50	10.52	11.67	9.73	9.98		
Net margin (%)	6.60	6.43	4.36	6.92	7.26	8.10	9.07	7.83	7.83		
Selling exp/rev	17.67	18.15	21.23	16.09	14.59	15.80	16.21	10.51	13.40		
Admin.exp/rev	8.36	7.52	7.64	7.77	6.77	7.80	8.56	4.76	9.13		
Effective tax rate	20.78	19.83	19.78	19.35	20.18	20.15	19.96	16.82	18.57		

Source: Company data, KGI Research

**Figure 8: SAPPE – Quarterly earnings performance**

									% chg		% chg	
	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	QoQ	YoY	
Sales	557	800	524	632	592	825	652	643	497	(22.8)	(16.2)	
Cost of sales	337	464	294	396	341	442	376	365	316	(13.3)	(7.3)	
<b>Gross profit</b>	<b>221</b>	<b>336</b>	<b>230</b>	<b>237</b>	<b>251</b>	<b>383</b>	<b>277</b>	<b>278</b>	<b>180</b>	<b>(35.2)</b>	<b>(28.3)</b>	
Selling exp	79	122	109	152	118	147	113	130	69	(46.4)	(40.9)	
Admin exp	56	60	47	67	69	61	60	73	60	(18.9)	(14.1)	
<b>Operating profit</b>	<b>86</b>	<b>153</b>	<b>74</b>	<b>17</b>	<b>64</b>	<b>175</b>	<b>104</b>	<b>75</b>	<b>51</b>	<b>(31.8)</b>	<b>(20.4)</b>	
Other income	10	12	11	10	13	12	9	38	7	(81.3)	(47.6)	
<b>EBIT</b>	<b>96</b>	<b>165</b>	<b>85</b>	<b>28</b>	<b>78</b>	<b>187</b>	<b>113</b>	<b>113</b>	<b>56</b>	<b>(50.0)</b>	<b>(27.5)</b>	
<b>EBITDA</b>	<b>119</b>	<b>189</b>	<b>106</b>	<b>65</b>	<b>115</b>	<b>226</b>	<b>152</b>	<b>151</b>	<b>95</b>	<b>(37.4)</b>	<b>(17.4)</b>	
Interest Expenses	0	0	0	0	1	0	0	(1)	0	(103.5)	(96.7)	
<b>Pretax profit</b>	<b>96</b>	<b>165</b>	<b>85</b>	<b>27</b>	<b>77</b>	<b>187</b>	<b>113</b>	<b>114</b>	<b>56</b>	<b>(50.5)</b>	<b>(26.6)</b>	
Income Tax	19	34	15	4	16	37	27	18	13	(24.3)	(16.0)	
<b>Profit before MI</b>	<b>72</b>	<b>124</b>	<b>54</b>	<b>28</b>	<b>62</b>	<b>151</b>	<b>89</b>	<b>93</b>	<b>49</b>	<b>(47.3)</b>	<b>(21.0)</b>	
Minority Interest	(8)	(1)	(4)	(9)	(6)	(1)	(5)	(1)	0	(105.5)	(100.5)	
<b>Net profit</b>	<b>80</b>	<b>125</b>	<b>59</b>	<b>37</b>	<b>68</b>	<b>152</b>	<b>94</b>	<b>93</b>	<b>49</b>	<b>(47.7)</b>	<b>(28.2)</b>	
<b>EPS (Bt)</b>	<b>0.27</b>	<b>0.42</b>	<b>0.19</b>	<b>0.12</b>	<b>0.23</b>	<b>0.50</b>	<b>0.31</b>	<b>0.31</b>	<b>0.16</b>	<b>(47.7)</b>	<b>(28.3)</b>	
<b>Key figure and ratio</b>												
Net debt/Equity (net cash) (Bt mn)	N.A.	N.A.	(312)	(238)	(24)	(309)	(465)	(571)	(562)			
D/E ratio(net debt)	N.A.	N.A.	(0.18)	(0.14)	(0.01)	(0.17)	(0.24)	(0.28)	(0.27)			
Gross margin (%)	39.61	41.96	43.84	37.44	42.41	46.39	42.40	43.26	36.30			
Operating margin	15.36	19.15	14.17	2.76	10.87	21.25	15.93	11.69	10.33			
EBIT margin (%)	17.16	20.59	16.25	4.35	13.13	22.73	17.38	12.57	4.91			
EBITDA margin (%)	21.27	23.57	20.28	10.23	19.34	27.37	23.37	18.51	12.60			
Net margin (%)	14.38	15.65	11.17	5.80	11.47	18.41	14.35	10.60	4.79			
Selling exp/sales (%)	14.26	15.28	20.78	24.02	19.85	17.77	17.26	20.16	13.99			
Admin/sales (%)	9.99	7.53	8.88	10.66	11.69	7.37	9.20	11.41	11.99			
Opex/revenue	24.25	22.81	29.66	34.68	31.54	25.14	26.47	31.57	25.97			
Effective tax rate	20.18	20.42	18.03	15.42	20.77	19.57	23.62	15.54	23.77			
ROA (%)	N.A.	N.A.	10.29	6.45	11.63	25.29	15.55	15.21	7.78			
ROE (%)	N.A.	166.95	13.59	8.34	14.87	32.73	19.21	18.60	9.46			

