

DPAINT (DPAINT TB)

IPO

บมจ. สีเดลต้า

2022 Target Price (Bt) 9.80

IPO Price (Bt)	7.50
Up/downside (%)	+30.7
SET Index	1,627.61
Sector	mai/ PROPCON
Foreign limit actual (%)	49.00/0.01
Free float (%)	26.04
Market cap (Bt m)	1,725
Issuer	DPAINT
No. of IPO (mn shares)	53.25
Par value (Bt)	1.00
Subscription period	19-21 Oct 2021
First day trading	28 Oct 2021
Financial Advisor	Pioneer Advisory
Underwriter	Finansia

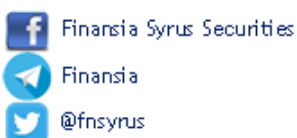
Source: Company data, Finansia estimates

Consolidated earnings				
(Bt mn)	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	596	686	809	930
Normalized profit	43	56	77	93
Net profit	43	56	77	93
EPS (Bt) - Norm	0.24	0.24	0.34	0.40
EPS (Bt)	0.24	0.24	0.34	0.40
% EPS growth	-100.0	-99.0	-98.6	-98.8
Dividend (Bt)	0.08	0.27	0.13	0.16
BV/share (Bt)	1.17	2.83	3.07	3.35
EV/EBITDA (x)	19.5	15.7	11.9	9.9
PER (x) - Norm	30.9	30.9	22.4	18.6
PER (x)	30.9	30.9	22.4	18.6
PBV(x)	6.4	2.6	2.4	2.2
Dividend yield (%)	106.7	358.2	178.9	215.6
ROE (%)	20.9	8.6	10.9	12.1
No. of shares	176.75	230	230	230
Par (Bt)	1.00	1.00	1.00	1.00

Source: Company data, FSS estimates

หมายเหตุ : บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) เป็นผู้จัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่ายหุ้นสามัญของบริษัท สีเดลต้า จำกัด (มหาชน) ที่เสนอขายต่อประชาชนเป็นครั้งแรก (IPO)

Analyst: Thanyatorn Songwutti
 Register No.: 101203
 Tel.: +662 646 9805
 email: Thanyatorn.s@fnsyrus.com
 www.fnsyrus.com



มากกว่าคำว่าสี

DPAINT ดำเนินธุรกิจผลิตและจำหน่ายสีทาอาคารในประเทศ แบ่งเป็นสีคุณภาพพิเศษ, คุณภาพสูง และสีคุณภาพคุ้มค่า ทำให้สินค้าครอบคลุมหลายระดับราคาและการใช้งาน รวมถึงกระจายช่องทางการขายทั้งร้าน Modern Trade, ร้านค้าปลีก และงานโครงการ จุดเด่นคือแบรนด์เป็นที่ยอมรับกว่า 43 ปี ประกอบกับกลยุทธ์มุ่งพัฒนาสินค้าเพื่อตอบสนองความต้องการของลูกค้า ด้วยการนำนวัตกรรมใหม่มาใช้ต่อยอดสินค้าทั้งเทคโนโลยีสุญญากาศและเครื่องผสมสี ช่วยสร้างมูลค่าเพิ่มทั้งคุณภาพและราคา ขณะที่อุตสาหกรรมเอื้อต่อการเติบโตมาจากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจและภาคก่อสร้าง โดยเฉพาะอสังหาริมทรัพย์ ความต้องการใช้สีเร่งตัวขึ้น เราประเมินผลประกอบการ 3 ปี ข้างหน้า ขยายตัวเฉลี่ย 29.4% CAGR ประเมินมูลค่าหุ้น DPAINT อิง PER ที่ 29 เท่า ได้ราคาเหมาะสมปี 2022 ที่ 9.80 บาท

ผู้ผลิตและจำหน่ายสีทาอาคารชั้นนำในประเทศ

DPAINT เป็นผู้ผลิตและจำหน่ายสีทาอาคาร (Decorative Paint) แบ่งเป็นสีคุณภาพพิเศษ สีคุณภาพสูง และสีคุณภาพคุ้มค่า ภายใต้แบรนด์ Delta, Toptech, National, IBC และ Sefco โดยมีลูกค้าหลักเป็นผู้รับเหมาและช่างทาสี, เจ้าของที่พักอาศัย รวมถึงเจ้าของโครงการทั้งภาครัฐและเอกชน ผ่านช่องทางจัดจำหน่ายอย่างร้าน Modern Trade, ร้านค้าปลีก และงานโครงการ จุดแข็งคือแบรนด์สีเดลต้าเริ่มผลิตและจำหน่ายมายาวนานกว่า 43 ปี จึงเป็นที่ยอมรับเป็นอย่างดีในกลุ่มลูกค้า รวมถึงมีพอร์ตสินค้าครอบคลุมในทุกระดับราคา และมุ่งเน้นพัฒนาสินค้าที่ตอบสนองความต้องการลูกค้าด้วยการนำนวัตกรรมใหม่มาใช้ในกระบวนการผลิต ทั้งเทคโนโลยีสุญญากาศ Vacuum Paint Technology และเครื่องผสมสี เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพควบคู่กับยกระดับคุณภาพและราคาของสินค้า

เติบโตอย่างมั่นคงตามเทรนด์อุตสาหกรรม

อุตสาหกรรมสีทาอาคารในประเทศมีความสัมพันธ์กับเศรษฐกิจ รวมถึงการก่อสร้างทั้งภาคเอกชนโดยเฉพาะอสังหาริมทรัพย์ และการก่อสร้างภาครัฐ ซึ่งมีแนวโน้มฟื้นตัวในปี 2021-2023 อ้างอิงจากประมาณการของศูนย์วิจัยกรุงศรีระบุว่าปี 2021-2023 มูลค่าการลงทุนก่อสร้างรวมจะขยายตัว 4.5-5.0% ในปี 2021 และ 5.0-5.5% ในปี 2022-2023 หนุนจากการลงทุนภาครัฐ +7% หลังขับเคลื่อนโครงสร้างพื้นฐานขนาดใหญ่ของภาครัฐ ซึ่งจะหนุนความเชื่อมั่นการลงทุนก่อสร้างภาคเอกชน +2.1% ทั้งอสังหาริมทรัพย์และเชิงพาณิชย์ ตามภาวะกิจกรรมเศรษฐกิจที่ฟื้นตัว และ COVID-19 คลี่คลาย ผลักความต้องการใช้วัสดุก่อสร้างซึ่งรวมถึงสีให้เร่งตัวขึ้น

คาดการณ์กำไร 3 ปีข้างหน้า ขยายตัวเฉลี่ย 29.4% CAGR

เราประเมินกำไรสุทธิช่วง 3 ปีข้างหน้า (ปี 2021 – 2023) จะมีอัตราการเติบโตเฉลี่ยที่ 29.4% ต่อปี ผลักดันด้วยรายได้คาดขยายตัว 16% CAGR จาก 1) เศรษฐกิจและภาคก่อสร้างที่ฟื้นตัว 2) แผนการซื้อเครื่องผสมสีเพิ่ม 440 เครื่องในปี 2022-2025 หนุนการขยายช่องทางการจัดจำหน่าย 3) การเริ่มดำเนินการโรงงาน 2 ตั้งตั้งแต่ 4Q21 ช่วยเพิ่มกำลังการผลิต แม้ราคาต้นทุนวัตถุดิบบางชนิดแปรผันตามราคาน้ำมันที่สูงขึ้น แต่ชดเชยได้ด้วยประโยชน์จาก Economy of scale รวมถึงการเปิดตัวผลิตภัณฑ์ใหม่และเน้นขายสีคุณภาพพิเศษและสีคุณภาพสูงที่มาร์จินดี ทำให้คาดการณ์อัตรากำไรขั้นต้นระดับสูงราว 42%

ประเมินมูลค่าเหมาะสมปี 2022 เท่ากับ 9.80 บาท

เราประเมินมูลค่าของ DPAINT ด้วยวิธี Relative valuation อิง PE ที่ 29 เท่า โดยให้ Premium จากผู้ประกอบการผลิตและจำหน่ายสีในประเทศอย่าง TOA และต่างประเทศอีก 3 รายที่ PE2022 เฉลี่ย 28.2 เท่า เนื่องจากอัตราการเติบโตของกำไรปกติปี 2021-2022 ที่โดดเด่นกว่ากลุ่มฯ +38% Y-Y สูงกว่ากลุ่มฯที่ +17.3% Y-Y และผลประกอบการอยู่ในช่วงขาขึ้นจากช่องว่างให้เติบโตในตลาดอีกมาก ขณะที่ระดับ Target PE ดังกล่าวเทียบกับคาดการณ์การเติบโตของกำไรสุทธิของ DPAINT ในปี 2022-2023 ที่เฉลี่ย 29% จะคิดเป็น PEG ที่ 1.0 เท่า คำนวณได้มูลค่าเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐานปี 2022 เท่ากับ 9.80 บาท

Company Overview

DPAIN ดำเนินธุรกิจผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์สีทาอาคาร (Decorative Paint) แบ่งเป็น 3 ประเภทคือ สีคุณภาพพิเศษ, สีคุณภาพสูง และสีคุณภาพคุ้มค่า โดยมีกลุ่มลูกค้าหลักอย่างผู้รับเหมาและช่างทาสี, เจ้าของที่พักอาศัย รวมถึงเจ้าของโครงการทั้งภาครัฐและเอกชน ผ่านการจัดจำหน่ายช่องทางร้าน Modern Trade, ร้านค้าปลีก และงานโครงการ

จุดแข็งคือ ผู้ก่อตั้งมีประสบการณ์ในแวดวงสีกว่า 40 ปี ทำให้แบรนด์เป็นที่ยอมรับในตลาด บวกกับมุ่งเน้นพัฒนาสินค้าตอบสนองความต้องการของลูกค้า ให้ความสำคัญกับคุณภาพ ง่ายต่อการใช้งาน และความคุ้มค่า อีกทั้ง ยังใช้ด้วยเทคโนโลยีและนวัตกรรมใหม่เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในกระบวนการผลิต พร้อมสร้างมูลค่าเพิ่มทั้งด้านคุณภาพและราคาขาย

รายได้มาจากกลุ่มสินค้าหลักอย่างสีประเภทคุณภาพคุ้มค่าเฉลี่ย 37.3% ในปี 2018-2020 ส่วนที่เหลือเป็นสีคุณภาพสูงและสีคุณภาพพิเศษที่มีสัดส่วนใกล้เคียงกันที่ 31.4%-31.3% ของรายได้รวม ตามลำดับ และ 1H21 มีสัดส่วนอันดับหนึ่งจากสีคุณภาพพิเศษ รองลงมาเป็นสีคุณภาพคุ้มค่าและสีคุณภาพสูง ตามลำดับ หากพิจารณาตามช่องทางการจัดจำหน่าย การขายหลักมาจากร้านค้าปลีกราว 48.3% ของรายได้รวมในปี 2018-2020 รองลงมาเป็นร้าน Modern Trade 44.7% และงานโครงการ 7% ของรายได้รวม ส่วนงวด 1H21 หลักๆมาจากช่องทางร้านค้าปลีก 49.2%, Modern Trade 46.2% และงานโครงการ 4.6% ของรายได้รวม

Valuation Methodology

เราประเมินราคาเหมาะสมปี 2022 ของ DPAIN เท่ากับ 9.80 บาท อิง PER ที่ 29 เท่า อ้างอิงผู้ผลิตและจำหน่ายสีในประเทศอย่าง TOA และต่างประเทศอีก 3 รายที่ Forward PE2022 เฉลี่ย 28.2 เท่า

เราให้ Premium จากกลุ่มฯ เนื่องจากอัตราการเติบโตของกำไรปกติปี 2021-2022 ที่โดดเด่นกว่ากลุ่มฯ +38% Y-Y สูงกว่ารายอื่นที่เฉลี่ย +17.3% Y-Y และผลประกอบการอยู่ในช่วงขาขึ้นจากส่วนแบ่งตลาดที่ยังน้อยทำให้ช่องว่างให้เติบโตในตลาดอีกมาก

ขณะที่ระดับ Target PE ดังกล่าวเทียบกับคาดการณ์การเติบโตของกำไรสุทธิของ DPAIN ในปี 2022-2023 ที่เฉลี่ย 29% จะคิดเป็น PEG ราว 1.0 เท่า ส่วนความสามารถในการทำกำไรและอัตราผลตอบแทนของ DPAIN อย่างอัตราส่วน NPM, ROE ถือว่าอยู่ในเกณฑ์ดีสอดคล้องกับกลุ่มฯ แม้อัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อผู้ถือหุ้น (Net D/E Ratio) ในปี 2020 สูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มฯ แต่ยอมรับได้ และจะลดลงภายหลัง IPO

ESG

Environment

- ดำเนินถึงทางเลือกในการใช้ประโยชน์จากทรัพยากรธรรมชาติ โดยให้มีผลกระทบต่อความเสียหายของสังคม สิ่งแวดล้อม และคุณภาพชีวิตของประชาชนน้อยที่สุด สนับสนุนการลดการใช้พลังงาน และทรัพยากร
- ให้ความสำคัญต่อการดูแลสิ่งแวดล้อมและลดปัญหาก๊าซเรือนกระจก โดยบริษัทอยู่ระหว่างการจัดทำข้อมูลการประเมินการปล่อยก๊าซเรือนกระจกและจัดทำแนวทางการบริหารจัดการเพื่อลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก รวมถึงบริษัทมีแผนในการขอรับรองการประเมินคาร์บอนฟุตพริ้นท์ (Carbon Footprint) ขององค์กรในลำดับต่อไป

Social

- มุ่งมั่นทำความเข้าใจ สื่อสารกับสังคมถึงสถานะและข้อเท็จจริงในการดำเนินงานของกลุ่มบริษัท ความรับผิดชอบของกลุ่มบริษัทต่อชุมชนและสังคมโดยรวม และความรับผิดชอบต่อสังคมในกลุ่มบริษัทในสิ่งแวดล้อม
- มุ่งส่งเสริมและปลูกฝังจิตสำนึกทางด้านคุณภาพ ความปลอดภัย อาชีวอนามัยและสิ่งแวดล้อม ให้เป็นวิถีดำเนินชีวิตประจำวันของบุคลากรของกลุ่มบริษัทเพื่อประโยชน์ของทุกคน รวมทั้งชุมชนและสังคมโดยรวม โดยสนับสนุนให้มีการใช้ทรัพยากรอย่างเหมาะสม ลดการใช้อย่างสิ้นเปลือง

Governance









- ยึดมั่นในการดำเนินธุรกิจด้วยความซื่อสัตย์สุจริต โปร่งใส เป็นธรรม และเป็นไปตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี
- ให้ความสำคัญกับการเคารพต่อสิทธิมนุษยชน รวมถึงการปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเป็นธรรม
- มุ่งมั่นดำเนินธุรกิจ โดยประสงค์ที่จะให้มีการสร้างสรรค์ นำเสนอ และบริหารจัดการผลิตภัณฑ์และบริการของกลุ่มบริษัทแก่ลูกค้าอย่างมีมาตรฐานและมีจริยธรรม
- จัดทำนโยบายการกำกับดูแลกิจการ โดยครอบคลุมหลักปฏิบัติ และแนวปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนปี 2560 (Corporate Governance Code for Listed Companies 2017)

ลักษณะการประกอบธุรกิจ

บริษัท สีเดลต้า จำกัด (มหาชน) หรือ DPAINT ดำเนินธุรกิจผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์สีทาอาคาร (Decorative Paint) แบ่งเป็นสีคุณภาพพิเศษ, สีคุณภาพสูง และสีคุณภาพคุ้มค่า ภายใต้เครื่องหมายการค้า Delta, Toptech, National, IBC และ Sefco โดยเริ่มผลิตและจำหน่ายสีเดลต้าในปี 1978 และจัดตั้งบริษัทในปี 1999 โดยนายอาจนรงค์ ตั้งคารวคุณ และนางวิไล ตั้งคารวคุณ ทำให้มีประสบการณ์มายาวนานบวกกับการมุ่งพัฒนาสินค้าที่มีคุณภาพและตอบสนองความต้องการของลูกค้า จึงเป็นที่ยอมรับเป็นอย่างดีในอุตสาหกรรม ซึ่งกลุ่มลูกค้าเป้าหมายหลักคือ ผู้รับเหมาและช่างทาสี, เจ้าของที่พักอาศัย และเจ้าของโครงการภาครัฐและเอกชน ผ่านช่องทางจัดจำหน่ายอย่างร้าน Modern Trade, ร้านค้าปลีก (Retail) และงานโครงการ (Project) รวมถึงการบริการเครื่องผสมสีที่นำไปติดตั้งให้ลูกค้าที่เป็นร้านค้าใช้งาน

ปัจจุบันมีโรงงานผลิตจำนวน 2 โรงงาน ตั้งอยู่บนที่ดินที่เป็นกรรมสิทธิ์ของบริษัทในนิคมอุตสาหกรรมลาดกระบัง มีกำลังการผลิตในการผลิตสีน้ำและสีน้ำมัน 4.8 ล้านแกลลอนต่อปี แบ่งเป็นโรงงาน 1 มีกำลังการผลิต 3.24 ล้านแกลลอนต่อปี โดย ณ 1H21 มีอัตราการใช้กำลังการผลิต 93.2% สำหรับใช้สำหรับผลิตสีด้วยการผลิตแบบดั้งเดิม โดยใช้แรงงานคนในการควบคุมเป็นหลัก ส่วนโรงงาน 2 มีกำลังการผลิต 1.56 ล้านแกลลอนต่อปี ซึ่งจะเริ่มใช้ในการผลิตตั้งแต่ 4Q21 รองรับการผลิตในขนาด โดยเป็นการใช้เทคโนโลยีช่วยการผลิตด้วยเครื่อง Vacuum Dispersion และเครื่อง Automatic Dispensing ช่วยเพิ่มประสิทธิภาพในการผลิต ควบคุมกับลดระยะเวลาและแรงงานคนในการผลิต ทำให้ต้นทุนการผลิตต่ำลง นอกจากนี้ ยังมีเครื่องผสมสีเพื่อเลือกเฉดสีในร้านค้าปลีกขนาดใหญ่หรือ Modern Trade ช่วยอำนวยความสะดวกและตอบสนองความต้องการของผู้บริโภคได้อย่างรวดเร็ว

Figure 1: การผลิตและจัดจำหน่ายสินค้า

เครื่องหมายการค้า	ประเภทสินค้า	ผู้ผลิต	ผู้จัดจำหน่าย
	สีคุณภาพพิเศษ สีคุณภาพสูง	DPAINT	DPAINT
	สีคุณภาพพิเศษ	DPAINT	DPAINT
	สีคุณภาพสูง	DPAINT	DPAINT
	สีคุณภาพสูง สีคุณภาพคุ้มค่า	DPAINT	DPAINT
	สีคุณภาพคุ้มค่า	DPAINT	DPAINT
	สีคุณภาพคุ้มค่า	DPAINT	DSJV
	สีคุณภาพคุ้มค่า	DPAINT	DSJV
	สีคุณภาพสูง	DPAINT	DSJV

Source: Company Data

ทั้งนี้ DPAIN ร่วมจัดตั้งบริษัท ดีเอสเจวี เคมีคอล จำกัด (DSJV) ร่วมกับนายณัฐวุฒิ วาทีมงคลกาล ด้วยทุนจดทะเบียนและชำระแล้วจำนวน 1 ล้านบาท โดยมีสัดส่วนการถือหุ้น 50.98% และ 49.00% ตามลำดับ เพื่อจัดจำหน่ายสีภายใต้ตราสินค้า SEFCO, BESTCO, ACNER โดย DSJV ว่าจ้างบริษัทผลิตสินค้า รวมถึงว่าจ้างบริหารงานและดำเนินงานทางด้านบัญชี ขนส่งสินค้า คลังสินค้า จัดซื้อ บุคลากร และงานด้านบริหารอื่นๆ

ผลิตภัณฑ์สีทาอาคารแบ่งเป็น 3 ประเภท ดังนี้

1. สีคุณภาพพิเศษ

สีคุณภาพพิเศษเป็นสีที่มีความทนทานมากกว่ากลุ่มสีคุณภาพสูงและคุณภาพคุ้มค่า จากอายุการใช้งานมากกว่า 10 ปี ผลิตด้วยวัตถุดิบที่มีคุณภาพสูง รวมถึงมีการนำเทคโนโลยีและนวัตกรรมมาใช้ในการผลิต ทำให้สีมีคุณสมบัติพิเศษเพิ่มขึ้น อาทิ คงสภาพสียาวนาน, เงางาม, ทนต่อสภาพอากาศ, ทนความชื้นสูง, ทนต่อเชื้อราและแบคทีเรีย, กันความร้อน และทำความสะอาดได้ง่าย เป็นต้น โดยสีทาที่พบเห็นส่วนใหญ่เป็นสีน้ำอิมัลชันที่มีตัวทำละลายเป็นน้ำและเพิ่มเติมด้วยสารยึดเกาะอะครีลิกคุณภาพสูง ทำให้ทนทานและทำความสะอาดง่าย ส่วนสีทาภายนอกจะผสมสารพิเศษกัน UV Protection เพื่อป้องกันความร้อน รวมถึงทนต่อการเปลี่ยนแปลงของอุณหภูมิและความชื้น

บริษัทพัฒนาสีคุณภาพพิเศษต่อเนื่อง โดยผลิตภัณฑ์ที่มีนวัตกรรมโดดเด่นคือ ChillShield ซึ่งออกและจำหน่ายใหม่ใน 1Q20 ซึ่งเป็นสีนวัตกรรมใหม่ที่สามารถทาทั้ผนังรอบตัวที่ปิดติดทนทานโดยไม่ต้องทาสีซ้ำ ผลิตจากกาวอะครีลิกพิเศษช่วยให้สีซึมลึกประสานเป็นเนื้อเดียวกับผนังปูนปกป้องบ้านได้นานกว่าสีทั่วไป โดยมีเนื้อสีมากกว่าสีทั่วไปราว 57% ทำให้ทาสีได้ง่าย ลื่น ไม่ติดแปรง ส่งผลให้ใช้สีน้อยกว่าเดิม 43% รวมถึงลดการใช้ภาชนะบรรจุสีลง 40% เมื่อเทียบกับการใช้สีทั่วไป นอกจากนี้ ยังมีผลิตภัณฑ์ Toptech Primer ซึ่งผลิตจากเรซินชนิดพิเศษ สามารถทาทั้ปูนใหม่ได้หลังจากฉาบปูนเพียง 3 – 7 วัน ลดเวลาการทำงาน ป้องกันปัญหาต่าง และคราบเกลือที่สูงจากปูนหรือคอนกรีต รวมถึงทนต่อทุกสภาพอากาศ

Figure 2: สีทาอาคารคุณภาพพิเศษ



Source: Company Data

2. สีคุณภาพสูง

สีคุณภาพสูงเป็นสีที่มีอายุการใช้งาน 5 – 10 ปี และใช้แพร่หลายในกลุ่มลูกค้าโครงการ เนื่องจากราคาต่ำกว่าสีคุณภาพพิเศษ แต่ยังเป็นสีคุณภาพสูง ไม่ซีดจางง่าย, ทนกับอุณหภูมิและสภาพอากาศเมืองร้อนได้ดี, ป้องกันและต่อต้านการเกิดเชื้อราบนฟิล์มสี, ปราศจากสารปรอทและตะกั่ว โดยมีทั้งชนิดทาภายนอกและภายใน รวมถึงสีรองพื้นปูนใหม่

Figure 3: สีทาอาคารคุณภาพสูง



Source: Company Data

3. สีคุณภาพคุ้มค่า

สีคุณภาพคุ้มค่าเป็นสีที่มีอายุการใช้งานประมาณ 5 ปี ผลิตด้วยวัตถุดิบมาตรฐาน เหมาะสำหรับงบประมาณจำกัด โดยเป็นสีคุณภาพคุ้มค่าสีสวยทนต่อสภาพอากาศเมืองร้อนสูง ทนทานต่อการเกิดเชื้อรา และปราศจากสารปรอท จึงให้ความปลอดภัยต่อผู้ใช้ในทุกบริเวณที่นำไปใช้งาน

นอกจากนี้ มีการจำหน่ายผลิตภัณฑ์สีย้อมและรักษาเนื้อไม้อุตสาหกรรมผ่านช่องทางการขายร้านโมเดิร์นเทรดไทยวัสดุตั้งแต่เดือนส.ค. 2020 ซึ่งยอดขายดังกล่าวคิดเป็น 0.8% และ 2.2% ของรายได้จากการขายในปี 2020 และงวด 1H21 รวมถึงรับรับจ้างผลิตสีทาอาคารที่เป็นตราผลิตภัณฑ์ของลูกค้า (House Brand) ให้กับลูกค้า 1 ราย ซึ่งเป็นร้านค้าปลีกที่ขายสีทาอาคารทั่วไป ซึ่งรายได้จากการรับจ้างผลิตดังกล่าวคิดเป็น 0.4% และ 0.3% ของรายได้จากการขายในปี 2020 และงวด 1H21

Figure 4: สีทาอาคารคุณภาพคุ้มค่า



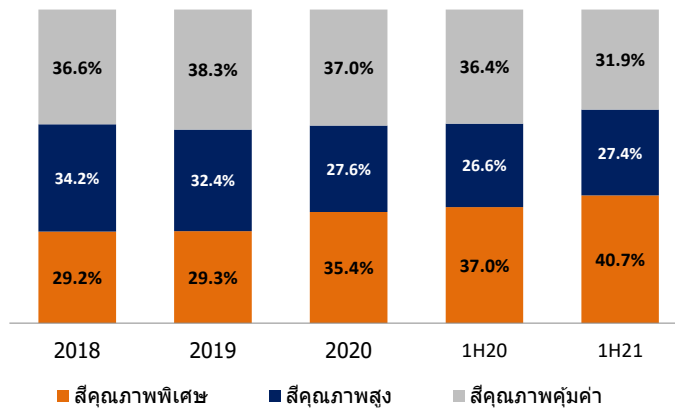
Source: Company Data

โครงสร้างรายได้

ในช่วงปี 2018-2020 ที่ผ่านมา โครงสร้างรายได้แบ่งตามประเภทผลิตภัณฑ์ของ DPAIN (ก่อนจัดประเภทรายการบัญชีใหม่ตาม TFRS 15) หลักๆมาจากรายได้การขายสีคุณภาพคุ้มค่าเฉลี่ย 37.3% รองลงมาเป็นสีคุณภาพสูงและสีคุณภาพพิเศษที่มีสัดส่วนใกล้เคียงกันที่ 31.4%-31.3% ของรายได้รวม ตามลำดับ อย่างไรก็ตาม ภายรวมสัดส่วนของสีคุณภาพพิเศษมีแนวโน้มสูงขึ้นต่อเนื่องตั้งแต่ปี 2020 จากผลของการออกสินค้าใหม่อย่าง Delta ChillShield ซึ่งเป็นสินค้าประเภทสีคุณภาพพิเศษที่ใช้นวัตกรรมใหม่ ทำให้ในงวด 1H21 มีสัดส่วนรายได้จากสีคุณภาพพิเศษปรับขึ้นเป็นอันดับหนึ่งถึง 40.7% รองลงมาเป็นสีคุณภาพคุ้มค่าที่ 31.9% และสีคุณภาพสูง 27.4% ของรายได้รวม ตามลำดับ

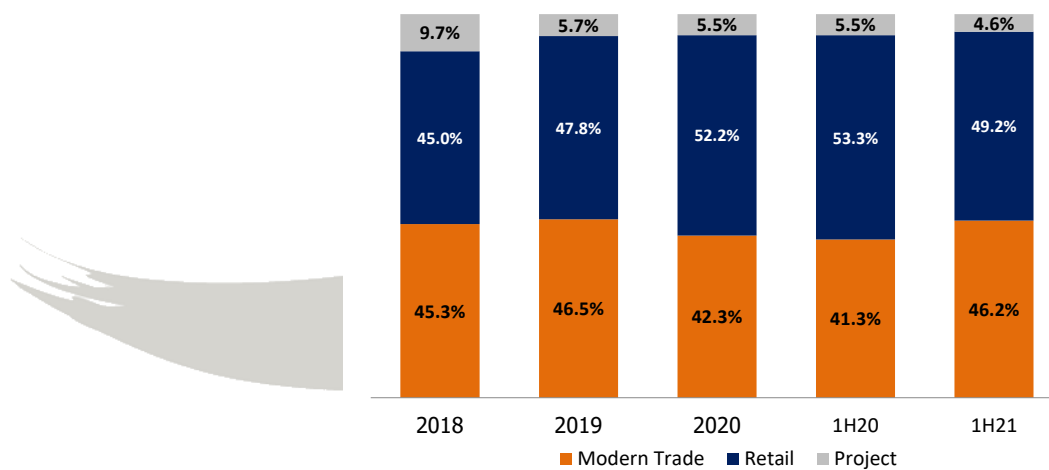
หากพิจารณาแยกตามช่องทางการจัดจำหน่ายในปี 2018-2020 รายได้หลักอันดับหนึ่งเฉลี่ย 48.3% ของรายได้รวม (ก่อนจัดประเภทรายการบัญชีใหม่ตาม TFRS 15) มาจากช่องทางร้านค้าปลีกทั้งร้านค้าปลีกแบบดั้งเดิมอย่างร้านขายสีในชุมชน และร้านค้า Modern Retail ที่เป็นร้านทันสมัย ซึ่งผลิตภัณฑ์จำหน่ายหลักเป็นสีคุณภาพสูงและคุณภาพคุ้มค่า รองลงมาเป็นร้าน Modern Trade หรือร้านค้าปลีกวัสดุก่อสร้างแบบครบวงจรและร้านค้าปลีกอุปกรณ์ตกแต่งบ้านครบวงจรที่เฉลี่ย 44.7% ของรายได้รวม ซึ่งผลิตภัณฑ์จำหน่ายหลักเป็นสีคุณภาพพิเศษและคุณภาพสูง ส่วนที่เหลืออีก 7% เป็นช่องทางงานโครงการทั้งภาครัฐอย่างโครงการประมูลต่างๆและภาคเอกชนอย่างโครงการอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งผลิตภัณฑ์จำหน่ายหลักเป็นสีคุณภาพสูงและคุณภาพคุ้มค่า ส่วนงวด 1H21 มีสัดส่วนรายได้มาจากช่องทางร้านค้าปลีกและ Modern Trade ที่ 49.2% และ 46.2% ของรายได้รวม ตามลำดับ และส่วนที่เหลือเป็นช่องทางงานโครงการ 4.6% ของรายได้รวม

Figure 5: Revenue by type of product (%)



Source: Finansia Research, Company Data

Figure 6: Revenue by distribution (%)



Source: Finansia Research, Company Data

ผลการดำเนินงานในอดีต

สำหรับผลประกอบการย้อนหลัง 3 ปี (ปี 2018 – 2020) บริษัทฯ มีรายได้จากการขายและบริการรวม 519 ล้านบาท, 586 ล้านบาท และ 596 ล้านบาท ตามลำดับ ปรับตัวขึ้นต่อเนื่อง 7.2% CAGR จากรายได้ของการขายผลิตภัณฑ์สีทาอาคารที่สูงขึ้น สรุปสาระสำคัญดังนี้

สำหรับปี 2019 รายได้จากการขายและบริการ +13% Y-Y หนุนจากปริมาณขายที่ขยายตัว จากการเพิ่มช่องทางการจัดจำหน่ายควบคู่กับการเปิดตัวผลิตภัณฑ์ใหม่หลายรายการ รวมถึงการเริ่มผลิตและจำหน่ายสี SEFCO ตั้งแต่เดือนค.ค. 2018 ขณะที่อัตรากำไรขั้นต้นปรับตัวดีเป็น 36.7% เทียบกับปี 2018 ที่ 30.9% จากการควบคุมค่าใช้จ่ายอย่างมีประสิทธิภาพ และสัดส่วนที่สูงขึ้นของการขายสินค้าสีคุณภาพพิเศษ ซึ่งอัตรากำไรขั้นต้นดีกว่าประเภทอื่น ทำให้กำไรสุทธิจะอยู่ที่ 36 ล้านบาท (+200% Y-Y) และอัตรากำไรสุทธิ 6.2% (+386bps Y-Y)

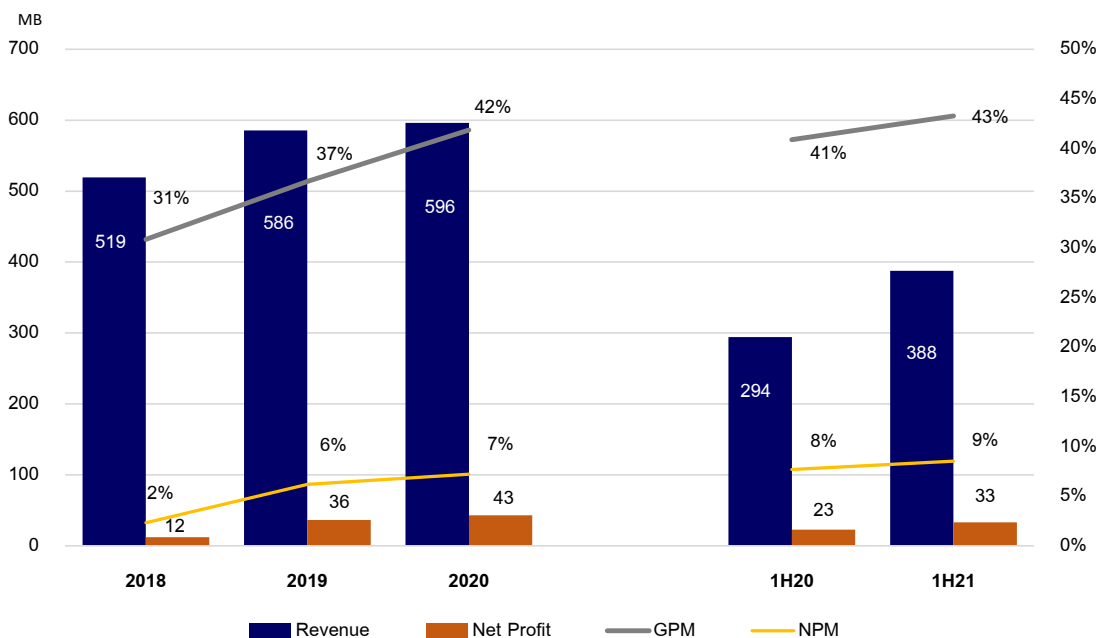
สำหรับปี 2020 รายได้การขายและบริการ +2% Y-Y โดยอัตราการเติบโตที่ชะลอลงเป็นผลมาจากการแพร่ระบาดของ COVID-19 และพ.ร.ก.ฉุกเฉินที่ทำให้ลูกค้าบางแห่งปิดบริการชั่วคราว อย่างไรก็ตาม ชดเชยด้วยการออกสินค้าใหม่อย่าง Delta ChillShield ขณะที่อัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้นเป็น 41.9% จาก 36.7% ในปี 2019 จากผลของ Economies of scale หลังเพิ่มอัตราการใช้งานของกำลังการผลิต และสัดส่วนของสีคุณภาพพิเศษที่สูงขึ้น รวมถึงราคาต้นทุนวัตถุดิบบางชนิดอย่างสารทำละลาย(Solvents)และเรซินปรับลงตามราคาน้ำมันโลก ทำให้กำไรสุทธิอยู่ที่ 43 ล้านบาท (+19% Y-Y) และอัตรากำไรสุทธิ 7.2% (+102bps Y-Y)

สำหรับงวด 1H21 รายได้การขายและบริการเพิ่มขึ้น +32% Y-Y จากฐานต่ำใน 1H20 ที่ได้รับผลกระทบ COVID-19 ระลอกแรก บวกกับแผนการเพิ่มสินค้าใหม่และจำนวนช่องทางการจัดจำหน่าย โดยเฉพาะร้านค้าปลีกทั้งโมเดิร์นรีเทลและดั้งเดิม ขณะที่อัตรากำไรขั้นต้นปรับขึ้นในทิศทางเดียวกันเป็น 43.3% จาก 40.9% ใน 1H20 เนื่องจากเกิดการประหยัดต่อขนาด, การบริหารสายการผลิตอย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงเน้นขายสินค้ากลุ่มคุณภาพพิเศษซึ่งมีมาร์จิ้นดี ทำให้บริษัทมีกำไรสุทธิ 33 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 46% Y-Y และอัตรากำไรสุทธิ 8.5% (+83bps Y-Y)

อัตราส่วนทางการเงิน

ด้านอัตราส่วนทางการเงินปี 2018-2020 บริษัทมีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E ratio) ปรับลงต่อเนื่องที่ 99.9 เท่า, 7.0 เท่า และ 2.3 เท่า ตามลำดับ จากกำไรสะสมที่สูงขึ้น รวมถึงการเพิ่มทุนจดทะเบียนและชำระแล้ว ประกอบกับการชำระคืนเงินเบิกเกินบัญชีและเงินกู้ยืมระยะสั้นจากสถาบันการเงิน ส่วนอัตราหนี้สินที่มีดอกเบี้ยต่อผู้ถือหุ้น (IBD/E) อยู่ที่ 49.4 เท่า, 2.9 เท่า และ 0.7 เท่า ตามลำดับ ด้านผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ปี 2018 – 2019 เท่ากับ 2.6% และ 7.0% ตามกับทิศทางของกำไรสุทธิ แต่ปรับลงเป็น 6.4% ในปี 2020 จากการเข้าลงทุนในที่ดินเพื่อตั้งโรงงานใหม่ และเครื่องจักรเพิ่มเติม ส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อยู่ที่ 260.3%, 56.1% และ 20.9% ตามลำดับ จากผลของการเพิ่มทุนจดทะเบียนและชำระแล้ว

Figure 7: Sales and Services Revenue (MB), Net Profit (MB), %GPM, %NPM



Source: Finansia Research, Company Data

ประเด็นการลงทุน และคาดการณ์ผลประกอบการ

ขับเคลื่อนด้วยกลยุทธ์มุ่งพัฒนาสินค้าตอบโจทย์ลูกค้าพร้อมช่องทางขายหลากหลาย

DPAINT เป็นผู้ผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์สีในประเทศครอบคลุมทุก Segment และระดับราคา ทั้งคุณภาพพิเศษ, คุณภาพสูง และคุณภาพคุ้มค่า โดยเริ่มผลิตและจำหน่ายสีแบรนด์ Delta ครั้งแรกตั้งแต่ปี 1978 เพื่อสร้างสีคุณภาพสูงใช้กับงานโครงการ และต่อมาขยายไปยังสีคุณภาพคุ้มค่าภายใต้แบรนด์ National ภายใต้การบริหารจัดการของนายอาจณรงค์ ตั้งคารวคุณ และนางวิไล ตั้งคารวคุณ ทำให้มีประสบการณ์ในอุตสาหกรรมมายาวนานกว่า 43 ปี จึงมีแบรนด์ที่ยอมรับเป็นอย่างดีในกลุ่มลูกค้าเป้าหมายอย่างผู้รับเหมาและช่างทาสี, เจ้าของที่พักอาศัย และเจ้าของโครงการภาครัฐและเอกชน จากจุดเด่นด้วยการมุ่งเน้นพัฒนาสินค้าที่ตอบสนองความต้องการลูกค้า, ให้ความสำคัญกับคุณภาพของสินค้า, ง่ายต่อการใช้งาน และความคุ้มค่าของการใช้สีทาอาคาร โดยได้รับการรับรองคุณภาพมาตรฐานระบบบริหารงานคุณภาพ (ISO 9001) มาตรฐานระบบการจัดการสิ่งแวดล้อมมาตรฐาน (ISO 14001) มาตรฐานอุตสาหกรรม (มอก.) ฉลากเขียว และมาตรฐานแรงงานระหว่างประเทศ (ILS)





ขณะที่มีกลยุทธ์การขายสินค้าผ่านช่องทางจัดจำหน่ายให้เข้าถึงกลุ่มลูกค้าที่หลากหลาย และตั้งอยู่ในพื้นที่ต่างๆ ทั่วประเทศ โดยมีช่องทางร้านค้าปลีกซึ่งเน้นขายสินค้าประเภทคุณภาพสูงและคุณภาพคุ้มค่า แบ่งเป็นร้านค้าปลีกดั้งเดิม 1,000 กว่าร้านค้าทั่วประเทศ และร้านค้าโมเดิร์นรีเทล 5 ราย ทั้งหมด 32 สาขาใน 22 จังหวัด รวมถึงช่องทางร้าน Modern Trade จำนวน 4 ราย ทั้งหมด 180 สาขาใน 61 จังหวัด นอกจากนี้ จำหน่ายในงานโครงการของภาครัฐอย่างโครงการประมูลต่างๆ ซึ่งมีผลงานและชื่อเสียงที่ดีมายาวนานกว่า 40 ปี รวมถึงภาคเอกชนอย่างโครงการอสังหาริมทรัพย์ที่ขึ้นชื่อและพันธมิตรที่ดี ซึ่งข้อดีของการกระจายช่องทางจัดจำหน่ายผ่านร้าน Modern Trade และร้านค้าปลีกที่มีความสมดุลช่วยลดความเสี่ยงจากการพึ่งพิงเพียงช่องทางใดช่องทางหนึ่ง กรณีเกิดเหตุการณ์ไม่ปกติ อาทิ สถานการณ์ COVID-19 ที่ร้าน Modern Trade ถูกสั่งปิดสาขา แต่บริษัทไม่ได้รับผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญ

Figure 8: Modern Retail Distribution

โมเดิร์นรีเทล		จำนวนสาขาที่บริษัทนำสินค้าเข้าไปขาย
	บริษัท โฮมฮับ จำกัด	5
	บริษัท ดูโฮม จำกัด (มหาชน)	10
	บริษัท ฮาร์ดแวร์เฮ้าส์ จำกัด	7
	บริษัท ไทยเพิ่มพูลโฮมช็อป จำกัด บริษัท ไทยเพิ่มพูลโฮมช็อป รีเทล จำกัด บริษัท ไทยเพิ่มพูลโฮมช็อป เซ็นเตอร์ จำกัด	7
	บริษัท ตีรมหาชัย อุปถราชธานี จำกัด	3

Source: Company Data

Figure 9: Modern Trade Distribution

โมเดิร์นเทรด	จำนวนสาขาที่นำเข้าไปขาย
 บริษัท ซีอาร์ซี ไทยวัสดุ จำกัด	61
 บริษัท สยามโกลบอลเฮ้าส์ จำกัด (มหาชน)	51
 บริษัท โฮม โปรดักส์ เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)	54
 บริษัท เมกา โฮม เซ็นเตอร์ จำกัด	14

Source: Company Data

นวัตกรรมใหม่สร้างมูลค่าเพิ่มของผลิตภัณฑ์

DPaint มีจุดแข็งจากการมุ่งเน้นนำเทคโนโลยีและนวัตกรรมใหม่ๆ มาใช้ในกระบวนการผลิตเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพควบคู่กับยกระดับคุณภาพของสินค้า และตอบสนองความต้องการของลูกค้าได้อย่างครอบคลุม ซึ่งช่วยเพิ่มมูลค่าของผลิตภัณฑ์ทั้งคุณภาพและราคา อาทิ ในปี 2009 บริษัทนำเข้าเครื่องจักรผลิตสีจากเยอรมนีที่ใช้เทคโนโลยีแบบสูญญากาศ (Vacuum Dispersion) เป็นรายแรกในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ ทำให้สีทาได้เรียบ เนียน และแทรกซึมเข้าสู่ผิวได้มากขึ้นกว่าสีที่ผลิตจากเครื่องจักรแบบเดิมทั่วไป รวมถึงช่วยลดระยะเวลาการผลิต และลดปริมาณแรงงานในการผลิตทำให้ต้นทุนการผลิตต่ำ

ขณะที่ยังนำเครื่องจักรผสมสีวางผ่านร้านค้าปลีกหรือร้าน Modern Trade อำนวยความสะดวกให้กับผู้บริโภคและเพิ่มทางเลือกชนิดสีที่ต้องการ โดยสามารถสร้างชนิดสีต่างๆ ได้มากกว่า 10,000 ชนิด รวมถึงมีความแม่นยำในการผลิตสูงทำให้มีคุณภาพเหมือนกับการผลิตจากโรงงาน และใช้ระยะเวลาผสมเพียงครั้งละ 3 นาที รวมถึงช่วยเพิ่มประสิทธิภาพในการบริหารจัดการคลังสินค้าของทั้ง DPaint และร้านค้า สามารถลดต้นทุนการเก็บรักษาสต็อก และตอบสนองความต้องการของลูกค้าได้อย่างรวดเร็วและมีประสิทธิภาพ โดยจำนวนเครื่องผสมสี ณ สิ้น 2Q21 อยู่ที่ 379 เครื่อง และบริษัทมีแผนลงทุนซื้อเพิ่มอีก 440 เครื่องในปี 2022-2025 ซึ่งจะผลักดันการขายสีคุณภาพพิเศษที่มีอัตรากำไรขั้นต้นสูงได้เพิ่มขึ้น

นอกจากนี้ บริษัทมีทีมวิจัยและพัฒนาเป็นของตนเอง ซึ่งทำหน้าที่คิดค้นและพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่ๆ อย่างต่อเนื่อง โดยมีแนวคิดที่จะทำให้เรื่องสีเป็นเรื่องที่ง่ายขึ้น และให้ลูกค้าที่มากขึ้น เช่น การลดระยะเวลาการรอคอย, ลดจำนวนรอบในการทาสี และการเพิ่มเนื้อสีเพื่อให้เกิดความคุ้มค่ากับลูกค้าหรือผู้ใช้ เป็นต้น

ขยายโรงงานใหม่ เพิ่มศักยภาพการผลิต

ปัจจุบัน DPAINT มีโรงงานผลิตจำนวน 2 โรงงาน มีกำลังการผลิตรวม 4.8 ล้านแกลลอนต่อปี ซึ่งผลิตได้ทั้งสีน้ำและสีน้ำมัน ตั้งอยู่ในนิคมอุตสาหกรรมลาดกระบัง โดยโรงงานดำเนินการอยู่คือโรงงาน 1 เป็นอาคารสูง 5 ชั้น ใช้สำหรับเก็บสินค้าสำเร็จรูป วัตถุประสงค์ และภาชนะ มีกำลังการผลิต 3.24 ล้านแกลลอนต่อปี ซึ่งมีอัตราการใช้กำลังการผลิตในปี 2018-2020 เฉลี่ยอยู่ที่ 73.8%, 75.6% และ 77.6% ตามลำดับ และ ใน 1H21 ที่ 93.2% โดยใช้ผลิตสีด้วยการผลิตแบบดั้งเดิมคือใช้แรงงานคนควบคุมเป็นหลัก สำหรับโรงงาน 2 เป็นอาคาร 1 ชั้นแต่มีความสูงจึงสามารถจัดเก็บสินค้าได้จำนวนมาก ใช้สำหรับเก็บสินค้าสำเร็จรูปเป็นหลัก และมีกำลังการผลิต 1.56 ล้านแกลลอนต่อปี ซึ่งจะเริ่มใช้ในการผลิตตั้งแต่ 4Q21 โดยจะใช้สำหรับผลิตสีด้วยเทคโนโลยีอย่างเครื่อง Vacuum Dispersion และเครื่อง Automatic Dispensing

ขณะที่บริษัทเล็งเห็นแนวโน้มความต้องการที่เพิ่มขึ้นจากผลิตภัณฑ์สี บวกกับมุ่งเพิ่มประสิทธิภาพในกระบวนการผลิต ทำให้มีแผนใช้โรงงานสุวินทวงศ์เป็นโรงงานผลิตแห่งใหม่ โดยปรับปรุงโรงงาน เครื่องจักร รวมถึงระบบการผลิตสีหาอาคารให้ทันสมัย ทั้งเครื่องผสมวัตถุดิบ, เครื่องบรรจุ, ระบบแต่งเฉดสีและระบบการชั่งปริมาณ, การใช้ซอฟต์แวร์ระบบอัตโนมัติ ซึ่งปัจจุบันอยู่ระหว่างการศึกษาระหว่างการศึกษาระบบทั้งหมด ทั้งนี้ ปัจจุบันบริษัททำสัญญาให้เช่าที่ดินและโรงงานสุวินทวงศ์กับบริษัท โบแซง ชัพพลาย จำกัด โดยมีระยะเวลา 3 ปี ตั้งแต่วันที่ 15 พ.ย. 2020 - 14 พ.ย. 2023 ซึ่งภายหลังจะหมดอายุสัญญาจะเริ่มดำเนินการ และคาดแล้วเสร็จในปี 2025 ช่วยเพิ่มศักยภาพและความสามารถในการแข่งขันทั้งในด้านการลดต้นทุนวัตถุดิบและต้นทุนการเก็บสินค้า ทำให้ต้นทุนการผลิตต่อหน่วยลดลง ควบคู่กับการเพิ่มคุณภาพสินค้า

Figure 10: Current Project & Project Under Construction

ลำดับ	โรงงาน	ประเภทสี	กำลังการผลิต	ลักษณะกรรมสิทธิ์	สถานที่ตั้ง
1	โรงงาน 1 หรือ โรงงาน 157	สีน้ำ / สีน้ำมัน	3.24 ล้านแกลลอน/ปี	บริษัท เป็นเจ้าของ	เลขที่ 157 ซอย G3/4 นิคมอุตสาหกรรมลาดกระบัง ซอยฉลองกรุง 31 ถนนฉลองกรุง แขวงลำปลาทิว เขตลาดกระบัง กรุงเทพฯ
2	โรงงาน 2 หรือ โรงงาน 159	สีน้ำ / สีน้ำมัน	1.56 ล้านแกลลอน/ปี	บริษัท เป็นเจ้าของ	เลขที่ 159 ซอย G3/4 นิคมอุตสาหกรรมลาดกระบัง ซอยฉลองกรุง 31 ถนนฉลองกรุง แขวงลำปลาทิว เขตลาดกระบัง กรุงเทพฯ

Data

Figure 11: Utilization Rate (%)

โรงงาน	กำลังการผลิต (ล้านแกลลอน/ปี)	อัตราการใช้กำลังการผลิต (%)				
		2018	2019	2020	1H20	1H21
โรงงาน 1	3.24	73.8	75.6	77.6	77.6	93.2

Source: Company Data

เศรษฐกิจที่ฟื้นตัวและการเร่งลงทุน เป็นปัจจัยหนุนตลาดสี

ปัจจุบันตลาดสีทาอาคารในประเทศไทยมีมูลค่าตลาดราว 2 หมื่นล้านบาท โดยอุตสาหกรรมมีความสัมพันธ์กับภาวะเศรษฐกิจ รวมถึงการก่อสร้างภาคเอกชนโดยเฉพาะอสังหาริมทรัพย์ และการก่อสร้างภาครัฐ ขณะที่ภาพรวมปี 2020 ชะลอตัว ตามภาวะเศรษฐกิจไทยที่ลดลง 6.1% เทียบกับปี 2019 ที่ขยายตัว 2.3% จากผลกระทบของการแพร่ระบาดของ COVID-19 โดยเฉพาะการลงทุนภาคเอกชนที่หดตัว 8.4% เนื่องจากความเชื่อมั่นลดลง และชะลอการลงทุนเพื่อรอดูสถานการณ์ โดยภาคการก่อสร้างในอสังหาริมทรัพย์ โดยเฉพาะกลุ่มคอนโดมิเนียมชะลอการเปิดโครงการใหม่ พร้อมเร่งระบายสต็อกที่เหลือขาย รวมถึงช่วงเดือนมี.ค.-พ.ค. 2020 มีประกาศให้หยุดการดำเนินการชั่วคราวของ Modern Trade

อย่างไรก็ดี ชปท.คาดการณ์เศรษฐกิจไทยในปี 2021-2022 จะฟื้นตัว 1.8% และ 3.9% ตามลำดับ มาจากการเติบโตของการลงทุนภาครัฐ +9.5% และ +5.7% ตามลำดับ รวมถึงการลงทุนภาคเอกชนที่ +7% และ +6% ตามลำดับ จากสถานการณ์ COVID-19 ที่คลี่คลายขึ้น และความเชื่อมั่นการลงทุนที่เพิ่มขึ้น ขณะที่อ้างอิงจากศูนย์วิจัยกรุงศรีคาดว่าปี 2021-2023 โดยมูลค่าการลงทุนก่อสร้างรวมจะขยายตัว 4.5-5.0% ในปี 2021 และ 5.0-5.5% ในปี 2022-2023 จากการลงทุนภาครัฐ +7% โดยเฉพาะโครงสร้างพื้นฐานขนาดใหญ่ของภาครัฐอย่างโครงการ EEC ซึ่งจะหนุนความเชื่อมั่นการลงทุนก่อสร้างภาคเอกชน +2.1% ตามภาวะเศรษฐกิจที่ฟื้นตัว ทั้งนี้กรมอุตสาหกรรม รวมถึงอสังหาริมทรัพย์ที่อยู่อาศัยและอาคารเพื่อการพาณิชย์ ซึ่งจะเป็นแรงผลักดันความต้องการใช้วัสดุก่อสร้างเร่งขึ้น ซึ่งเป็นบวกเช่นเดียวกับผู้ค้าวัสดุก่อสร้าง ซึ่งศูนย์วิจัยกสิกรไทยคาดการณ์ยอดขายร้านค้าวัสดุก่อสร้างฟื้นตัว 0.2-1.9% ในปี 2021 หรือหรือมีมูลค่าประมาณ 8.03-8.17 แสนล้านบาท

ปัจจัยข้างต้นหนุนการฟื้นตัวตลาดสีทาอาคารซึ่งเป็นบวกต่อ DPAINT จากกิจกรรมการก่อสร้างที่คึกคักขึ้น, การทาสีใหม่ รวมถึงเทรนด์ความต้องการสีทาอาคารเกรดที่มีคุณภาพสูงที่มีราคาสูงมากขึ้น และการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมผู้บริโภคที่นิยมซื้อสินค้าในร้านค้าที่มีผลิตภัณฑ์ครบวงจรมากขึ้น ซึ่งบริษัทมีการกระจายคุณภาพสีครอบคลุมทุกประเภท อีกทั้งยังมีช่องทางการจัดจำหน่ายรองรับอุปสงค์ดังกล่าวทั้งร้านโมเดิร์นรีเทล และร้าน Modern Trade

สำหรับการแข่งขันตลาดสีทาอาคาร มีผู้ผลิตและจัดจำหน่ายหลายรายในประเทศ แต่ส่วนใหญ่เป็นรายเล็กและจัดจำหน่ายในร้านค้าปลีกดั้งเดิมเท่านั้น ขณะที่คู่แข่งที่เป็นรายใหญ่และมีการจัดจำหน่ายทั้งในร้านค้าดั้งเดิมและร้านค้าปลีกสมัยใหม่มีจำนวน 5 ราย คือ TOA, บริษัท อีซี โนเบล พันท์ส (ประเทศไทย) จำกัด, บริษัท โจตันไทย จำกัด, บริษัท เบเยอร์ จำกัด และบริษัท นิปปอนเพนต์ เดคโคเรทีฟ โคลทิง (ประเทศไทย) จำกัด

Figure 12: GDP forecast

(% YoY)	2563	2564 ^E		2565 ^E	
		มี.ค. 64	มิ.ย. 64	มี.ค. 64	มิ.ย. 64
อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจ	-6.1	3.0	1.8	4.7	3.9
- การบริโภคภาคเอกชน	-1.0	3.0	2.5	2.7	3.4
- การลงทุนภาคเอกชน	-8.4	6.0	7.0	5.5	6.0
- การอุปโภคภาครัฐ	0.9	5.2	4.1	-3.1	-1.0
- การลงทุนภาครัฐ	5.7	11.6	9.5	0.8	5.7
- ปริมาณการส่งออกสินค้าและบริการ	-19.4	5.2	8.8	13.9	7.8
- ปริมาณการนำเข้าสินค้าและบริการ	-13.3	9.2	15.0	7.5	5.5
ดุลบัญชีเดินสะพัด (พันล้านดอลลาร์ สหรัฐ)*	17.6	1.2	-1.5	25.0	12.0
- มูลค่าการส่งออกสินค้า	-6.6	10.0	17.1	6.3	4.9
- มูลค่าการนำเข้าสินค้า	-13.5	15.2	22.7	6.8	6.6
อัตราเงินเฟ้อทั่วไป	-0.8	1.2	1.2	1.0	1.2
อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน	0.3	0.3	0.2	0.4	0.3

Source: BOT

คาดการณ์กำไร 3 ปีข้างหน้า ขยายตัวเฉลี่ย 29.4% CAGR

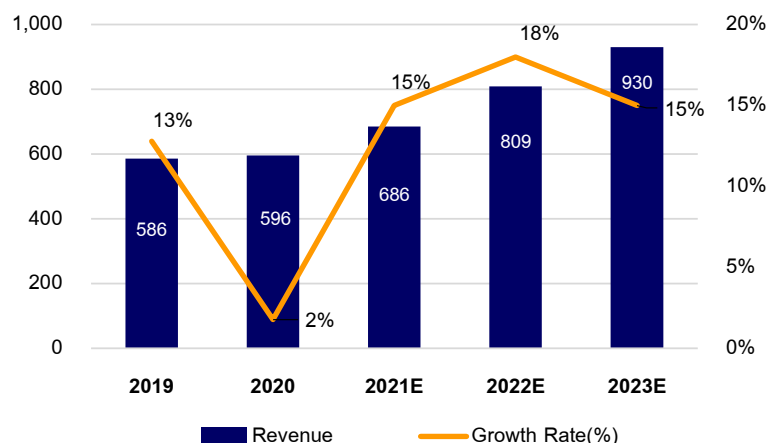
เราคาดผลประกอบการช่วง 3 ปีข้างหน้า (ปี 2021 – 2023) จะมีอัตราการเติบโตเฉลี่ย (CAGR) 29.4% ต่อปี โดยมีปัจจัยสนับสนุนหลักมาจาก

- 1) รายได้คาดขยายตัว 16% CAGR จากแผนการซื้อเครื่องผสมสีเพิ่มจำนวน 440 เครื่องภายในปี 2022-2025 จากปัจจุบันมี 379 เครื่อง หนุนการเพิ่มจำนวนช่องทางการจัดจำหน่าย โดยเฉพาะร้านค้าปลีก ประกอบกับการออกสินค้าใหม่ รวมถึงการเริ่มดำเนินการโรงงาน 2 ตั้งแต่ 4Q21 ทำให้กำลังการผลิตเพิ่มขึ้นจากเดิม 3.24 ล้านแกลลอนต่อปี เป็น 4.8 ล้านแกลลอนต่อปี ขณะที่การฟื้นตัวของเศรษฐกิจหลังสถานการณ์ COVID-19 คลี่คลาย จะหนุนความเชื่อมั่นในการลงทุนทั้งภาคก่อสร้างและอสังหาริมทรัพย์ ส่งผลให้เกิดความต้องการใช้ผลิตภัณฑ์สีมากขึ้น
- 2) ทิศทางอัตรากำไรขั้นต้นทรงตัวระดับสูง 42% แม้ถูกกดดันจากต้นทุนวัตถุดิบซึ่งคิดเป็น 70-80% ของต้นทุนการผลิต โดยมีบางชนิดที่มาจากการผลิตจากอุตสาหกรรมน้ำมันและปิโตรเคมี อาทิ สารทำละลาย(Solvents) ทำให้ราคาวัตถุดิบปรับขึ้นตามราคาน้ำมันโลก อย่างไรก็ตาม ชดเชยได้จากประโยชน์ของ Economy of scale ตามรายได้ที่เร่งขึ้น รวมถึงเน้นออกผลิตภัณฑ์ใหม่ที่เป็นสีคุณภาพพิเศษและคุณภาพสูง ซึ่งมาร์จินดีกว่าสีคุณภาพคุ้มค่า
- 3) มีช่องว่างในการเติบโตจากการขยายตลาดหรือช่องทางการขายอีกมาก รวมถึงมีภาพลักษณ์ ชื่อเสียง และเป็นที่ยอมรับมากขึ้นในฐานะบริษัทจดทะเบียน

สำหรับปี 2021 ท่ามกลางความท้าทายจาก COVID-19 รอบใหม่ที่เป็นปัจจัยกดดัน อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ากำไรสุทธิปี 2021 ยังสามารถขยายตัวสูง 30% Y-Y อยู่ที่ 56 ล้านบาท หนุนด้วยรายได้เร่งขึ้นจาก 1) การเพิ่มช่องทางการจัดจำหน่าย 2) การซื้อเครื่องผสมสีมากขึ้น 3) การออกผลิตภัณฑ์ใหม่ที่ใช้นวัตกรรมตอบโจทย์ผู้บริโภคมากขึ้น และส่วนใหญ่เป็นสินค้าสีประเภทคุณภาพพิเศษและคุณภาพสูง ซึ่งราคาขายและอัตรากำไรขั้นต้นสูงกว่า ขณะที่อัตรากำไรขั้นต้นคาดรักษาอยู่ระดับสูงใกล้เคียงกับปี 2020 ที่ 42% แม้ต้นทุนวัตถุดิบที่เกี่ยวข้องกับราคาน้ำมันสูงขึ้น แต่เรามองว่ากระทบอย่างไม่มีนัยจากผลของการเน้นขายสินค้ามาร์จินดีช่วยชดเชย โดยกำไรสุทธิ 1H21 ทำได้แล้ว 33 ล้านบาท คิดเป็น 59% ของคาดการณ์ทั้งปี โดยประเมินว่า 3Q21 จะหดตัวจาก Low Season รวมถึงกดดันจากผลกระทบ COVID-19 รุนแรงและมาตรการปิดแคมป์ก่อสร้างพื้นที่กทม.และปริมณฑลในเดือนก.ค. อย่างไรก็ตาม คาดฟื้นตัวใน 4Q21 ตามปัจจัยฤดูกาล ประกอบกับอุตสาหกรรมก่อสร้างสามารถกลับมาดำเนินได้ตั้งแต่เดือนส.ค. และสถานการณ์การแพร่ระบาดคลี่คลายขึ้น

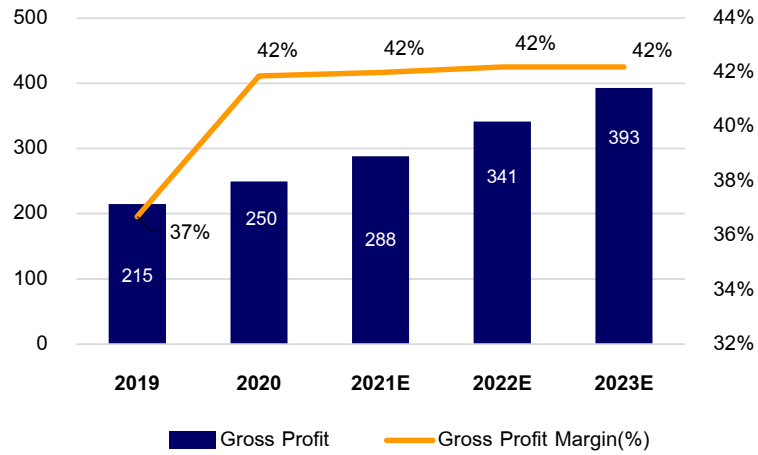
ขณะที่ปี 2022 คาดกำไรขยายตัวต่อเนื่อง +38% Y-Y อยู่ที่ 77 ล้านบาท มีแรงขับเคลื่อนหลักจากรายได้ที่เร่งขึ้นตามจำนวนเครื่องผสมสีที่เพิ่มขึ้นและการขยายช่องทางจัดจำหน่าย รวมถึงคาดการณ์เร่งกลับมาลงทุนและการเปิดโครงการมากขึ้นของผู้ประกอบการอสังหาฯ ภาคส่วนภาคก่อสร้างไม่มีเหตุการณ์ปิดแคมป์เหมือนในปี 2021 รวมถึงอัตรากำไรขั้นต้นทรงตัวสูงจากการประหยัดจากขนาด (Economy of scale) และราคาต้นทุนวัตถุดิบทรงตัวตามราคาน้ำมันที่ใกล้เคียงปี 2021

Figure 13: Revenue (MB)



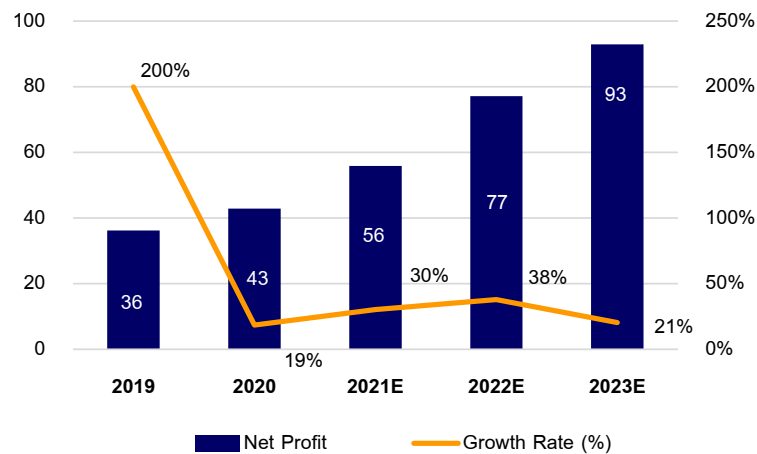
Source: Finansia Research, Company Data

Figure 14: Gross Profit (MB)



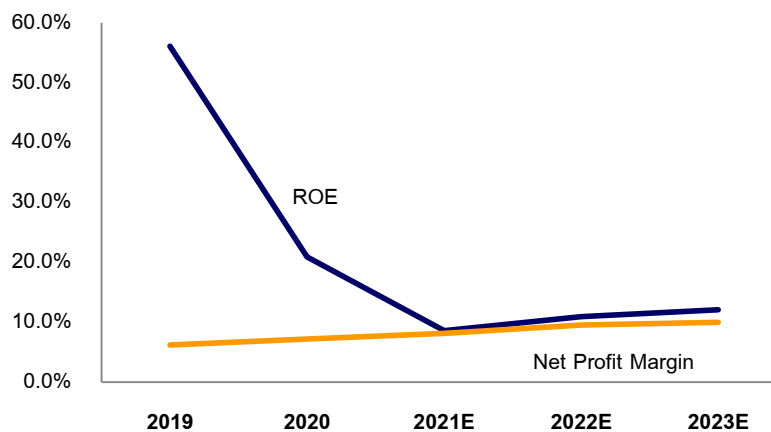
Source: Finansia Research, Company Data

Figure 15: Net Profit (MB)



Source: Finansia Research, Company Data

Figure 16: ROE, Net Profit Margin (%)



Source: Finansia Research, Company Data

ประเมินมูลค่าเหมาะสม

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ DPAINT ด้วยวิธี Relative valuation อิง PE Multiplier ปี 2022 ที่ 29 เท่า สูงกว่าค่าเฉลี่ยของบริษัทที่ประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายสีรายใหญ่ในประเทศอย่าง TOA รวมถึงต่างประเทศอย่าง Akzo Nobel, Kansai Paint และ Nippon Paint ซึ่ง PE2022 ที่ 28.2 เท่า เนื่องจากพิจารณาจากอัตราการเติบโตของกำไรปกติปี 2021-2022 ที่โดดเด่นกว่ากลุ่มฯ +38% Y-Y สูงกว่ารายอื่นที่เฉลี่ย +17.3% Y-Y และผลประกอบการอยู่ในช่วงขาขึ้นจากส่วนแบ่งตลาดที่ยังน้อยทำให้ช่องว่างให้เติบโตในตลาดอีกมาก เราจึงมองว่าสมควรได้ Premium ขณะที่ระดับ Target PE ดังกล่าวเทียบกับคาดการณ์การเติบโตของกำไรสุทธิของ DPAINT ในปี 2022-2023 ที่เฉลี่ย 29% จะคิดเป็น PEG ราว 1.0 เท่า ซึ่งมองว่าสมเหตุสมผล

ด้านความสามารถในการทำกำไรและอัตราผลตอบแทนของ DPAINT อย่างอัตราส่วน GPM, NPM, ROE ถือว่าอยู่ในเกณฑ์ที่ดีสอดคล้องกับกลุ่มฯ แม้อัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อผู้ถือหุ้น (Net D/E Ratio) ในปี 2020 สูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มฯ แต่ยังคงอยู่ในระดับที่ยอมรับได้ ประกอบกับสัดส่วนดังกล่าวจะลดลงภายหลัง IPO

ดังนั้น เราจึงเลือกประเมินหุ้น DPAINT โดยอิง PE ที่ 29 เท่า และคาดการณ์ EPS ปี 2022 ที่ 0.34 บาท/หุ้น จึงคำนวณได้มูลค่าเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐานปี 2022 ที่ 9.80 บาทต่อหุ้น

Figure 17: 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	34.6	11.0	22.0	18.2
KANSAI PAINT	4.7	7.1	0.1	11.2	22.7	33.5	31.1
NIPPON PAINT	5.8	8.0	0.3	79.4	13.5	41.5	36.7
TOA	12.5	17.8	Cash	2.5	22.0	32.8	26.9
Avg.	7.8	11.2	0.2	31.9	17.3	32.4	28.2
DPAINT	7.2	20.9	0.6	30.3	38.0		

Source: Bloomberg, Finansia Research

โครงสร้างการถือหุ้น และนโยบายการจ่ายเงินปันผล

DPAINT มีทุนจดทะเบียน 230 ล้านบาท เรียกชำระแล้ว 176.75 ล้านบาท แบ่งออกเป็นหุ้นสามัญจำนวน 176.75 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 1.00 บาท ภายหลังจากการเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนจำนวน 53.25 ล้านหุ้นในครั้งนี้ บริษัทจะมีทุนจดทะเบียนเรียกชำระแล้วเต็มมูลค่า 230 ล้านบาท แบ่งเป็นหุ้นสามัญจำนวน 230 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 1.00 บาท โดยจำนวนหุ้นที่ IPO ในครั้งนี้คิดเป็น 23.15% ของจำนวนหุ้นสามัญที่ออกและเรียกชำระแล้วหลัง IPO

วัตถุประสงค์การเพิ่มทุนครั้งนี้

- 1) เงินทุนในการปรับปรุงโรงงาน เครื่องจักร และระบบการผลิตที่โรงงานสุวินทวงศ์ ภายในปี 2025
- 2) เงินทุนในการซื้อเครื่องผสมสี จำนวน 440 เครื่อง ภายในปี 2025
- 3) เงินทุนในการทำระบบ ERP ภายในปี 2022
- 4) เงินทุนสร้างห้อง LAB ภายในปี 2022
- 5) ชำระคืนเงินกู้ระยะสั้น
- 6) ใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียน

โครงสร้างผู้ถือหุ้นของ DPAINT

รายชื่อผู้ถือหุ้น	ก่อน IPO	หลัง IPO
1. บริษัท เดลต้า กรุ๊ป โฮลดิ้ง จำกัด	33.95%	26.09%
2. นายอาจณรงค์ ตั้งคารวคุณ	12.45%	9.57%
3. นางวิไล ตั้งคารวคุณ	12.45%	9.57%
4. นายรณฤทธิ์ ตั้งคารวคุณ	12.45%	9.57%
5. นางสาววาทณัฏณ์ ตั้งคารวคุณ	12.45%	9.57%
6. นายอรรถพล ตั้งคารวคุณ	12.45%	9.57%
7. ทรัสต์เพื่อกิจการเงินร่วมลงทุน กองทุนร่วมลงทุนในกิจการ SMEs (กองทุนย่อยกองที่ 2) โดย บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน วรณ จำกัด ในฐานะทรัสต์	3.76%	2.89%
8. บริษัท พีพีเอ็ม แอ็ดไวเซอร์ จำกัด	0.06%	0.04%
รวมก่อนเสนอขาย IPO	100.0%	76.85%
เสนอขายประชาชนทั่วไป (IPO)	-	23.15%
รวมทั้งหมด (ล้านหุ้น)	176.75	230.00

Source: Company Data

นโยบายการจ่ายเงินปันผล

ภายหลังจากที่ DPAINT เสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนต่อประชาชนทั่วไปครั้งแรก (IPO) สำเร็จ DPAINT มีนโยบายจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นในอัตราไม่น้อยกว่าร้อยละ 40 ของกำไรสุทธิของงบการเงินเฉพาะกิจการที่เหลือหลังหักภาษีเงินได้นิติบุคคล และทุนสำรองต่างๆตามกฎหมาย โดยพิจารณาขึ้นอยู่กับฐานะการเงิน สภาพคล่อง แผนการลงทุน รวมถึงปัจจัยที่เกี่ยวข้องในการบริหารงาน ความจำเป็น และความเหมาะสมในอนาคต

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากความผันผวนทางเศรษฐกิจ

ธุรกิจผลิตและจำหน่ายสีทาอาคารมีความสัมพันธ์กับระดับการลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์และปริมาณกิจกรรมการก่อสร้าง ซึ่งอาจได้รับผลกระทบจากภาวะเศรษฐกิจ เช่น การเปลี่ยนแปลงการบริโภคภาคครัวเรือน อัตราการว่างงานระดับนี้ครัวเรือน และการลงทุนด้านการก่อสร้างของภาคเอกชน เป็นต้น ส่งผลต่อผลการดำเนินงานและฐานะการเงินของบริษัทได้

อย่างไรก็ดี บริษัทมีการรับมือจากความเสี่ยงดังกล่าวได้ด้วยการติดตามภาวะเศรษฐกิจอย่างใกล้ชิด รวมถึงคาดการณ์และเตรียมความพร้อมอยู่เสมอ โดยพิจารณาถึงกลยุทธ์และแนวทางการปฏิบัติให้เหมาะสมกับความรุนแรงและระยะเวลาของเหตุการณ์ที่คาดการณ์ว่าจะเกิดขึ้นหรือเกิดขึ้นแล้ว เช่น การปรับโครงสร้างองค์กร การลดต้นทุนการผลิต การบริหารเงินทุนหมุนเวียน และการจัดลำดับความสำคัญของการลงทุน เป็นต้น นอกจากนี้ ยังวางแผนงานทั้งระยะสั้นและระยะยาว เพื่อให้สามารถประมาณการยอดขายและต้นทุนการผลิตให้ใกล้เคียงกับความเป็นจริงมากที่สุด

ความเสี่ยงจากสถานการณ์การแพร่ระบาด COVID-19

ตัวเลขผู้ติดเชื้อ COVID-19 ในประเทศที่เพิ่มขึ้น ส่งผลให้รัฐบาลและหน่วยงานที่เกี่ยวข้องประกาศใช้พ.ร.ก.ฉุกเฉิน โดยสั่งปิดสถานที่ที่มีความเสี่ยง รวมถึงการประกาศห้ามประชาชนออกนอกเคหสถานในช่วงเวลาที่กำหนด และการปิดสถานที่ต่างๆ เช่น โรงเรียน ร้านอาหาร และห้างสรรพสินค้า เป็นต้น

อย่างไรก็ดี บริษัทมีช่องทางการขยายสินค้าที่ครอบคลุมเกือบทั่วประเทศเป็นการกระจายความเสี่ยงเชิงภูมิศาสตร์ และสามารถเข้าถึงกลุ่มลูกค้าที่หลากหลาย บรรเทาผลกระทบดังกล่าวได้บางส่วน นอกจากนี้ มีการเฝ้าระวัง และประเมินความเสี่ยงด้านต่างๆ เสมอ เช่น การจัดหาวัตถุดิบ การผลิต การขายสินค้า การส่งสินค้า และสภาพคล่อง เป็นต้น รวมถึงสื่อสารกับบุคคลกรในองค์กรรับทราบอย่างต่อเนื่อง เพื่อให้สามารถปรับเปลี่ยนการดำเนินงาน มาตรการและนโยบายต่างๆ ได้ทันกับเหตุการณ์ ขณะที่กำหนดมาตรการต่างๆ สำหรับพนักงานและผู้ที่มาติดต่อในบริเวณคลังสินค้าและสำนักงาน โดยพนักงานและผู้ที่มาติดต่อต้องได้รับการตรวจวัดอุณหภูมิก่อนเข้าพื้นที่ สวมหน้ากากอนามัยตลอดเวลา และล้างมือให้สะอาดอยู่เสมอ

ความเสี่ยงจากสภาวะการแข่งขัน

ธุรกิจของบริษัทมีการแข่งขันค่อนข้างสูง เนื่องจากมีผู้ประกอบการลักษณะเดียวกันหรือคล้ายคลึงกันจำนวนมากหลายราย โดยการแข่งขันส่วนใหญ่จะเป็นลักษณะของการออกผลิตภัณฑ์ใหม่ๆ ที่มีคุณสมบัติที่โดดเด่นเพิ่มขึ้นเพื่อตอบสนองความต้องการของลูกค้า การแข่งขันในเรื่องของราคา และการโฆษณาสินค้าผ่านสื่อต่างๆ เพื่อเข้าถึงกลุ่มลูกค้าเป้าหมาย อาจทำให้ไม่สามารถสร้างรายได้ตามที่คาดการณ์ไว้ หรือมีค่าใช้จ่ายการตลาดที่สูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ

อย่างไรก็ดี บริษัทมุ่งเน้นการนำนวัตกรรมและเทคโนโลยีมาใช้ในการวิจัยและพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่ๆ, การสร้างความสัมพันธ์ที่ดีกับลูกค้า, การเพิ่มช่องทางการจัดจำหน่ายเพื่อเข้าถึงลูกค้ามากขึ้น และการสื่อสารเข้าถึงลูกค้าเป้าหมายโดยตรงมาใช้ในการดำเนินธุรกิจและแข่งขันกับคู่แข่ง รวมถึงมีการจัดทำฐานข้อมูลยอดขายของสินค้าแต่ละประเภทเพื่อนำมาวิเคราะห์ความต้องการของสินค้าแต่ละประเภทเพื่อให้ผู้บริหารสามารถพิจารณาปรับเปลี่ยนกลยุทธ์ทางการตลาดได้อย่างทันการณ์

ความเสี่ยงจากการจัดหาวัตถุดิบและการปรับเพิ่มของต้นทุนวัตถุดิบ

วัตถุดิบหลักในการผลิตสีทาอาคารคือ ผงสี (Pigment), สารยึดเกาะ (Binder), สารเพิ่มเนื้อสี (Extender), สารทำละลาย (Solvents) และสารเติมแต่ง (Additives) ซึ่งมีแหล่งที่มาจากทั้งต่างประเทศและในประเทศ หากเกิดการขาดแคลนจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน ขณะที่ต้นทุนวัตถุดิบมีความผันผวนและขึ้นกับปัจจัยภายนอก อาทิ สภาพเศรษฐกิจ, อุปสงค์และอุปทาน, ความผันผวนของราคาน้ำมันดิบ ขณะที่ไม่สามารถปรับราคาขายให้สอดคล้องกับต้นทุนวัตถุดิบที่สูงขึ้นได้ทันทีจึงกระทบต่ออัตรากำไรขั้นต้นในช่วงเวลาดังกล่าว

อย่างไรก็ดี บริษัทใช้แนวทางป้องกันความเสี่ยงจากการจัดหาวัตถุดิบหรือการขาดแคลนและการเปลี่ยนแปลงราคาของวัตถุดิบ โดยมีการจัดหาและสั่งซื้อวัตถุดิบกับผู้จัดจำหน่ายหรือผู้จัดหาวัตถุดิบที่อยู่ในประเทศหลายราย, จัดทำข้อมูลรายชื่อผู้จัดจำหน่าย, เปรียบเทียบราคาและคุณภาพ และจัดให้มีการสำรวจติดตามราคาวัตถุดิบเสมอ ขณะที่มีความสัมพันธ์อันดีกับผู้จัดจำหน่ายหรือผู้จัดหาวัตถุดิบเป็นระยะเวลานาน รวมถึงเริ่มมีการจัดหาวัตถุดิบจากต่างประเทศเพิ่มอีกช่องทาง

ความเสี่ยงจากการหยุดชะงักของโรงงานและเครื่องจักรในการผลิต

หากโรงงานและเครื่องจักรเกิดปัญหาการหยุดชะงักของกระบวนการผลิต อาจส่งผลกระทบต่อความสามารถในการผลิตและผลการดำเนินงานของบริษัท

อย่างไรก็ดี บริษัทวางแผนการซ่อมบำรุงเชิงป้องกัน โดยตรวจเช็คสภาพความพร้อมใช้งานของเครื่องจักรตามรอบระยะเวลาที่กำหนด ขณะที่เมื่อเริ่มใช้โรงงานที่ 2 ใน 4Q21 ช่วยรองรับการหยุดชะงักของโรงงานหรือเครื่องจักร และสามารถดำเนินการผลิตด้วยโรงงานอีกแห่งที่ไม่ได้รับผลกระทบ

ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงผู้บริหาร

กลุ่มนายอาจนรงค์ ตั้งคารวคุณ และนายอรรถพล ตั้งคารวคุณ ซึ่งเป็นผู้ก่อตั้งและบริหารงาน ซึ่งมีความรู้ ความชำนาญ ประสบการณ์ และมีบทบาทสำคัญในการกำหนดนโยบายทางธุรกิจและแนวทางการดำเนินธุรกิจ ดังนั้น บริษัทฯ อาจมีความเสี่ยงจากการพึ่งพิงความสามารถในการบริหารงานของผู้บริหารหลัก

อย่างไรก็ตาม บริษัทมีโครงสร้างองค์กรที่ชัดเจนในการแบ่งแยกหน้าที่และความรับผิดชอบตามแต่ละสายงาน รวมถึงการกระจายอำนาจในการบริหารงานตามความเหมาะสม พร้อมทั้งคัดเลือกบุคลากรที่มีความชำนาญและประสบการณ์ในสายงานขึ้นมาเป็นผู้บริหารระดับผู้จัดการสายงาน นอกจากนี้ ผู้บริหารและพนักงานของบริษัทจำนวนมากร่วมงานกับบริษัทเป็นระยะเวลานานและมีความเข้าใจในลักษณะธุรกิจเป็นอย่างดี

Income Statement					
(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Sale and service revenue	586	596	686	809	930
Cost of sale and service	371	347	398	468	538
Gross profit	215	250	288	341	393
SG&A	169	194	219	246	278
Operating profit	46	56	69	95	115
Other income	10	7	7	8	8
EBIT	68	74	76	103	122
EBITDA	68	74	92	121	143
Interest charge	10	8	8	8	7
Tax on income	11	13	14	19	23
Earnings after tax	36	42	55	76	92
Minority Interests	1	1	1	1	1
Norm profit	36	43	56	77	93
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Net profit	36	43	56	77	93

Cash Flow Statement					
(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Net profit	36	42	55	76	92
Depre. & amortization	13	11	16	19	20
Change in working capital	-19	50	-15	-16	-15
Other adjustments	0	0	0	0	0
Cash flow from operations	30	103	57	78	97
Capital expenditure	-15	-141	-53	-53	-33
Others	-10	-7	-7	-8	-8
Cash flow from investing	-6	-134	-46	-45	-25
Free cash flow	24	-30	11	33	71
Net borrowings	-39	-52	28	-20	0
Equity capital raised	30	144	417	0	0
Dividends paid	0	-14	-30	-27	-28
Others	-9	-5	-10	-7	-6
Cash flow from financing	-18	73	405	-53	-35
Net change in cash	6	43	416	-20	37

Balance Sheet					
(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Cash	9	26	443	427	463
Accounts receivable	238	230	267	316	363
Inventory	63	70	82	97	112
Other current asset	2	2	2	2	2
Total current assets	311	328	795	842	939
Investment	0	79	79	79	79
PPE	109	160	198	233	245
Other assets	90	102	103	104	105
Total Assets	517	668	1,175	1,257	1,369
Short term loan	180	121	150	130	130
Account payable	176	229	265	312	358
Current maturities	0	7	6	6	6
Other current liabilities	12	20	21	21	21
Total current liabilities	368	378	442	468	515
Long term debt	10	13	9	9	9
Other LT liabilities	74	73	74	74	75
Total liabilities	452	463	524	552	599
Registered capital	55	230	230	230	230
Paid-up capital	55	177	230	230	230
Share Premium	0	23	387	387	387
Legal reserve	0	3	6	10	14
Retained earnings	9	4	29	80	139
Others	0	0	0	0	0
Minority Interest	0	-1	-1	-1	-1
Shareholders' equity	65	205	651	705	769

Key Ratios					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Growth (%)					
Revenue	12.8	1.8	15.0	18.0	15.0
EBITDA	84.1	7.5	25.5	31.4	17.5
Net profit	200.0	18.5	30.3	38.0	20.5
Normalized earnings	200.0	18.5	30.3	38.0	20.5
Profitability (%)					
Gross profit margin	36.7	41.9	42.0	42.2	42.2
EBITDA margin	11.7	12.3	13.5	15.0	15.3
EBIT margin	11.7	12.3	11.1	12.7	13.1
Normalized profit margin	6.2	7.2	8.2	9.5	10.0
Net profit margin	6.2	7.2	8.2	9.5	10.0
Normalized ROA	7.0	6.4	4.8	6.1	6.8
Normalized ROE	56.1	20.9	8.6	10.9	12.1
Normalized ROCE	24.4	14.8	7.6	9.8	10.9
Risk (x)					
D/E	7.0	2.3	0.8	0.8	0.8
Net D/E	2.8	0.6	Cash	Cash	Cash
Net debt/EBITDA	2.6	1.6	Cash	Cash	Cash
Per share data (Bt)					
Reported EPS	16.46	0.24	0.24	0.34	0.40
Normalized EPS	16.46	0.24	0.24	0.34	0.40
EBITDA	31.14	0.42	0.40	0.53	0.62
Book value	29.26	1.17	2.83	3.07	3.35
Dividend	0	0.08	0.27	0.13	0.16
Par	25.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Valuations (x)					
P/E	0.5	30.9	30.9	22.4	18.6
Norm P/E	0.5	30.9	30.9	22.4	18.6
P/BV	0.3	6.4	2.6	2.4	2.2
EV/EBITDA	2.9	19.5	15.7	11.9	9.9
Dividend yield (%)	0	1.1	3.6	1.8	2.2

Source: Company data, Finansia research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-658-9000, 02-658-9500	สำนักงานอัมมาลิงค์ 25 อาคารอัมมาลิงค์ ชั้น 9,14,15 ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-646-9600, 02-646-9999	สาขา เซ็นทรัลพลาซ่า 1 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล พินเกล้า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อนุสาวรีย์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร 02-878-5999	สาขา บางกระบือ 3105 อาคารเอ็มมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกระบือ จ.กรุงเทพมหานคร 02-378-4545	สาขา ประชาชื่น 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร 02-580-9130
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 ถนนบรมหัตถ์ทอง แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-680-0700	สาขา สีลม 1 130-132 อาคารสีลม 1 ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100	สาขา เคียนหวน (สีลม 2) 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-254-1717	สาขา สาทร เลขที่ 48/32 ชั้น 16 อาคารทีเอสโก้ทาวเวอร์ 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.บางกระสอบ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี 02-831-8300	สาขา แจ้งวัฒนะ 99, 99/9 เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ ยูนิตเลขที่ 1904 ชั้น 19 หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี 02-005-4193		
สาขา ขอนแก่น 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมวังแก่นนคร) ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น 043-058-925	สาขา อุดรธานี 197/29, 213/3 ถ.อุดรธานี ต.หมากแข้ง 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 สมุทรสาคร เลขที่ 813/30 ถนนรสิงห์ ตำบลมหาชัย อำเภอเมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร 034-428-045
สาขา แม่สาย 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย 053-640-599	สาขา นครราชสีมา 198/1 ต.ระกอบสมอราย ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา 044-288-700, 044-014-322, 044-014-323	สาขา อนุสาวรีย์ 22/18 ถ.หลวงพ่อดิลก 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 สุราษฎร์ธานี 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี 077-222-595
สาขา ดรง 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง 075-211-219	สาขา ปัตตานี 300/69-70 หมู่ 4 ต.สุตะมิแล อ.เมือง จ.ปัตตานี 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 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, LI, MAJOR, MBK, MEGA, MINT, MTC, ORI, OSP, PLANB, PRM, PSH, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, RATCH, ROBINS, RS, SAWAD, SCB, SCC, SGP, SRI, 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 และเป็นข้อมูลให้ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน 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 24 มิถุนายน 2562) มี 2 กลุ่ม คือ
 - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
 - ได้รับการรับรอง CAC