

TOA (TOA TB)

BUY

บมจ. ทีโอเอ เพ้นท์ (ประเทศไทย)

Previous

2021 Target Price (Bt) 42.00

Price (30/04/2021)	34.50
up/downside (%)	+21.7%
SET Index	1,583.13
Sector	Construction Materials
Foreign limit/actual (%)	49.00/7.97
Free float (%)	25.02
Market cap (Bt m)	70,000.50
Avg daily T/O (Bt m) (2021 YTD)	87.20
hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD)	35.75, 30.25, 32.79
IOD 2020	5
THAI CAC	N/A

Consolidated earnings

BT (mn)	2019	2020	2021E	2022E
Revenue	16,978	16,296	17,926	19,718
Normalized profit	2,137	2,038	2,256	2,550
Net profit	2,162	2,031	2,256	2,550
EPS (Bt) - norm	1.05	1.00	1.11	1.26
EPS (Bt) - reported	1.07	1.00	1.11	1.26
% growth y-y	18.5	-6.1	11.1	13.1
Dividend/share (Bt)	0.50	0.53	0.56	0.63
BV/share (Bt)	5.27	5.63	6.18	6.81
EV/EBITDA (x)	25.2	23.8	22.2	20.2
PER (x) - norm	32.8	34.3	31.0	27.4
PER (x)	32.4	34.5	31.0	27.4
PBV (x)	6.5	6.1	5.6	5.1
Dividend yield (%)	1.4	1.5	1.6	1.8
ROE (%)	20.4	17.8	18.0	18.5
YE No. of shares (million)	2,029	2,029	2,029	2,029
Par (Bt)	1.00	1.00	1.00	1.00

Source: Company data, Finansia estimates

Analyst: Thanyatorn Songwutti

Register No.: 101203

Tel.: +662 646 9805

email: Thanyatorn.s@fnsyrus.com

www.fnsyrus.com

 Finansia Syrus Securities

 Finansia

 @fnsyrus

Growing Beyond Colors

แผนการเติบโตในปี 2021 มุ่งสร้างโมเดลธุรกิจใหม่ผ่านช่องทางขายแบบ One Stop Service และเดินหน้าสู่ Digital Platform ตอบโจทย์ความต้องการของผู้บริโภคยุคใหม่ รวมถึงเพิ่มการเติบโตของกลุ่ม Non-Decorative มากขึ้น ขณะที่ความคืบหน้าของวัคซีน และสถานการณ์ COVID-19 ที่มีแนวโน้มดีขึ้นหลังมี เป็นปัจจัยหนุนความต้องการใช้สีพื้นผิวทั้งตลาดในประเทศและต่างประเทศ เราประเมินกำไรปกติปี 2021-2022 ขยายตัว 12% CAGR ตามทิศทางรายได้ที่เป็นขาขึ้น และได้รับผลบวกจากการประหยัดค่าใช้จ่ายขายหลังปรับไปใช้สื่อออนไลน์ สำหรับ 1Q21 คาดกำไรปกติเติบโตดี +16% Q-Q, +14% Y-Y จาก High Season เราประเมินราคาเหมาะสมที่ 42 บาท อิง PER 37x ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยในอดีต และค่าเฉลี่ย 4 บริษัทสีในต่างประเทศ เริ่มต้นด้วยคำแนะนำซื้อ

ครองอันดับ 1 สีทาบ้านในไทย พร้อมเดินหน้าสร้างโมเดลธุรกิจใหม่

TOA เป็นผู้ผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์สีและสารเคลือบผิวแนวหน้าในประเทศไทย ด้วยส่วนแบ่งการตลาดอันดับ 1 เกือบ 50% รวมถึงขยายฐานการผลิตและเครือข่ายจัดจำหน่ายครอบคลุมเขต ASEAN อีก 7 ประเทศด้วยส่วนแบ่งตลาด 13% จุดแข็งคือผู้ก่อตั้งมีประสบการณ์ยาวนานกว่า 56 ปีในอุตสาหกรรม และมีแบรนด์ที่แข็งแกร่งเป็นที่ยอมรับในตลาด ด้วยความเป็นผู้นำด้านเทคโนโลยีในการพัฒนานวัตกรรมผลิตภัณฑ์ที่มีคุณภาพ และหลากหลายในทุกระดับราคาและการใช้งาน เพื่อตอบโจทย์ความต้องการของผู้บริโภคแบบครบวงจร โดยล่าสุด สร้างช่องทางขายใหม่ Mega Paint Warehouse, Protect & Repair Center ในรูปแบบ One Stop Service พร้อมเดินหน้าสู่ Digital Platform ผ่าน WHO Service นอกจากนี้ ยังได้เข้าซื้อหุ้นของบริษัทนำเข้ากระเบื้อง หนุนการเติบโตของกลุ่ม Non-Decorative มากขึ้น

คาดการณ์ 1Q21 สดใส รับอานิสงส์ High Season

เราประเมินกำไรปกติ 1Q21 ขยายตัวดี 16% Q-Q และ 14% Y-Y เป็น 576 ล้านบาท หนุนจากยอดขายที่คึกคักขึ้น 4% Q-Q และ 6% Y-Y ตามปัจจัยฤดูกาล โดยเป็นการฟื้นตัวของทั้งยอดขายในประเทศ และประเทศเวียดนามหลังสถานการณ์ COVID-19 ดีขึ้น รวมถึงยังได้แรงหนุนจากการสต็อกสินค้าก่อนปรับขึ้นราคาขายในเดือนเม.ย. นอกจากนี้ ประหยัดค่าใช้จ่ายจากการปรับมาใช้สื่อโฆษณาช่องทางออนไลน์มากขึ้น ซึ่งชดเชยอัตราค่าโฆษณาที่กดดันจากต้นทุนวัตถุดิบที่สูงขึ้นได้

2 ปีข้างหน้า ประเมินกำไรขยายตัว 12% CAGR

คาดการณ์กำไรปกติในปี 2021-2022 จะมีอัตราการเติบโตเฉลี่ย 12% CAGR ที่ 2.3 พันล้านบาท (+11% Y-Y) และ 2.6 พันล้านบาท (+13% Y-Y) ตามลำดับ ผลักดันด้วย 1) ยอดขายที่ฟื้นตัวหลังสถานการณ์ COVID-19 คลี่คลาย จากความคืบหน้าของการฉีดวัคซีน หนุนความต้องการใช้ผลิตภัณฑ์สีมากขึ้น จากตลาดซ่อมแซมอย่างธุรกิจโรงแรม และตลาดสร้างใหม่อย่างโครงการอสังหาฯ ทั้งในประเทศและต่างประเทศ 2) รุกช่องทางขายใหม่ Mega Paint Warehouse 3) เน้นควบคุมค่าใช้จ่ายอย่างมีประสิทธิภาพด้วยการลดค่าใช้จ่ายขายผ่านการปรับเปลี่ยนช่องทางการโฆษณาไปเป็นออนไลน์ ขณะที่แม้ถูกกดดันจากอัตราค่าโฆษณาที่หดตัวหลังต้นทุนราคาวัตถุดิบมีแนวโน้มสูงขึ้นทั้ง TiO2 และสารทำลายที่เกี่ยวของกับน้ำมัน แต่บรรเทาด้วยแผนการปรับขึ้นราคาขาย 5-10% ในปีนี้

เริ่มต้นด้วยคำแนะนำซื้อ ราคาเหมาะสม 42 บาท

ประเมินมูลค่าเหมาะสมปี 2021 ที่ 42 บาท อิง PER 37 เท่า อ้างอิงค่าเฉลี่ย 4 ปีย้อนหลังตั้งแต่เข้าตลาดของ TOA และค่าเฉลี่ย PE2021 ของ 4 บริษัทต่างประเทศที่ประกอบธุรกิจคล้ายกัน ขณะที่ระดับ PE สูงกว่ากลุ่มวัสดุก่อสร้างอื่นที่ PE2021 เฉลี่ย 12 เท่า เนื่องจากมองว่าบริษัทควรได้ Premium ในแง่ Business model ที่แข็งแกร่งกว่า, แปรผันเป็นที่ยอมรับในตลาด, มีเครือข่ายครอบคลุมทั้งในประเทศและต่างประเทศ รวมถึงมีความพร้อมด้านกระแสเงินสดเป็นโอกาสการเติบโตของการลงทุนในอนาคต เริ่มต้นด้วยคำแนะนำซื้อ ขณะที่ราคาหุ้นยัง Laggard กลุ่มวัสดุก่อสร้าง และซื้อขายบน PE เพียง 31 เท่า หรือค่าเฉลี่ยในอดีต -1.50SD สวนทางกับระดับกำไรที่ยกฐานสูงขึ้นในปีนี้ ขณะที่ระยะสั้นมี Catalyst จากแนวโน้มกำไร 1Q21 ที่สดใส