Source: KGI Research

**Figure 9: TKN – Quarterly earnings performance**

Unit : THBm									% chg		
	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	QoQ	YoY
Sales	696	815	1,008	981	1,018	1,120	1,261	1,307	1,121	(14.2)	10.1
Cost of sales	453	520	659	627	644	726	813	836	735	(12.1)	14.1
<b>Gross profit</b>	<b>243</b>	<b>294</b>	<b>349</b>	<b>354</b>	<b>374</b>	<b>394</b>	<b>448</b>	<b>471</b>	<b>386</b>	<b>(18.0)</b>	<b>3.4</b>
Selling exp	126	140	140	122	112	118	123	117	125	6.9	12.0
Admin exp	52	56	58	53	63	56	69	67	53	(21.3)	(16.1)
Operating profit	64	98	151	179	199	220	256	287	208	(27.5)	4.7
Other income	6	3	1	3	4	11	3	6	7	18.5	69.9
<b>EBIT</b>	<b>70</b>	<b>101</b>	<b>153</b>	<b>182</b>	<b>203</b>	<b>231</b>	<b>259</b>	<b>293</b>	<b>215</b>	<b>(26.5)</b>	<b>6.1</b>
<b>EBITDA</b>	<b>88</b>	<b>119</b>	<b>156</b>	<b>182</b>	<b>205</b>	<b>248</b>	<b>272</b>	<b>331</b>	<b>232</b>	<b>(29.9)</b>	<b>13.2</b>
Interest Expenses	4	5	4	4	2	2	1	1	2	77.7	(23.9)
<b>Pretax profit</b>	<b>65</b>	<b>96</b>	<b>149</b>	<b>178</b>	<b>201</b>	<b>229</b>	<b>258</b>	<b>292</b>	<b>214</b>	<b>(26.9)</b>	<b>6.4</b>
Income Tax	14	21	31	32	40	44	55	57	43	(25.9)	6.6
<b>Net profit</b>	<b>51</b>	<b>75</b>	<b>119</b>	<b>152</b>	<b>161</b>	<b>185</b>	<b>202</b>	<b>234</b>	<b>171</b>	<b>(27.1)</b>	<b>6.4</b>
<b>EPS (Bt)</b>	<b>0.05</b>	<b>0.07</b>	<b>0.12</b>	<b>0.11</b>	<b>0.12</b>	<b>0.13</b>	<b>0.15</b>	<b>0.17</b>	<b>0.12</b>	<b>(27.1)</b>	<b>6.4</b>
<b>Key figures and ratio</b>											
Net debt (net cash) (Bt mn)	N.A.	N.A.	274	(1,093)	(1,043)	(619)	(710)	(904)	(363)		
D/E ratio(net debt)	N.A.	N.A.	0.7	(0.6)	(0.5)	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(0.2)		
Gross margin (%)	34.89	36.14	34.59	36.12	36.71	35.20	35.50	36.06	34.45		
Operating margin	9.2	12.0	15.0	18.3	19.5	19.6	20.3	21.9	18.6		
EBIT margin (%)	10.0	12.4	15.2	18.6	19.9	20.6	20.5	22.4	19.2		
EBITDA margin (%)	12.6	14.6	15.5	18.6	20.1	22.2	21.6	25.3	20.7		
Net margin (%)	7.4	9.2	11.8	15.5	15.8	16.5	16.0	17.9	15.2		
Selling exp/sales (%)	7.5	6.9	5.7	5.4	6.2	5.0	5.5	5.1	4.7		
Admin. exp/sales (%)	18.1	17.2	13.9	12.4	11.0	10.5	9.7	9.0	11.2		
Effective tax rate	21.48	22.02	20.56	18.16	19.91	19.38	21.52	19.69	19.94		
ROA (%)	N.A.	N.A.	32.8	21.6	23.3	24.8	28.6	30.4	20.6		
ROE (%)	N.A.	N.A.	127.1	33.0	32.0	36.1	40.7	42.2	28.6		

