

DOHOME (DOHOME TB)

บมจ.ดูโฮม

Current	Previous	Close	2021 TP	Exp Return	THAI CAC	CG 2019
BUY	--	10.1	13.0	+ 28.7%	N/A	N/R

Consolidated earnings				
BT (mn)	2019	2020	2021E	2022E
Normalized profit	701	688	866	969
Net profit	726	688	866	969
EPS (Bt)-Norm	0.38	0.37	0.47	0.52
EPS (Bt)	0.46	0.37	0.47	0.52
% EPS growth	46.8	-19.4	25.8	11.9
Dividend (Bt)	0.19	0.17	0.21	0.23
BV/share (Bt)	3.48	3.68	3.94	4.23
EV/EBITDA (x)	19.3	18.6	15.7	14.1
PER (x) - Norm	26.7	27.2	21.7	19.4
PER (x)	22.0	27.2	21.7	19.4
PBV(x)	2.9	2.7	2.6	2.4
Dividend yield (%)	1.8	1.7	2.1	2.3
ROE (%)	10.9	10.1	11.8	12.3
No. of shares- full dilution	1,856	1,856	1,856	1,856
Par (Bt)	1.0	1.0	1.0	1.0

Source: Company data, FSS estimates

Share data	
Sector	Commerce
Close (23/06/2020)	10.10
SET Index	1,356.43
Foreign limit/actual (%)	49.00/5.75
Paid up shares (million)	1,856.16
Free float (%)	28.05
Market cap (Bt m)	18,747.22
Avg daily T/O (Bt m) (2020 YTD)	121.53
hi, lo, avg (Bt) (2020 YTD)	10.40, 3.88, 7.18

Source: SetSMART

Analyst: Sureporn Teewasuwet

Register No.: 040694

Tel.: +662 646 9972

email: Sureporn.t@fnsyrus.com

www.fnsyrus.com

 Finasia Syrus Securities

 Finasia

 @fnsyrus

ห้องใหม่ใจไลในกลุ่ม Home Improvement

เราเริ่มต้นคำแนะนำ ซื้อ สำหรับ DOHOME ด้วยราคาเป้าหมายปี 2021 เท่ากับ 13 บาท (DCF) ภายหลังระดมทุน IPO ช่วยปลดล็อกข้อจำกัดด้านเงินทุน ทำให้บริษัทสามารถขยายสาขาได้เพิ่มมากขึ้นทั้งขนาดใหญ่และเล็ก จากปัจจุบันที่มีเพียง 16 แห่ง คาดจะเพิ่มเป็น 28 แห่ง, 51 แห่ง และ 64 แห่ง ในปี 2020 – 2022 ซึ่งจะช่วยสร้างการเติบโตของรายได้ได้มากขึ้น จากในอดีตที่แทบไม่มีการเติบโตในแต่ละ และพึ่งพิงรายได้เพียงไม่กี่สาขา นอกจากนี้ยังมีเป้าหมายเพิ่มสัดส่วนสินค้า House Brand ซึ่งที่ผ่านมาทำได้อยู่ที่ 16% ในปี 2019 เพิ่มจาก 14% ก่อน IPO และมีแผนเพิ่มเป็น 20% ภายใปี 2022 ซึ่งจะช่วยหนุนอัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้นปีละ 20-30 bps ทั้งนี้เราคาดอัตราการเติบโตของกำไรสุทธิปี 2020 จะลดลง -6.8% Y-Y จากผลกระทบ CV-19 และคาดกลับมาโตราว 25.8% ในปี 2021 คาดอัตราการเติบโตของกำไรสุทธิปี 2021 – 2023 จะโตเฉลี่ย 14.4% CAGR มีแผนขยายสาขาใหม่มากขึ้น

บริษัทดำเนินธุรกิจค้าปลีก ค้าส่ง และให้บริการด้านวัสดุก่อสร้างและอุปกรณ์ตกแต่งบ้านมากกว่า 36 ปี โดยเปิดสาขาแรกที่ จ. อุบลราชธานี และสิ้นปี 2019 มีจำนวนสาขาขนาดใหญ่ Dohome 10 แห่ง และ To Go 6 แห่ง ภายหลังเข้าระดมทุน IPO ตั้งแต่ ส.ค. 2019 ถือเป็นการปลดล็อกข้อจำกัดด้านเงินทุน ทำให้บริษัทสามารถขยายสาขาใหม่ได้มากขึ้น โดยมีแผนเปิดสาขา Dohome หลังจากนี้ปีละ 3 แห่ง เพื่อให้บรรลุเป้าหมายแรกในปี 2021 ที่ 16 Dohome และ 84 Dohome To Go ถือว่าค่อนข้าง Aggressive สำหรับสาขาขนาดเล็ก

การเปิดสาขาใหม่ช่วยกระจายความเสี่ยง และลดการขยายแบบ Credit
เนื่องจากบริษัทอยู่คู่ชุมชนมานาน ทำให้ปัจจุบันพึ่งพิงรายได้จาก 4 สาขาแรกของบริษัท (อุบลราชธานี, โคราช, รังสิต, ขอนแก่น) สูงถึง 79% ของรายได้รวม และด้วยลูกค้าที่หลากหลายทั้ง รายย่อย, ร้านค้าช่วง และผู้รับเหมางานราชการและเอกชน ทำให้มีการขายในรูปแบบ Credit ราว 30% ของรายได้รวม สำหรับสาขาใหม่ของบริษัทได้ลดการขาย Credit ลงไม่เกิน 10% ดังนั้นหลังจากนี้เมื่อขยายสาขาใหม่เพิ่มขึ้น จะช่วยกระจายความเสี่ยงลดการพึ่งพิงรายได้ 4 สาขาแรก (คาดสัดส่วนจะเหลือ 50% ภายใปี 2025) และลดความเสี่ยงจากลูกค้าผิดนัดชำระหนี้ได้มากขึ้น

แนวใหม่กำไร 2Q20 ไม่แย่ SSSG พลิกเป็นบวกทันทีหลัง Reopen
แม้เดือน เม.ย. ต้องปิดสาขาไปกว่า 80% แต่ SSSG ติดลบเพียง -18% Y-Y เพราะรายได้ราวครึ่งหนึ่งมาจากการขายผ่านโทรศัพท์ (หลังร้าน) และหลัง Reopen 17 พ.ค. ที่ผ่านมามี SSSG พลิกกลับเป็นบวกได้ทันที +10% Y-Y ในพ.ค. และ +10-15% Y-Y ในช่วงครึ่งเดือนแรกของ มิ.ย. มาจากทั้ง Pent-up Demand ส่วนหนึ่ง และมาจากลูกค้าผู้รับเหมางานราชการที่กลับมาดำเนินกิจกรรมก่อสร้างอีกครั้ง คาดกำไรสุทธิ 2Q20 อยู่ที่ 179 ล้านบาท (-6.8% Y-Y) และทรงตัว Q-Q ดีกว่าบริษัทอื่นในกลุ่มค้าปลีกที่คาดมีกำไรลดลงทั้ง Q-Q และ Y-Y

คาดการณ์ 3 ปีข้างหน้าโตเฉลี่ย 14.4% หนุนโดยสาขาใหม่ และ House Brand
คาดการณ์ 2H20 จะกลับมาเติบโต Y-Y หลัง CV-19 คลี่คลาย และบริษัทกลับมาเปิดสาขาใหม่อีกครั้ง เราคาดกำไรสุทธิปี 2020 ลดลง -5.2% Y-Y และกลับมาโตอีกครั้งในปี 2021 หักจากแผนเปิดสาขาใหม่ต่อเนื่องปีละ 3 Dohome, 10 Dohome To Go, ใช้ SSSG +2% ต่อปี และคาดการณ์กำไรขั้นต้นเพิ่มปีละ 20-30 bps จากเป้าหมายการเพิ่มสัดส่วนสินค้า House Brand จาก 16% ในปี 2019 เป็น 20% ในปี 2022 ดังนั้นเรจึงคาดการณ์อัตราการเติบโตของกำไรสุทธิปี 2021 – 2023 จะโตเฉลี่ย 14.4% CAGR

ประเมินราคาเป้าหมายปี 2021 เท่ากับ 13 บาท
เราใช้วิธี DCF โดยการนำ FCFF มาคิดลดด้วย WACC 7.5% และ Terminal Growth 3% ทำให้ได้ราคาเป้าหมายปี 2021 ที่ 13 บาท ซึ่ง Implied เป็น Target PE 2021 ที่ 27.6 เท่า ถือว่าไม่แพงและยังต่ำกว่า PE เฉลี่ยในอดีต 5 ปีย้อนหลังของกลุ่มค้าปลีกและกลุ่ม Home improvement (HMPRO GLOBAL) ที่ระดับ 32.1 เท่า และ 35.3 เท่า ตามลำดับ แม้ราคาหุ้นปัจจุบันจะสะท้อนการ Reopen ไปพอสมควรแล้ว โดยเทรดที่ Forward PE 20-21 ที่ 27.2 เท่า และ 21.7 เท่า ยิ่งถูกกว่ากลุ่มค้าปลีกที่เทรดบน 33 เท่า และ 27 เท่า ตามลำดับ

ประเด็นการลงทุน

มีแผนขยายสาขาใหม่ต่อเนื่อง ทั้งขนาดใหญ่และขนาดเล็ก

บริษัทดำเนินธุรกิจค้าปลีก ค้าส่ง และให้บริการด้านวัสดุก่อสร้างและอุปกรณ์ตกแต่งบ้าน โดยเริ่มธุรกิจตั้งแต่ปี 1983 และเปิดสาขาแรกที่ จ.อุบลราชธานี และได้เปิดสาขาใหม่อย่างต่อเนื่อง จนปัจจุบันสิ้น 1Q20 บริษัทมีจำนวนสาขาทั้งสิ้น 16 สาขา แบ่งเป็นสาขาขนาดใหญ่ Dohome 10 แห่ง และสาขาขนาดเล็ก Dohome To Go 6 แห่ง (บริษัทเพิ่งเริ่มเปิดสาขาขนาดเล็กในปี 2019 ที่ผ่านมา) โดยมีพื้นที่ขายรวมทั้งสิ้น 2.29 แสนตร.ม. และมีพื้นที่คลังสินค้า 2.55 แสนตร.ม. อีกทั้งยังมี 1 ศูนย์กระจายสินค้าตั้งอยู่ที่ปทุมธานี ขนาดพื้นที่ 41,580 ตร.ม. ซึ่งมีการนำระบบคลังสินค้าอัตโนมัติมาใช้ (ASRS System)

แม้ในปี 2020 จะประสบปัญหา CV-19 แต่ด้วยการก่อสร้างที่เริ่มดำเนินไปแล้ว บริษัทจึงยังคงแผนเปิดสาขาใหม่ในปีนี้ได้แก่ 3 สาขาใหญ่ (สุรินทร์, มาบตาพุด ระยอง, แหลมฉะเชิงเทรา ชลบุรี) ซึ่งจะเปิดใน 2H20 ทั้งหมด ส่วนสาขาขนาดเล็กมีแผนเปิดไม่ต่ำกว่า 5 แห่ง โดยมี Location แนนนอนแล้ว 3 แห่งใน 2Q20 (Cosmo Walk, ตลาดชัชวาล, ตลาดไทยสมบูรณ) และอีก 2 แห่ง จะเปิดใน 3Q20 (ตลาดรอยทรัพย์, ตลาดไทยรุ่งทิพย์) คาดจะมีการเปิดใน 4Q20 อีกราว 3 แห่ง จบปี 2020 คาดบริษัทมีจำนวนสาขาทั้งสิ้น 27 แห่ง (13 Dohome, 14 Dohome To Go) และในปี 2021 บริษัทมีแผนขยายสาขา Dohome เพิ่มอีก 3 แห่ง และ Dohome To Go อีก 70 แห่ง เพื่อให้บรรลุเป้าหมายที่ต้องการมี 16 Dohome และ 84 Dohome To Go ในปี 2021 ถือว่าค่อนข้าง Aggressive สำหรับร้านขนาดเล็ก

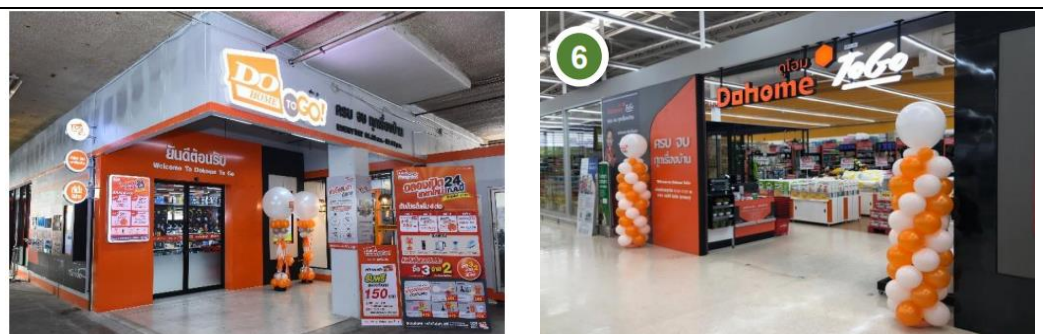
แผนการเปิดสาขาใหม่ในปี 2020



Existing: Large	Future: Large
(10 stores)	New (3 stores)
Ubon Ratchathani	Q3/20: Surin
Nakhon Ratchasima	Q3/20: Map Ta Phut, Rayong
Rangsit	Q4/20: Laem Chabang, Chon Buri
Khon Kaen	
Udonthani	
Rama II	
Bang Bua Thong	
Chiang Mai	
Bangna	
Phetkasem	
Existing: To Go	Future: To Go
(6 stores)	New (5 stores)
Makro Charansanitwong	Q2/20: Cosmo Walk
Makro Sathorn	Q2/20: Chatchawan Market
Big C Bang Phli	Q2/20: Thaisomboon Market
Tesco Lotus Korat	Q3/20: Ruaysub Market
Pantip Ngamwongwan	Q3/20: Thairungthip Market
Tesco Lotus Bangna	

Source: Company Data

ตัวอย่างสาขา Dohome To Go



Source: DOHOME's Presentation

สำหรับวัตถุประสงค์การขยายสาขาขนาดเล็ก เนื่องจากปัจจุบันพื้นที่เริ่มจำกัด ทำให้การหาทำเลที่ดินเพื่อเปิดสาขาขนาดใหญ่ทำได้ยากขึ้น ในขณะที่การขยายสาขาขนาดเล็ก ทำได้ค่อนข้างมากกว่า และสามารถขยายเข้าไปในหัวเมือง Tier 1 หรือแหล่งชุมชนต่างๆ ได้ง่าย ซึ่งช่วยตอบสนองความต้องการของลูกค้าและยังทำให้เป็นที่รู้จักมากขึ้น ในขณะที่ใช้เงินลงทุนต่ำราว 3-5 ล้านบาทต่อสาขา ทำให้ถึงจุดคุ้มทุนได้เร็ว ไม่เกิน 3 เดือน

ลักษณะของสาขาในแต่ละประเภท

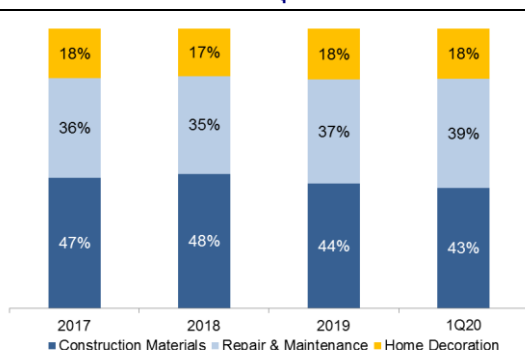
	Large Store Format (size L)	Dohome To Go (size S)
1Q20 No. of Stores	10	6
Retail Area per branch (sq.m)	Retail Space 13,200 Warehouse Space 9,400	300 - 1,000
Target area	Major cities and land plots already owned by companies	Department Stores / Supermarkets / Hypermarkets
Target product offerings	Construction Material / Repair & Maintenance / Home Decoration	Repair & Maintenance / Home Decoration
Target sales per year	1,000 - 1,200 mb per store	80,000 - 120,000 bt per sq.m.
CAPEX per branch	250 - 300 mb per store	5,000 - 6,000 bt per sq.m.
No. of employees per branch	180 people	6-12 people
Break Even Point	...	Within 2 months

Source: Company Data

กลยุทธ์เพิ่มสัดส่วนสินค้า House Brand ช่วยหนุน Margin Expansion

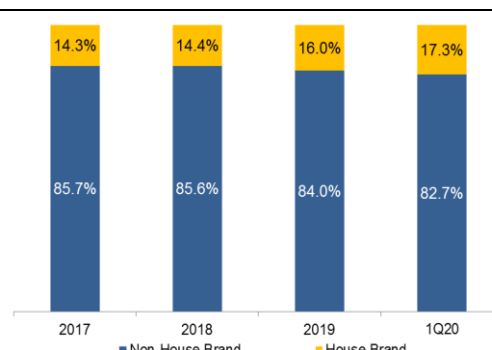
บริษัทมีสินค้าแบ่งเป็น 3 กลุ่มหลัก ได้แก่ กลุ่มวัสดุก่อสร้าง กลุ่มวัสดุซ่อมแซม และกลุ่มวัสดุตกแต่ง รวมปัจจุบันมีจำนวน SKUs ทั้งหมดราว 1.4 แสนรายการ และ ณ สิ้น 1Q20 บริษัทมีสัดส่วนรายได้จากกลุ่มวัสดุก่อสร้าง 43% รองมาคือ กลุ่มซ่อมแซม 39% และกลุ่มวัสดุตกแต่ง 18% ของรายได้รวม ในกลุ่มสินค้าวัสดุก่อสร้าง มีรายได้ราวครึ่งหนึ่งมาจากกลุ่มสินค้าเหล็ก คิดเป็นสัดส่วนรายได้รวม 20% ของรายได้รวม แม้จะเป็นกลุ่มที่มีมาร์จิ้นไม่สูงเมื่อเทียบกับสินค้ากลุ่มอื่น และมีความผันผวนของราคาสูงกว่าเพราะถือเป็นสินค้า Commodity ประเภทหนึ่ง แต่ที่ผ่านมามีการบริหารจัดการที่ดี และติดตามการเคลื่อนไหวของราคาเหล็กสม่ำเสมอ ทำให้มีกำไรมาโดยตลอด โดยมีอัตรากำไรขั้นต้นจากการขายเหล็กเฉลี่ยอยู่ที่ราว 10% - 12% (เทียบกับอัตรากำไรขั้นต้นรวมเฉลี่ยที่ 15% - 16%) ทั้งนี้ยังเป็นกลุ่มสินค้าจำเป็น เพราะเป็นที่ต้องการของกลุ่มลูกค้ารับเหมา (ทั้งงานภาครัฐและเอกชน) รวมถึงลูกค้าร้านค้าช่วง

โครงสร้างรายได้แบ่งตามกลุ่มสินค้า



Source: Company Data

สัดส่วนสินค้า House Brand



Source: Company Data

ปัจจุบัน ณ สิ้น 1Q20 บริษัทมีสัดส่วนสินค้า House Brand อยู่ที่ 17.3% ของรายได้รวม เพิ่มขึ้นจาก 14.9% ใน 1Q19 โดยมีจำนวนสินค้าอยู่ที่ราว 23,000 SKUs สินค้า House Brand ส่วนใหญ่เป็นกลุ่มวัสดุซ่อมแซม และตกแต่ง และนำเข้าจากต่างประเทศเกือบทั้งหมด เช่น จีน เวียดนาม อินเดีย เป็นต้น ทั้งนี้บริษัทมีแผนเพิ่มสัดส่วนสินค้า House Brand ขึ้นเป็น 20% ในปี 2 ปีข้างหน้า หรือภายในปี 2022 ถือเป็นกลยุทธ์ที่จะช่วยหนุนการเพิ่มขึ้นของอัตรากำไรขั้นต้น เพราะสินค้า House Brand มีอัตรากำไรขั้นต้นอยู่ที่ราว 30% - 32% สูงกว่าสินค้า Non-House Brand ที่มีอัตรากำไรขั้นต้นเฉลี่ยที่ 12% - 13% กรณีที่สัดส่วนสินค้า House Brand เพิ่มขึ้นทุกๆ 1% จะช่วยหนุนอัตรากำไรขั้นต้นโดยรวมเพิ่มขึ้นราว 20-30 bps

ตัวอย่างสินค้า House Brand ของบริษัท



Source: Company Data

ความเสี่ยงจากการพึ่งพิง 4 สาขาใหญ่จะทยอยลดลง

นับตั้งแต่เปิดสาขาแรกที่ อุบลราชธานี ในปี 1993 และหลังจากนั้น 14 ปีถัดมาในปี 2007 ได้เปิดสาขาที่ 2 ที่โคราช และปี 2010 เปิดที่รังสิต และปี 2012 เปิดที่ขอนแก่น ทำให้ทั้ง 4 สาขาดังกล่าวกลายเป็นสาขาที่สร้างรายได้หลักให้กับบริษัทด้วยสัดส่วนรายได้ในปี 2019 รวมอยู่ที่ประมาณ 79% ของรายได้รวม (อุบลราชธานี 28%, นครราชสีมา 23%, รังสิต 17%, ขอนแก่น 11%) ซึ่งทั้ง 4 สาขาหลักเป็นสาขาดั้งเดิมที่มีกลุ่มลูกค้าอยู่ในชุมชนมาอย่างยาวนาน ทำให้ที่ผ่านมามีการสั่งซื้อสินค้าผ่านทางโทรศัพท์ (ไม่ต้องมาหน้าร้าน) กว่า 50% ของรายได้ในแต่ละสาขา และทำให้รายได้รวมของบริษัทสามารถแบ่งออกเป็นการขายหน้าร้าน 50% และขายผ่านโทรศัพท์อีก 50% ของรายได้รวม หลังจากนั้นเมื่อบริษัทได้กลับมาขยายสาขาเพิ่มมากขึ้น จะทำให้สัดส่วนการพึ่งพิง 4 สาขาเดิมทยอยลดลง ถือเป็นกระบวนการกระจายความเสี่ยงไปยังสาขาอื่นได้มากขึ้น จากประมาณการของเราพบว่า ภายใต้แผนการเปิดสาขาใหม่ 3 แห่งต่อปี จะทำให้สัดส่วนรายได้จาก 4 สาขาเดิมลดลงเหลือ 50% ของรายได้รวมได้อย่างเร็วภายในปี 2025 เป็นต้นไป

สัดส่วนรายได้ของ 4 สาขาแรกสุด

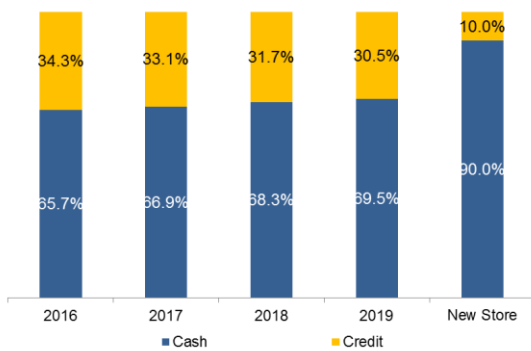
Branches	Opened	Sales Area	Total Area	2019 Sales	% to Total Sales 2019
	year	Sq.m.	Sq.m.	Bt mn	%
Ubon Ratchathani	1993	21,956	49,466	~5,000	28%
Nakhon Ratchasima	2007	19,725	56,887	~4,000	23%
Rungsit, Pathum Thani	2010	19,500	52,999	~3,000	17%
Khonkaen	2012	26,655	72,570	~2,000	11%
Udon thani	2013	30,424	78,012	~3,730	21%
Rama2, Samut Sakhon	2014	29,025	61,743		
Bang Bua Thong, Nonthaburi	2015	24,412	53,467		
Chiang Mai	2015	21,562	56,250		
Bangna, Chachoengsao	2018	19,570	47,014		
Petchkasem, Samut Sakorn	2019	12,900	25,600		
Total		225,729	554,008	17,730	100%

Source: Company Data, FSS Research

ความเสี่ยงลูกหนี้ผิดชำระจะทยอยลดลง เพราะลดการขายเครดิตสำหรับสาขาใหม่

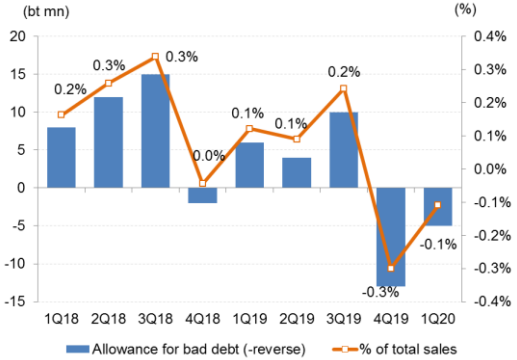
จากปัจจุบันที่บริษัทมีนโยบายการขาย 2 รูปแบบ คือ การรับชำระเงินเป็นเงินสดราว 70% ของรายได้จากการขาย และอีกราว 30% เป็นการขายโดยให้สินเชื่อทางการค้า โดยเฉพาะในสาขาเดิมขนาดใหญ่อย่าง อบลราชนาณี รังสิต โคราซ ขอนแก่น ที่มีความสัมพันธ์ยาวนานกับลูกค้า และมีการขายเครดิตมาตั้งแต่ในอดีต ถือเป็นความเสี่ยงของบริษัทหากลูกค้าประเภทสินเชื่อผิดนัดชำระหนี้ โดยบริษัทให้เครดิตเทอมลูกค้าราว 30 - 45 วัน และมีนโยบายการตั้งค่าเผื่อหนี้สูญเมื่อเกิน 6 เดือน จะตั้งสำรอง 30%, เกิน 1 ปี ตั้ง 50% และหากเกิน 2 ปี ตั้ง 100% ทั้งนี้ในช่วงที่ผ่านมาบริษัทมีการตั้งค่าเผื่อหนี้สูญจะสูญในแต่ละปี 10 - 30 ล้านบาท หรือคิดเป็นเพียง 0.1% - 0.2% ของรายได้รวม ถือว่ายังมีการบริหารจัดการที่ค่อนข้างดี อย่างไรก็ตาม นโยบายการขายของสาขาใหม่จะเป็นในรูปแบบเงินสดมากขึ้น โดยกำหนดสัดส่วนการขายในรูปแบบเครดิตให้ต่ำกว่า 10% ของรายได้สาขาใหม่ เพื่อลดความเสี่ยงดังกล่าว ดังนั้นจึงเชื่อว่าในระยะถัดไป จะเห็นรายได้จากการขายเครดิตทยอยลดลงต่อเนื่อง

โครงสร้างรายได้แบ่งตามลักษณะการขาย



Source: Company Data

การตั้งสำรองค่าเผื่อหนี้สูญจะสูญ



Source: Company Data

แนวโน้มอุตสาหกรรม และการแข่งขัน

ยังต้องติดตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจและกำลังซื้อ

เศรษฐกิจไทยเริ่มถูกกระทบจาก CV-19 ตั้งแต่เดือน มี.ค. ที่ผ่านมา ทำให้ตัวเลข GDP 1Q20 หดตัวลง -1.8% Y-Y โดยลดลงทั้งการลงทุนของภาครัฐและเอกชน, การใช้จ่ายของภาครัฐ และการนำเข้า มีเพียงการบริโภคภาคเอกชนที่ยังเพิ่มขึ้น +3% Y-Y แต่ถือเป็นการเติบโตในอัตราที่ลดลง โดยเติบโตได้เพียงกลุ่มอาหารและเครื่องดื่มเท่านั้น เช่น ปลากระป๋อง +50.5% Y-Y, บะหมี่สำเร็จรูป +9.1% Y-Y และน้ำดื่ม +9.1% Y-Y จะเห็นว่าเป็นกลุ่มสินค้าเป้าหมายที่ผู้บริโภคกักตุนในยามที่มีมาตรการ Lockdown รวมถึงตัวเลขการส่งออกที่โตเล็กน้อย +1.5% Y-Y

เศรษฐกิจไทยเริ่มได้รับผลกระทบ CV-19 ตั้งแต่ 1Q20

(%YoY)	2018	2019		2020		
	Year	Year	Q3	Q4	Q1	Year (f)
GDP (CVM)	4.2	2.4	2.6	1.5	-1.8	(-6.0)-(-5.0)
Investment ^{1/}	3.8	2.1	2.7	0.8	-6.5	-2.1
Private	4.1	2.8	2.3	2.6	-5.5	-4.2
Public	2.9	0.2	3.7	-5.1	-9.3	5.6
Private Consumption	4.6	4.5	4.3	4.1	3.0	-1.7
Government Consumption	2.6	1.4	1.7	-0.9	-2.7	3.6
Export of Goods ^{2/}	7.5	-3.2	0.0	-4.9	1.5	-8.0
Volume ^{2/}	3.9	-3.5	-0.4	-5.3	1.9	-6.0
Import of Goods ^{2/}	13.7	-5.4	-6.8	-7.6	-0.9	-13.2
Volume ^{2/}	7.7	-5.6	-6.6	-8.3	-0.1	-9.7
Current Account to GDP (%)	5.6	7.0	7.1	7.2	7.1	4.9
Inflation	1.1	0.7	0.6	0.4	0.4	(-1.5)-(-0.5)

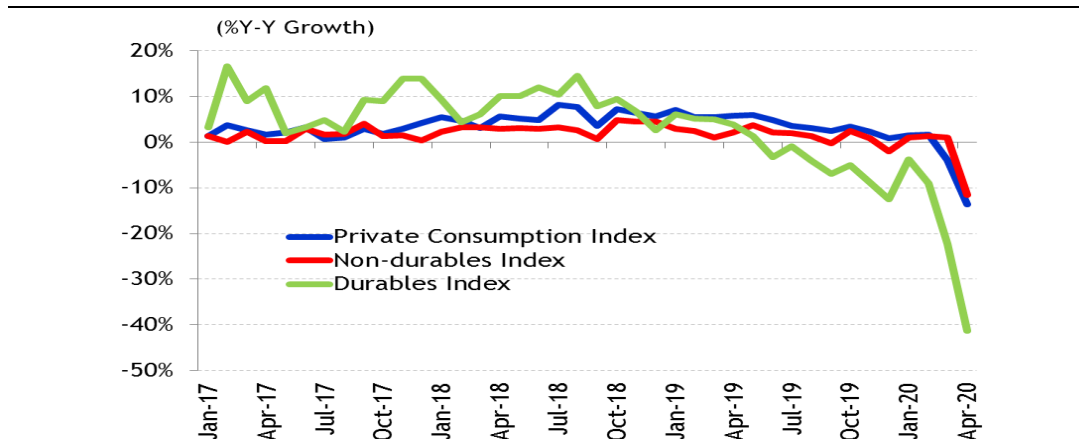
Note: ^{1/} Investment means Gross Fixed Capital Formation

^{2/} base on the Bank of Thailand's data

Source: NESDB

แม้ตัวเลขการบริโภคภาคเอกชนใน 1Q20 จะเติบโตได้ แต่เมื่อพิจารณาเป็นรายเดือนพบว่ามาจากเดือน มี.ค. – ก.พ. เป็นหลัก ในขณะที่เมื่อเริ่มมีการ Lockdown ในช่วง 10 วันสุดท้ายของเดือน มี.ค. พบว่า การบริโภคในเดือน มี.ค. เริ่มหดตัวลง -4% Y-Y และแยห้นักมากขึ้นในเดือน เม.ย. ที่เผชิญการ Lockdown และเคอร์ฟิวตลอดทั้งเดือน ทำให้การบริโภคภาคเอกชน -13.7% Y-Y โดยลดลงทั้งในกลุ่มสินค้าไม่คงทน -11.6% Y-Y และสินค้าคงทนหดตัวแรงถึง -41.3% Y-Y

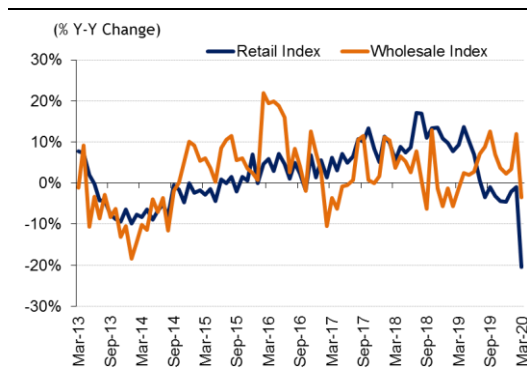
Private Consumption Index



Source: BOT

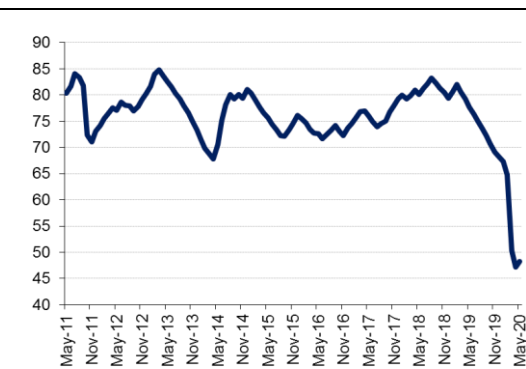
ตัวเลขดัชนีนี้ค่าปลีกค้าส่งสอดคล้องไปในทิศทางเดียวกัน โดยเฉพาะดัชนีนี้ค่าปลีกเริ่มหดตัวลงตั้งแต่เดือน มี.ค. -20.4% Y-Y ถือเป็นการลดลง Y-Y มากสุดเป็นประวัติการณ์ และคาดว่าจะลดลงมากขึ้นในเดือน เม.ย. และเป็นจุดต่ำสุดของปีนี้ ส่วนดัชนีนี้ค่าส่งหดตัวลงน้อยกว่า โดยลดลงเพียง -3.5% Y-Y ในเดือน มี.ค. ส่วนหนึ่งเพราะได้รับอานิสงส์จากการหักกักตุนสินค้าอุปโภคบริโภคของผู้บริโภค ในขณะที่ดัชนีนี้ความเชื่อมั่นผู้บริโภคได้ปรับลดลงต่อเนื่องตั้งแต่เดือน มี.ค. 2019 จากระดับ 80.6 จุด มาจนถึงปัจจุบันเดือน เม.ย. ดิ่งลงมาอยู่ที่ 47.2 จุด ปรับลง 13 เดือนติดต่อกัน และถือเป็นระดับต่ำสุดเป็นประวัติการณ์ ส่วนล่าสุดเมื่อเริ่มกลับมา Reopen ธุรกิจกันอีกครั้ง ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคในเดือน พ.ค. ขยับขึ้นมาอยู่ที่ 48.2 จุด

Retail Index and Wholesale Index



Source: BOT

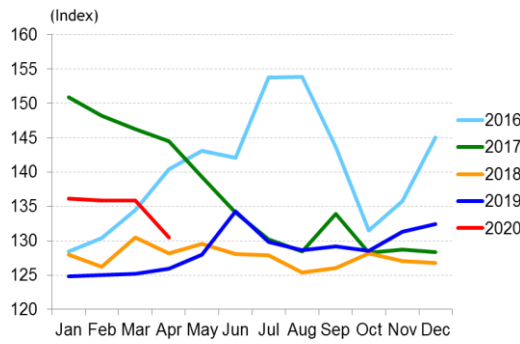
Consumer Confidence



Source: UTCC

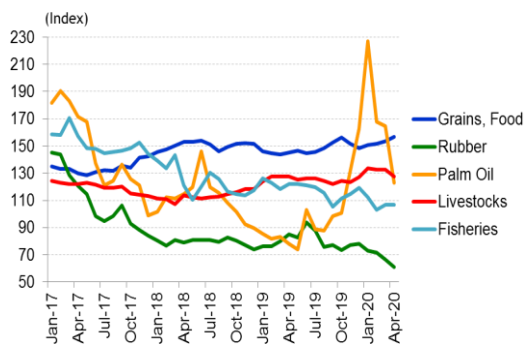
ถัดมาในส่วนของราคาสินค้าเกษตร แม้ในเดือน เม.ย. ดัชนีราคาสินค้าเกษตร (ปรับฤดูกาล) จะปรับลงมาอยู่ที่ 130.49 จุด จาก 135.86 จุดในเดือน มี.ค. และเป็นระดับต่ำสุดในรอบ 6 เดือน โดยมาจากฝั่ง Demand ที่ชะลอตัวตามมาตรการ Lockdown ที่เกิดขึ้น ซึ่งหากแยกดูเป็นรายสินค้าพบว่าปรับลงทุกกลุ่มสินค้า ทั้งยางพารา, ปาล์มน้ำมันที่ปรับลงแรง ตามราคาน้ำมันดิบในตลาดโลกที่ปรับลดลง, กลุ่มเนื้อสัตว์ (หมู ไก่) และกลุ่มประมง ยกเว้นกลุ่มรัฐพืชและพืชอาหาร เช่น ข้าวเปลือกเจ้า ที่มีคำสั่งซื้อจากทั้งในและต่างประเทศเพิ่มขึ้น เพราะกังวลภาวะขาดแคลนข้าว อย่างไรก็ตาม ยังพบว่าราคาสินค้าเกษตรโดยรวมยังอยู่ในระดับสูงกว่าปีก่อน ยกเว้นแค่ 2 กลุ่มสินค้าที่ราคาปรับลงต่ำกว่าปีก่อน นั่นคือ ยางพารา และสินค้าประมง และล่าสุดในเดือน มี.ย. เราเริ่มเห็นสัญญาณการฟื้นตัวของราคาสินค้าเกษตรอีกครั้ง โดยเฉพาะกลุ่มเนื้อสัตว์ และประมง ตาม Demand ที่เริ่มฟื้นตัวภายหลัง Reopen

Agricultural Price Index



Source: OAE

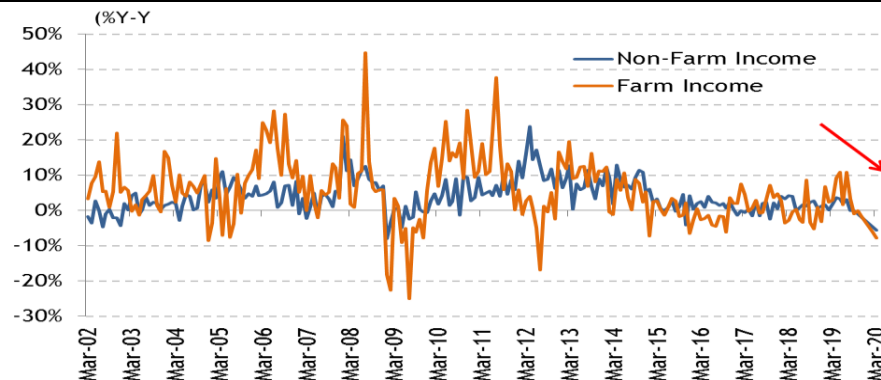
Agricultural Price Index by Product



Source: OAE

ในส่วนของค่าจ้างแรงงานโดยเฉลี่ยถูกกระทบจาก CV-19 พอสมควร โดยข้อมูลล่าสุดเดือน มี.ค. รายได้นอกภาคเกษตรปรับลดลง -5.6% Y-Y ส่วนรายได้ภาคเกษตรปรับลงมากกว่า -7.8% Y-Y ถือเป็น การปรับลง Y-Y เป็นเดือนที่ 7 ติดต่อกัน และปรับลงมากสุดในรอบ 7 เดือนด้วย แนวโน้มในเดือน เม.ย. น่าจะปรับลงมากขึ้น เพราะหลายธุรกิจไม่เพียงแต่หยุดให้บริการตามคำสั่งของภาครัฐ แต่มีการปิดตัวลงถาวร โดยเฉพาะภาคบริการ และธุรกิจที่มีขนาดกลางเล็ก

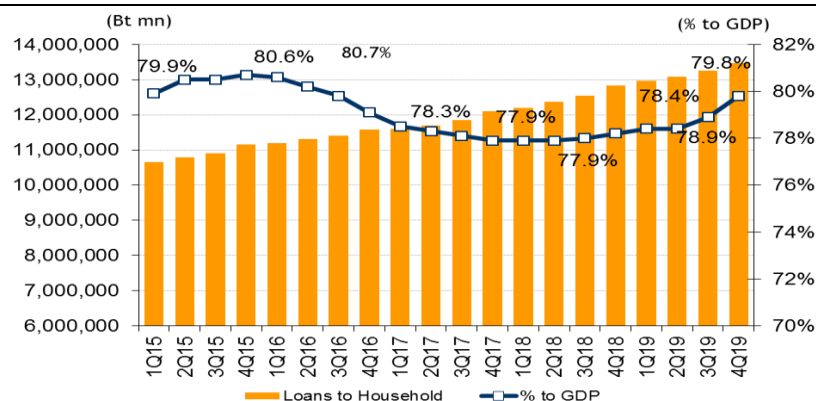
Farm Income and Non-Farm Income % Y-Y Growth



Source: BOT

สัดส่วนหนี้สินครัวเรือนยังเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องเฉลี่ยไตรมาสละ 5% - 6% Y-Y โดยข้อมูลล่าสุด 4Q19 หนี้ภาคครัวเรือนปรับขึ้นราว 2.2 แสนล้านบาท จากไตรมาสก่อนหน้า ถือว่าเป็นการเพิ่มขึ้นในอัตราที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยที่ราว 1.5 - 2.0 แสนล้านบาทต่อไตรมาสเล็กน้อย ซึ่งเพิ่มขึ้นเร็วกว่าการเพิ่มขึ้นของ GDP ทำให้สัดส่วนหนี้ครัวเรือนต่อ GDP ขยับขึ้นทำจุดสูงสุดในรอบ 13 ไตรมาสที่ระดับ 79.8% ทั้งนี้แนวโน้ม 2Q20 เราคาดเห็นสัดส่วนหนี้ขยับขึ้นสูงกว่าระดับ 80% จากทั้งการเพิ่มขึ้นของหนี้ภาคครัวเรือน เพราะได้รับการช่วยเหลือจากทั้งภาครัฐและภาคธนาคาร และการหดตัวของ GDP ที่ถูกกระทบจาก CV-19 ซึ่งระดับสัดส่วนหนี้ครัวเรือนต่อ GDP เคยไปแตะระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 80.7% ใน 4Q15 โดยในป็นสัดส่วนดังกล่าวสูงเกิน 80% เป็นเวลา 5 ไตรมาสติดกัน (2Q15 - 2Q16) มีความเป็นไปได้ที่อาจเห็นจุดสูงสุดใหม่ในปีนี้ และอาจต้องใช้เวลานานกว่า 5 ไตรมาสว่าที่สัดส่วนหนี้ครัวเรือนต่อ GDP จะลดลงต่ำกว่าระดับ 80% อีกครั้ง

Household debt to GDP



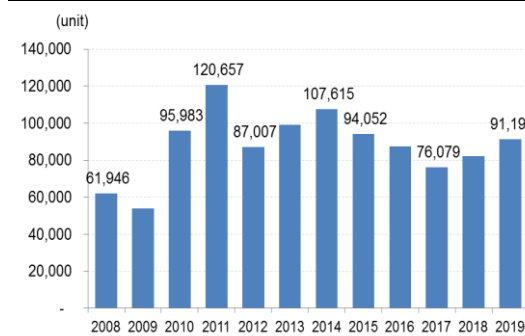
Source: BOT

สรุป NESDB คาดการณ์ GDP ไทยปี 2020 จะติดลบราว -5-6% Y-Y และอาจทำให้การฟื้นตัวของเศรษฐกิจใช้เวลามากกว่า 12 เดือนกว่าจะกลับมาเท่ากับช่วงก่อนมี CV-19 ทั้งนี้เราคาดว่าจะกลับมาฟื้นตัวได้อีกครั้งในปี 2021 ภายใต้สมมติฐานว่าสถานการณ์ CV-19 จะเริ่มคลี่คลายตั้งแต่ 2H20 เป็นต้นไป และไม่เกิด 2nd Wave อย่างไรก็ตาม ยังต้องติดตามการฟื้นตัวของกำลังซื้อต่อไป เพราะแม้เรามองว่าจะฟื้นตัวตามภาคธุรกิจ ซึ่งน่าจะฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป และคาดหวังราคาสินค้าเกษตรจะปรับตัวขึ้นต่อเนื่องในช่วงที่เหลือของปีนี้ แต่ยังมีประเด็นหนี้ครัวเรือนที่อยู่ในระดับสูง อาจยังกดดันกำลังซื้อกลุ่มคนที่มียรายได้อ่อนถึงต่ำ ในขณะที่กลุ่มที่มีรายได้อ่อนถึงสูงน่าจะฟื้นตัวได้เร็วกว่า

ภาคอสังหาริมทรัพย์ในต่างจังหวัดยังขยายตัวต่อเนื่อง

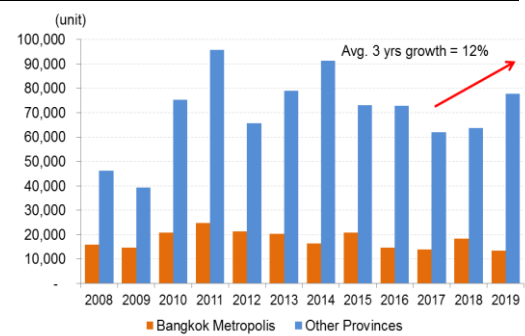
ธนาคารแห่งประเทศไทยรายงานตัวเลขการออกใบอนุญาตจัดสรรที่ดินทั่วประเทศในปี 2019 เท่ากับ 91,193 หน่วย เพิ่มขึ้นจากปี 76,079 หน่วยในปี 2017 คิดเป็นอัตราการเติบโต 9.5% CAGR เมื่อพิจารณาในรายละเอียดพบว่า การออกใบอนุญาตจัดสรรที่ดินในเขต กทม. ลดลงราว -2.4% CAGR ในเวลาเดียวกัน ในขณะที่ต่างจังหวัดเติบโตได้ต่อเนื่องราว 12% CAGR สะท้อนถึงการขยายตัวของความเป็นเมืองในต่างจังหวัดมากขึ้น และเมื่อพิจารณาตัวเลขสินเชื่ออสังหาริมทรัพย์ของธนาคารพาณิชย์พบว่าการเติบโตเพิ่มขึ้นทุกปี โดยในช่วง 5 ปีที่ผ่านมาเติบโตเฉลี่ย 5.9% CAGR ทั้งนี้พบว่าสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยส่วนบุคคลมีอัตราการเติบโตเฉลี่ย 6.4% CAGR สูงกว่าสินเชื่อสำหรับผู้ประกอบการที่โตเฉลี่ย 4.2% CAGR

Land Development License Nationwide



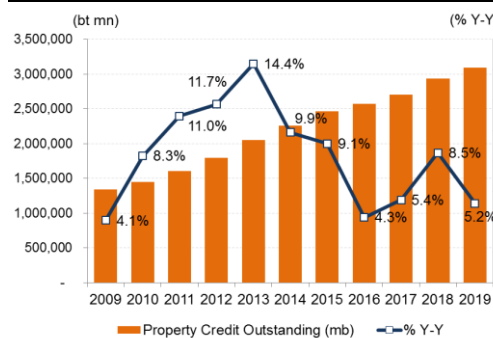
Source: BOT

Land Development License-BKK & Other Provinces



Source: BOT

Property Credit Outstanding



Source: BOT

Credit Outstanding breakdown by borrower

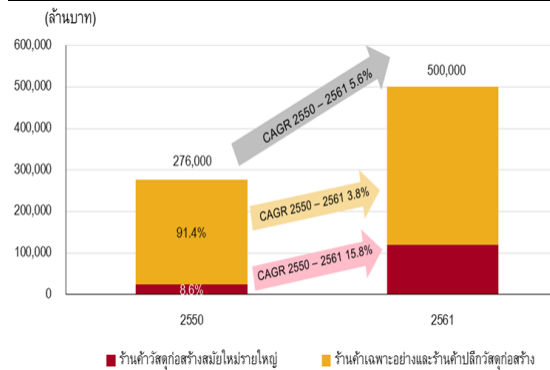


Source: BOT

ตลาดค้าปลีกวัสดุก่อสร้างหลัง CV-19 ยังโตได้ จากเทรนด์นิยมซ่อมแซม และช่องว่างในต่างจังหวัด

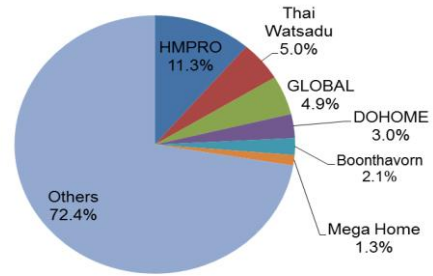
ในปี 2019 ธุรกิจค้าปลีกวัสดุก่อสร้างมีมูลค่าตลาดอยู่ที่ 5 แสนล้านบาท และมีจำนวนผู้ประกอบการกว่า 1.6 หมื่นราย โดยผู้ประกอบการ Modern Trade มีมูลค่าตลาดอยู่ที่ 1.3 - 1.4 แสนล้านบาท คิดเป็นสัดส่วนราว 27% - 28% ของมูลค่าค้าปลีกวัสดุก่อสร้าง ในอดีตก่อนปี 2018 มูลค่าตลาดค้าปลีกวัสดุก่อสร้างเติบโตเฉลี่ยปีละ 10% - 12% และถดถอยในปี 2018-2019 เติบโตอยู่ที่ราว 7% และ 6% ตามลำดับ ซึ่งยังเติบโตได้ต่อเนื่องจากทั้งการขยายสาขาใหม่ของผู้ประกอบการ Modern Trade และการเติบโตของยอดขายสาขาเดิม ซึ่งมาจากทั้งสินค้าที่ครบครัน และยังมีสินค้ากลุ่ม House Brand ที่มีราคาขายโดยเฉลี่ยถูกกว่าสินค้าแบรนด์ สามารถสนองความต้องการของผู้บริโภคได้ ส่งผลให้ผู้ประกอบการกลุ่ม Modern Trade สามารถแย่งชิงส่วนแบ่งการตลาดจากผู้ประกอบการ Traditional Trade ได้ ในอีกทางหนึ่งเราพบว่า ผู้ประกอบการ Traditional Trade กลุ่มหนึ่งก็กลายมาเป็นลูกค้าของผู้ประกอบการ Modern Trade เช่นเดียวกัน เห็นได้จาก Portfolio ลูกค้าของ GLOBAL และ DOHOME ที่มีรายได้อ่อนถึงหนึ่งมาจากลูกค้าร้านค้าช่วง

Market Value of Home Improvement



Source: DOHOME's Filing

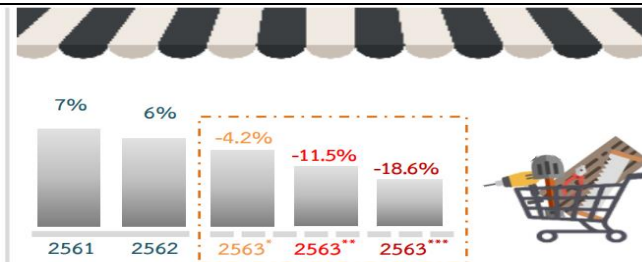
Market Share of Home Improvement 2019



Source: GSB

สำหรับการแข่งขันในตลาดค้าปลีกวัสดุก่อสร้าง ถือว่ามีการแข่งขันที่รุนแรงในระดับหนึ่ง ทั้งจากผู้ประกอบการรายเดิม และรายใหม่ที่ยังมีการทยอยเข้ามาในตลาดอย่างต่อเนื่อง เพราะภาพรวมมูลค่าตลาดในธุรกิจนี้ยังมีการเติบโตอยู่ในระดับที่ดี และยังมีช่องว่างการเติบโตด้วยการแย่งส่วนแบ่งการตลาดจาก Traditional Trade ได้อีกพอสมควร ในส่วนของกลยุทธ์การแข่งขัน เรายังไม่เห็นการแข่งขันด้านราคาที่รุนแรง แต่จะแข่งขันในลักษณะการแตกไลน์สินค้าให้ครอบคลุมไปทุกกลุ่ม และนำเสนอสินค้าที่มีคุณภาพ ทันสมัย และราคาคุ้มค่า รวมถึงการให้บริการที่ครบวงจร ทั้งการจัดส่ง, การติดตั้ง, การรับประกัน และการให้บริการหลังการขาย ในขณะที่การแข่งขันพบว่าค่อนข้างกระจุกตัวอยู่ในกลุ่มและปริมาณมากถึง 50% ของผู้ประกอบการค้าปลีกวัสดุก่อสร้างทั้งหมด ทำให้เรายังมองว่าการเติบโตหลังจากนี้จะมาจากต่างจังหวัดได้มากขึ้น

คาดการณ์การหดตัวของธุรกิจ Modern Trade วัสดุก่อสร้างปี 2020



ที่มา: รวบรวมข้อมูลและประมวลผลโดยศูนย์วิจัยธนาคารออมสิน
หมายเหตุ : * ปิดบริการถึง เม.ย.63 , ** ปิดบริการถึง พ.ค.63 ,
*** ปิดบริการถึง มิ.ย.63 ภายใต้สมมติฐานว่ามีการปิดสาขา ที่ให้บริการ ร้อยละ 80 และเริ่มมีการทยอยปิดสาขาตั้งแต่วันที่ 22 มี.ค.63

Source: GSB

แม้ในปี 2020 จะประสบกับโรคระบาด CV-19 และกระทบมูลค่าตลาดค้าปลีกวัสดุก่อสร้างโดยรวม แต่เรามองเป็นผลกระทบชั่วคราว โดยเฉพาะในช่วง 2Q20 ที่มองเป็นจุดต่ำสุดของปี ซึ่งผู้ประกอบการต้องปิดสาขาเกือบทั้งหมดตลอดในเดือน เม.ย. เชื่อว่ามูลค่าตลาดค้าปลีกวัสดุก่อสร้างในปีนี้จะลดลงพอสมควร ทั้งนี้ศูนย์วิจัยธนาคารออมสินประเมินธุรกิจ Modern Trade วัสดุก่อสร้างในปี 2020 จะหดตัวราว -4.2% ถึง -18.6% Y-Y และคาดว่าจะกลับมาเติบโตได้อีกครั้งในปี 2021 แม้ยังมีปัจจัยที่น่าเป็นห่วงคือ การฟื้นตัวของกำลังซื้อในระยะถัดไป ซึ่งอาจจะกระทบต่อ Demand บ้านใหม่ แต่เรายังมองเห็นการเติบโตของธุรกิจค้าปลีกวัสดุก่อสร้าง จากเทรนด์ความนิยมตกแต่งหรือซ่อมแซมบ้านเอง โดยรวมเราเรียกว่า กลุ่มลูกค้าบ้านเก่า ซึ่งเชื่อว่าจะเติบโตได้มากขึ้น ถือว่าสอดคล้องกับกลยุทธ์ที่ผู้ประกอบการ Modern Trade กำลังให้ความสำคัญกับกลุ่มสินค้าสำหรับตกแต่ง ซ่อมแซมบ้าน ซึ่งมีอัตรากำไรขั้นต้นสูงกว่ากลุ่มสินค้าโครงสร้าง (สำหรับก่อสร้าง) มากพอสมควร

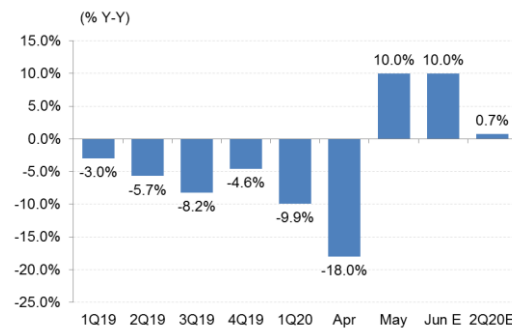
คาดการณ์ผลการดำเนินงาน

แนวโน้มกำไร 2Q20 ไม่แยء แม้ปิดสาขาเกือบหมดในเดือน เม.ย.

แม้บริษัทจะต้องปิดสาขาไปราว 80% ของสาขาทั้งหมด (ปิด Dohome 8 แห่ง จากทั้งหมด 10 แห่ง , ปิด Dohome To Go ทั้งหมด 6 แห่ง) ในเดือน เม.ย. แต่คาด SSSG จะติดลบราว -18% Y-Y เพราะปกติมีรายได้ราว 50% มาจากการขายผ่านโทรศัพท์ (บริษัทเรียกว่า ขายหลังร้าน) ทำให้ในช่วงที่ปิดสาขา ยังมีลูกค้าทั้งร้านค้าช่วงและผู้รับเหมาบางส่วน สามารถซื้อ

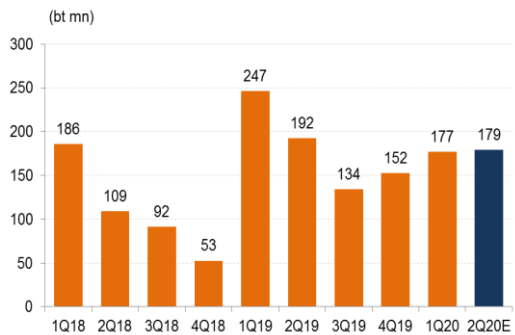
สินค้าผ่านทางโทรศัพท์ได้ และถัดมาในเดือน พ.ค. ช่วงครึ่งเดือนแรกยังคงถูกกระทบหนักอยู่ แต่นับตั้งแต่ 17 พ.ค. ที่รัฐบาลมีมาตรการผ่อนปรนให้กลับมาให้เปิดสาขาได้อีกครั้ง ทำให้ลูกค้ากลับมาใช้บริการที่สาขาคึกคักอย่างมาก ส่งผลให้ SSSG ในเดือน พ.ค. พลิกกลับมาเป็นบวกที่ราว +10% Y-Y ส่วนหนึ่งเรามองว่าเป็น Pent-up Demand ที่อันมาตั้งแต่ช่วง Lockdown แต่อย่างไรก็ตาม ล่าสุด SSSG ในช่วงครึ่งเดือนแรกของ มิ.ย. ยังเป็นบวกต่อเนื่องราว 10% - 15% Y-Y เพราะมาจากลูกค้าผู้รับเหมาในส่วนของงานราชการที่กลับมาสั่งซื้อมากขึ้น ภายหลังจากงานรับเหมาต่างๆเริ่มกลับมาดำเนินกิจกรรมกันอีกครั้ง เบื้องต้นคาด SSSG ในเดือน มิ.ย. อาจยังทรงตัวเป็นบวกที่ระดับ +10% Y-Y และคาด SSSG เฉลี่ยใน 2Q20 อาจพลิกเป็นบวกเล็กน้อยที่ 0.7% Y-Y และคาดกำไรสุทธิ 2Q20 อาจอยู่ที่ราว 179 ล้านบาท (-6.8% Y-Y) และคาดทรงตัว Q-Q ซึ่งถือว่าดีมากเมื่อเทียบกับบริษัทอื่นในกลุ่ม ที่คาดมีกำไรลดลงทั้ง Q-Q, Y-Y

Quarterly SSSG % Y-Y



Source: Company Data, FSS Research

Quarterly Net Profit



Source: Company Data, FSS Research

คาดการณ์ 2H20 จะกลับมาโต และทำให้กำไรทั้งปี 2020 ลดลงเล็กน้อย

เบื้องต้นคาด SSSG ในช่วง 2H20 จะยังเป็นบวกต่อเนื่องเฉลี่ยราว 2% - 3% มาจากทั้งฐานที่ต่ำในปีก่อน และการฟื้นตัวหลัง CV-19 โดยคาด SSSG ทั้งปี 2020 จะติดลบราว -3% Y-Y และคาดจะกลับมาเปิดสาขาตั้งแต่ 3Q20 ได้แก่ 3 สาขา Dohome และ 8 Dohome To Go คาดจบปีมีจำนวนสาขาทั้งสิ้น 28 แห่ง เพิ่มขึ้นจากปีก่อนที่ 16 แห่ง และคาดสัดส่วนสินค้า House Brand จะปรับขึ้นต่อเนื่องจากสิ้นปี 2019 ที่ 16% ของรายได้รวม และล่าสุดใน 1Q20 ปรับขึ้นมาอยู่ที่ 17.3% โดยคาดสิ้นปี 2020 จะมีสัดส่วนอยู่ที่ 17.5% ของรายได้รวม ดังนั้นเราจึงคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2020 จะอยู่ที่ 688 ล้านบาท (-5.2% Y-Y) ซึ่งหากกำไร 2Q20 เป็นไปตามคาด บริษัทจะมีกำไรสุทธิ 1H20 อยู่ที่ 356 ล้านบาท (-19% Y-Y) หากไม่รวมรายการพิเศษใน 1Q19 คาดกำไรปกติ 1H20 จะลดลงเพียง -2.7% Y-Y และคิดเป็นสัดส่วน 52% ของประมาณการทั้งปี ในขณะที่คาดการณ์กำไร 2H20 ตกไตรมาสละ 166 ล้านบาท กลับมาเติบโต Y-Y ได้อีกครั้ง

สมมติฐานที่ใช้ในการคาดการณ์ผลการดำเนินงาน DOHOME

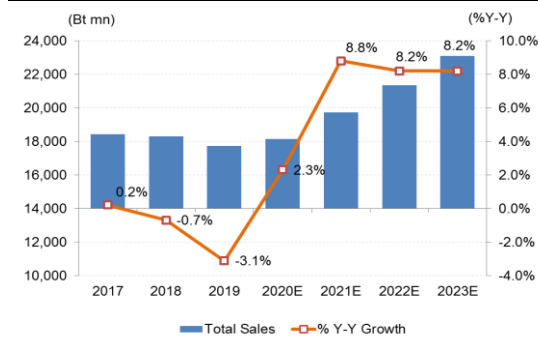
	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Key Assumptions					
SSSG % Y-Y	-5.3	-3.0	2.0	2.0	2.0
No. of new stores					
Dohome (Large Format)	1	3	3	3	3
Dohome To Go	6	9	20	10	10
Total Stores					
Dohome (Large Format)	10	13	16	19	22
Dohome To Go	6	15	35	45	55
% House Brand Mix	16.0	17.5	18.5	20.0	21.0
% Margin					
% Gross Margin	16.6	16.0	16.3	16.5	16.8
% EBITDA Margin	8.7	8.9	9.9	10.4	10.8
Net Profit (bt mn)	726	688	866	969	1,134
% Net Profit Growth	65.4	-5.2	25.8	11.9	17.0
% Net Margin	4.1	3.8	4.4	4.5	4.9

Source: Company Data, FSS Research

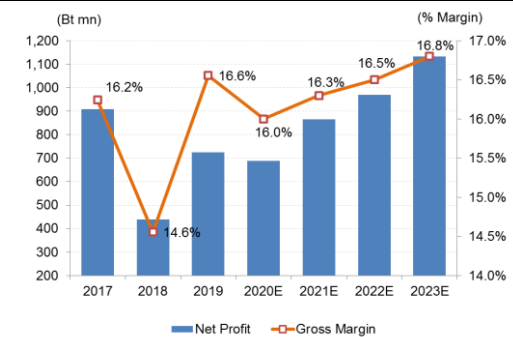
สาขาใหม่และสินค้า House Brand จะช่วยหนุนกำไร 3 ปีข้างหน้าโตเฉลี่ย 14.4%

ด้วยฐานธุรกิจที่ยังเล็ก และยังมีโอกาสในการขยายสาขาใหม่ได้อีกมาก ซึ่งเราให้น้ำหนักไปที่สาขาขนาดใหญ่ จากแผนเปิดปีละ 3 แห่ง นอกจากจะช่วยลดการพึ่งพิงรายได้ของ 4 สาขาเดิมแล้ว ยังจะช่วยสร้างการเติบโตได้มากขึ้น โดยเรคาดรายได้ของสาขาใหม่ต่อปีจะอยู่ที่ราว 400 ล้านบาท/สาขา ต่ำกว่าเป้าหมายของบริษัทที่มองไว้ถึง 700 – 800 ล้านบาท/สาขา (ส่วนสาขาเดิมที่ Mature แล้วมีรายได้เฉลี่ยที่ 1,000 ล้านบาทขึ้นไป) ในขณะที่สาขาขนาดเล็ก Dohome To Go เราใช้สมมติฐานสาขาใหม่สำหรับปี 2021 ที่ 20 แห่ง ต่ำกว่าเป้าของบริษัทที่มีแผนเปิดมากถึง 70 แห่ง (เฉลี่ยเดือนละ 5-6 แห่ง) และกำหนดให้ตั้งแต่ปี 2022 เป็นต้นไปเปิดปีละ 10 แห่ง แต่ด้วยสัดส่วนรายได้ที่ไม่มาก คาดจะยังไม่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ โดยคาดสัดส่วนรายได้จาก Dohome To Go จะขยับขึ้นมาใกล้เคียง 1% ของรายได้รวมในปี 2025 เป็นอย่างรวดเร็ว และกำหนด SSSG ตั้งแต่ปี 2021 เป็นต้นไปเติบโตเฉลี่ย 2% ต่อปี จึงคาดรายได้รวมในช่วงปี 2021 – 2023 จะเติบโตเฉลี่ย 8.2% CAGR สูงกว่าในอดีตก่อนที่จะเข้า Listed ในตลท. ในช่วงปี 2016 – 2019 มีรายได้ก่อนไปในทางตรงตัวอยู่ที่ระดับ 1.7 – 1.8 หมื่นล้านบาท เพราะไม่มีการเปิดสาขาใหม่

Forecasted Sale Growth



Forecasted Gross Margin & Net Profit



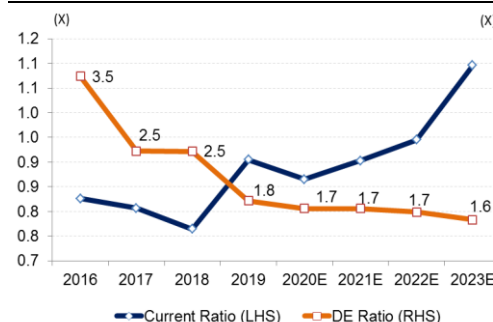
Source: Company Data, FSS Research

Source: Company Data, FSS Research

ฐานะทางการเงินอยู่ในเกณฑ์พอใช้

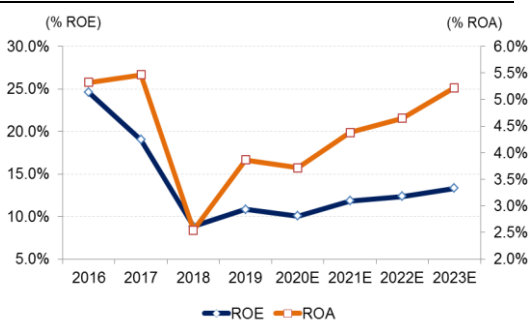
นับตั้งแต่บริษัทระดมทุนจากการขาย IPO ในช่วงกลางปี 2019 เป็นต้นมา ทำให้บริษัทมีสภาพคล่องที่ดีขึ้น โดยเฉพาะสัดส่วน D/E Ratio ปรับลดลงจาก 2.5 เท่าในปี 2018 มาอยู่ที่ 1.8 เท่า สิ้นปี 2019 และคาดว่าจะทรงตัวอยู่ที่ระดับ 1.6 – 1.7 เท่า ในอีก 3 ปีข้างหน้า ภายใต้แผนใช้เงินลงทุนต่อปีราว 1 – 1.2 พันล้านบาท อย่างไรก็ตาม จะเริ่มมีข้อจำกัด หากบริษัทต้องการขยายสาขาให้เร็วขึ้นกว่านี้ เพราะปัจจุบันบริษัทพึ่งพิงเงินกู้ยืมธนาคารทั้งหมด โดยธนาคารกำหนดเงื่อนไขให้บริษัทต้องดำรงระดับ DE Ratio ไม่เกิน 2 เท่า ทั้งนี้บริษัทอยู่ระหว่างพิจารณาการออกหุ้นกู้ กอปรกับเจรจาขอเปลี่ยนแปลงเงื่อนไข DE Ratio กับสถาบันการเงินในระยะถัดไป ในส่วนของ Current Ratio ถือว่าปรับตัวดีขึ้นมาอยู่ที่ 0.9 เท่า จาก 0.76 เท่าในปี 2018 และคาดว่าจะปรับขึ้นเกิน 1 เท่าได้ในปี 2023 สำหรับ ROE อยู่ในเกณฑ์พอใช้ที่ระดับ 10% - 11% จากฐาน Equity ที่ใหญ่ขึ้นภายหลัง IPO และหลังจากนี้น่าจะให้เห็น ROE ททยอยปรับตัวเพิ่มขึ้นในอนาคต อย่างไรก็ตาม หากบริษัทสามารถมองหาแหล่งเงินทุนได้มากขึ้นในอนาคต เช่น การได้พันธมิตรใหม่ (ดังตัวอย่าง GLOBAL ที่มี SCC เข้ามาเป็นพันธมิตร) น่าจะช่วยปลดล็อกการขยายสาขาได้มากกว่าแผน รวมถึงฐานะทางการเงินและสภาพคล่องที่ผ่อนคลายได้มากกว่านี้ และอาจปรับมาจ่ายปันผลเป็นเงินสดได้เร็วขึ้น จากปัจจุบันที่คาดว่าจะเห็นนโยบายการจ่ายปันผลเป็นหุ้นไปอีกสักระยะหนึ่ง (เหมือน HMPRO และ GLOBAL ในอดีตที่มีการจ่ายปันผลเป็นหุ้นนานราว 7 ปี และ 10 ปี ตามลำดับ)

Current Ratio & DE Ratio



Source: Company Data, FSS Research

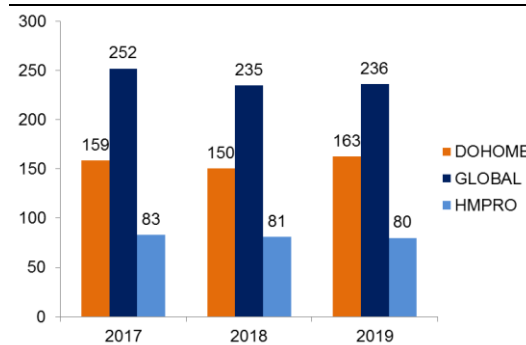
ROE & ROA



Source: Company Data, FSS Research

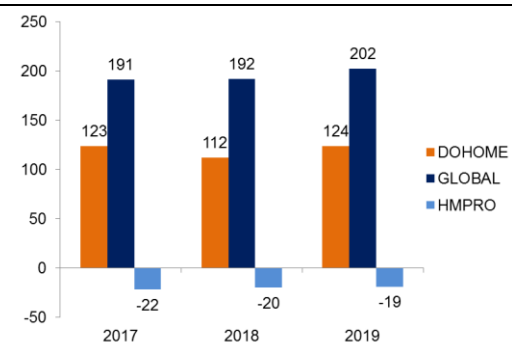
ในส่วนของวงจรเงินสดนั้น DOHOME ถือว่ามีวงจรเงินสดที่ค่อนข้างยาว 124 วัน ส่วนหนึ่งมาจากการขายเป็นเครดิต แต่ส่วนใหญ่มาจากวันหมุนเวียนสินค้าคงเหลือที่ยาวราว 5 เดือน ด้วยจำนวน SKUs ที่ค่อนข้างมากและมีความหลากหลาย ทั้งกลุ่มสินค้าโครงสร้าง วัสดุก่อสร้าง และสินค้าซ่อมแซมบ้าน ในขณะที่บริษัทได้ใช้กลยุทธ์การมี Warehouse ในแต่ละสาขา เพื่อเตรียมสินค้าให้ครบครันและตอบสนองความต้องการของลูกค้าได้ทันที ทำให้ต้องใช้เงินทุนในการสต็อกสินค้า ซึ่งเป็นกลยุทธ์เดียวกับ GLOBAL ที่มีวันหมุนเวียนสินค้าและวงจรเงินสดที่ค่อนข้างยาวเช่นเดียวกัน ต่างจาก HMPRO ที่มีรายได้การสินค้ากลุ่มโครงสร้างน้อย และมีนโยบายสต็อกสินค้าที่ DC เป็นหลัก ไม่มี Warehouse ในแต่ละสาขา ทำให้มีวันหมุนเวียนสินค้าคงเหลือเพียง 80 วัน และมีวงจรเงินสดติดลบ ทั้งนี้ในช่วง 4 ปีที่ผ่านมา DOHOME มีการตั้งสำรองสินค้าล้าสมัยและเคลื่อนไหวซ้ำเฉลี่ยปีละ 0.4% - 0.5% ของรายได้รวม ด้วยนโยบายตั้งสำรองค่าเผื่อสินค้าเมื่อมีอายุมากกว่า 1 ปีขึ้นไป และจะตั้งสำรอง 100% เมื่อมีอายุมากกว่า 7 ปีขึ้นไป

Inventory Days



Source: Company Data, FSS Research

Cash Cycle Days



Source: Company Data, FSS Research

ประเมินมูลค่าเหมาะสม

เราประเมินราคาเป้าหมาย DOHOME โดยอิงวิธี Discount Cash Flow ด้วยการนำ FCFF มาคิดลดด้วย WACC ที่ 7.5% โดยใช้ Risk Premium 11.3%, Beta ที่ 1.2 และ Terminal Growth 3% ทำให้ได้ราคาเหมาะสมในปี 2021 เท่า 13 บาท รายละเอียดดังตารางด้านล่าง

DCF Valuation Table

Bt mn		2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
EBIT		1,096	1,321	1,462	1,652	1,824	2,005	2,196
FCFF		659	159	389	816	1,069	1,314	1,563
Risk Premium	11.3							
Beta	1.2							
WACC (%)	7.5							
Terminal Growth (%)	3.0							
Terminal Value	36,089							
NPV (value of the firm)	27,312							
Net Debt	2,641							
Equity Value	24,671							
No. of shares	1,856							
Share Price (bt/share)	13.2							

Source: FSS Research

สำหรับราคาเป้าหมายปี 2021 ที่ 13 บาท Implied เป็น Target PE 2021 ที่ 27.6 เท่า ถือว่ายังต่ำกว่า PE เฉลี่ยในอดีตของกลุ่มค้าปลีก และกลุ่ม Home Improvement (HMPRO GLOBAL) ย้อนหลัง 5 ปีที่ระดับ 32.1 เท่า และ 35.3 เท่า ตามลำดับ และมองว่าสมควรที่จะเทรดในระดับ PE ที่ต่ำกว่าคู่แข่ง เนื่องจากจำนวนสาขาในปัจจุบันยังน้อยและห่างจากคู่แข่งอยู่มาก รวมความสามารถทำกำไรทั้งในแง่อัตรากำไรขั้นต้น หรืออัตรากำไรสุทธิก็ต่ำกว่า HMPRO GLOBAL

เปรียบเทียบผลการดำเนินงานและมูลค่าหุ้นของบริษัทในกลุ่มค้าปลีกในตลท.

As of 2019	DOHOME	Avg.	BJC	CPALL	GLOBAL	HMPRO	MAKRO
2020E Norm Profit Growth (%)	-1.9	-8.1	-20.0	1.3	-6.2	-25.6	-0.1
2021E Norm Profit Growth (%)	25.8	16.1	27.5	9.5	22.5	37.5	12.0
Gross Margin (%)	16.6	19.8	19.5	22.7	20.6	25.9	10.3
EBITDA Margin (%)	8.7	11.5	13.6	8.0	13.4	17.4	5.3
Norm Profit Margin (%)	3.9	5.8	4.3	4.2	7.5	10.0	3.1
Current Ratio (x)	0.90	0.70	0.57	0.70	1.03	0.70	0.49
D/E Ratio (x)	1.81	1.80	1.79	2.43	1.06	1.46	2.27
IBD/E Ratio (x)	1.41	0.83	1.37	0.91	0.77	0.63	0.49
Norm ROA (%)	3.9	7.0	2.0	6.0	5.8	12.1	9.3
Norm ROE (%)	10.9	20.2	5.8	21.5	13.2	29.8	30.8
Avg. PE 2015-2019 (x)	--	32.1	29.3	33.0	37.4	33.1	27.5
Forward PER 2020 (x)	27.2	33.0	27.3	28.6	35.5	45.0	28.5
Forward PER 2021 (x)	21.7	27.0	21.4	26.0	29.0	32.7	25.4

Source: SET, Company Data, FSS Research

แต่สิ่งที่น่าสนใจคือ โอกาสและช่องว่างในการเติบโตในอนาคต การที่จำนวนสาขาขายน้อยกว่าคู่แข่ง ไม่ได้มาจากการที่ตลาด Home Improvement ในประเทศไทยอึมครึม เห็นได้จากตัวเลขส่วนแบ่งการตลาดของ Modern Trade ที่มีสัดส่วนเพียง 27% - 28% ของมูลค่าธุรกิจค้าปลีกวัสดุก่อสร้าง แต่มาจากในช่วงที่ผ่านมาบริษัทติดปัญหาเรื่องเงินทุน และภายหลังได้ขาย IPO ถือเป็นปลดล็อกข้อจำกัดด้านเงินทุน ทำให้บริษัทสามารถขยายสาขาได้มากขึ้น และยังมีช่องว่างให้พัฒนาอัตรากำไรขั้นต้นขึ้นไปได้อีก จากการเพิ่มสัดส่วนสินค้า House Brand ดังนั้นจึงคาดหวังเห็น DOHOME มีอัตราการเติบโตของกำไรสูงกว่าคู่แข่งในอีก 3-5 ปีข้างหน้า และเมื่อนั้นอาจเป็นช่วงเวลาที่เหมาะสมของ DOHOME ที่ตลาดจะให้ Premium และ Relate PE ขึ้นมาเท่ากับหรือสูงกว่าคู่แข่งก็เป็นได้

เปรียบเทียบผลการดำเนินงานและมูลค่าหุ้นของคู่แข่งใน Home Improvement

As of 2019	DOHOME	HMPRO	GLOBAL	Home Depot	Lowe's Cos	Ace Hardware
Ticker	DOHOME TB	HMPRO TB	GLOBAL TB	HD US	LOW US	ACES IJ
Establish year	1983	1995	1997	1978	1921	1995
Market Cap (US\$ m)	699	6,579	2,343	267,977	101,714	1,812
No. of stores	16	113	66	2,291	1,977	156
Revenue (US\$ m)	576	2,032	905	110,225	72,148	576
% Sale Growth 3 yrs	-1.9	2.6	16.1	4.51	2.53	14.0
% House brand of sales	16.0	20.0	19.0	--	--	--
% Gross Margin	16.6	25.9	20.6	34.1	31.8	47.7
% EBITDA Margin	8.7	17.4	14.2	17.2	12.2	17.6
% Net Margin	4.1	9.8	7.4	10.2	6.3	12.6
% ROE	10.9	29.8	11.7	--	48.6	23.0
% ROA	3.9	12.1	6.0	23.6	6.6	18.3
Total Asset (US\$ m)	610	1,749	1,209	51,236	39,471	428
Inventory Days	163	80	236	71	95	222
Cash cycle days	124	-19	202	36	37	209
Current Ratio	0.90	0.70	0.97	1.08	0.98	8.1
D/E Ratio (x)	1.81	1.46	1.25	--	8.50	0.25
IBD /E Ratio	1.41	0.63	1.01	--	4.45	0.00
Avg PE 5 yrs (x)	--	33.1	37.4	22.6	20.4	22.8
Forward PE 2020 (x)	27.2	45.0	35.5	23.6	20.7	25.9
Forward PE 2021 (x)	21.7	32.7	29.0	24.4	20.0	23.1

Source: Bloomberg, FSS Research

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากความผันผวนเศรษฐกิจและกำลังซื้อ โดยเฉพาะกลุ่มลูกค้าในต่างจังหวัด ที่ยังเป็นฐานลูกค้าหลักของบริษัท รวมถึงปริมาณการลงทุนและการก่อสร้างในภาคสังหาริมทรัพย์ ซึ่งหากลดลงอาจกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทได้

ความเสี่ยงจากการแข่งขัน ปัจจุบันมีผู้เล่นหลายรายในธุรกิจค้าปลีกค้าส่ง วัสดุก่อสร้างและอุปกรณ์ตกแต่งบ้าน ทั้งผู้ประกอบการใน Modern Trade, ผู้ประกอบการร้านค้าเฉพาะอย่าง Specialty Store และผู้ประกอบการธุรกิจค้าปลีกแบบดั้งเดิม Traditional Trade โดยลักษณะของการแข่งขันจะประกอบด้วย การนำเสนอผลิตภัณฑ์ที่หลากหลายและครบถ้วน การแข่งขันด้านราคาสินค้า การเปิดสาขาใหม่เพื่อเพิ่มส่วนแบ่งทางการตลาด รวมถึงการนำเสนอช่องทางการขายในรูปแบบใหม่เพื่อตอบสนองพฤติกรรมผู้บริโภคที่เปลี่ยนแปลงไป เช่น การจัดจำหน่ายผ่านช่องทาง Online เป็นต้น

ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาเหล็ก เนื่องจากบริษัทมีสัดส่วนรายได้จากสินค้าเหล็กอยู่ที่ราว 20% ของรายได้ ณ สิ้น 1Q20 ซึ่งเป็นสินค้าที่มีราคาผันผวนขึ้นลงตามราคาในตลาดโลก ถือเป็นความเสี่ยงต่อผลการดำเนินงาน ในกรณีที่ราคาเหล็กปรับตัวลดลงเร็ว จะทำให้สต็อกเหล็กที่มีอยู่ของบริษัท กลายเป็นสินค้าที่มีต้นทุนแพง และอาจกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทได้

ความเสี่ยงจากการบริหารจัดการสินค้าคงคลัง เนื่องจากบริษัทมีนโยบายในแต่ละสาขาเป็น Warehouse ในการจัดเก็บสินค้าคงคลัง ในขณะที่ต้องเตรียมสินค้าให้เพียงพอกับความต้องการของลูกค้า ทำให้มีวันหมุนเวียนสินค้าคงเหลือสูงราว 150-160 วัน ซึ่งทำให้บริษัทมีความเสี่ยงจากทั้งสภาพคล่อง, สินค้าเสื่อมสภาพและสินค้าล้าสมัย อย่างไรก็ตาม บริษัทได้มีการบริหารจัดการสินค้าคงคลังด้วยการนำเทคโนโลยีเข้ามาช่วย รวมถึงมีการจัดกิจกรรมส่งเสริมการขายเพื่อระบายสินค้าตามฤดูกาลหรือตามเทศกาล

ความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระของลูกค้า เนื่องจากบริษัทมีนโยบายการขาย 2 รูปแบบ คือ การรับชำระเป็นเงินสดราว 70% ของรายได้จากการขาย และอีกราว 30% เป็นการขายโดยให้สินเชื่อทางการค้า ทำให้บริษัทมีความเสี่ยงหากลูกค้าประเภทสินเชื่อผิดนัดชำระหนี้

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Revenue	18,293	17,730	18,138	19,734	21,353
Cost of sales	15,761	14,911	15,355	16,646	17,968
Gross profit	2,684	2,958	2,925	3,242	3,551
SG&A	1,908	1,905	1,919	2,088	2,260
Operating profit	776	1,053	1,005	1,154	1,291
Other income	90	103	91	168	171
EBIT	866	1,156	1,096	1,321	1,462
EBITDA	1,254	1,563	1,624	1,969	2,230
Interest charge	320	298	267	278	295
Tax on income	107	132	141	177	198
Earnings after tax	439	726	688	866	969
Minority interest	0	0	0	0	0
Normalized earnings	424	701	688	866	969
Extraordinary items	15	24	0	0	0
Net profit	439	726	688	866	969

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Net profit	439	726	688	866	969
Deprec. & amortization	388	408	528	648	768
Change in working capital	-456	-390	376	-433	-442
Other adjustments	482	599	0	0	0
Cash flow from operations	852	1,343	1,592	1,081	1,294
Capital expenditure	-967	-1,161	-1,200	-1,200	-1,200
Others	-166	149	0	0	0
Cash flow from investing	-1,246	-3,315	-1,200	-1,200	-1,200
Free cash flow	-393	-1,972	392	-119	94
Net borrowings	858	-567	-53	570	316
Equity capital raised	0	3,448	0	0	0
Dividends paid	-403	0	-310	-390	-436
Others	15	-882	-8	5	5
Cash flow from financing	470	2,000	-371	185	-115
Net change in cash	62	37	21	66	-21

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Cash	167	204	225	291	270
Accounts receivable	836	860	845	919	995
Inventory	6,260	7,048	6,731	7,297	7,877
Other current assets	67	91	91	99	107
Total current assets	7,331	8,204	7,891	8,606	9,247
Investments	453	243	243	243	243
Plant, property & equipment	8,866	9,619	10,292	10,844	11,276
Other assets	25	86	86	86	86
Total assets	16,675	18,152	18,512	19,778	20,852
Short-term loans	6,577	5,732	5,742	5,936	5,968
Accounts payable	2,128	2,488	2,524	2,736	2,954
Current maturities	851	816	820	820	820
Other current liabilities	39	30	36	39	43
Total current liabilities	9,596	9,066	9,122	9,532	9,784
Long-term debt	2,250	2,564	2,496	2,872	3,156
Other non-current liab.	37	62	54	59	64
Total non-current liab.	2,287	2,626	2,550	2,931	3,220
Total liabilities	11,882	11,691	11,673	12,463	13,004
Registered capital	1,856	1,856	1,856	1,856	1,856
Paid up capital	1,400	1,856	1,856	1,856	1,856
Share premium	655	3,647	3,647	3,647	3,647
Legal reserve	20	54	54	54	54
Retained earnings	2,718	903	1,281	1,758	2,290
Minority Interests	0	0	0	0	0
Shareholders' equity	4,792	6,460	6,839	7,315	7,848

Important Ratios (Consolidated)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Growth (%)					
Revenue	-0.7	-3.1	2.3	8.8	8.2
EBITDA	-30.6	24.7	3.9	21.3	13.2
Net profit	-51.7	65.4	-5.2	25.8	11.9
Normalized earnings	-53.2	65.4	-1.9	25.8	11.9
Profitability (%)					
Gross profit margin	14.6	16.6	16.0	16.3	16.5
EBITDA margin	6.8	8.7	8.9	9.9	10.4
EBIT margin	4.7	6.5	6.0	6.6	6.8
Normalized profit margin	2.3	3.9	3.8	4.4	4.5
Net profit margin	2.4	4.1	3.8	4.4	4.5
Normalized ROA	2.5	3.9	3.7	4.4	4.6
Normalized ROE	8.8	10.9	10.1	11.8	12.3
Normalized ROCE	12.2	12.7	11.7	12.9	13.2
Risk (x)					
D/E	2.5	1.8	1.7	1.7	1.7
Net D/E	2.4	1.8	1.7	1.7	1.6
Net debt/EBITDA	9.3	7.3	7.0	6.2	5.7
Per share data (Bt)					
Reported EPS	0.31	0.46	0.37	0.47	0.52
Normalized EPS	0.30	0.38	0.37	0.47	0.52
EBITDA	0.90	0.84	0.87	1.06	1.20
Book value	2.58	3.48	3.68	3.94	4.23
Dividend	0.00	0.19	0.17	0.21	0.23
Par	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Valuations (x)					
P/E	32.2	22.0	27.2	21.7	19.4
Norm P/E	33.4	26.7	27.2	21.7	19.4
P/BV	3.9	2.9	2.7	2.6	2.4
EV/EBITDA	20.6	19.3	18.6	15.7	14.1
Dividend yield (%)	0.0	1.8	1.7	2.1	2.3

Source: Company data, FSS research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

<p>สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-658-9000, 02-658-9500</p>	<p>สำนักงานเอ็ม บี เค ทาวเวอร์ ชั้น 15 อาคารเอ็ม บี เค ทาวเวอร์ เลขที่ 444 ถนนพญาไท แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-680-0700, 02-680-0777</p>	<p>สำนักงานอัลมาลิ่งค์ 25 อาคารอัลมาลิ่งค์ ชั้น 9,14,15 ช.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-646-9600, 02-646-9999</p>	<p>สำนักงานอัมรินทร์ ทาวเวอร์ 496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-660-5000, 02-264-6000</p>	<p>สาขา เซ็นทรัลพลาซ่า 1 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล พลาซ่า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร 02-878-5999</p>
<p>สาขา บางกระบือ 3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกระบือ จ.กรุงเทพมหานคร 02-378-4545</p>	<p>สาขา บางนา 589 หมู่ 12 อาคารชุดทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 589/105 (เดิม 1093/105) ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา เขตบางนา จ.กรุงเทพมหานคร 02-740-7100</p>	<p>สาขา ลินธอร์ 1 130-132 อาคารลินธอร์ ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100</p>	<p>สาขา เคียนหวน (ลินธอร์ 2) 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-254-1717</p>	<p>สาขา แจ้งวัฒนะ 99, 99/9 เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ ยูนิตเลขที่ 1904 ชั้น 19 หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี 02-005-4193</p>
<p>สาขา ประชาชื่น 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร 02-580-9130</p>	<p>สาขา รังสิต 1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17 ซอยพหลโยธิน 60 ถนนพหลโยธิน ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี 02-993-8180</p>	<p>สาขา รัตนาธิเบศร์ 576 ถ.รัตนาธิเบศร์ ต.บางกระสอ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี 02-831-8300</p>		
<p>สาขา ขอนแก่น 311/1 ถ.กลางเมือง ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น 043-058-925</p>	<p>สาขา อุดรธานี 197/29, 213/3 ถ.อุดรธานี ต.หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี 042-245-589</p>	<p>สาขา เชียงใหม่ 2 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่ 053-235-889, 053-204-909</p>	<p>สาขา เชียงใหม่ 3 อาคารมะลิเพลส 32/4 หมู่ที่ 2 ชั้น 1 ห้อง B1-1, B1-2 ถ.แม่เหิยะ อ.เมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่ 053-805-388</p>	<p>สาขา เชียงราย 353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย 053-750-120</p>
<p>สาขา แม่สาย 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย 053-640-599</p>	<p>สาขา นครราชสีมา 198/1 ตรอกสมอราย ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา 044-288-700, 044-014-322, 044-014-323</p>	<p>สาขา ออนไลน์ภูเก็ต 22/18 ถ.หลวงพ่อดลอด ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต 076-210-499</p>	<p>สาขา หาดใหญ่ 106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา 074-243-777</p>	<p>สาขา ตรัง 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง 075-211-219</p>
<p>สาขา สุราษฎร์ธานี 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี 077-222-595</p>	<p>สาขา ปัตตานี 300/69-70 หมู่ 4 ต.รูสะมิแล อ.เมือง จ.ปัตตานี 073-350-140-4</p>			

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน

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

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

DISCLAIMER: รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เราเชื่อหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ตัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ AAV, ADVANC, AEONTS, AMATA, ANAN, AOT, AP, BANPU, BBL, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEAUTY, BEC, BEM, BGRIM, BH, BJC, BLAND, BPP, BTS, CBG, CENTEL, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DTAC, EA, EGCO, EPG, ERW, ESSO, GFPT, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMT, KBANK, KCE, KKP, KTB, KTC, LH, MAJOR, MBK, MEGA, MINT, MTC, ORI, OSP, PLANB, PRM, PSH, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, RATCH, ROBINS, RS, SAWAD, SCB, SCC, SGP, SIRI, SPALI, SPRC, STA, STEC, SUPER, TASCOS, TCAP, THAI, THANI, TISCO, TKN, TMB, TOA, TOP, TPIPP, TRUE, TTW, TU, TVO, WHA และ SET50 Future โดยบริษัทฯ อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

Thai Institute of Directors Association (IOD) – Corporate Governance Report Rating 2019

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
100-90		ดีเลิศ
80-89		ดีมาก
70-79		ดี
60-69		ดีพอใช้
50-59		ผ่าน
<50	no logo given	n/a

สัญลักษณ์ **N/R** หมายถึง "ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR"

IOD (IOD Disclaimer)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)

- ข้อมูล CG Score ประจำปี 2562 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 30 พฤศจิกายน 2561) มี 2 กลุ่ม คือ
 - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
 - ได้รับการรับรอง CAC