Company Overview

TOA เป็นผู้ผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์สีและสารเคลือบผิวรายใหญ่ในประเทศไทย ซึ่งครองส่วนแบ่งการตลาดในประเทศเป็นอันดับ 1 เกือบ 50% รวมถึงมีฐานการผลิตและเครือข่ายจัดจำหน่ายครอบคลุมเขต ASEAN ส่งผลบวกได้ด้าน Economies of scale

จุดแข็งคือผู้ก่อตั้งมีประสบการณ์ยาวนานกว่า 57 ปีในอุตสาหกรรม และมีแบรนด์ที่แข็งแกร่งเป็นที่ยอมรับในตลาด ด้วยความเป็นผู้นำด้านเทคโนโลยีในการพัฒนานวัตกรรมผลิตภัณฑ์ที่มีคุณภาพ หลากหลาย และตอบสนองความต้องการของผู้บริโภค

โครงสร้างรายได้จากการขายส่วนใหญ่อยู่ในประเทศ 86% และเวียดนาม 8% ส่วนที่เหลือจากประเทศอื่นใน CLMV ซึ่งหากพิจารณาตามประเภทของสินค้าพบว่ามาจากหลักๆเป็นผลิตภัณฑ์สีทาอาคาร (Decorative Paint) เป็นสัดส่วน 66% และผลิตภัณฑ์สีและสารเคลือบผิวและผลิตภัณฑ์ประเภทอื่นอีกราว 32% ซึ่งเป็นการขายผ่านช่องทางผู้ค้าปลีกเป็นหลัก รองลงมาเป็นช่องทาง Modern Trade

Valuation Methodology

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ TOA เท่ากับ 42 บาท ด้วยวิธี Relative valuation อิง PE Multiplier ปี 2021 ที่ 37 เท่า อ้างอิงค่าเฉลี่ย 4 ปี ย้อนหลังตั้งแต่เข้าตลาดของ TOA และค่าเฉลี่ย PE2021 ของ 4 บริษัทต่างประเทศที่ประกอบธุรกิจคล้ายคลึงกันอย่าง Arzo Nobel, Kansai Paint, Nippon Paint และ Tikkurila Oyj

ขณะที่ระดับ PE สูงกว่ากลุ่มวัสดุก่อสร้างอื่นๆภายใต้ Coverage ของเรา อย่าง DCC, DRT, SCC ที่ซื้อขายบน PE2021 เฉลี่ย 12 เท่า เนื่องจาก Business model ที่แข็งแกร่งกว่า, แแบรนด์เป็นที่ยอมรับในตลาด, มีโรงงานผลิตและเครือข่ายครอบคลุมทั้งในประเทศและต่างประเทศ รวมถึงมีความพร้อมทั้งด้านกระแสเงินสด นำไปสู่โอกาสการเติบโตของการลงทุนในอนาคต

ESG

Environment

- บริษัทส่งเสริมการใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพและอย่างยั่งยืนให้ทุกกิจกรรมผลิตภัณฑ์และการบริการ
- บริษัทให้ความสำคัญต่อการลดของเสียจากกระบวนการผลิต โดยยึดหลักการใช้น้อยหรือใช้เท่าที่จำเป็น เพื่อให้มีการหมุนเวียนการใช้ทรัพยากรร่วมกันอย่างเกิดประสิทธิภาพสูงสุด นอกจากนี้ยังรณรงค์ด้านการประหยัดพลังงาน การใช้วัสดุสำนักงาน สลับเปลี่ยนอย่างคุ้มค่า อาทิ การใช้กระดาษ Re-used
- กิจกรรมรณรงค์หรือหลักสูตรอบรมพนักงาน อาทิ Safety System, รณรงค์เลิกใช้โฟม งดใช้พลาสติก

Social

- มีการจัดการด้านสิ่งแวดล้อมตามมาตรฐานในระดับสากล
- สนับสนุนกิจกรรมของชุมชน รวมถึงสนับสนุนเพื่อการบูรณะซ่อมแซมสถานที่ของชุมชน
- การพัฒนาคุณภาพชีวิต และส่งเสริมการสร้างรายได้ให้แก่ชุมชน อาทิ ทีมงานลงพื้นที่ จัดกิจกรรมให้ความรู้ที่เป็นประโยชน์กับโรงเรียนและชุมชน

Governance

- การบริหารงานที่โปร่งใส มีธรรมาภิบาล มีความรับผิดชอบต่องสังคม อาทิ การรายงานงบการเงินประจำปี และการตรวจสอบทางบัญชี
- มีนโยบายดำเนินธุรกิจด้านความรับผิดชอบต่อสังคม (CSR) ภายใต้หลักพื้นฐานทางจริยธรรม เพื่อให้เกิดความเป็นธรรมต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกฝ่ายที่เกี่ยวข้อง
- คณะกรรมการบริษัทได้กำกับดูแลให้มีการจัดทำนโยบายการต่อต้านคอร์รัปชัน ซึ่งได้ถูกบรรจุในจรรยาบรรณธุรกิจของบริษัท และกำหนดให้กรรมการ ผู้บริหาร พนักงานทุกคนต้องยึดถือและปฏิบัติ

ประเด็นการลงทุน

ครองอันดับ 1 สีทาบ้านในไทย พร้อมขยายตลาดใน CLMV

TOA เป็นผู้ผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์สี และสารเคลือบผิวแนวหน้า และครองส่วนแบ่งการตลาดสูงสุดในประเทศไทย จากจุดแข็งที่ครอบครั้วตั้งคารวคุณ ผู้ก่อตั้งบริษัทมีประสบการณ์มากกว่า 56 ปีในอุตสาหกรรม จึงมีตราสินค้าที่ได้รับการยอมรับและมีชื่อเสียงในตลาด รวมถึงได้รับ Economies of scale ในฐานะผู้ผลิตรายใหญ่ ขณะที่ยังเป็นผู้นำในด้านเทคโนโลยีที่พัฒนาผลิตภัณฑ์ที่มีคุณภาพและนวัตกรรมที่ตอบสนองความต้องการของผู้บริโภคต่อเนื่อง นอกจากนี้ ยังขยายฐานการผลิตและการจัดจำหน่ายไปยัง CLMV โดยเริ่มจากประเทศเวียดนามเป็นประเทศแรก และต่อมาขยายไปยังสาธารณรัฐประชาธิปไตยประชาชนลาว, มาเลเซีย, อินโดนีเซีย, กัมพูชา และเมียนมาร์ ผ่านการลงทุนในบริษัทย่อย 11 บริษัท และมีการตั้งโรงงานผลิตเพื่อรองรับศักยภาพในการเติบโตตามแนวโน้มการลงทุนพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานและระบบสาธารณสุขไปทั่ว รวมถึงการขยายตัวของเมืองอย่างรวดเร็ว

Figure 1: Company Structure



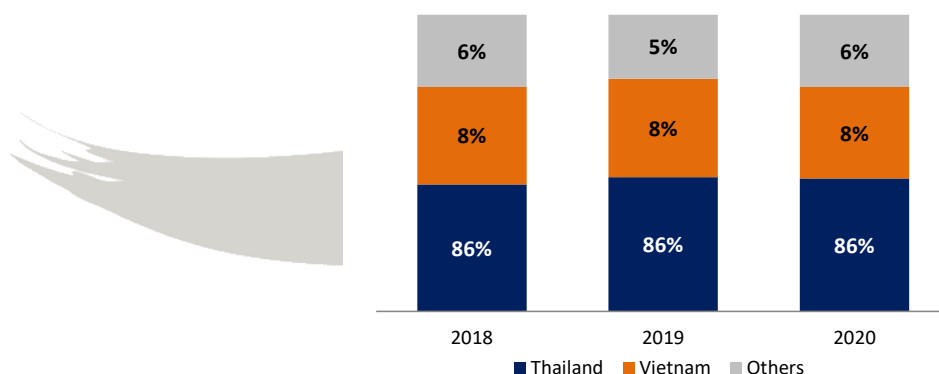
Source: Company presentation

ณ สิ้นปี 2020 TOA มีโรงงานผลิตทั้งหมด 10 แห่ง เป็นโรงงานในประเทศไทย 3 แห่ง และอีก 7 แห่งอยู่ในประเทศเวียดนาม, มาเลเซีย, ลาว, กัมพูชา, อินโดนีเซีย และเมียนมาร์ โดยมีกำลังการผลิตรวม 102.5 ล้านแกลลอนต่อปี มาจากโรงงานในประเทศไทย 74.1 ล้านแกลลอนต่อปี และเขตประชาคมเศรษฐกิจอาเซียนอีก 28.4 ล้านแกลลอนต่อปี ขณะที่พิจารณาปี 2018-2020 สัดส่วนรายได้หลักมาจากประเทศไทยราว 86% ของรายได้รวม รองลงมาเป็นประเทศเวียดนาม 8% และส่วนที่เหลือมาจากประเทศใน CLMV อื่นๆ 6% ของรายได้รวม

Figure 2: Capacity

โรงงาน	กำลังการผลิตรวม (ล้านแกลลอน/ปี)	อัตราการใช้กำลังการผลิต (%)
ประเทศไทย	74.1	51.7
บังนา	50.4	59.3
โรงงานอื่น	23.7	35.7
ASEAN (ไม่รวมไทย)	28.4	22.8
รวม	102.5	43.7

Source: Company Data

Figure 3: Revenue by Geography


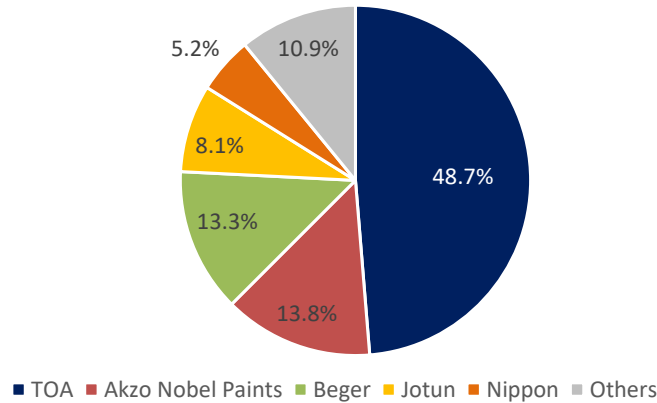
Source: Finansia Research, Company Data

ครองส่วนแบ่งตลาดสีทาอาคารอันดับ 1 ในประเทศ และอันดับต้น ๆ ในภูมิภาค

อ้างอิงข้อมูลจาก Frost & Sullivan ในปี 2016 พบว่า TOA มีส่วนแบ่งการตลาดในอุตสาหกรรมสีทาอาคารมากที่สุดในประเทศไทยที่ 48.7% ซึ่งครองส่วนแบ่งการตลาดมากกว่าถึง 3 เท่าเมื่อเทียบกับผู้เล่นที่มีส่วนแบ่งการตลาดอันดับสองอย่าง Akzo Nobel Paints ภายใต้แบรนด์ Delux ที่ 13.8% ส่วนผู้เล่นรายอื่นคือ Beger, Jotun และ Nippon Paint มีส่วนแบ่งการตลาดที่ 13.3%, 8.1% และ 5.2% ตามลำดับ สะท้อนการเป็นผู้นำในอุตสาหกรรม และแบรนด์ที่เป็นที่รู้จักอย่างแพร่หลายในประเทศ

ส่วนในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ TOA มีส่วนแบ่งการตลาดที่ 13% ของอุตสาหกรรมสีและสารเคลือบผิว โดยมีคู่แข่งรายสำคัญคือ Akzo Nobel (ประเทศเนเธอร์แลนด์), Jotun (ประเทศนอร์เวย์) และ Nippon Paint (ประเทศญี่ปุ่น)

Figure 4: Paint Market share in Thailand



Source: Finansia Research, Company Data, Frost&Sullivan

ผลิตภัณฑ์ครอบคลุมทุกระดับราคาและการใช้งาน

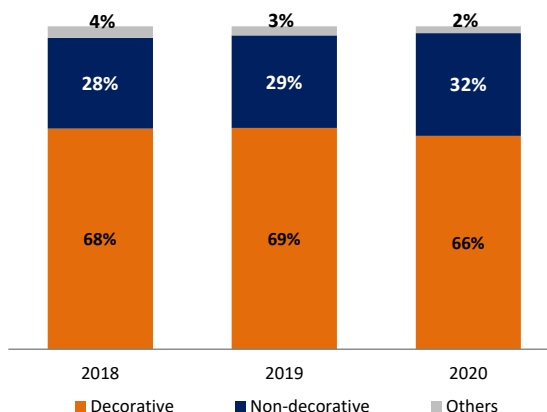
TOA ผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์สีทาอาคาร และผลิตภัณฑ์สีและสารเคลือบผิว โดยลักษณะผลิตภัณฑ์ของบริษัทแบ่งเป็น 3 กลุ่มใหญ่ ผลิตภัณฑ์ที่เป็นสัดส่วนรายได้มากที่สุดคือ ผลิตภัณฑ์สีทาอาคาร (Decorative) รองลงมาเป็นผลิตภัณฑ์สีและสารเคลือบผิวและผลิตภัณฑ์ประเภทอื่น (Non-decorative) และผลิตภัณฑ์อื่นตามลำดับ

Figure 5: Products



Source: Company presentation

Figure 6: Revenue by Segment



Source: Finansia Research, Company Data

1. ผลิตภัณฑ์สีทาอาคาร (Decorative Paint and Coating Products)

บริษัทผลิตและจัดจำหน่ายสีทาอาคารทั้งสีน้ำอิมัลชันและสีเคลือบเงา, ซิลเลอร์หรือสีรองพื้น และสีรองพื้นป้องกันสนิมคุณภาพสูง โดยผลิตภัณฑ์สีทาอาคารคิดเป็นสัดส่วนหลัก 66-69% ของรายได้รวม ในปี 2018-2020 แบ่งผลิตภัณฑ์โดยพิจารณาจากลักษณะ คุณภาพ การใช้งาน และราคา เป็น 1) ผลิตภัณฑ์เกรดพรีเมียมภายใต้แบรนด์ SuperShield 2) ผลิตภัณฑ์เกรดปานกลางถึงเกรด Economy ภายใต้แบรนด์ 4Seasons, Supertech, Super Matex, KOBE, Mandarin Duck, Homecote 3) ผลิตภัณฑ์สีทาอาคารอื่น อาทิ การขายแม่สีที่ใช้กับเครื่องผสมสีอัตโนมัติ และทินเนอร์สำหรับสีทาอาคาร ใช้เพื่อในการเคลือบพื้นผิววัสดุที่เป็นปูน ไม้ และโครงสร้างเหล็กของอาคารทั้งภายในและภายนอก รวมถึงหลักคา เพื่อปกป้องพื้นผิว และตกแต่งให้สวยงาม

Figure 7: Decorative Paint



Source: Company presentation

2. ผลิตภัณฑ์สีและสารเคลือบผิวและผลิตภัณฑ์ประเภทอื่น (Non-Decorative Paint and Coating Products)

คิดเป็น 28-32% ของรายได้รวมในปี 2018-2020 แบ่งเป็น 1) ผลิตภัณฑ์เคมีก่อสร้าง อาทิ ผลิตภัณฑ์กันซึม, ขจัดเชื้อราและตะไคร่น้ำ, ฉาบเรียบตกแต่งพื้นที่, ประสานและซ่อมแซมคอนกรีต, อุดโป๊ว และกาวยาซีเมนต์ สำหรับปูกระเบื้อง 2) ผลิตภัณฑ์สีที่มีความทนทานสูง (Heavy-Duty Coating) 3) ผลิตภัณฑ์ที่นอกเหนือจากสีทาอาคารอื่น อาทิ ผลิตภัณฑ์สีและสารเคลือบงานไม้, ผลิตภัณฑ์ฮาร์ดแวร์, ยิปซัมบอร์ด

Figure 8: Non-Decorative Paint



Source: Company presentation

Figure 9: Construction Chemical Products



Source: Company presentation

3. ผลิตภัณฑ์อื่น

คิดเป็น 2-4% ของรายได้รวมในปี 2018-2020 การขายผลิตภัณฑ์บางประเภทให้กับบริษัทที่เกี่ยวข้อง เช่น วัสดุดิบ และวัสดุที่สำเร็จรูป

ช่องทางจัดจำหน่ายทั่วถึง พร้อมเพิ่มขีดความสามารถแข่งขันผ่านช่องทางใหม่

TOA มีช่องทางการจัดจำหน่ายผ่าน 3 ช่องทางหลัก โดยมีรายได้จากผู้ค้าปลีกเป็นสัดส่วนหลักราว 70-73% รองลงมาเป็น Modern Trade 17-19% และอื่นๆ 9-11% ของรายได้รวมในปี 2018-2020 ตามลำดับ

1. ผู้ค้าปลีก

จุดแข็งของการจัดจำหน่ายคือ มีเครือข่ายครอบคลุม 77 จังหวัดทั่วประเทศไทย ทำให้สามารถจำหน่ายผลิตภัณฑ์ได้ในวงกว้าง และเข้าถึงความต้องการของทั้งผู้ประกอบการวิชาชีพอย่างช่างทาสี และมณฑนาการ รวมถึงลูกค้าประเภทซื้อสินค้าด้วยตนเอง หรือกลุ่ม BIY (Buy It Yourself)

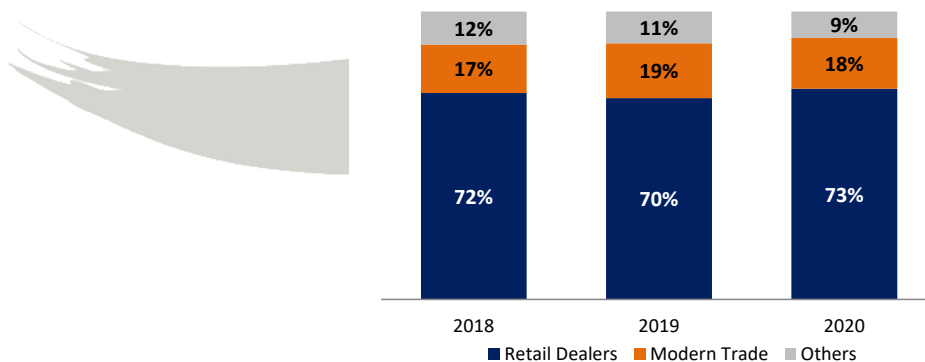
2. ร้านค้าปลีกสมัยใหม่ (Modern Trade)

เครือข่ายสาขาของร้านค้าปลีกวัสดุก่อสร้างครบวงจร และร้านค้าปลีกอุปกรณ์ตกแต่งบ้านครบวงจร อาทิ Homepro, ไทวัสดุ, Global House, Dohome, Megahome และบุญญการที่มีสาขาในประเทศไทย นอกจากนี้ ยังมีขยายไปต่างประเทศอย่างมาเลเซีย, กัมพูชา, เมียนมาร์ และอินโดนีเซียตามการขยายเครือข่ายสาขาของ Modern Trade

3. ช่องทางการจัดจำหน่ายอื่น

ประกอบด้วย การจัดจำหน่ายผ่านโครงการอสังหาริมทรัพย์ รวมถึงช่องทางการส่งออกจากประเทศไทยไปยังผู้ค้าส่งและผู้ค้าปลีกโดยเฉพาะ 7 ประเทศใน ASEAN ได้แก่ มาเลเซีย, สิงคโปร์, บรูไน, ฟิลิปปินส์, กัมพูชา, ลาว และเมียนมาร์

Figure 10: Revenue by Distribution Channel



Source: Finansia Research, Company Data

นอกจากนี้ TOA ขับเคลื่อนกลยุทธ์การใช้งานแบบครบวงจร พร้อมสร้าง Synergy ให้กับสินค้าได้ครบทุกกลุ่ม ผ่านการเปิดตัวในช่องทางอื่นๆ ทั้งการเปิดศูนย์จำหน่ายเคมีภัณฑ์ก่อสร้างอย่าง TOA Protect & Repair Center ที่มีทั้งหมด 154 สาขาทั่วประเทศ โดยปี 2020 มีรายได้เพิ่มขึ้น 24% Y-Y และคิดเป็น 1.4% ของรายได้รวม ขณะที่ตั้งแต่ปลายปี 2020 เดินหน้าต่อยอดโมเดลธุรกิจใหม่ Mega Paint Warehouse ที่ยกระดับร้านขายสีเป็น ศูนย์รวมวัสดุก่อสร้าง (Light Construction Materials) และบริการแบบครบวงจร เพื่อรองรับผู้บริโภคและช่าง ผู้รับเหมา รวมถึงช่วยวางแผนจัดการระบบต่างๆ ให้กับร้านค้า ตั้งแต่การออกแบบและตกแต่งร้าน ล่าสุด เปิดสาขาแรกอย่างเป็นทางการแล้วที่ City Home Mart (บางบอน) และปีนี้ตั้งเป้าเปิดตัวอีก 15 สาขา อีกทั้งยัง พัฒนา WHO Service ผ่านเว็บไซต์, Application ซึ่งเป็นช่องทางตัวกลางแนะนำช่างผู้รับเหมาให้กับเจ้าของบ้าน ในงานก่อสร้าง, ซ่อมบ้าน, ปรับปรุงบ้าน, ปรับปรุงโรงงานครบระบบ เพื่อรุกตลาดผลิตภัณฑ์สีทาอาคาร และการขยายตลาดผลิตภัณฑ์อื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับการก่อสร้างอย่างต่อเนื่อง

Figure 11: Protect & Repair Center



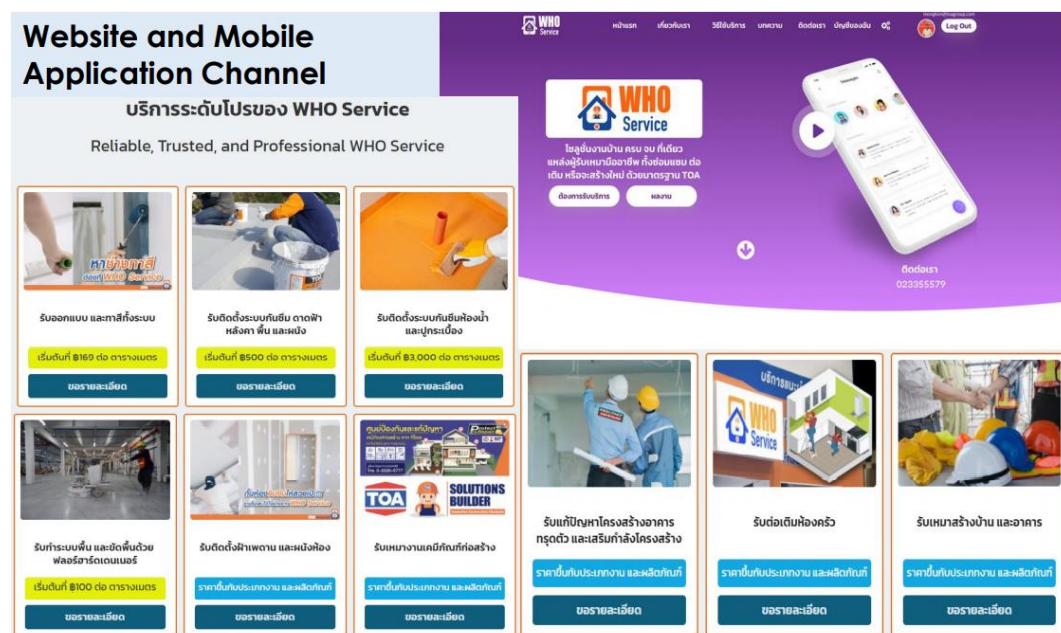
Source: Company presentation

Figure 12: 1st TOA Mega Paint in City Home Mart



Source: Company presentation

Figure 13: WHO Service



Source: Company presentation

นวัตกรรมใหม่สร้างมูลค่าเพิ่มของผลิตภัณฑ์

นอกเหนือจากชื่อเสียงของแบรนด์ที่เป็นที่ยอมรับในตลาด TOA ยังมีจุดแข็งจากการมุ่งเน้นนวัตกรรมที่ทันสมัยมาตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงในการออกแบบและความต้องการของผู้บริโภคผ่านการให้บริการเครื่องผสมสีอัตโนมัติ (Auto Tinting Machine) ทำให้ลูกค้าสามารถสร้างเฉดสีต่างๆ ได้มากกว่า 10,000 เฉดสีที่ครอบคลุมทุกผลิตภัณฑ์ทั้งสีน้ำทาอาคาร, สีน้ำมันทาเหล็ก, สีทาไม้ และไม้ฝา รวมถึงมีความแม่นยำในการผลิตสูง และใช้ระยะเวลาผสมเพียง 3 นาที ซึ่งเป็นข้อดีต่อลูกค้าปลีกที่สามารถลดต้นทุนการเก็บรักษาสต็อก และสามารถตอบสนองความต้องการของลูกค้าได้อย่างรวดเร็วและมีประสิทธิภาพ ทำให้เป็นการสร้างมูลค่าเพิ่มของผลิตภัณฑ์ทั้งคุณภาพและราคา รวมถึงได้เปรียบในการแข่งขันกับคู่แข่ง

จำนวนเครื่องผสมสีอัตโนมัติที่ติดตั้งในร้านค้าปลีกและ Modern Trade ทั่วประเทศ และ AEC เติบโตอย่างต่อเนื่อง 5.3% CAGR ในปี 2017-2020 และ ณ สิ้นปี 2020 มีอยู่ 7 พันเครื่อง

Figure 14: Auto Tinting Machine



Source: Company presentation

เดินหน้าเพิ่มสัดส่วน Non-Decorative ผ่านการเข้าซื้อหุ้นกระเบื้องนำเข้า

ปี 2021 TOA ตั้งงบลงทุน 500 ล้านบาท โดยล่าสุด MGPB ซึ่ง TOA ถือหุ้น 100% ประกาศเข้าซื้อหุ้นในสัดส่วน 52% ของบริษัท ภาชา เอ็นเตอร์ไพรส์ จำกัด (PCE) และบริษัท ภาวตรี อินเทอร์เน็ต จำกัด (PWT) รวมมูลค่าเงินลงทุน 122 ล้านบาท โดย PCE , PWT ประกอบกิจการนำเข้าและจำหน่ายผลิตภัณฑ์กระเบื้อง

สอดคล้องกับกลยุทธ์ของบริษัทที่มุ่งขยายพอร์ตในผลิตภัณฑ์ Non-Decorative และต่อยอดไปยังผลิตภัณฑ์อื่น ทำให้มี Product Line ครบวงจรมากขึ้น โดยเรามองว่าเกิดการ Synergy ทางธุรกิจ ทั้งการดึงดูดแข่งของ PCE, PWT ที่มีความชำนาญในการนำเข้ากระเบื้องจากอินเดีย, เวียดนาม, จีน ซึ่งเป็นสินค้าที่พรีเมียมกว่ากระเบื้องในประเทศ และได้รับความนิยมในปัจจุบัน โดยเฉพาะโครงการแนวราบ ขณะที่ช่องทางการจัดจำหน่ายที่แข็งแกร่งของ TOA จะทำให้สามารถกระจายสินค้าได้อย่างครอบคลุมและเข้าถึงกลุ่มลูกค้าเป้าหมายได้ ซึ่งจะเป็นส่วนเพิ่มศักยภาพของการเติบโตในระยะยาว โดยเริ่มรับรู้รายได้ตั้งแต่กลางเดือนก.พ. 2021

อย่างไรก็ดี ยังไม่มีความชัดเจนในวิธีการรับรู้ PCE, PWT ในงบการเงินของ TOA ประเมินการของเราจึงยังไม่รวมการเข้าซื้อหุ้นดังกล่าว ทั้งนี้ ประเมินรายได้ต่อปีของ PCE, PWT อยู่ที่ 400 ล้านบาทต่อปี คิดเป็นเพียง 2% ของรายได้ของ TOA จึงไม่มีผลต่อคาดการณ์กำไรปีนี้ของ TOA อย่างมีนัย

Figure 15: PCE, PWT Product



Source: Company presentation

ปรับขึ้นราคาขาย บรรเทาแนวโน้มราคาวัตถุดิบที่สูงขึ้น

บริษัทตั้งเป้าหมายปีนี้ได้ 10% Y-Y มาจากการฟื้นตัวของยอดขายในประเทศ +5% Y-Y และต่างประเทศ +20% Y-Y จากสถานการณ์ COVID-19 ที่คลี่คลาย ขณะที่ประเด็นที่ต้องติดตามคือ ทิศทางของราคาวัตถุดิบที่สูงขึ้น (ต้นทุนวัตถุดิบคิดเป็น 70% ของต้นทุนรวม) โดยเฉพาะราคาไททาเนียมไดออกไซด์ (TiO2) ซึ่งคิดเป็น 20% ของต้นทุนวัตถุดิบ รวมถึงราคาของส่วนผสมที่เกี่ยวข้องกับราคาน้ำมันอย่างตัวทำละลาย ซึ่งคิดเป็น 13% ของต้นทุนวัตถุดิบ อย่างไรก็ตาม บริษัทมีแผนจัดการลดผลกระทบดังกล่าวด้วยการปรับราคาสินค้าในปีขึ้น 5-10% โดยเป็นลักษณะทยอยปรับขึ้นทั้งหมด 2-3 ครั้ง ซึ่งเริ่มปรับครั้งแรกเดือนเม.ย. ในบางกลุ่มผลิตภัณฑ์ และจะปรับขึ้นในช่วงที่เหลือของปีจนครบ 80% ของผลิตภัณฑ์ทั้งหมด ซึ่งเป็นภาพเดียวกับคู่แข่งในตลาด อาทิ Jotun, Akzo Nobel ซึ่งมีการปรับราคาขึ้นแล้วเช่นกัน

คาดการณ์กำไร 1Q21 สดใส ขยายตัวดี Q-Q และ Y-Y

เราประเมินกำไรปกติ 1Q21 เพิ่มขึ้น 16% Q-Q และ 14% Y-Y เป็น 576 ล้านบาท หนุนจากยอดขายที่คาดการณ์ขยายตัวเป็น 4.3 พันล้านบาท (+4% Q-Q, +6% Y-Y) โดยเป็นการฟื้นตัวของทั้งยอดขายในประเทศที่เป็นช่วง High Season และประเทศเวียดนามหลังสถานการณ์ COVID-19 ดีขึ้น รวมถึงยังได้แรงหนุนจากลูกค้าบางส่วนสต็อกสินค้าในช่วงที่มีประกาศปรับขึ้นราคาสินค้าในเดือนมี.ค. ก่อนจะปรับขึ้นจริงในเดือนเม.ย. นอกจากนี้ คาดได้ประโยชน์จากการปรับมาใช้สื่อโฆษณาช่องทางออนไลน์มากขึ้น ทำให้ค่าค่าใช้จ่ายขายและบริหารต่อรายได้ลดลงเป็น 20% เทียบกับ 21.6% ใน 4Q20 และ 21.9% ใน 1Q20 ชดเชยอัตรากำไรขั้นต้นที่ปรับลงเป็น 36% ลงจาก 1Q20 ที่ 37.8% จากต้นทุนวัตถุดิบที่สูงขึ้น

1Q21E Earnings Preview

(Bt mn)	1Q21E	4Q20	%Q-Q	1Q20	%Y-Y
Revenue	4,326	4,167	3.8	4,101	5.5
Costs	2,760	2,662	3.7	2,550	8.2
Gross profit	1,566	1,504	4.1	1,551	1.0
SG&A costs	865	899	-3.7	898	-3.6
Interest charge	10	8	18.0	9	9.8
Norm profit	576	497	15.9	507	13.6
Net profit	576	493	16.8	422	36.6
Gross margin (%)	36.2	36.1	0.1	37.8	-1.6
Norm earnings margin (%)	13.3	11.9	1.4	12.4	0.9
Net profit margin (%)	13.3	11.8	1.5	10.3	3.0

Source: Finansia Estimate

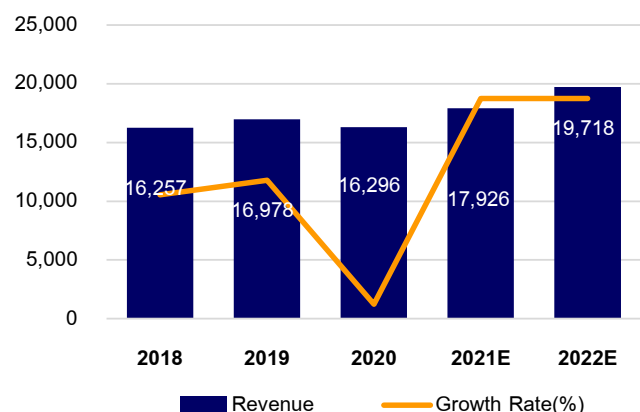
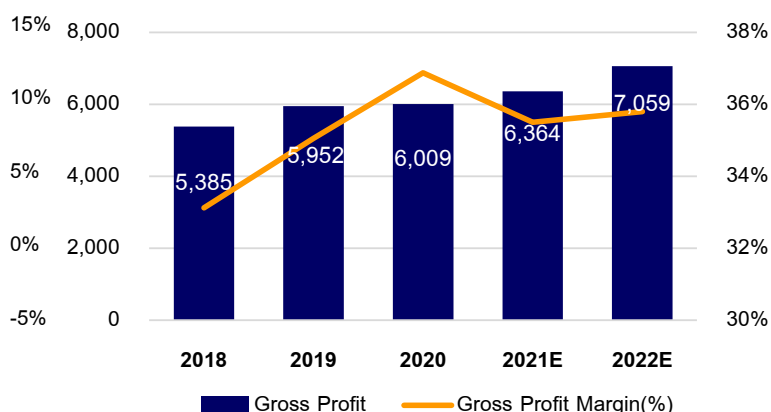
คาดการณ์กำไรปี 2021-2022 ขยายตัวต่อเนื่อง 12% CAGR

เราคาดการณ์ประกอบการหลักช่วง 2 ปีข้างหน้า (ปี 2021-2022) จะมีอัตราการเติบโตเฉลี่ย (CAGR) 12% ต่อปี เป็น 2.3 พันล้านบาท (+11% Y-Y) และ 2.6 พันล้านบาท (+13% Y-Y) ตามลำดับ โดยมีปัจจัยสนับสนุนจาก

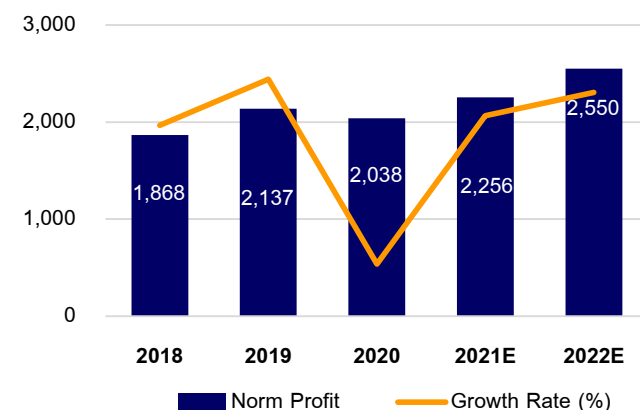
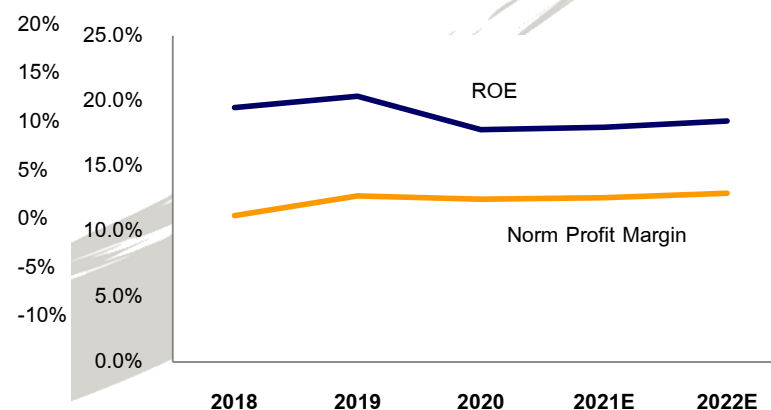
- 1) ความคืบหน้าในการฉีดวัคซีนทั่วโลก และสถานการณ์ COVID-19 ในประเทศที่คลี่คลายใน 2H21 หนุนความเชื่อมั่นของการลงทุนทั้งในประเทศและต่างประเทศฟื้นตัว ส่งผลให้เกิดความต้องการใช้ผลิตภัณฑ์สีมากขึ้น ทั้งตลาดบ้านเก่าซ่อมแซมที่เป็นสัดส่วนหลักราว 70% ของยอดขาย อาทิ การปรับปรุงอาคารของโรงแรมที่ถูกปิดบริการตั้งแต่ปี 2020 นอกจากนี้ ยังมาจากตลาดบ้านใหม่จากการเปิดตัวโครงการอสังหาริมทรัพย์ทั้งบ้านและคอนโดใหม่มากขึ้น หลังถูกชะลอการลงทุนเพื่อรอดูสถานการณ์
- 2) ยอดขายจากช่องทางใหม่ Mega Paint Warehouse ที่เกิด Synergy ในทุกผลิตภัณฑ์
- 3) เน้นควบคุมค่าใช้จ่ายอย่างมีประสิทธิภาพด้วยการลดค่าใช้จ่ายขายผ่านการปรับเปลี่ยนช่องทางการโฆษณาไปเป็นออนไลน์

สำหรับปี 2021 ที่ภาวะเศรษฐกิจทั่วโลกมีความท้าทายจากการแพร่ระบาดของ COVID-19 เราคาดการณ์กำไรปกติปี 2021 (ไม่รวมกำไร/ขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน) จะยังสามารถขยายตัวได้ +11% Y-Y อยู่ที่ 2.3 พันล้านบาท หนุนด้วยยอดขายฟื้นตัว คาด +10% Y-Y ไกลเคียงกับเป้าหมายของบริษัท จากความต้องการใช้สีที่สูงขึ้น หลังสถานการณ์ COVID-19 อยู่ในทิศทางดีขึ้นจากปี 2020 รวมถึงค่าใช้จ่ายการขายที่ลดลงหลังปรับไปใช้สื่อโฆษณาออนไลน์มากขึ้น อย่างไรก็ดี ทิศทางของต้นทุนวัตถุดิบสูงขึ้นทั้ง TiO2 และตัวทำละลายที่แปรผันกับราคาน้ำมัน เป็นปัจจัยกดดันอัตรากำไรขั้นต้นให้คาดลดลงเป็น 35.5% จาก 36.9% ในปี 2020 แต่ถือว่ายังอยู่ระดับสูงกว่าปี 2017-2019 ที่ 33-35% จากผลของแผนการปรับราคาขายขึ้นช่วยบรรเทาผลกระทบ ส่งผลให้สามารถรักษากำไรขั้นต้นกำไรปกติอยู่ระดับสูง 12.6%

ทั้งนี้ หากกำไรปกติ 1Q21 เป็นไปตามที่เราคาด จะคิดเป็น 26% ของคาดการณ์ทั้งปีเรา ขณะที่แนวโน้ม 2Q21-3Q21 คาดชะลอตัวตามปัจจัยฤดูกาล และผลกระทบ COVID-19 รอบใหม่ ก่อนกลับมาฟื้นตัวใน 4Q21

Figure 16: Sales

Figure 17: Gross Profit, GPM


Source: Finansia Research

Figure 18: Norm Profit

Figure 19: ROE, NPM


Source: Finansia Research

สถานะการเงินเป็น Net Cash หนุนโอกาสเติบโตอีกมาก

ฐานะการเงินแข็งแกร่งด้วยสถานะ Net Cash ต่อเนื่องภายหลัง IPO ในปี 2017 โดยมีเงินสดในมือและเงินลงทุนระยะสั้น ณ สิ้นปี 2020 สูงถึง 6.6 พันล้านบาท ทำให้มีศักยภาพในการขยายกำลังการผลิต และโอกาสของการลงทุนใหม่หนุนการเติบโตในระยะยาว

บริษัทมีนโยบายการจ่ายปันผลไม่น้อยกว่า 40% ของกำไรสุทธิ และกำหนดจ่ายปันผลทุกๆครึ่งปี โดย 2H20 ประกาศจ่าย 0.26 บาท/หุ้น คิดเป็น Yield 0.8% ขึ้น XD วันที่ 5 พ.ค. และจ่ายปันผล 21 พ.ค. 2021 ขณะที่ปี 2021-2022 เราให้สมมติฐาน Dividend Payout ที่ 50% โดยปี 2021-2022 คาดจ่ายปันผล 0.56 บาท/หุ้น และ 0.63 บาท/หุ้น คิดเป็น Yield 1.6% และ 1.8% ตามลำดับ

ประเมินราคาเหมาะสมปี 2021 ที่ 42 บาท เริ่มต้นด้วยคำแนะนำซื้อ

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ TOA ด้วยวิธี Relative valuation อิง PE Multiplier ปี 2021 ที่ 37 เท่า อ้างอิงค่าเฉลี่ย 4 ปีย้อนหลังตั้งแต่เข้าตลาดของ TOA และค่าเฉลี่ย PE2021 ของ 4 บริษัทต่างประเทศที่ประกอบธุรกิจคล้ายคลึงกันอย่าง Arzo Nobel, Kansai Paint, Nippon Paint และ Tikkurila Oyj

ขณะที่ระดับ PE สูงกว่ากลุ่มวัสดุก่อสร้างอื่นภายใต้ Coverage ของเราอย่าง DCC, DRT, SCC ที่ซื้อขายบน PE2021 เฉลี่ย 12 เท่า เนื่องจาก TOA มี Business model ที่แข็งแกร่งกว่า, แปรผันเป็นที่ยอมรับในตลาด, มีโรงงานผลิตและเครือข่ายครอบคลุมทั้งในประเทศและต่างประเทศ รวมถึงมีความพร้อมทั้งด้านกระแสเงินสดนำไปสู่โอกาสการเติบโตของการลงทุนในอนาคต จึงมองว่าควรให้ Premium มากกว่า

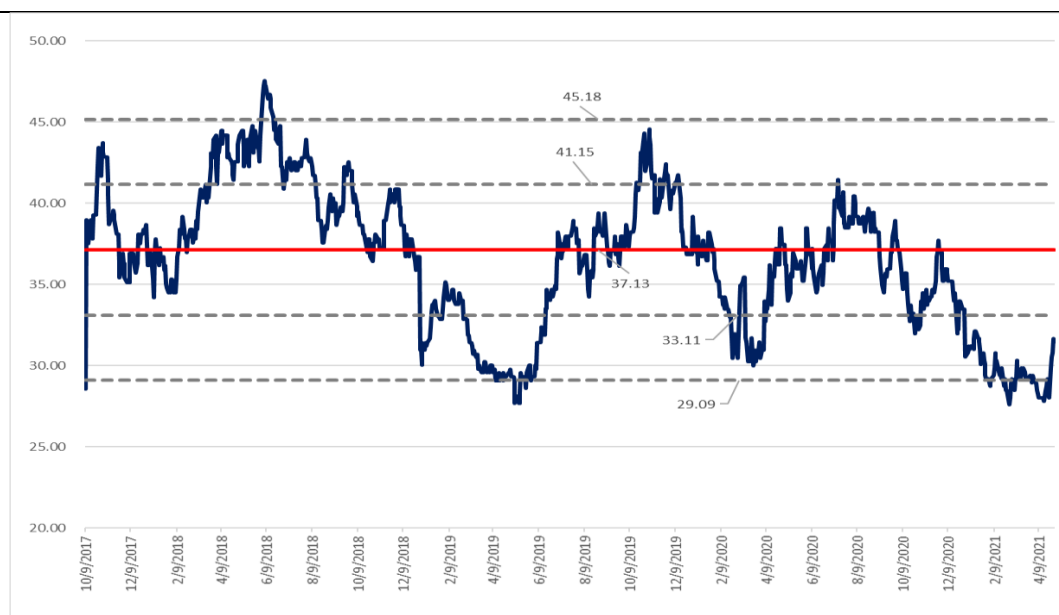
ดังนั้น ภายใต้ประมาณการ EPS ปี 2021 ที่ 1.11 บาท/หุ้น คำนวณได้มูลค่าเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐานปี 2021 ได้ที่ 42 บาท ปัจจุบันซื้อขายบน PE2021 เพียง 31 เท่า ซึ่งมีส่วนลดจากค่าเฉลี่ยย้อนหลังปี 2017-2020 ถึง 1.50SD สวนทางกับระดับกำไรที่ยกฐานสูงกว่า นอกจากนี้ ราคาหุ้นภายใน 1 เดือน +7% ถือว่ายัง Laggard กลุ่มวัสดุก่อสร้างที่เฉลี่ย +14% ขณะที่ระยะสั้นมี Catalyst จากแนวโน้มกำไร 1Q21 ที่สดใส จึงเริ่มต้นด้วยคำแนะนำซื้อ

Figure 20: Peers Comparison

	2020NPM (%)	2020ROE (%)	2020Net D/E (x)	Norm Profit Growth 2021E (%)	Norm Profit Growth 2022E (%)	Forward PE2021 (x)	Forward PE2022 (x)
AKZO NOBEL	8.4	11.9	0.2	15.5	9.1	25.5	18.6
KANSAI PAINT	4.7	7.1	0.1	2.2	36.4	47.9	27.7
NIPPON PAINT	5.8	8.0	0.3	76.8	12.3	46.0	41.2
TIKKURILA OYJ	7.7	25.5	0.1	9.4	-4.2	30.0	31.1
Avg.	6.7	13.1	0.2	26.0	13.4	37.3	29.7
TOA	12.5	17.8	Cash	10.7	13.1	31.0	27.4

Source: Bloomberg, Finansia Research

Figure 21: TOA 4 Years P/E Band (x)



Source: Bloomberg, Finansia Research

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงเกี่ยวกับเศรษฐกิจฟื้นตัวช้า และอ่อนแอกว่าคาด

ธุรกิจของบริษัทขึ้นกับเศรษฐกิจ อย่างไรก็ดี หากเศรษฐกิจอ่อนแอกว่าคาด อาทิ ผลกระทบสถานการณ์ COVID-19 ที่ยืดเยื้อ, ราคาสินค้าเกษตรตกต่ำจากภัยแล้ง จะกระทบต่อกำลังซื้อของผู้บริโภค รวมถึงการลงทุนภาคเอกชนที่ลดลง แปรผันตรงกับผลการดำเนินงานของบริษัท

ความเสี่ยงด้านต้นทุนวัตถุดิบสูงขึ้น

ต้นทุนวัตถุดิบของบริษัทคือ ผงสี, สารยัดเกาะ, สารเพิ่มเนื้อสี, สารทำละลาย, สารเติมแต่ง ซึ่งส่วนใหญ่เป็นไปตามราคาน้ำมัน รวมถึงอุปสงค์และอุปทานของวัตถุดิบ โดยเฉพาะราคาของสารไทเทเนียมไดออกไซด์ที่เป็นวัตถุดิบหลัก ซึ่งเป็นราคาที่กำหนดตามราคาตลาดโลกและขึ้นกับสินค้าโภคภัณฑ์ซึ่งสอดคล้องกับอุปสงค์และอุปทานในประเทศ โดยสารไทเทเนียมไดออกไซด์คิดเป็น 20% ของต้นทุนวัตถุดิบ หากราคาดังกล่าวผันผวน

ความเสี่ยงเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ

บริษัทนำเข้าวัตถุดิบจากต่างประเทศคิดเป็นร้อยละ 13% ของมูลค่าวัตถุดิบทั้งหมดที่ซื้อเพื่อใช้ในการผลิต ณ สิ้นปี 2019 โดยบริษัทชำระเงินค่าซื้อวัตถุดิบ บรรจุภัณฑ์ สินค้าซื้อมาขายไป และค่าบริการให้แก่ผู้จัดจำหน่ายและผู้ให้บริการเป็นเงินบาทและเงินสกุลต่างประเทศ ซึ่งส่วนใหญ่เป็นเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐราว 6-8% ในปี 2017-2019 ดังนั้น หากอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศผันผวนจะส่งผลกระทบต่อต้นทุนวัตถุดิบและผลการดำเนินงาน

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020	2021E	2022E
Revenue	16,257	16,978	16,296	17,926	19,718
Cost of sales	10,872	11,026	10,287	11,562	12,659
Gross profit	5,385	5,952	6,009	6,364	7,059
SG&A	3,153	3,362	3,510	3,621	3,944
Operating profit	2,232	2,590	2,499	2,743	3,115
Other income	106	114	142	145	146
EBIT	2,339	2,705	2,641	2,888	3,262
EBITDA	2,680	3,073	3,199	3,461	3,859
Interest charge	26	19	39	45	46
Tax on income	480	570	571	597	675
Earnings after tax	1,833	2,116	2,032	2,246	2,540
Minority Interests	-35	-21	-6	-10	-10
Norm profit	1,868	2,137	2,038	2,256	2,550
Extraordinary items	-43	25	-7	0	0
Net profit	1,825	2,162	2,031	2,256	2,550

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020	2021E	2022E
Net profit	1,833	2,116	2,032	2,246	2,540
Depreciation etc.	342	369	557	572	597
Change in working capital	30	110	-650	-177	-185
Other adjustments	0	0	0	0	0
Cash flow from operation	2,204	2,595	1,940	2,641	2,952
Capital expenditures	-886	-1,594	-593	-592	-622
Others	0	0	0	0	0
Cash flow from investing	-886	-1,594	-593	-592	-622
Free cash flow	1,318	1,001	1,346	2,049	2,330
Net borrowings	-386	-410	723	2	51
Equity capital raised	-164	-81	-75	0	0
Dividend paid	-718	-786	-1,165	-1,118	-1,265
Others	0	0	0	0	1
Cash flow from financing	-1,268	-1,277	-518	-1,115	-1,214
Net Change in cash	50	-276	829	933	1,116

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2018	2019	2020	2021E	2022E
Cash and equivalent	6,350	6,853	6,644	7,577	8,694
Accounts receivable	3,131	3,091	2,964	3,262	3,589
Inventory	2,396	2,212	2,163	2,428	2,658
Other current asset	156	179	215	233	256
Total current assets	12,033	12,334	11,987	13,501	15,197
Investment	6	6	6	6	6
PPE	2,639	3,085	4,159	4,179	4,203
Other assets	259	281	335	340	345
Total Assets	14,936	15,707	16,486	18,025	19,751
Short term loan	985	575	200	200	200
Account payable	3,987	3,752	2,975	3,353	3,671
Current maturities	0	0	152	152	159
Other current liabilities	273	347	363	376	414
Total current liabilities	5,245	4,674	3,690	4,082	4,444
Long term debt	0	0	946	948	992
Other LT liabilities	327	419	445	462	506
Total liabilities	5,572	5,093	5,081	5,492	5,943
Registered capital	2,029	2,029	2,029	2,029	2,029
Paid-up capital	2,029	2,029	2,029	2,029	2,029
Share Premium	5,762	5,762	5,762	5,762	5,762
Legal reserve	203	203	203	203	203
Retained earnings	2,114	3,444	4,312	5,439	6,714
Others	-688	-749	-891	-891	-891
Minority Interest	-56	-75	-9	-9	-9
Shareholders' equity	9,364	10,613	11,405	12,533	13,808

Important Ratios

	2018	2019	2020	2021E	2022E
Growth (%)					
Revenue	3.4	4.4	-4.0	10.0	10.0
EBITDA	6.4	14.7	4.1	8.2	11.5
Net profit	7.1	18.5	-6.1	11.1	13.1
Normalized earnings	9.7	14.4	-4.6	10.7	13.1
Profitability (%)					
Gross profit margin	33.1	35.1	36.9	35.5	35.8
EBITDA margin	16.5	18.1	19.6	19.3	19.6
EBIT margin	14.4	15.9	16.2	16.1	16.5
Normalized profit margin	11.5	12.6	12.5	12.6	12.9
Net profit margin	11.2	12.7	12.5	12.6	12.9
Normalized ROA	12.5	13.6	12.4	12.5	12.9
Normalize ROE	19.5	20.4	17.8	18.0	18.5
Normalized ROCE	18.8	19.6	15.9	16.2	16.7
Risk (x)					
D/E	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
Net D/E	Cash	Cash	Cash	Cash	Cash
Net debt/EBITDA	Cash	Cash	Cash	Cash	Cash
Per share data (Bt)					
Reported EPS	0.90	1.07	1.00	1.11	1.26
Normalized EPS	0.92	1.05	1.00	1.11	1.26
EBITDA	1.32	1.51	1.58	1.71	1.90
Book value	4.64	5.27	5.63	6.18	6.81
Dividend	0.01	0.50	0.53	0.56	0.63
Par	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Valuations (x)					
P/E	38.4	32.4	34.5	31.0	27.4
Norm P/E	37.5	32.8	34.3	31.0	27.4
P/BV	7.4	6.5	6.1	5.6	5.1
EV/EBITDA	28.9	25.2	23.8	22.2	20.2
Dividend yield (%)	0.0	1.4	1.5	1.6	1.8

Source: Company data, Finansia research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดี ออฟฟิศ แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-658-9000, 02-658-9500	สำนักงานอัลมาลิ่งค์ 25 อาคารอัลมาลิ่งค์ ชั้น 9,14,15 ช.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-646-9600, 02-646-9999	สำนักงานอัมรินทร์ ทาวเวอร์ 496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-660-5000, 02-264-6000	สาขา เซ็นทรัลปิ่นเกล้า 1 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ปิ่นเกล้า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร 02-878-5999	สาขา บางกระบือ 3105 อาคารเอ็มมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ จ.กรุงเทพมหานคร 02-378-4545
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	สาขา มินท์ ทาวเวอร์ ชั้น 6 (ห้องเลขที่ 601), 7, 8 และ 9 อาคาร มินท์ ทาวเวอร์ เลขที่ 719 ถนนบรรทัดทอง แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-680-0700	สาขา สิ้นธร 1 130-132 อาคารสิ้นธร ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100	สาขา เคียนหวน (สิ้นธร 2) 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-254-1717	สาขา ประชาชื่น 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร 02-580-9130
สาขา สาทร เลขที่ 48/32 ชั้น 16 อาคารทีเอสโกทาวเวอร์ ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก จ.กรุงเทพมหานคร 02-036-4859	สาขา รังสิต 1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17 ซอยพหลโยธิน 60 ถนนพหลโยธิน ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี 02-993-8180	สาขา รัตนาธิเบศร์ 576 ถ.รัตนาธิเบศร์ ต.บางกระสอ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี 02-831-8300	สาขา แจ้งวัฒนะ 99, 99/9 เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ บูติลเลขที่ 1904 ชั้น 19 หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี 02-005-4193	สาขา สมุทรสาคร เลขที่ 813/30 ถนนนรังสิต ตำบลมหาชัย อำเภอเมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร 034-428-045
สาขา ขอนแก่น 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่งแก่นนคร) ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น 043-058-925	สาขา อุดรธานี 197/29, 213/3 ถ.อุดรชัย ต. หมากร้าง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี 042-245-589	สาขา เชียงใหม่ 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่ 053-235-889, 053-204-711	สาขา เชียงราย 353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย 053-750-120	สาขา แม่สาย 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย 053-640-599
สาขา นครราชสีมา 198/1 ตรอกสมอราย ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา 044-288-700, 044-014-322, 044-014-323	สาขา ออนไลน์ภูเก็ต 22/18 ถ.หลวงพ่อดจลลง ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต 076-210-499	สาขา หาดใหญ่ 106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา 074-243-777	สาขา ตรัง 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง 075-211-219	สาขา สุราษฎร์ธานี 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี 077-222-595
สาขา บิดดาปี 300/69-70 หมู่ 4 ต.รูสมะมีแล อ.เมือง จ.บิดดาปี 073-350-140-4				

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 บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อการเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ตัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ AAV, ADVANC, AEONTS, AMATA, ANAN, AOT, AP, BANPU, BBL, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEAUTY, BEC, BEM, BGRIM, BH, BJC, BLAND, BPP, BTS, CBG, CENTEL, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DTAC, EA, EGCO, EPG, ERW, ESSO, GFPT, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMT, KBANK, KCE, KKP, KTB, KTC, LH, MAJOR, MBK, MEGA, MINT, MTC, ORI, OSP, PLANB, PRM, PSH, PS, 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 2020

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

สัญลักษณ์ **N/R** หมายถึง “ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR”

IOD (IOD Disclaimer)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (“บริษัทจดทะเบียน”) เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)

- ข้อมูล CG Score ประจำปี 2563 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 30 พฤศจิกายน 2561) มี 2 กลุ่ม คือ
 - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
 - ได้รับการรับรอง CAC