Source: KGI Research

Not aggressive in branch expansion in 1Q17, but focusing on asset quality instead

**KGI Locations**

<b>China</b>	Shanghai	Room 1907-1909 , Tower A, No. 100 Zunyi Road, Shanghai, PRC 200051
	Shenzhen	Room 24D1, 24/F, A Unit, Zhen Ye Building, 2014 Bao'annan Road, Shenzhen, PRC 518008
<b>Taiwan</b>	Taipei	700 Mingshui Road, Taipei, Taiwan Telephone 886.2.2181.8888 · Facsimile 886.2.8501.1691
<b>Hong Kong</b>		41/F Central Plaza, 18 Harbour Road, Wanchai, Hong Kong Telephone 852.2878.6888 Facsimile 852.2878.6800
<b>Thailand</b>	Bangkok	8th - 11th floors, AsiaCentreBuilding 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand Telephone 66.2658.8888 Facsimile 66.2658.8014

**KGI's Ratings**

<b>Rating</b>	<b>Definition</b>
Outperform (OP)	The stock's excess return* over the next twelve months is ranked in the top 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).
Neutral (N)	The stock's excess return* over the next twelve months is ranked in the range between the top 40% and the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan). 1.3
Under perform (U)	The stock's excess return* over the next twelve months is ranked in the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).
Not Rated (NR)	The stock is not rated by KGI Securities.
Restricted (R)	KGI policy and/or applicable law regulations preclude certain types of communications, including an investment recommendation, during the course of KGI's engagement in an investment banking transaction and in certain other circumstances.  <i>Excess return = 12M target price/current price-</i>
Note	When an analyst publishes a new report on a covered stock, we rank the stock's excess return with those of other stocks in KGI's coverage universe in the related market. We will assign a rating based on its ranking. If an analyst does not publish a new report on a covered stock, its rating will not be changed automatically.

**Disclaimer**

KGI Securities (Thailand) Plc. ( "The Company" ) disclaims all warranties with regards to all information contained herein. In no event shall the Company be liable for any direct, indirect or any damages whatsoever resulting from loss of income or profits, arising by utilization and reliance on the information herein. All information hereunder does not constitute a solicitation to buy or sell any securities but constitutes our sole judgment as of this date and are subject to change without notice.

รายงานผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน (CG Report)



บริษัทที่ได้คะแนนอยู่ในระดับ "ดีเลิศ ( Excellent )"

ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท
AOT	บริษัท ท่าอากาศยานไทย	GPSC	บริษัท โกลบอล เพาเวอร์ ซินเนอร์ยี จำกัด	PTTGC	บริษัท พีทีที โกลบอล เคมิคอล
BCP	บริษัท บางจากปิโตรเลียม	HMPRO	บริษัท โฮม โปรดักส์ เซ็นเตอร์	QH	บริษัท ควอลิตี้เฮาส์
BIGC	บริษัท บีซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์	IRPC	บริษัท ไออาร์พีซี	RATCH	บริษัท ผลิตไฟฟ้าราชบุรีโฮลดิ้ง
BTS	บริษัท บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์	KBANK	ธนาคารกรุงไทย	SCB	ธนาคารไทยพาณิชย์
CK	บริษัท ข.การช่าง	KCE	บริษัท เคซีอี ซีเล็คโทรนิคส์	SCC	บริษัท บุญสมิทธิ์ไทย จำกัด
CPF	บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร	KKP	ธนาคารกสิกรไทย	SPALI	บริษัท สุภาลัย
CPN	บริษัท เซ็นทรัลพัฒนา	KTB	ธนาคารกรุงไทย	STEC	บริษัท ซี.ไอ.ไทย เอ็นจิเนียริ่งแอนด์คอนสตรัคชั่น จำกัด
DELTA	บริษัท เดลต้า อีเล็คโทรนิคส์ (ประเทศไทย)	KTC	บริษัท บัตรกรุงไทย	SVI	บริษัท เอสวีไอ
DRT	บริษัท กระเบื้องหลังคาตราเพชร	LPN	บริษัท แอล.พี.เอ็น.ดีเวลลอปเม้นท์	TCAP	บริษัท ทูน่าชชาติ
DTAC	บริษัท โทรทัศน์ แคสเส็ต คอมมูนิเคชั่น	MINT	บริษัท ไมเนอร์ อินเตอร์เนชั่นแนล	TISCO	บริษัท ทีเอสไอไฟแนนเชียลกรุ๊ป
EGCO	บริษัท ผลิตไฟฟ้า	PTT	บริษัท ปตท.	TMB	ธนาคารทหารไทย
GFPT	บริษัท จีเอฟพีที	PTTEP	บริษัท ปตท.สำรวจและผลิตปิโตรเลียม	TOP	บริษัท ไทยออยล์



บริษัทที่ได้คะแนนอยู่ในระดับ "ดีมาก ( Very Good )"

ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท
AAV	บริษัท เอเชีย เออีเอ็น	CKP	บริษัท ซีเค พาวเวอร์ จำกัด	PYLON	บริษัท ไพลอน
ADVANC	บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส	DCC	บริษัท ไดนาสตีเซรามิก	ROBINS	บริษัท ห้างสรรพสินค้าโรบินสัน
ANAN	บริษัท อนันดา ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด	ERW	บริษัท ดี เอชวี จำกัด	SEAFSCO	บริษัท ซีพีเอฟ
AP	บริษัท เอเชียแปซิฟิกเพอร์ซิเคิล ดีเวลลอปเม้นท์	GLOBAL	บริษัท สยามโกลบอลเฮาส์	SPRC	บริษัท สดาร์ ปิโตรเลียม รีไฟน์นิ่ง
BANPU	บริษัท บานปู	GLOW	บริษัท โกลว์ จำกัด	TASCO	บริษัท ทีพีไอเอสฟิลท์
BBL	ธนาคารกรุงเทพ	GUNKUL	บริษัท กันกุลเอ็นจิเนียริ่ง	TMT	บริษัท ต้าเหล็กไทย
BDMS	บริษัท กรุงเทพดุสิตเวชการ จำกัด	LH	บริษัท แลนด์เคเอ็นดีเฮาส์	TRUE	บริษัท TRUE คอร์ปอเรชั่น
BEM	บริษัท ทางด่วนและรถไฟฟ้ากรุงเทพ จำกัด	MALEE	บริษัท มาลีสามพราน	TVO	บริษัท น้ำมันพืชไทย
CENDEL	บริษัท โรงแรมเซ็นทรัลพลาซ่า	MTLS	บริษัท เมืองไทย ลิสซิ่ง จำกัด		
CHG	บริษัท โรงพยาบาลจุฬารัตน์ จำกัด	PACE	บริษัท เพช ดีเวลลอปเม้นท์ คอร์ปอเรชั่น		



บริษัทที่ได้คะแนนอยู่ในระดับ "ดี ( Good )"

ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท
BA	บริษัท การบินกรุงเทพ จำกัด	MAKRO	บริษัท สยามแม็คโคร	SCN	บริษัท สแกน อินเตอร์ จำกัด
BH	บริษัท โรงพยาบาลบำรุงราษฎร์	MODERN	บริษัท โมเดิร์นฟาร์มกรุ๊ป	SIRI	บริษัท แอสสิริ
BJCHI	บริษัท บีจีซี เอพี อินดัสทรี จำกัด	NOK	บริษัท สายการบินนกแอร์ จำกัด	TKN	บริษัท แก้วแกงน้อย ฟู้ดแอนด์มาร์เก็ตติ้ง จำกัด
CBG	บริษัท คาราบาวกรุ๊ป จำกัด	SAPPE	บริษัท เซ็ปเป้ จำกัด	TPCH	บริษัท ทีพีซี เพาเวอร์โฮลดิ้ง จำกัด
ILINK	บริษัท อินเทอร์เน็ตประเทศไทย จำกัด	SAWAD	บริษัท สวีสวีดี พาวเวอร์ 1979 จำกัด	TRT	บริษัท โทรไทย
LPH	บริษัท โรงพยาบาลลาดพร้าว จำกัด	SCI	บริษัท เอสซีไอ ซีเล็คโทรนิค จำกัด		

บริษัทที่ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR

ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท
BCH	บริษัท บางกอก เซน ฮอสปิตอล จำกัด	BPP	บริษัท บ้านปู เพาเวอร์ จำกัด	FN	บริษัท เอฟเอ็น แฟคตอรี เซิร์ฟิส จำกัด
BPCG	บริษัท บีซีพีจี จำกัด	CPALL	บริษัท ซีพี ออลล์		

ที่มา: www.thai-iod.com

Disclaimer : การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน ผลสำรวจดังกล่าวเป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ เคจีไอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองถึงความถูกต้องครบถ้วนของผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

## รายงานผลการประเมินโครงการประเมินการพัฒนการต่อต้านการทุจริต (Anti-corruption Progress Indicator)

### ระดับ 5: ขยายผลสู่ผู้ที่เกี่ยวข้อง (Extended)

ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท
ADVANC	บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส	GLOBAL	บริษัท สยามโกลบอลเฮาส์	QH	บริษัท ควอลิตี้เฮาส์
ANAN	บริษัท อนันดา ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด	GPSC	บริษัท โกลบอล เพาเวอร์ ซินเนอร์ยี จำกัด	RATCH	บริษัท ผลิตไฟฟ้าราชบุรีโฮลดิ้ง
BBL	ธนาคารกรุงเทพ	HMPRO	บริษัท โฮม โปรดักส์ เซ็นเตอร์	ROBINS	บริษัท ห้างสรรพสินค้าโรบินสัน
BCH	บริษัท บางกอก เซน ฮอสพิทอล จำกัด	IRPC	บริษัท ไออาร์พีซี	SCC	บริษัท ปูนซิเมนต์ไทย จำกัด
BDMS	บริษัท กรุงเทพดุสิตเวชการ จำกัด	KBANK	ธนาคารกรุงไทย	SIRI	บริษัท แสงสิริ
BIGC	บริษัท บีซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์	KCE	บริษัท เคซีอี อีเล็คโทรนิคส์	SPALI	บริษัท สุภาลัย
CK	บริษัท ช.การช่าง	KKP	ธนาคารเกียติพาณิชย์	STEC	บริษัท ซี.ไอ.ไทย เอ็นจิเนียริ่งแอนด์คอนสตรัคชั่น จำกัด
DCC	บริษัท โดนาสดีเซลมิค	KTB	ธนาคารกรุงไทย	TCAP	บริษัท ทูซอนชาด
DELTA	บริษัท เดลต้า อีเล็คโทรนิคส์ (ประเทศไทย)	LPH	บริษัท โรงพยาบาล ลาดพร้าว จำกัด	TISCO	บริษัท ทีเอสไอไฟแนนเชียลกรุ๊ป
DRT	บริษัท กระเบื้องเคลือบคตราเพชร	PACE	บริษัท เพช ดีเวลลอปเม้นท์ คอร์ปอเรชั่น	TMT	บริษัท ต้าเน็กไทย
EGCO	บริษัท ผลิตไฟฟ้า	PTT	บริษัท ปตท.	TOP	บริษัท ไทยออยล์
GFPT	บริษัท จีเอฟพีที	PTTGC	บริษัท พีทีที โกลบอล เคมิคอล		

### ระดับ 4: ได้รับการรับรอง (Certified)

ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท
AAV	บริษัท เอเชีย เอวิเอชั่น	ERW	บริษัท ดี เอช อาร์ กรุ๊ป	SAPPE	บริษัท เซ็ปเป้ จำกัด
AP	บริษัท เอเชีย นอร์ทเทิร์น เพอร์ซิ ดีเวลลอปเม้นท์	GLOW	บริษัท โกลว์ พลังงาน	SAWAD	บริษัท ศรีสวัสดิ์ พาวเวอร์ 1979 จำกัด
BA	บริษัท การบินกรุงเทพ จำกัด	GUNKUL	บริษัท กันกุลเอ็นจิเนียริ่ง	SCB	ธนาคารไทยพาณิชย์
BANPU	บริษัท บ้านปู	ILINK	บริษัท อินเทอร์เน็ต คอมมูนิเคชั่น	SCN	บริษัท สแกน อินเตอร์ จำกัด
BCP	บริษัท บางจากปิโตรเลียม	KTC	บริษัท บัตรกรุงไทย	SEAFSCO	บริษัท ซีพีที
BH	บริษัท โรงพยาบาลบำรุงราษฎร์	LH	บริษัท แลนด์แอนด์เฮาส์	SVI	บริษัท เอสวีไอ
BJCHI	บริษัท บีจีซี เฮฟวี อินดัสทรี จำกัด	LPN	บริษัท แอล.พี.เอ็น. ดีเวลลอปเม้นท์	TASCO	บริษัท ทีบีทีเอสพี
CBG	บริษัท คาบวาบกรุ๊ป จำกัด	MAKRO	บริษัท สยามแม็คโคร	TKN	บริษัท ทีเคเอ็น อีเอส จำกัด
CENDEL	บริษัท เซ็นเดิล เซอร์วิสเซส จำกัด	MALEE	บริษัท มาลีสามพวง	TMB	ธนาคารทหารไทย
CHG	บริษัท โรงพยาบาลจุฬารัตน์ จำกัด	MINT	บริษัท ไมเนอร์ อินเตอร์เนชั่นแนล	TRT	บริษัท ทีวีไทย
CKP	บริษัท ซีเค พาวเวอร์ จำกัด	MODERN	บริษัท โมเดิร์นฟาร์มกรุ๊ป	TRUE	บริษัท ทรู คอร์ปอเรชั่น
CPF	บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร	NOK	บริษัท สายการบินนกแอร์ จำกัด	TVO	บริษัท ทีวีเอ็มพีซีไทย
CPN	บริษัท เซ็นทรัลพัฒนา	PTTEP	บริษัท ปตท. สำรวจและผลิตปิโตรเลียม		
DTAC	บริษัท โทเทิล แอ็คเซ็ส คอมมูนิเคชั่น	PYLON	บริษัท ไพลอน		

### ระดับ 3: มีมาตรการป้องกัน (Established)

ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท
BEM	บริษัท ทางด่วนและรถไฟฟ้ากรุงเทพ จำกัด	MTLS	บริษัท เมืองไทย ลิสซิ่ง จำกัด	SPRC	บริษัท สดาร์ ปิโตรเลียม วีโพนิง
CPALL	บริษัท ซีพี ออลล์	SCI	บริษัท เอสซีไอ อีเล็คโทรนิค จำกัด		

### ไม่เปิดเผยหรือไม่มีนโยบาย

ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท
AOT	บริษัท ท่าอากาศยานไทย	BPP	บริษัท บ้านปู เพาเวอร์ จำกัด	FN	บริษัท เอฟเอ็น แพนดอร์ เซ็ทโลท จำกัด
BCPG	บริษัท บีซีพีจี จำกัด	BTS	บริษัท บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์	TPCH	บริษัท ทีพีซี เพาเวอร์โฮลดิ้ง จำกัด

ที่มา: [www.cgthailand.org](http://www.cgthailand.org)

Disclaimer: การเปิดเผยผลการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-Corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดทำโดยสถาบันที่ เกี่ยวข้องซึ่งมีการเปิดเผยโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียน โดยผลการประเมินดังกล่าว สถาบันที่เกี่ยวข้องอาศัย ข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งได้อ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารและ หรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งเป็นบุคคลภายนอก โดยมีได้เป็นการประเมินการปฏิบัติตามบริษัทจดทะเบียนในตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน

เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ เคจีไอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด