

ITTHIRIT NICE CORPORATION ITTHI TB
THAILAND / TECHNOLOGY - MAI

ผู้นำอุปกรณ์ไฟฟ้าส่องสว่างโครงการอสังหาริมทรัพย์

TARGET PRICE
IPO PRICETHB3.20
THB3.00

- ITTHI เป็นผู้จำหน่ายอุปกรณ์ไฟฟ้าส่องสว่างที่ได้รับความนิยมไว้วางใจจากลูกค้า โดยเฉพาะโครงการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์
- ปี 2566 คาดมีกำไรสุทธิเติบโต 21%y-y ตามการเติบโตของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์เป็นหลัก
- ราคาเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐาน 3.20 บาท อิง PE 29 เท่า

ผู้จำหน่ายอุปกรณ์ส่องสว่างในโครงการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์และการก่อสร้าง

บมจ. อิทธิฤทธิ์ โนซ์ คอร์ปอเรชั่น (ITTHI) ก่อตั้งเมื่อปี 2542 เพื่อประกอบธุรกิจนำเข้า และเป็นตัวแทนจำหน่ายผลิตภัณฑ์ ประเภท โคมไฟ และส่วนประกอบโคมไฟ ภายใต้แบรนด์ LIGHTTRIO รวมถึงเป็นตัวแทนจำหน่าย สินค้าส่องสว่างแบรนด์ชั้นนำที่เป็น partner หลัก อาทิ Siemens, Phillips, OPPL, MEGAMAN, Bticino และ SIMON กลุ่มลูกค้าหลักเป็นลูกค้าโครงการ การก่อสร้างราว 80% อาทิ บริษัทหรือโครงการ พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ อย่าง AP และ SIRI เป็นต้น ที่เหลือเป็นกลุ่มลูกค้า retail ที่ขายผ่านช่องทาง Shopee, Lazada และมีจำหน่ายใน Grand HomeMart

ตลาดโคมไฟส่องสว่างมีโอกาสเติบโตสูง แต่มีภาวะการแข่งขันค่อนข้างสูง

ความต้องการผลิตภัณฑ์โคมไฟส่องสว่างมีโอกาสเติบโตสูงตามธุรกิจอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ที่มีแผนเปิดโครงการใหม่เป็นจำนวนมากและมีมูลค่าสูงในปี 2566 เนื่องจากรายได้หลัก จาก การจำหน่ายผลิตภัณฑ์โคมไฟส่องสว่างและอุปกรณ์ไฟฟ้ามาจากลูกค้าที่เป็นโครงการ ก่อสร้างอสังหาริมทรัพย์สูงถึง 80% ประกอบกับลูกค้าเป้าหมายของบริษัทที่ทำธุรกิจรวมกันมาเป็นเวลานาน อย่าง AP และ SIRI ซึ่งทั้งสองบริษัทมีแผนการลงทุนเปิดโครงการใหม่ทั้งแนวราบ และ คอนโดในปี 2566 เป็นจำนวนมากแต่อย่างไรก็ตามภาวะการแข่งขันในตลาดนี้จะสูงเนื่องจาก มีผู้ผลิตและจำหน่ายมากมายและมีผู้นำเข้าเป็นจำนวนมาก

คาดการณ์กำไรปี 2566 เติบโต 21% จากรายได้ฐานโครงการที่เพิ่มขึ้นและ Margin ที่สูง

คาดการณ์กำไรเติบโต 21% ในปี 2566 จากรายได้จำหน่ายโคมไฟส่องสว่างให้กับโครงการ อสังหาริมทรัพย์เพิ่มขึ้น ขณะเดียวกันอัตรากำไรขั้นต้นยังทรงอยู่ในระดับสูงเพราะจากการ วิเคราะห์ผลการดำเนินงานในอดีตพบว่า แม้ ITTHI เป็นผู้จำหน่ายสินค้าประเภทโคมไฟส่องสว่าง แต่มีอัตรากำไรขั้นต้นและอัตรากำไรสุทธิอยู่ในระดับสูง ทั้งนี้เชื่อว่าส่วนหนึ่งเป็น เพราะบริษัทได้มีการนำเข้าสินค้ามาประกอบเองราว 50% จึงทำให้ต้นทุนบางส่วนลดลง อีกทั้ง ยังนำเข้าสินค้าในปริมาณมาก ทำให้ได้ส่วนลดพอสมควร อย่างไรก็ตามเนื่องจากตลาด มีผู้แข่งขันมากมาย ทั้งในประเทศและผู้นำเข้าจากประเทศจีน ดังนั้นเราจึงเชื่อว่าอัตรากำไร ขั้นต้นจะชะลอตัวในอีกหนึ่งปีข้างหน้า

ประเมินราคาเป้าหมายปี 2566 เท่ากับ 3.20 บาท อิง PE 29 เท่า

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ ITTHI ด้วยวิธี Relative P/E กับบริษัทที่ทำธุรกิจใกล้เคียงกัน และค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมเทคโนโลยีในตลาด MAI ได้ราคาเป้าหมาย 3.20 บาท บน EPS เท่ากับ 0.11 บาท ของปี 2566 โดยเทียบเคียงกับบริษัทที่มีลักษณะธุรกิจใกล้เคียงกัน ปัจจุบันเทรดที่ trailing PE ปี 2565 เฉลี่ยอยู่ที่ 29 เท่า แม้ลักษณะธุรกิจของ ITTHI เป็นเทรดดิ้ง กำไรจะค่อนข้างผันผวนตามการประมูลงาน แต่มีอัตรากำไรขั้นต้นอยู่ระดับดี และไม่มีหนี้ ดังนั้นจึงเชื่อว่าราคาเหมาะสมควรเท่ากับค่าเฉลี่ยของกลุ่มฯ และไม่ aggressive เกินไป

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2564	2565E	2566E	2567E
Revenue	216	354	452	572
EBITDA	27	38	44	49
Core net profit	15	25	31	34
Growth (y-y%)	(18.6)	68.5	20.9	11.7
Core EPS (THB)	0.22	0.13	0.11	0.13
Growth (y-y%)	(36.5)	(41.7)	(10.5)	11.7
Core P/E (x)	13.8	23.7	26.4	23.7
Dividend yield (%)	34.6	19.0	1.9	2.3
Price/book (x)	1.6	3.8	1.9	1.6
Net (cash)/Equity (%)	(33.1)	(6.5)	(43.0)	(30.9)
ROE (%)	11.8	17.3	10.5	7.5
Mkt cap (USD m)				24
Free float (%)				25.93
Major shareholder	ครอบครัวอัครบุญญาพัฒน์ 73.3%			
Issued shares (m)	270 (หลังจาก IPO)			

Source: FSSIA estimates

ITTHI's IPO summary

	รายละเอียด
จำนวนหุ้นก่อน IPO	200 ล้านหุ้น (พาร์ 0.50 บาท) (74.07% ของจำนวนหุ้นหลัง IPO)
จำนวนหุ้นเสนอขาย	70 ล้านหุ้น (พาร์ 0.50 บาท) (25.93% ของจำนวนหุ้นหลัง IPO)
วัตถุประสงค์การใช้เงิน	เพื่อใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนในการประกอบกิจการ ในเวลาที่เหมาะสม และให้เกิดประโยชน์สูงสุดต่อกิจการ
Blackout date	27 กุมภาพันธ์ 2566
ที่ปรึกษาทางการเงิน	บริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์เฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)

NOTE: FINANSIA SECURITIES LIMITED JOIN AS A LEAD UNDERWRITER OF THE INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO) OF ITTHIRIT NICE CORPORATION PUBLIC COMPANY LIMITED (ITTHI)

ALL RECIPIENTS HEREOF, TO THE EXTENT THAT THEY ARE CONSIDERING MAKING AN INVESTMENT IN UNITS OF ITTHI BUSINESS, SHOULD READ THE PROSPECTUS PREPARED BY UOBKAYHIAN SECURITIES (THAILAND) PUBLIC COMPANY LIMITED



Songklod Wongchai

songklod.won@fssia.com
+66 2611 3553

สารบัญ

แผนการขายหุ้น IPO และนโยบายจ่ายปันผล	3
ผู้นำตลาดอุปกรณ์ส่องสว่างโครงการอสังหาริมทรัพย์	4
ลักษณะการประกอบธุรกิจของบริษัทแยกตามโครงสร้างรายได้	5
1) ธุรกิจจัดจำหน่ายอุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์ประเภทอุปกรณ์ส่องสว่างและช่องทางการจัดจำหน่าย	5
2) ผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์เข้าซื้อประเภทแอลกอฮอล์	8
แนวโน้มอุตสาหกรรม	9
ผลิตภัณฑ์ไฟฟ้าส่องสว่างเติบโตตามก่อสร้างที่ยังขยายตัวต่อเนื่อง	9
ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์เติบโตสูงในปี 2566 ตามแผนการลงทุนของผู้ประกอบการที่เปิดโครงการใหม่	9
ภาวะการแข่งขันค่อนข้างสูง	10
ประเด็นการลงทุน	12
ความต้องการผลิตภัณฑ์โคมส่องสว่างมีโอกาเติบโตสูงตามธุรกิจอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่มีแผนเปิดโครงการใหม่เป็นจำนวนมากและมีมูลค่าสูงในปี 2566	12
เจาะตลาดลูกค้าภาครัฐที่มีมูลค่างานสูงเพิ่มขึ้น	13
แม้ลักษณะธุรกิจเป็นบริษัทเทรดดิ้ง แต่มีความสามารถในการทำกำไรอยู่ในระดับสูง	14
โครงการในอนาคต	14
ผลการดำเนินงานในอดีต และคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคต	15
ประเมินมูลค่าเหมาะสมปี 2566 เท่ากับ 3.20 บาท (อิง PE 29 เท่า)	19
ปัจจัยความเสี่ยง	20
Appendix	21

แผนการขายหุ้น IPO และนโยบายจ่ายปันผล

บริษัทมีแผนขายหุ้นสามัญจำนวนไม่เกิน 70 ล้านหุ้น (มูลค่าพาร์ 0.50 บาท/หุ้น) คิดเป็น 25.93% ของหุ้นสามัญที่ชำระแล้วหลัง IPO โดยภายหลัง IPO แล้วเสร็จบริษัทจะมีจำนวนหุ้นทั้งหมด 270 ล้านหุ้น หรือ ทุนจดทะเบียน 135 ล้านบาท เพิ่มขึ้นจาก 200 ล้านหุ้น หรือ 100 ล้านบาท

โครงสร้างผู้ถือหุ้นก่อนและหลัง IPO ประมาณการจาก รายชื่อผู้ถือหุ้นของบริษัทตามที่ปรากฏในบัญชีรายชื่อผู้ถือหุ้น ณ วันที่ 30 กันยายน 2565

Exhibit 1: โครงสร้างผู้ถือหุ้นก่อนและหลัง IPO

รายชื่อผู้ถือหุ้น	----- ก่อน IPO -----		----- หลัง IPO -----	
	จำนวนหุ้น	%	จำนวนหุ้น	%
นายไตรสิทธิ์ อัครบุญญาพัฒน์ ¹	60,000,000	30.00	60,000,000	22.22
นายธนแสฐ์ อัครบุญญาพัฒน์ ²	58,000,000	29.00	58,000,000	21.48
นางสาวจีระนันท์ อัครบุญญาพัฒน์ ³	20,000,000	10.00	20,000,000	7.41
นางมณีวรรณ อัครบุญญาพัฒน์ ⁴	60,000,000	30.00	60,000,000	22.22
นายวีระศักดิ์ ขวัญมงคลพงศ์	2,000,000	1.00	2,000,000	0.74
ประชาชนทั่วไป กรรมการ ผู้บริหาร และพนักงานของบริษัท ⁵			70,000,000	25.93
จำนวนหุ้นหลังการเสนอขายหลักทรัพย์	200,000,000		270,000,000	100.00

Source: ITTHI

หมายเหตุ :

- 1/ นายไตรสิทธิ์ อัครบุญญาพัฒน์เป็นพี่ชายนายธนแสฐ์ อัครบุญญาพัฒน์
- 2/ นายธนแสฐ์ อัครบุญญาพัฒน์เป็นน้องชายนายไตรสิทธิ์ อัครบุญญาพัฒน์
- 3/ นางสาวจีระนันท์ อัครบุญญาพัฒน์เป็นญาตินางมณีวรรณ อัครบุญญาพัฒน์
- 4/ นางมณีวรรณ อัครบุญญาพัฒน์เป็นญาตินางสาวจีระนันท์ อัครบุญญาพัฒน์และเป็นมารดานายไตรสิทธิ์ อัครบุญญาพัฒน์และนายธนแสฐ์ อัครบุญญาพัฒน์
- 5/ ที่ประชุมสามัญผู้ถือหุ้นครั้งที่ 3/2565 เมื่อวันที่ 25 สิงหาคม 2565 ได้มีมติมอบอำนาจให้คณะกรรมการบริหาร เป็นผู้มีอำนาจกำหนดเงื่อนไข รายละเอียด และดำเนินการใด ๆ อันจำเป็นหรือเกี่ยวเนื่องกับการเสนอขายหุ้นดังกล่าวได้ทุกประการ และมีอำนาจที่จะเสนอขายหุ้นดังกล่าวครั้งเดียวเต็มจำนวนหรือเสนอขายเป็นคราว ๆ ไปได้ โดยให้พิจารณาภาวะตลาดเป็นเกณฑ์ รวมถึงให้มีอำนาจจัดทำลงนาม ส่งมอบ คำขออนุญาตและเอกสารประกอบ เพื่อยื่นต่อสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์และหน่วยงานอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้อง และการเข้าทำสัญญาอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินการดังกล่าว

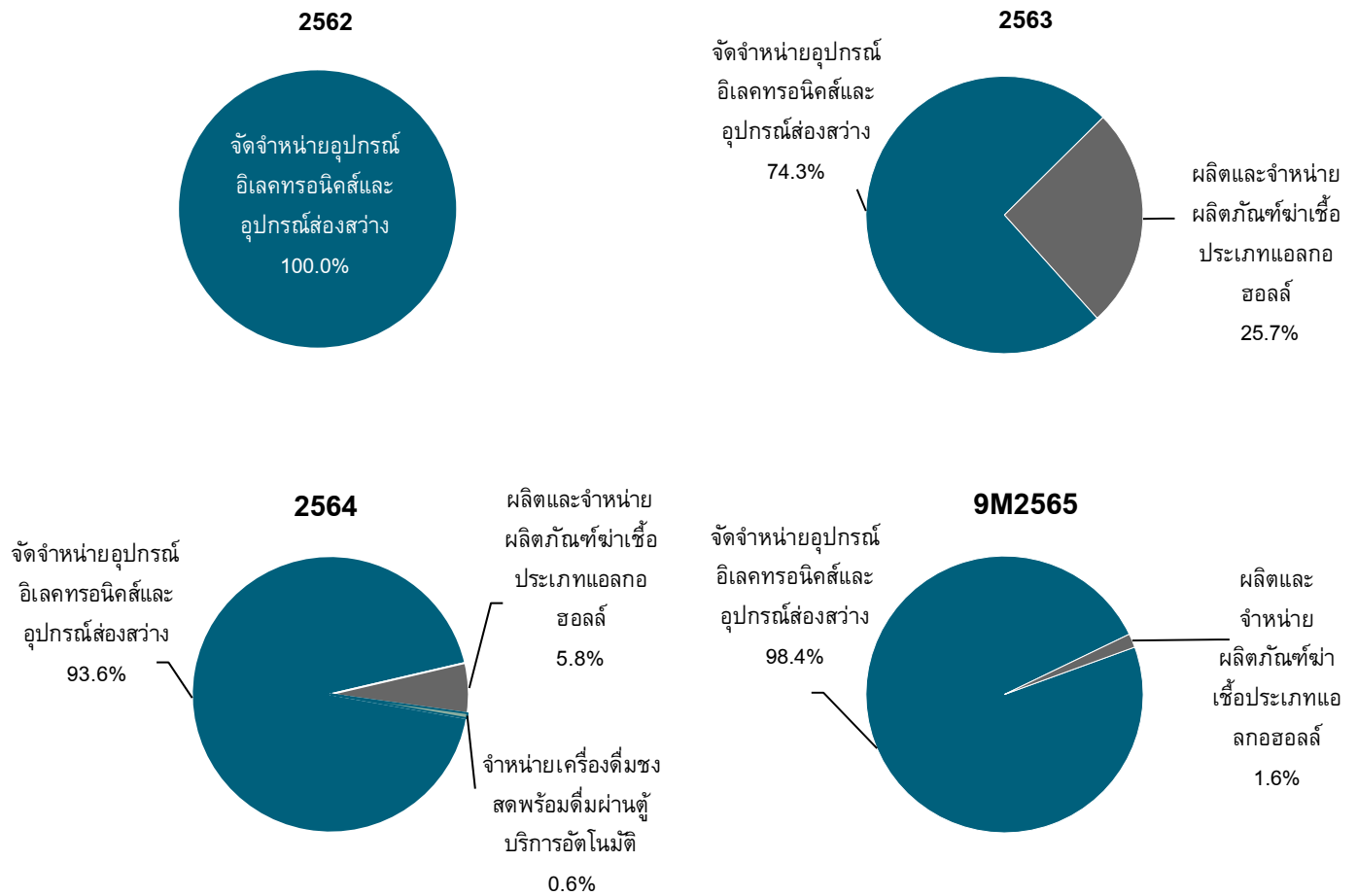
บริษัทมีนโยบายจ่ายปันผลไม่น้อยกว่า 40% ของกำไรสุทธิตามงบการเงินเฉพาะของบริษัท หลังหักภาษีเงินได้นิติบุคคล และ จัดสรรทุนสำรองต่างๆตามกฎหมาย สำหรับงบการเงินเฉพาะกิจการและหลังหักเงินสำรองต่าง ๆ ทุกประเภทตามที่กฎหมายและบริษัทได้กำหนดไว้ และการจ่ายเงินปันผล นั้นไม่มีผลกระทบต่อภาระการดำเนินงานตามปกติของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ ทั้งนี้การจ่ายเงินปันผล ดังกล่าวอาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงาน และฐานะการเงินของ บริษัท สภาพคล่อง ของบริษัท แผนการขยายธุรกิจ ความจำเป็นและความเหมาะสมอื่นใดในอนาคต และปัจจัยอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องในการบริหารงานของบริษัท ตามที่คณะกรรมการบริษัท และ/หรือผู้ถือหุ้นของบริษัท เห็นสมควร และการดำเนินการดังกล่าวจะต้องก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดต่อผู้ถือหุ้น

ผู้นำตลาดอุปกรณ์ส่องสว่างโครงการอสังหาริมทรัพย์

บริษัท อิทริททีไนซ์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ก่อตั้งเมื่อเดือนกันยายน 2542 เพื่อประกอบธุรกิจนำเข้าและเป็นตัวแทนจำหน่ายผลิตภัณฑ์ประเภท โคมไฟ และส่วนประกอบโคมไฟ ภายใต้แบรนด์ ITTHRIT รวมถึงเป็นผู้จัดจำหน่ายสินค้าส่องสว่างแบรนด์ชั้นนำที่เป็น partner หลัก อาทิ Siemens, Phillips, OPPL, MEGAMAN, Bticino และ SIMON กลุ่มลูกค้าหลักเป็นลูกค้าโครงการรวม 70-80% อาทิ บริษัทหรือโครงการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และเหลือเป็นกลุ่มลูกค้า retail ที่ขายผ่านช่องทางออนไลน์ Shopee, Lazada และมีจำหน่ายใน SCG HomeMart.

โครงสร้างรายได้แยกตามลักษณะงาน

Exhibit 2: สัดส่วนรายได้แยกตามลักษณะงาน



Source: ITTHI

ลักษณะการประกอบธุรกิจของบริษัทแยกตามโครงสร้างรายได้

1) ธุรกิจจัดจำหน่ายอุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์ประเภทอุปกรณ์ส่องสว่างและช่องทางการจัดจำหน่าย

1.1 ผลิตภัณฑ์ส่องสว่างใช้ภายในอาคาร ได้แก่ โคมไฟ Fluorescent, High Bay, Track Light, Downlight, Emergency, Ceiling Lamp, LED Panel เป็นต้น

Exhibit 3: ตัวอย่างผลิตภัณฑ์ผลิตภัณฑ์ส่องสว่างใช้ภายในอาคาร



Source: ITTHI

1.2 ผลิตภัณฑ์ส่องสว่างใช้ภายนอกอาคาร ได้แก่

Exhibit 4: ตัวอย่างผลิตภัณฑ์ส่องสว่างใช้ภายนอกอาคาร



Source: ITTHI

1.3 ผลิตภัณฑ์ส่องสว่างเพื่อใช้ในการตกแต่ง ได้แก่ Lofts, Crystal, Modern, Wood, Table Lamp, LED Vintage เป็นต้น

Exhibit 5: ตัวอย่างผลิตภัณฑ์ส่องสว่างเพื่อการตกแต่ง



Source: ITTHI

1.4 ผลิตภัณฑ์ส่องสว่างที่ใช้พลังงานจากแสงอาทิตย์

Exhibit 6: ตัวอย่างผลิตภัณฑ์ส่องสว่างที่ใช้พลังงานจากแสงอาทิตย์



Source: ITTHI

1.5 อุปกรณ์ไฟฟ้า ได้แก่ สวิตช์ไฟฟ้า ปลั๊กไฟ บัลลาสต์ หม้อแปลงแอลอีดีไดรเวอร์ ขั้วไฟฟ้า เป็นต้น

Exhibit 7: ตัวอย่างผลิตภัณฑ์อุปกรณ์ไฟฟ้า



Source: ITTHI

1.6 หลอดไฟ

Exhibit 8: ตัวอย่างผลิตภัณฑ์หลอดไฟ



Source: ITTHI

1.7 Smart home

Exhibit 9: ตัวอย่างผลิตภัณฑ์ Smart home



Source: ITTHI

ช่องทางในการจัดจำหน่ายและลูกค้าที่ให้ความไว้วางใจบริษัท

Exhibit 10: ลูกค้าโครงการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์



Source: ITTHI

Exhibit 11: ช่องทางการจัดจำหน่ายค้าปลีก



Source: ITTHI

Exhibit 12: ลูกค้าโครงการรับเหมาก่อสร้าง



Source: ITTHI

Exhibit 13: พันธมิตรทางธุรกิจ



Source: ITTHI

2) ผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์ฆ่าเชื้อประเภทแอลกอฮอล์

บริษัทผลิตและจำหน่าย ผลิตภัณฑ์ฆ่าเชื้อประเภทแอลกอฮอล์ ซึ่งมีทั้งผลิตภัณฑ์ชนิดน้ำและ ชนิด เจลหลายขนาดและ บรรจุภัณฑ์ ภายใต้แบรนด์ "UNION CLEAN" รวมถึงรับจ้างผลิตแบบ OEM แก่ลูกค้าที่สนใจ ทั่วไป

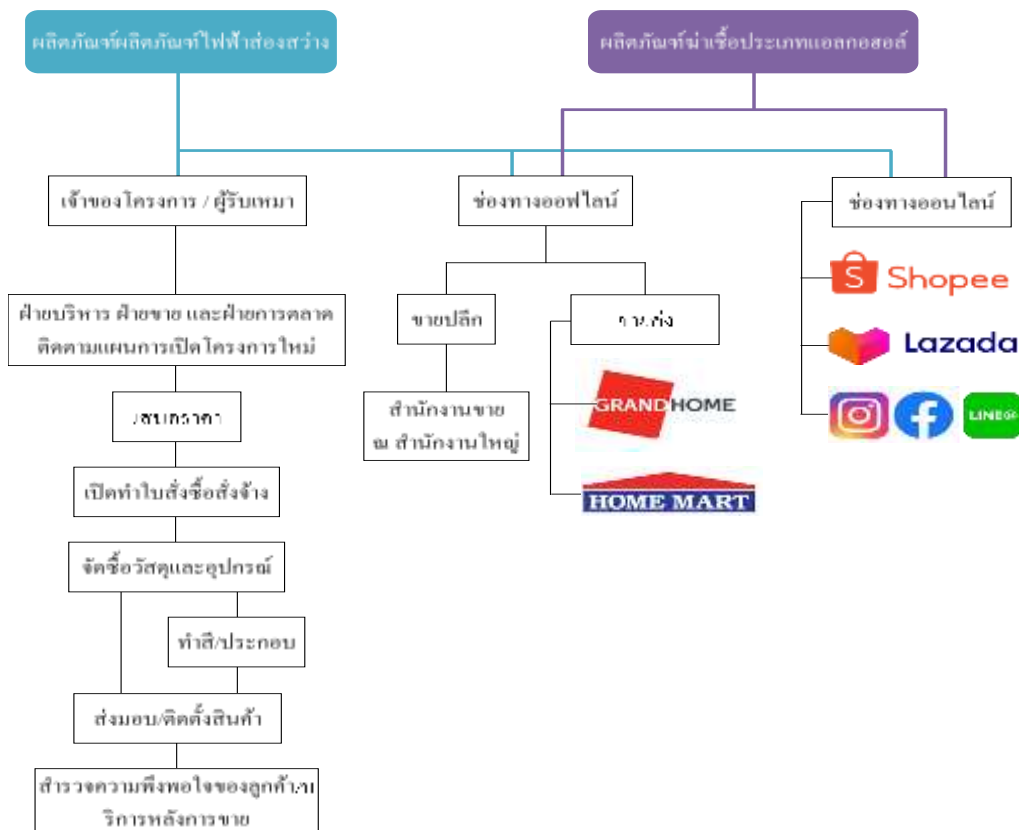
Exhibit 14: ตัวอย่างผลิตภัณฑ์ฆ่าเชื้อประเภทแอลกอฮอล์



Source: ITTHI

ในปี 2564 บริษัทได้ทำสัญญารับสิทธิในการบริหารเครื่องดื่มชงสดพร้อมดื่ม อาทิเช่น ชา กาแฟ นมสด ผ่านผู้จำหน่ายเครื่องดื่มอัตโนมัติในแบรนด์ เต่าบิน กับ บจก.พอร์ทเวเนดิง โดยบริษัทเป็นผู้จัดหาพื้นที่ เช่า พนักงาน และวัตถุดิบเพื่อให้ตู้อัตโนมัติพร้อมใช้งาน และจ่ายผลตอบแทนของรายได้จากการ จำหน่ายให้แก่เจ้าของสิทธิ ซึ่งบริษัทเป็นตัวแทน จำหน่ายจำนวนทั้งสิ้น 20ตู้ อย่างไรก็ตาม ในช่วงปลายปี 2564 บริษัทได้หยุดดำเนินธุรกิจดังกล่าว เนื่องจากผลตอบแทนจากการลงทุนไม่เป็นไปตามเป้าหมายที่ วางไว้

Exhibit 15: แผนภาพแสดงขั้นตอนการจัดจำหน่าย



Source: ITTHI

แนวโน้มอุตสาหกรรม

ผลิตภัณฑ์ไฟฟ้าส่องสว่างเติบโตตามก่อสร้างที่ยังขยายตัวต่อเนื่อง

อ้างอิงหนังสือชี้ชวนของบริษัทระบุว่า สำหรับผลิตภัณฑ์ไฟฟ้าส่องสว่าง เป็นหนึ่งในอุตสาหกรรมที่มีความเกี่ยวข้องกับอุตสาหกรรมก่อสร้าง ซึ่งฐานลูกค้าหลักของบริษัท ได้แก่ ผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ เพื่อยู่ออาศัย เช่น คอนโดมิเนียมและโครงการบ้านจัดสรร รวมถึง อาคารทุกประเภท เช่น ศูนย์การค้า อาคารสำนักงาน โชว์รูม ร้านค้า ร้านอาหาร โรงงานอุตสาหกรรม โรงพยาบาล โรงแรม โรงเรียน คลังสินค้า สนามบิน รวมถึงพฤติกรรมผู้บริโภคทั่วไปที่ต้องการเปลี่ยนมาเลือกใช้ผลิตภัณฑ์ที่มีคุณภาพ ดีกว่า ประหยัดพลังงานมากกว่า หรือ มีรูปแบบสวยงามกว่า และการซื้อเพื่อทดแทนของเดิมที่ชำรุดหรือหมดอายุ

การเติบโตและการเปิดตัวโครงการใหม่ของผู้ประกอบการในกลุ่มอุตสาหกรรมดังกล่าวจึงเป็นปัจจัยที่ส่งผลต่อการขยายตัวของผลประกอบการของบริษัทในฐานะที่บริษัทดำเนินธุรกิจจัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์โคมไฟฟ้าส่องสว่างแบบครบวงจร

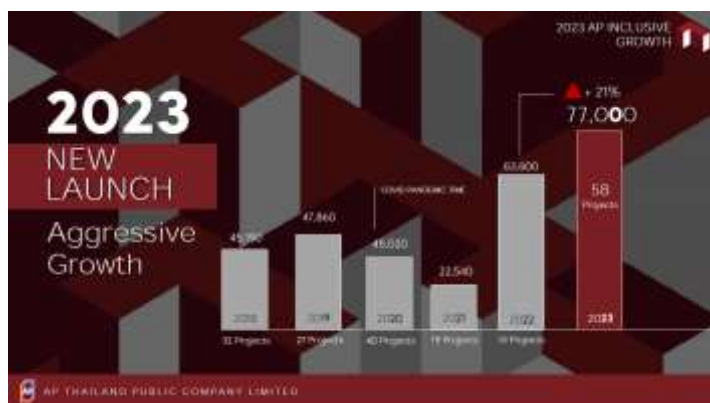
ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์เติบโตสูงในปี 2566 ตามแผนการลงทุนของผู้ประกอบการที่เปิดโครงการใหม่

หากเราวิเคราะห์จากลูกค้าเป้าหมายหลักของบริษัทได้แก่ บริษัทอสังหาริมทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่เผยแพร่โครงการก่อสร้างอสังหาริมทรัพย์ประเภทต่างๆ ที่ได้ประกาศเป็นแผนการลงทุนในปี 2566 เราพบว่า

ในปี 2566 AP วางแผนเชิงรุกเพื่อทำสถิติสูงสุดใหม่ ดังนี้:

- 1) บริษัทฯ วางแผนเปิด 58 โครงการใหม่ มูลค่ารวม 77 พัน ลบ. (+21% y-y) ประกอบด้วย โครงการแนวราบ (85%) และ คอนโด (15%);
- 2) บริษัทฯ ตั้งเป้าหมายยอดขายโครงการที่ 58 พัน ลบ. (+15% y-y) ประกอบด้วย โครงการแนวราบ (78%) และคอนโด (22%); และ
- 3) บริษัทฯ ตั้งเป้ารายได้จากการโอน (รวม JV 100%) ไว้ที่ 56.3 พัน ลบ. เทียบกับ 48 พัน ลบ. ในปี 2022 (ประมาณการของบริษัทฯ) โดยเฉพาะอย่างยิ่ง AP จะมุ่งเน้นในตลาดทรูและวางแผนขยาย ธุรกิจใหม่ 5 จังหวัดใหม่

Exhibit 16: เป้าเปิดโครงการใหม่ปี 2566 ของ AP



Sources: AP, FSSIA's compilation

Exhibit 17: เป้าเปิดโครงการใหม่ปี 2566 ของ AP



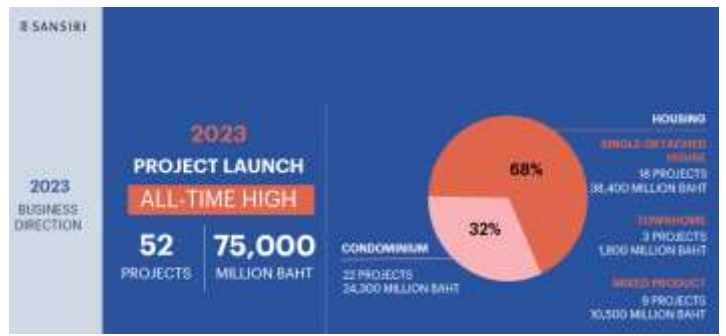
Sources: AP, FSSIA's compilation

Exhibit 18: โครงการใหม่ในช่วงปี 2563-2566 ของ SIRI



Sources: SIRI, FSSIA's compilation

Exhibit 19: มูลค่าโครงการใหม่ปี 2566 ของ SIRI



Sources: SIRI, FSSIA's compilation

SIRI ประกาศแผนเชิงรุกใน 3 ปี ข้างหน้า ผ่านการเปิดโครงการใหม่รวม 1.5 แสนล้านบาท และเป้า Presales สะสม 1.2 แสนล้านบาท โดยปี 2566 เปิดตัว 41 โครงการ มูลค่า 5.1 หมื่นล้านบาท เราคาดว่ายอด Presales ทั้งปีจะจบที่ 3.8 หมื่นล้านบาท (+46% Y-Y) เกินเป้าของบริษัทที่ 3.5 หมื่นล้านบาท จากความสำเร็จของการขายโครงการใหม่ โดยเฉพาะบ้านระดับบนที่บริษัทนัด พร้อมมีไฮไลท์จากการกลับมาของนาราสิริ กรุงเทพกรีฑาที่ Sold Out ภายใน 1 เดือน สำหรับปี 2566 ผู้บริหารมีมุมมองบวกต่อตลาดอสังหาริมทรัพย์ของเศรษฐกิจ เบื้องต้นคาดว่าจะเปิดตัวมากกว่า 50 โครงการ มูลค่ารวม 6 หมื่นล้านบาท เน้น Mid-to-High ซึ่งกำลังซื้อมีและมีความคุ้มค่า แข็งแกร่ง ผลักดันการเติบโตของยอดขาย Presales และยอดโอนต่อเนื่อง

นอกจากนี้ภาวะการก่อสร้างอาคารที่ประหยัดพลังงานหรือได้มาตรฐาน Green Building จึงเป็นโอกาสของบริษัทที่สามารถตอบสนองผู้ประกอบการที่ต้องการประหยัดพลังงาน โดยเฉพาะอาคารสำนักงานที่ต้องการดึงดูดกลุ่มลูกค้าองค์กรที่มีเป้าหมายลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก ดังนั้น การได้รับการรับรองจากมาตรฐานอาคารเขียวจะเป็นจุดดึงดูดผู้เช่ามากขึ้น ทั้งนี้ ตลาด Green Building ทั่วโลกมีแนวโน้มที่จะเติบโตราว 14% ต่อปี ระหว่างช่วงปี 2563 – 2570 (ที่มา : SCBEIC - ศูนย์วิจัยเศรษฐกิจและธุรกิจ ธนาคารไทยพาณิชย์)

ภาวะการแข่งขันค่อนข้างสูง

ธุรกิจผลิตภัณฑ์อุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์ประเภทไฟฟ้าส่องสว่างเป็นธุรกิจที่มีการแข่งขันค่อนข้างสูงและมีผู้ประกอบการในแต่ละช่องทางจำนวนมาก ทั้งช่องทางโมเดิร์นเทรด และการแข่งขันในการจัดจำหน่ายตรงไปยังเจ้าของผู้พัฒนาโครงการ หรือผู้รับเหมาหลักของโครงการ โดยในระยะ 2 - 3 ปีที่ผ่านมา เศรษฐกิจโดยรวมของโลกและในประเทศเกิดการชะลอตัวอย่างรุนแรง ส่งผลให้เกิดความผันผวนของปริมาณความต้องการสินค้าในตลาด และการแข่งขันที่ดุเดือดในภาวะที่ความต้องการ และความสามารถในการซื้อลดลง บริษัทจึงพยายามขยายฐานกลุ่มลูกค้าให้มากยิ่งขึ้น อาทิ หน่วยงานภาครัฐ เป็นต้น รวมถึงเพิ่มความหลากหลายของสินค้าเพื่อลดระดับการแข่งขัน ของสินค้าบางรายการที่มีการแข่งขันสูง นอกจากนี้บริษัทยังให้ความสำคัญกับการเพิ่มโอกาสทางการตลาดที่เปลี่ยนแปลงไปอย่างมากในยุคปัจจุบัน โดยบริษัทมุ่งเน้นการทำการตลาดแบบออนไลน์ และการตลาดแบบ Omni Channel ซึ่งมุ่งเน้นการเชื่อมโยงข้อมูลของลูกค้าหรือผู้บริโภค รอบด้านผ่านทุกช่องทางการขาย ทำให้ลูกค้าสามารถเลือกช่องทางการเข้าถึงและเลือกซื้อสินค้า และบริการได้จากหลากหลายช่องทาง

ผลการดำเนินงานของผู้ประกอบการที่ประกอบธุรกิจเกี่ยวกับผลิตภัณฑ์อุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์ที่ใกล้เคียงกับบริษัทในปี 2564 เรียงตามรายได้

Exhibit 20: ผู้ประกอบการที่ประกอบธุรกิจเกี่ยวกับผลิตภัณฑ์อุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์ เรียงตามรายได้ ในปี 2564

บริษัท	รายได้รวม (ล้านบาท)	สินทรัพย์ (ล้านบาท)
บริษัท ไลท์ติ้ง แอนด์ อีควิปเมนท์ จำกัด (มหาชน)	2,211	2,709
บริษัท ช.รุ่งแสงไลท์ติ้ง จำกัด***	494	277
บริษัท เพมโก้ อินเตอร์ไลท์ จำกัด	492	1,102
บริษัท ธีระมงคล อุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)	487	627
บริษัท ไลท์ออฟ ดีไซน์ จำกัด*	292	225
บริษัท อิทธิฤทธิ์ โน้ต คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) **	202	167
บริษัท ยูนิแลมป์ จำกัด	185	238
บริษัท แสงอุดม ไลท์ติ้งเซ็นเตอร์ จำกัด	148	255
บริษัท ไลท์เทรน่า จำกัด***	107	26
บริษัท เซาท์อีสไทยแลนด์ จำกัด	86	114
บริษัท อมตะ แลมป์ จำกัด	41	14

* งบการเงินสำหรับปีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม 2563; ** เฉพาะรายได้จากการจัดจำหน่ายอุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์;

*** งบการเงินสำหรับปีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม 2562

Sources: ITTHI, Business Online (BOL)/กระทรวงพาณิชย์/SET

ผลิตภัณฑ์ฆ่าเชื้อประเภทแอลกอฮอล์มีแนวโน้มชะลอตัวหลังการแพร่ระบาดของ Covid-19 ลดลง เป็นอย่างมาก ซึ่งผลิตภัณฑ์ส่วนใหญ่เป็นการจำหน่ายแก่ลูกค้าปลายทางโดยตรง เนื่องจาก ปัจจุบันมีช่องทางการจัดจำหน่ายที่สามารถเข้าถึงผู้บริโภคโดยตรงได้สะดวกรวดเร็ว ซึ่ง อุตสาหกรรมของผลิตภัณฑ์ดังกล่าวเติบโตอย่างก้าวกระโดดจากสถานการณ์การแพร่ระบาดของไวรัสโคโรนา (“COVID-19”) ในช่วงปี 2563 แต่ปัจจุบันอุตสาหกรรมดังกล่าวต้องเผชิญกับการแข่งขันที่สูงขึ้นจากอุปทานของผู้ผลิตในตลาดที่เข้าสู่อุตสาหกรรมในจำนวนที่มากขึ้น

Exhibit 21: คู่แข่งขันในธุรกิจผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์แอลกอฮอล์ฆ่าเชื้อเรียงตามรายได้ในปี 2664

ผู้ประกอบการ	รายได้รวม (ล้านบาท)	สินทรัพย์ (ล้านบาท)
บริษัท ลีโอ เมดิคอล จำกัด	633.11	431.37
บริษัท ห้างขายยาตราเสือดาว จำกัด	497.35	310.10
บริษัท สหการโฮสเทล (1996) จำกัด	407.78	322.42
บริษัท ศิริปัญญา จำกัด	320.65	198.34
บริษัท วิทยาธรรม จำกัด	234.20	460.45
บริษัท แกรททิทูต อินฟินิท จำกัด (มหาชน)	171.79	546.78
บริษัท เกร็ทเตอร์ฟาร์มา จำกัด	131.95	202.76
บริษัท เดอร์มา อินโนเวชั่น จำกัด	118.58	148.19
บริษัท เมดิคอส จำกัด	34.85	27.00
บริษัท อิทธิฤทธิ์ โน้ต คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) *	12.62	166.89

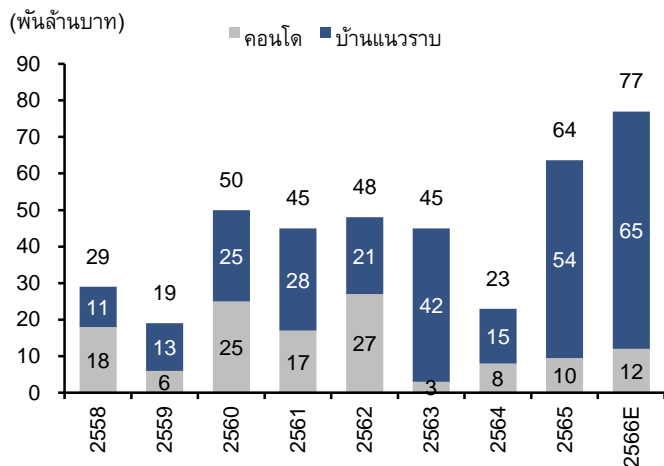
Source: ITTHI

ประเด็นการลงทุน

ความต้องการผลิตภัณฑ์คอมส่องสว่างมีโอกาสเติบโตสูงตามธุรกิจอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่มีแผนเปิดโครงการใหม่เป็นจำนวนมากและมีมูลค่าสูงในปี 2566

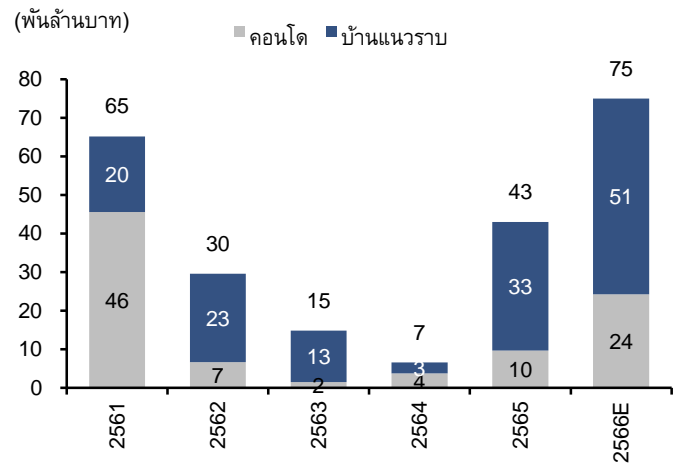
เนื่องจากรายได้หลักจากการจัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์โคมไฟส่องสว่างและอุปกรณ์ไฟฟ้ามาจากลูกค้าที่เป็นโครงการก่อสร้างอสังหาริมทรัพย์สูงถึง 80% ประกอบกับลูกค้าเป้าหมายของบริษัทที่ทำธุรกิจรวมกันมา เป็นเวลานาน อย่าง AP และ SIRI ซึ่งทั้งสองบริษัทมีแผนการลงทุนเปิดโครงการใหม่ ทั้งแนวราบและ คอนโดในปี 2566 เป็นจำนวนมากกว่าปี 2565 ดังนั้นเราจึงเชื่อว่าบริษัทจะได้รับอานิสงค์จากการขาย โคมไฟและอุปกรณ์ไฟฟ้าผ่านโครงการเหล่านี้ โดยเราคาดว่าจะทำให้บริษัทมีรายได้จากการจำหน่าย โคมไฟโครงการราว 30% ในปี 2566

Exhibit 22: เป้าเปิดโครงการใหม่ปี 2566 ของ AP



Sources: AP, FSSIA estimates

Exhibit 23: เป้าเปิดโครงการใหม่ปี 2566 ของ SIRI

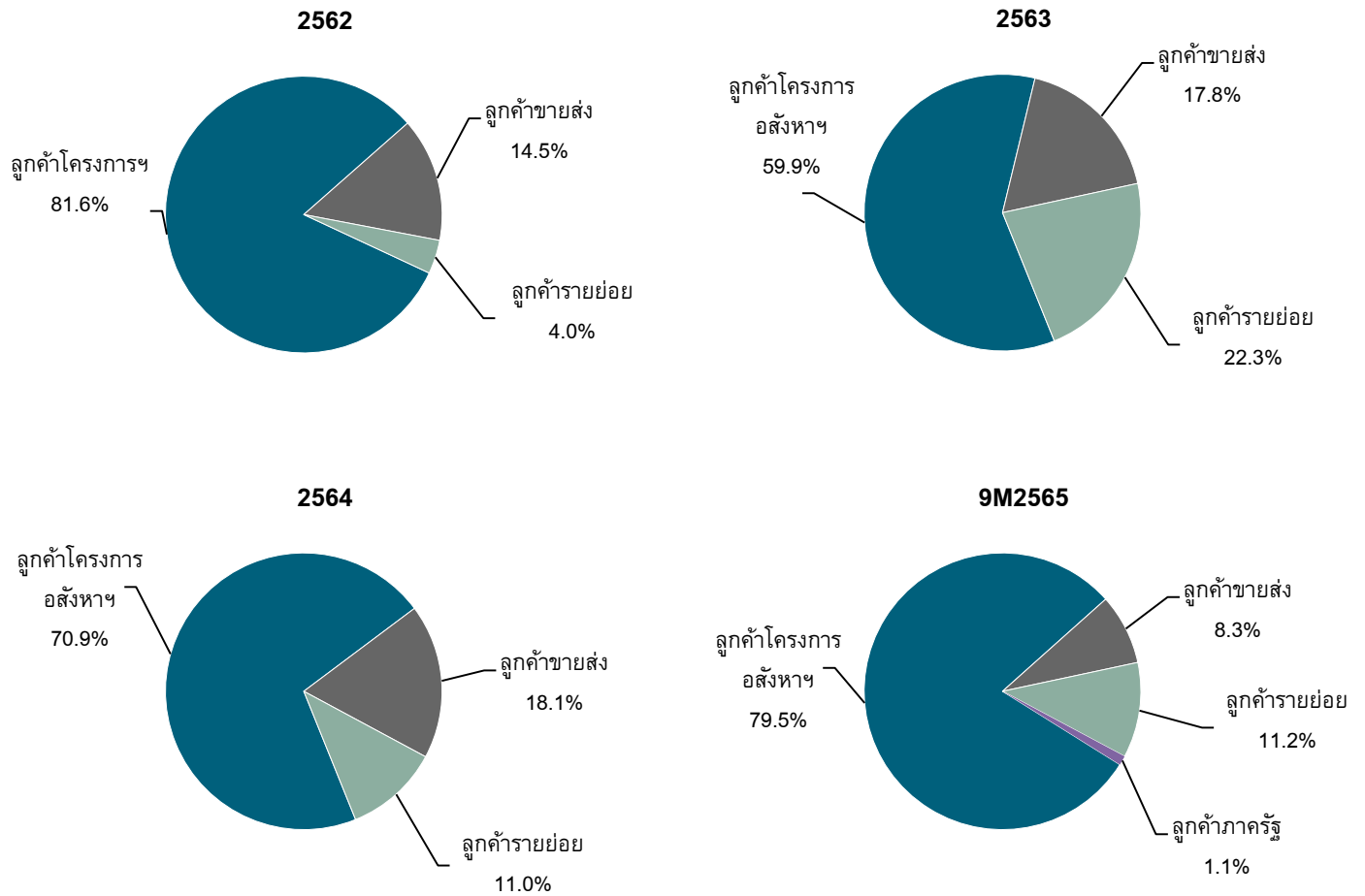


Sources: SIRI, FSSIA estimates'

เจาะตลาดลูกค้าภาครัฐที่มีมูลค่างานสูงเพิ่มขึ้น

เราประเมินกลุ่มลูกค้าเป้าหมายของบริษัทจัดอยู่ในกลุ่มคนที่มีรายได้ระดับกลางถึงบน ไม่ได้คำนึงถึงภาวะเศรษฐกิจแต่อย่างใด ขึ้นอยู่กับความพึงพอใจส่วนบุคคลเป็นหลัก

Exhibit 24: โครงสร้างลูกค้า

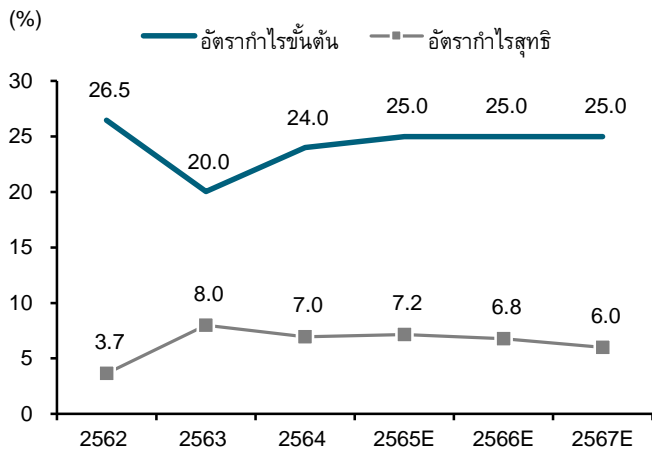


Source: ITTHI

แม้ลักษณะธุรกิจเป็นบริษัทเทรดดิ้ง แต่มีความสามารถในการทำกำไรอยู่ในระดับสูง

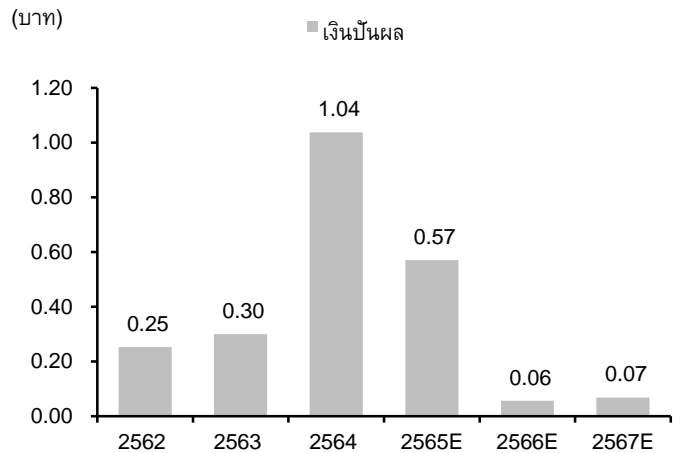
จากการวิเคราะห์ผลการดำเนินงานในอดีตพบว่า แม้ ITTHI เป็นผู้จัดจำหน่ายสินค้าประเภทโคมไฟส่องสว่าง แต่มีอัตรากำไรขั้นต้นและอัตรากำไรสุทธิอยู่ในระดับสูง ทั้งนี้เราเชื่อว่าส่วนหนึ่งเป็นเพราะบริษัทได้มีการนำเข้ามาสินค้ามาประกอบเองราว 50% จึงทำให้ต้นทุนบางส่วนลดลง อีกทั้งยังนำเข้ามาสินค้าในปริมาณมากทำให้ได้ส่วนลดพอสมควร อย่างไรก็ตามเนื่องจากตลาดมีคู่แข่งขึ้นมามากมาย ทั้งในประเทศและผู้นำเข้าจากประเทศจีน ดังนั้นเราจึงเชื่อว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะชะลอลตัวในอีกหนึ่งปีข้างหน้า

Exhibit 25: อัตรากำไรขั้นต้นและอัตรากำไรสุทธิ



Sources: ITTHI; FSSIA estimates

Exhibit 26: เงินปันผล



Sources: ITTHI; FSSIA estimates

โครงการในอนาคต

บริษัทมีแผนที่จะใช้เงินจากการระดมทุนเพื่อใช้หมุนเวียนในการดำเนินธุรกิจ อาทิ การนำเข้ามาสินค้าผลิตภัณฑ์ผลิตภัณฑ์ไฟฟ้าส่องสว่างแบรนด์ใหม่ ๆ เพื่อนำเข้ามาจำหน่ายและการพัฒนา Application สำหรับสั่งการอุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์ชนิดต่าง ๆ ภายใต้แบรนด์ "LIGHTTRIO"

ผลการดำเนินงานในอดีต และคาดการณ์ผลการดำเนินงานใน

อนาคต

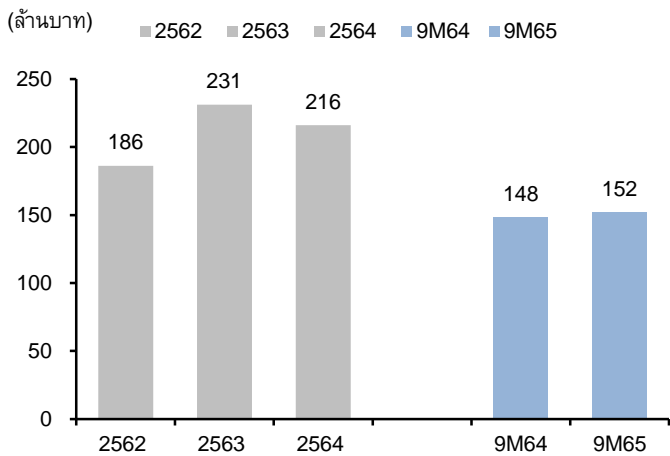
ผลการดำเนินงานในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา

ในช่วงปี 2562 - 2565 บริษัทมีรายได้มาจาก 1) การจัดจำหน่ายอุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์ (หลักๆคือ อุปกรณ์ส่องสว่างทั้งในอาคารและนอกอาคาร) ที่เป็นทั้งแบรนด์สินค้าของบริษัทเองและเป็นตัวแทนจำหน่าย คิดเป็นสัดส่วน 75-95% ของรายได้รวม 2) การผลิตและจำหน่ายแอลกอฮอล์ฆ่าเชื้อคิดเป็นสัดส่วน 25.73% ในปี 2563 และลดเหลือ 3.64% ในปี 2564 และ 3) รายได้จากการจำหน่ายเครื่องดื่มชงสดพร้อมดื่มผ่านตู้เตาบิน แต่ได้ยุติการให้บริการไปเมื่อปี 2564

ในปี 2563 บริษัทมีรายได้รวมเพิ่มขึ้นเป็น 231 ลบ. ในปี 2563 ทั้งนี้ในปี 2563 มีรายได้เติบโต 24.1% y-y จากมีรายได้จากการผลิตและจำหน่ายแอลกอฮอล์เพิ่มขึ้น เนื่องจากผลิตภัณฑ์แอลกอฮอล์ ขาดตลาดจากโควิดระบาดอย่างหนัก ต่อมารายได้ในปี 2564 ปรับลดลงมาอยู่ที่ 216 ลบ. เนื่องจาก รายได้จากการผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์แอลกอฮอล์ชะลอตัว การระบาดของโควิดลดลง และไม่มี รายได้จากธุรกิจจำหน่ายตู้เตาบินเพราะยุติกิจการ

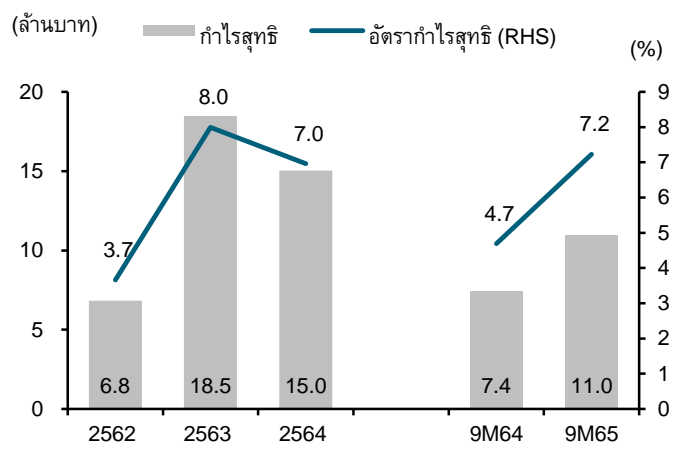
บริษัทมีกำไรสุทธิในช่วงปี 2562 - 2564 เท่ากับ 6.8 ลบ., 18.5 ลบ. และ 15.0 ลบ. ตามลำดับ และมีอัตรากำไรสุทธิอยู่ 3.7%, 8.0% และ 7.0% ตามลำดับ ทั้งนี้ กำไรสุทธิและอัตรากำไรสุทธิในปี 2563 ที่เพิ่มขึ้นเมื่อเทียบกับปี 2562 มีสาเหตุสำคัญมาจากกำไรขั้นต้นจากการเพิ่มธุรกิจผลิตและ จำหน่ายผลิตภัณฑ์แอลกอฮอล์ฆ่าเชื้อได้ทันต่อความต้องการของตลาดในระยะแรกของการแพร่ระบาดของเชื้อ COVID-19 ในขณะที่ปี 2564 บริษัทมีกำไรสุทธิ 15.0 ลบ ลดลงจากปี 2563 18.7% โดยมี เหตุผลสำคัญมาจากรายได้ของผลิตและจำหน่ายแอลกอฮอล์ฆ่าเชื้อที่เริ่มลดลงภายหลังตลาดเริ่มเข้าสู่ ดุลยภาพขณะที่ธุรกิจจำหน่ายอุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์ประเภทผลิตภัณฑ์ไฟฟ้าส่องสว่างยังคงฟื้นตัว อย่างต่อเนื่อง

Exhibit 27: รายได้



Source: ITTHI

Exhibit 28: กำไรสุทธิและอัตรากำไรสุทธิ



Source: ITTHI

สำหรับผลการดำเนินงานงวด 9 เดือนปี 2564 - 2565 บริษัทมีกำไรสุทธิ 5.56 ลบ. และ 10.96 ลบ. ตามลำดับ โดยสาเหตุมาจากการเพิ่มขึ้นของรายได้จากกลุ่มธุรกิจสินค้าอิเล็กทรอนิกส์ ตามแนวโน้มของภาพรวมของธุรกิจกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ และกลุ่มรับเหมาก่อสร้างที่ปรับตัวดีขึ้น หลังสถานการณ์ COVID-19 ที่ผ่อนคลายลงเป็นหลัก ทั้งนี้ การเพิ่มขึ้นของกำไรสุทธิในปี 2564 เป็นผลโดยตรงจาก 1) การที่ผู้รับเหมาก่อสร้างเร่งกลับมาก่อสร้างโครงการเพื่อเร่งส่งมอบงาน ให้ทันก่อนสิ้นปี ภายหลังจากที่ต้องหยุดการก่อสร้างโครงการในช่วงต้นปี 2564 จาก COVID-19 ระบาด 2) ผู้รับเหมาก่อสร้างซื้อสินค้า เพื่อให้ทันส่งมอบงานปลายปีซึ่งถือเป็นลักษณะปกติตามฤดูกาลขาย

Exhibit 29: ผลการดำเนินงานงวด 9 เดือนปี 2565

	3Q64	2Q65	3Q65	----- Change -----		3Q65	9M64	----- 9M65 -----		
Year to Dec 31	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(q-q %)	(y-y %)	(%22E)	(THB m)	(THB m)	(y-y%)	(%22E)
Revenue	64	53	57	8	(11)	16	148	152	2	43
Gross profit	15	17	19	7	21	16	42	49	16	43
Operating costs	12	11	13	13	11	15	34	36	8	43
Operating profit	4	6	6	(4)	50	19	9	13	48	43
Operating EBITDA	6	8	7	(3)	30	20	14	18	26	48
Other income	14	15	16	2	10	894	43	46	8	2,626
Other expense	0	(0)	0	n/a	(87)	4	0	0	(89)	6
Interest expense	(0)	(0)	(0)	190	(13)	15	(1)	(0)	(71)	26
Profit before tax	4	6	6	(3)	53	19	9	14	58	43
Tax	1	1	1	(7)	55	19	1	3	121	42
Non recurring items	0	0	0	n/a	n/a		0	0	n/a	n/a
Reported net profit	3	5	5	(2)	53	19	7	11	48	43
Recurring net profit	3	5	5	(2)	53	19	7	11	48	43
EPS (THB)	0.02	0.02	0.02	(2)	53	19	0.04	0.05	48	43
Recurring EPS (THB)	0.02	0.02	0.02	(2)	53	19	0.04	0.05		
Key Ratios (%)	(%)	(%)	(%)	(ppt)	(ppt)			(%)	(ppt)	
Gross margin	24.2	32.9	32.7	(0.2)	8.5		28.6	32.5	3.9	
Operating margin	6.0	11.2	10.0	(1.2)	4.0		5.9	8.5	2.7	
EBITDA margin	8.9	14.4	13.0	(1.5)	4.0		9.7	11.9	2.2	
Recurring net margin	7.3	14.0	8.4	(5.7)	1.1		5.0	7.2	2.2	
SG&A / Sales	18.2	21.7	22.7	1.0	4.5		22.7	23.9	1.2	
Effective tax rate	19.6	20.7	19.8				14.1	19.7	5.6	
Interest coverage (EBITDA)	35.6	158.1	53.0				16.8	72.8	56.0	

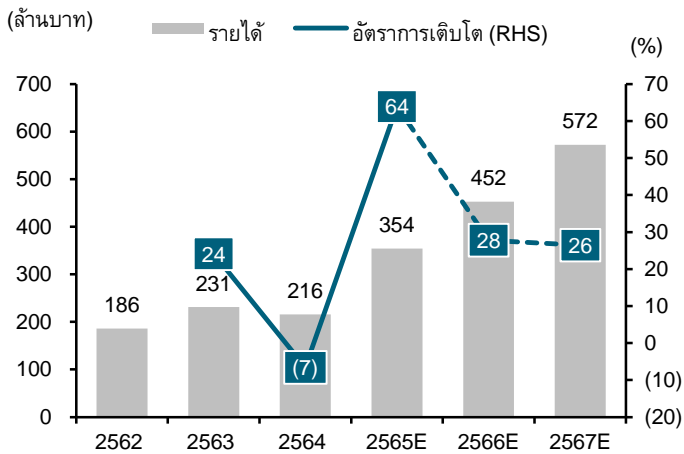
Source: ITTHI

คาดการณ์กำไรปี 2566 จะเติบโตตามธุรกิจอสังหาริมทรัพย์เป็นหลัก และเสริมด้วยงานโครงการภาครัฐ

เรคาดกำไรสุทธิปี 2565 จะเติบโตสูงถึง +64% y-y เป็น 20 ลบ. (โดยกำไร 9M65 คิดเป็นสัดส่วน 35.9% ของคาดการณ์ทั้งปี) และคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2566 โต 28% โดยมีสมมติฐานดังนี้

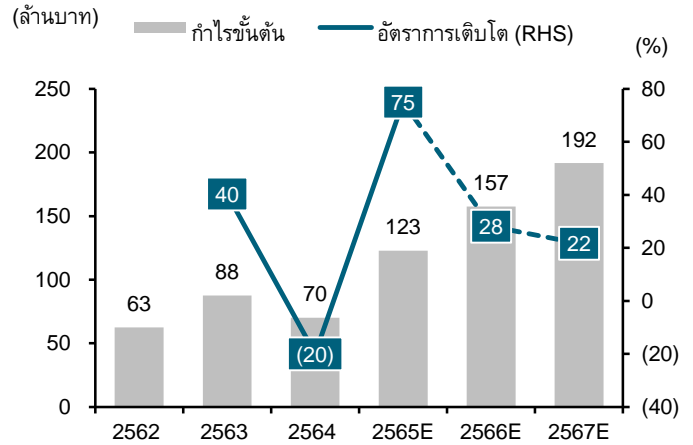
- 1) คาดรายได้จากการจัดจำหน่ายอุปกรณ์ไฟฟ้าส่องสว่างจะเติบโต 30% ในปี 2566 ตามการเติบโตของลูกค้าโครงการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่จะเติบโตโดดเด่น โดยเฉพาะลูกค้าเป้าหมายหลักของบริษัท อาทิ AP และ SIRI ที่มีแผนเปิดโครงการใหม่ในเชิงรุก เป็นจำนวนมาก ประกอบกับบริษัทมีแผนจะเจาะลูกค้าภาครัฐมากขึ้น อาทิ โครงการก่อสร้าง โคมไฟส่องสว่างถนนต่างๆ ที่คาดว่าจะเปิดให้มีการประมูลงานส่วนนี้เพิ่มขึ้นในปี 2566 ขณะที่รายได้จากการผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์แอลกอฮอล์จะเพิ่มขึ้นในอัตราที่ลดลงเนื่องจากความต้องการในตลาดชะลอตัวเป็นอย่างมากในช่วงหลังโควิดจนเกิดภาวะอุปทานส่วนเกินในตลาด
- 2) คาดรายได้รวมในปี 2566 จะโต 28% Y-Y โดยรายได้หลักกว่า 80% จะมาจากการจำหน่ายผลิตภัณฑ์โคมไฟส่องสว่างโครงการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์และโครงการก่อสร้างภาครัฐบางส่วน และที่เหลือเป็นรายได้จากการจำหน่ายแอลกอฮอล์
- 3) ด้านความสามารถในการทำกำไรในปี 2566 เรคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นน่าจะทรงตัว เมื่อเทียบกับปี 2565 เนื่องจากภาวะเงินเฟ้อ และอัตราการแข่งขันที่ปรับขึ้นจะส่งผลให้ต้นทุนสินค้าเพิ่มขึ้น ขณะที่ภาวะการแข่งขันด้านราคาจะค่อนข้างรุนแรง แม้บริษัทจะพยายาม ลดต้นทุนในการนำเข้าสินค้าจากต่างประเทศเพื่อนำมาประกอบและขายในประเทศเพิ่มขึ้น ดังนั้นเรจึงคาดอัตรากำไรขั้นต้นในปี 2565-2567 จะทรงตัวอยู่ที่ระดับ 34.7% / 34.8% / 33.5% ตามลำดับ สำหรับอัตรากำไรสุทธิ คาดว่าจะทรงตัวอยู่ที่ระดับ 7.2% / 6.8% / 6.0% ในปี 2565-2567 ตามลำดับ

Exhibit 30: รายได้และการเติบโต



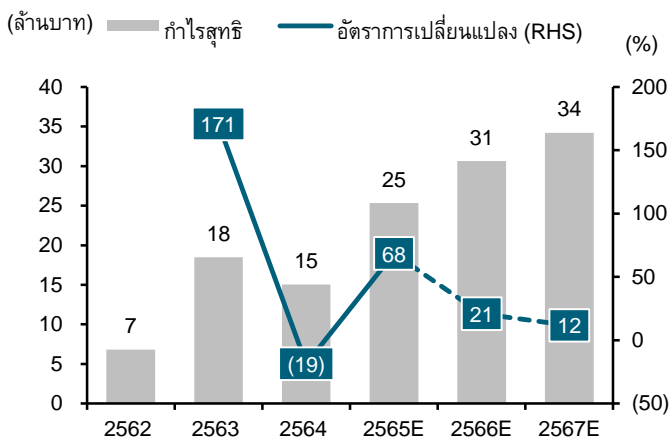
Sources: ITTHI; FSSIA estimates

Exhibit 31: กำไรขั้นต้นและการเติบโต



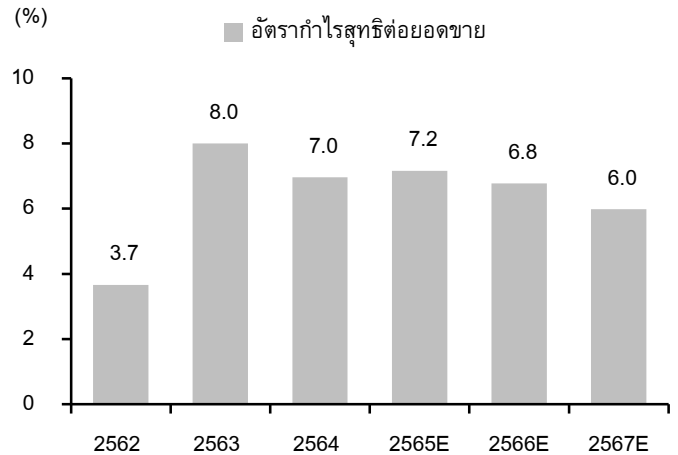
Sources: ITTHI; FSSIA estimates

Exhibit 32: กำไรสุทธิและการเปลี่ยนแปลง



Sources: ITTHI; FSSIA estimates

Exhibit 33: อัตรากำไรสุทธิต่อยอดขาย (net margin)

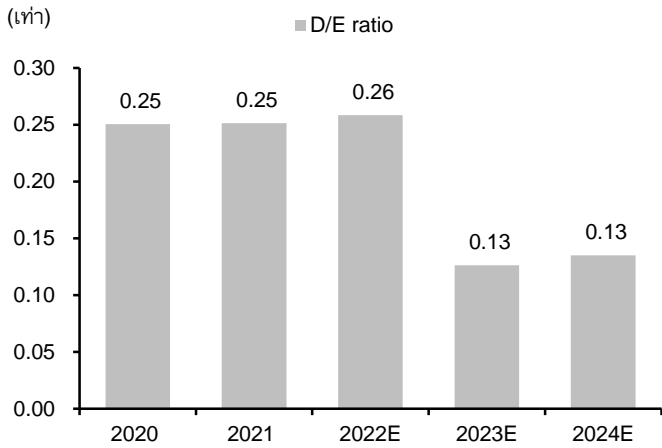


Sources: ITTHI; FSSIA estimates

ฐานะทางการเงินและสภาพคล่องแข็งแกร่ง

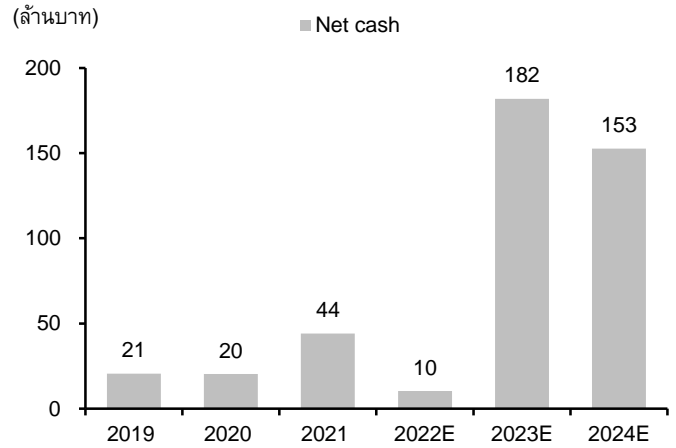
คาดบริษัทมี D/E Ratio สิ้นปี 2566 หลังเพิ่มทุน IPO เป็น 0.13 เท่า ลดลงจาก 0.26 เท่าในปี 2565 อย่างไรก็ตาม โดยหนี้สินส่วนใหญ่มาจากเจ้าหนี้การค้าและหนี้สินตามสัญญาเช่า ขณะที่ไม่มี หนี้เงินกู้ยืมธนาคาร ทำให้ Interest Bearing D/E Ratio มีสถานะเป็น Net Cash ส่วน Current Ratio สิ้นปี 2565 คาดอยู่ที่ 4 เท่า แต่ภายหลัง IPO แล้วเสร็จ โดยรวมจะเห็นว่าฐานะทางการเงินและสภาพคล่องจะแข็งแกร่งมากขึ้นหลัง IPO

Exhibit 34: อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E ratio)



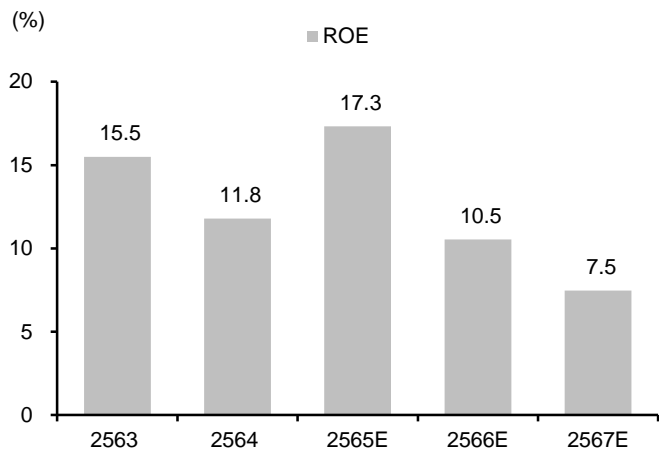
Sources: ITTHI; FSSIA estimates

Exhibit 35: สถานะเงินสดสุทธิ



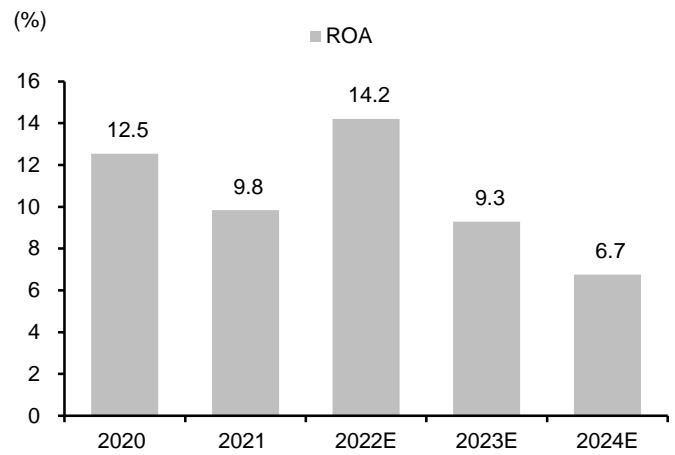
Sources: ITTHI; FSSIA estimates

Exhibit 36: ROE



Sources: ITTHI; FSSIA estimates

Exhibit 37: ROA



Sources: ITTHI; FSSIA estimates

ประเมินมูลค่าเหมาะสมปี 2566 เท่ากับ 3.20 บาท (อิง PE 29 เท่า)

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ ITTHI ด้วยวิธี Relative P/E กับบริษัทที่ทำธุรกิจใกล้เคียงกันและค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมเทคโนโลยีในตลาด MAI ได้ราคาเป้าหมาย 3.20 บาท บน EPS เท่ากับ 0.11 บาท ของปี 2566 โดยเทียบเคียงกับบริษัทที่มีลักษณะธุรกิจใกล้เคียงกัน ปัจจุบันเทรดที่ trailing PE ปี 2565 เฉลี่ยอยู่ที่ 29 เท่า แม้ลักษณะธุรกิจของ ITTHI เป็นเทรดดิ้ง กำไรจะค่อนข้างผันผวนตามการประมูลงาน แต่มีอัตรากำไรขั้นต้นอยู่ระดับดี และไม่มีหนี้ ดังนั้นจึงเชื่อว่าราคาเหมาะสมควรเท่ากับค่าเฉลี่ยของกลุ่มฯ และไม่ aggressive เกินไป

Exhibit 38: เปรียบเทียบมูลค่าหุ้นกับบริษัทในกลุ่มธุรกิจที่ใกล้เคียงกัน (TMI & L&E) และอยู่ในหมวดเทคโนโลยีในตลาด MAI

Company	BBG	Share price		Market Cap	Trailing PE		PBV		Dividend yield	
		Current	Cap		15/02/23	2021	15/02/23	2021	15/02/23	2021
		(THB)	(THB m)		(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Teera-Mongkol Industry	TMI TB	1.71	1,121		44.4	119.9	5.1	4.0	n/a	3.6
Lighting & Equipment	LINE TB	2.06	979		14.6	40.1	0.9	0.9	4.3	n/a
BGT corporation	BGT TB	1.18	429		n/a	n/a	1.2	1.2	n/a	n/a
Dod biotech	DOD TB	4.94	2,025		n/a	n/a	1.6	3.7	n/a	n/a
East coast furnitech	ECF TB	1.72	1,650		35.1	46.2	1.2	1.4	0.9	0.7
E for I Aim	EFORL TB	0.37	1,479		21.4	10.0	3.0	22.3	n/a	n/a
Home pottery	HPT TB	0.89	589		14.9	282.7	1.9	1.9	3.2	n/a
Inter pharma	IP TB	14.00	5,215		41.0	78.9	2.8	8.0	n/a	0.1
JSP pharmaceutical	JSP TB	3.58	1,629		n/a	105.1	1.8	-	0.4	n/a
Jubile enterprise	JUBILE TB	27.00	4,705		13.7	20.1	3.3	3.4	1.9	2.6
Moong pattana international	MOONG TB	2.34	790		18.0	11.0	0.7	0.8	4.5	3.6
New plus knitting	NPK TB	16.20	162		n/a	n/a	0.4	0.4	n/a	0.7
Saintmed	SMD TB	8.40	1,887		5.4	10.0	1.8	3.6	5.7	n/a
Techno medical	TM TB	2.68	825		55.0	32.0	1.9	2.5	3.2	2.8
Warrix sport	WARRIX TB	9.60	5,760		56.4	n/a	4.1	n/a	n/a	n/a
Winnergy medical	WINMED TB	4.50	1,800		27.7	39.2	3.1	4.3	1.4	n/a
Average					29.0	80.0	3.0	2.4	4.3	3.6

Share prices as of 15 Feb 2023

Source: SETSMART

ทั้งนี้ ราคาเป้าหมายจากประเมินมูลค่าเทียบกับ P/E ค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมเทคโนโลยีในตลาด MAI ของบริษัทที่ทำธุรกิจใกล้เคียงกัน ที่ 3.20 บาท อาจมีความเสี่ยงหากสินค้ามี ภาวะการแข่งขันด้านราคาสูงกว่าคาด โครงการก่อสร้างของลูกค้าล่าช้า ลูกค้าผิดนัดชำระ และสินค้าล้าสมัยเร็วกว่าคาด

ปัจจัยความเสี่ยง

ความเสี่ยงจากการแข่งขันในอุตสาหกรรม

จากสถานการณ์โรคระบาด COVID-19 ในประเทศไทยนับจากปลายปี 2562 ต่อเนื่องจนถึงปัจจุบัน ได้ส่งผลกระทบต่ออุปสงค์ของภาคอสังหาริมทรัพย์ภายในประเทศให้เกิดการชะลอตัวลงอย่างเห็นได้ชัดจากความวิตกกังวลของลูกค้ายาลงหายไปที่ได้รับผลกระทบต่อเศรษฐกิจภาคครัวเรือน ซึ่งส่งผลกระทบต่อผู้ประกอบการในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และกลุ่มก่อสร้างซึ่งเป็นกลุ่มลูกค้าเป้าหมายหลักของบริษัทชะลอการสั่งซื้อผลิตภัณฑ์อุปกรณ์ไฟฟ้าส่องสว่างของบริษัทซึ่งเป็นอุปกรณ์ที่ใช้ในการติดตั้งในภาคอสังหาริมทรัพย์และภาคการก่อสร้างลดลงตามไปด้วย

ความเสี่ยงจากการแข่งขันของสินค้าราคาถูกจากประเทศจีน

ธุรกิจที่หลากหลายอุตสาหกรรมประสบปัญหาการแข่งขันของสินค้าราคาถูกที่ผลิตจากประเทศจีน เพราะต้นทุนสินค้าถูกกว่า รวมถึงธุรกิจไฟฟ้าแสงสว่างเช่นเดียวกัน ทำให้บริษัทเผชิญความเสี่ยงด้านการแข่งขันจากผู้ผลิตสินค้าจากประเทศจีนที่มีความได้เปรียบเชิงแข่งขันจากต้นทุนการผลิตที่จะนำสินค้าเข้ามาจำหน่ายตรงแก่ลูกค้ากลุ่มเป้าหมายของบริษัท

อย่างไรก็ดี จุดแข็งของบริษัทคือผู้ให้บริการด้านระบบไฟฟ้าส่องสว่างที่ครบวงจร ทำให้ออกจาก บริษัทจะมีสินค้าที่เกี่ยวข้องกับระบบไฟฟ้าส่องสว่างที่มีความหลากหลายแล้วบริษัทยังมีบริการด้านอื่น ๆ เพื่อตอบสนองต่อความต้องการของลูกค้า และการปรับกลยุทธ์เพื่อให้สอดคล้องกับสภาพตลาด ที่เปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลา

ความเสี่ยงจากผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงนโยบายภาครัฐ กฎหมาย ระเบียบและข้อบังคับของธุรกิจแอลกอฮอล์ฆ่าเชื้อ

การดำเนินงานและผลิตภัณฑ์แอลกอฮอล์ฆ่าเชื้อของบริษัทเกี่ยวข้องกับนโยบายและกฎเกณฑ์ของหน่วยงานภาครัฐหลายส่วน

การนำเข้าเคมีภัณฑ์จากต่างประเทศและการใช้เคมีภัณฑ์ในการผลิตต้องดำเนินการอยู่ภายใต้กฎและระเบียบข้อบังคับ โดยที่บริษัทมีความจำเป็นต้องปฏิบัติตามกฎหมายและข้อบังคับต่าง ๆ และมีใบอนุญาตอย่างครบถ้วน จึงเกิดความเสี่ยงที่บริษัทไม่สามารถปรับเปลี่ยนตัวเอง ให้ทันกับนโยบาย กฎหมาย ระเบียบ หรือ ข้อบังคับที่เปลี่ยนแปลงไป

ความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ

เนื่องจากอุปกรณ์ไฟฟ้าส่องสว่างที่บริษัทจัดจำหน่ายส่วนใหญ่เป็นสินค้านำเข้าจากต่างประเทศ ซึ่งต้นทุนนำเข้าดังกล่าวเป็นรายการในสกุลเงินตราต่างประเทศหรือผูกกับสกุลเงินตราต่างประเทศ ดังนั้นการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญของอัตราแลกเปลี่ยนสกุลเงินตราต่างประเทศที่เกี่ยวข้อง อาจส่งผลในทางลบอย่างมีนัยสำคัญต่อความสามารถ เนื่องจากทำให้ต้นทุนในการนำเข้าสินค้า ของบริษัทมีราคาสูงขึ้น อย่างไรก็ดี บริษัทมีนโยบายในการป้องกันความเสี่ยงจากความผันผวน ของอัตราแลกเปลี่ยน อาทิเช่น การตกลงราคาซื้อสินค้าจากตัวแทนจำหน่ายต่างประเทศด้วยอัตรา เงินบาท การเข้าทำธุรกรรมบริหารความเสี่ยงจากความผันผวนด้านเงินตราต่างประเทศ เช่น การเข้าทำสัญญาซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า การจัดหาสินค้าทดแทนจากผู้ผลิตภายใน ประเทศบางรายการ ซึ่งมีคุณลักษณะสินค้าใกล้เคียงและราคาถูกกว่า เป็นต้น

Appendix

Company Overview

ITTHI

บริษัท อิทธิฤทธิ์ โนซ์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ดำเนินธุรกิจซึ่งสามารถแบ่งเป็น 2 ประเภท ซึ่งประกอบด้วย

(1) ธุรกิจจัดจำหน่ายอุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์ซึ่งประกอบด้วยผลิตภัณฑ์ไฟฟ้าส่องสว่าง และอุปกรณ์ประเภท IET (Internet Every Thing) โดยบริษัทเป็นผู้จัดจำหน่ายอุปกรณ์ส่องสว่างประเภทหลอดไฟ โคมไฟ และส่วนควบอื่น ๆ ด้วยเครื่องหมายการค้าในนาม "LIGHTTRIO" และแบรนด์ชั้นนำที่ได้รับความนิยมทั่วไป

(2) ธุรกิจผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์แอลกอฮอล์ฆ่าเชื้อ โดยบริษัทดำเนินธุรกิจเกี่ยวกับการผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์ฆ่าเชื้อประเภทแอลกอฮอล์ ซึ่งบริษัทได้ดำเนินการจัดแจ้งการผลิตเพื่อขายเครื่องสำอางประเภทแอลกอฮอล์เพื่อสุขอนามัยสำหรับมือและผิวกาย ชนิดไม่ล้างออก ในลักษณะเจล สเปรย์ไม่อัดแก๊ส และของเหลว ในบรรจุภัณฑ์หลากหลายแบบและหลากหลายขนาด ภายใต้แบรนด์ "UNION CLEAN" รวมถึงการรับจ้างผลิตแบบ OEM แก่ลูกค้าที่สนใจทั่วไป

ITTHI มีเป้าหมายดำเนินธุรกิจโดยจะเป็นผู้นำด้านผลิตภัณฑ์อิเล็กทรอนิกส์ประเภทผลิตภัณฑ์ไฟฟ้าส่องสว่าง พลังงานทดแทน อุปกรณ์เทคโนโลยีอัจฉริยะ โดยบริษัทมุ่งมั่นที่จะพัฒนา นวัตกรรมใหม่ๆ เพื่อให้เข้ากับทุกรูปแบบการใช้ชีวิตของคน ทุกเพศทุกวัย เพื่อให้ทุกสถานที่ซึ่งมีผลิตภัณฑ์ของบริษัท เป็นสถานที่ที่ดีที่สุดในการใช้ชีวิต ประหยัดพลังงาน มีบรรยากาศ ที่สวยงามและมีความปลอดภัย โดย ITTHI จะร่วมแบ่งปันความสุข ความประทับใจผ่านแสงสว่างในราคาที่คุณคนจับต้องได้

Valuation Methodology

เราประเมินราคาเหมาะสมปี 2566 ของ ITTHI เท่ากับ 3.20 บาท บนคาดการณ์ EPS ที่ 0.11 บาท/หุ้น และอิง PER ที่ 29 เท่า ใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ย Trailing PE ณ วันที่ 15 กุมภาพันธ์ 2566 ของบริษัทในหมวดเทคโนโลยีในตลาด MAI และบริษัทที่ทำธุรกิจใกล้เคียงกัน

อย่างไรก็ตาม ประเมินการของเราขึ้นกับความสำเร็จของการเข้าประมูลงานกันลูกค้าที่ทำธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่มีแผนเปิดโครงการใหม่ค่อนข้างมากในปีนี้ ซึ่งรายได้จากส่วนนี้คิดเป็นประมาณ 80% ของรายได้ในประมาณการของเรา ดังนั้นอาจมีความเสี่ยงด้านการประมูลงานที่ต่ำกว่าคาดและราคาประมูลที่ต่ำกว่าคาดด้วย

ESG

Environment

- บริษัทให้ความสำคัญกับคุณภาพมาตรฐานความปลอดภัย ใส่ใจสิ่งแวดล้อมโดยมุ่งมั่นที่จะลดผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมในด้านต่างๆ ซึ่งครอบคลุมการใช้พลังงาน การใช้น้ำ การปลดปล่อยและจัดการของเสียที่เกิดจากการประกอบธุรกิจ การปล่อยก๊าซเรือนกระจก
- บริษัทมุ่งมั่นที่จะลดการใช้กระแสไฟฟ้าที่เป็นพลังงานหลักในอาคารสำนักงานโดยบริษัทใช้กระแสไฟฟ้าจากแผงโซลาร์เซลล์บนอาคารสำนักงานของบริษัท
- บริษัทมุ่งมั่นที่จะลดการใช้ทรัพยากรน้ำอย่างสิ้นเปลืองโดยการปลูกฝังจิตสำนึกให้แก่พนักงานและติดป้ายรณรงค์ประหยัดการใช้น้ำ ณ จุดจ่ายน้ำ
- บริษัทมุ่งเน้นที่จะลดการก่อให้เกิดขยะของเสีย และมลพิษจากกระบวนการผลิตโดยมีการตรวจประเมินคุณภาพของการกำจัดขยะ ของเสีย และมลพิษทั้งหมด เป็นประจำทุกปี ซึ่งบริษัท ได้ปฏิบัติตามมาตรฐานที่กฎหมายที่เกี่ยวข้องระบุไว้

Social

- บริษัทได้กำหนดแนวทางในการดูแลผู้มีส่วนได้ส่วนเสียไว้ในคู่มือจรรยาบรรณทางธุรกิจโดยคำนึงถึงความรับผิดชอบต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทั้งที่ยังส่งเสริมการแข่งขันทางการค้าอย่างเสรีหลีกเลี่ยงการดำเนินการที่อาจก่อให้เกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์และการละเมิดทรัพย์สินทางปัญญา ต่อด้านการทุจริตทุกรูปแบบ โดยกำหนดนโยบายและแนวทางปฏิบัติเพื่อให้บริษัทนำมาใช้เป็นส่วนหนึ่งในการบริหารจัดการกระบวนการทางธุรกิจ (CSR-in-Process) ดังนี้ 1) การประกอบกิจการด้วยความเป็นธรรม 2) การต่อต้านการทุจริตคอร์รัปชัน 3) การเคารพสิทธิมนุษยชนและการปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเป็นธรรม 4) ความรับผิดชอบต่อลูกค้าและผู้บริโภค 5) การดูแลรักษาสิ่งแวดล้อม 6) ร่วมพัฒนาชุมชนและสังคม

Governance

- คณะกรรมการบริษัทได้อนุมัตินโยบายกำกับดูแลกิจการที่ดี เพื่อให้บริษัทมีการบริหารงานโดยยึดถือแนวปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี ของสำนักงาน ก.ล.ต. และตลาดหลักทรัพย์ฯ
- คณะกรรมการบริษัทมีจำนวนไม่น้อยกว่า 5 คน แต่ไม่เกิน 12 คน โดยมีหน้าที่และความรับผิดชอบในการกำหนดและทบทวนโครงสร้างคณะกรรมการบริษัท ทั้งในเรื่ององค์ประกอบ คุณสมบัติ ความเชี่ยวชาญประสบการณ์ จำนวนกรรมการที่เหมาะสม กับธุรกิจ สัดส่วนกรรมการอิสระ เพื่อให้มีความเหมาะสม ตามความจำเป็นต่อการบรรลุวัตถุประสงค์และเป้าหมายหลักที่กำหนดไว้

Financial Statements

Itthirit Nice Corp

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Revenue	231	216	354	452	572
Cost of goods sold	(144)	(146)	(231)	(295)	(380)
Gross profit	88	70	123	157	192
Other operating income	0	0	0	0	0
Operating costs	(61)	(43)	(85)	(113)	(143)
Operating EBITDA	26	27	38	44	49
Depreciation	(8)	(7)	(8)	(8)	(9)
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	19	20	30	36	40
Net financing costs	0	(1)	(1)	(1)	(1)
Associates	0	0	0	0	0
Recurring non-operating income	2	1	3	3	4
Non-recurring items	0	0	0	0	0
Profit before tax	21	20	32	38	43
Tax	(2)	(5)	(6)	(8)	(9)
Profit after tax	18	15	25	31	34
Minority interests	0	0	0	0	0
Preferred dividends	0	0	0	0	0
Other items	0	0	0	0	0
Reported net profit	18	15	25	31	34
Non-recurring items & goodwill (net)	0	0	0	0	0
Recurring net profit	18	15	25	31	34
Per share (THB)					
Recurring EPS *	0.34	0.22	0.13	0.11	0.13
Reported EPS	0.34	0.22	0.13	0.11	0.13
DPS	0.30	1.04	0.57	0.06	0.07
Diluted shares (used to calculate per share data)	54	69	200	270	270
Growth					
Revenue (%)	24.1	(6.6)	63.9	27.8	26.4
Operating EBITDA (%)	96.9	1.6	40.7	17.1	9.6
Operating EBIT (%)	144.4	4.7	54.3	20.3	10.6
Recurring EPS (%)	113.9	(36.5)	(41.7)	(10.5)	11.7
Reported EPS (%)	113.9	(36.5)	(41.7)	(10.5)	11.7
Operating performance					
Gross margin inc. depreciation (%)	34.5	29.1	32.5	33.0	32.0
Gross margin of key business (%)	20.0	24.0	25.0	25.0	25.0
Operating EBITDA margin (%)	11.5	12.5	10.7	9.8	8.5
Operating EBIT margin (%)	8.1	9.0	8.5	8.0	7.0
Net margin (%)	8.0	7.0	7.2	6.8	6.0
Effective tax rate (%)	10.9	25.2	20.0	20.0	20.0
Dividend payout on recurring profit (%)	87.6	477.0	450.0	49.6	53.7
Interest cover (X)	63.7	23.5	34.7	41.4	45.7
Inventory days	108.9	96.7	81.6	102.2	109.2
Debtor days	57.1	72.3	63.5	79.3	99.5
Creditor days	38.4	42.7	38.2	41.4	40.9
Operating ROIC (%)	19.6	17.1	21.7	15.9	11.6
ROIC (%)	18.4	15.9	21.1	15.6	11.7
ROE (%)	15.5	11.8	17.3	10.5	7.5
ROA (%)	12.5	9.8	14.2	9.3	6.7
* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted					
Revenue by Division (THB m)					
Sales of goods	231	213	341	426	533
Services	1	3	13	26	39

Sources: Itthirit Nice Corp; FSSIA estimates

Financial Statements

Itthirit Nice Corp

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Recurring net profit	18	15	25	31	34
Depreciation	8	7	8	8	9
Associates & minorities	0	0	0	0	0
Other non-cash items	0	3	0	2	0
Change in working capital	4	(10)	(42)	(79)	(84)
Cash flow from operations	30	15	(9)	(38)	(41)
Capex - maintenance	(7)	(6)	(21)	(23)	(27)
Capex - new investment	0	0	0	0	0
Net acquisitions & disposals	(10)	18	(5)	(3)	(4)
Other investments (net)	0	0	0	0	0
Cash flow from investing	(17)	12	(25)	(26)	(31)
Dividends paid	(16)	(72)	(114)	(15)	(18)
Equity finance	3	68	115	248	56
Debt finance	2	(5)	(5)	0	0
Other financing cash flows	0	0	0	2	5
Cash flow from financing	(11)	(9)	(4)	235	42
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	0	0	0	0
Net other adjustments	0	0	0	0	0
Movement in cash	2	19	(38)	172	(29)
Free cash flow to firm (FCFF)	13.62	28.33	(33.83)	(62.81)	(70.54)
Free cash flow to equity (FCFE)	15.22	22.34	(38.91)	(61.30)	(66.37)

Per share (THB)

FCFF per share	0.05	0.10	(0.13)	(0.23)	(0.26)
FCFE per share	0.06	0.08	(0.14)	(0.23)	(0.25)
Recurring cash flow per share	0.48	0.37	0.16	0.15	0.16

Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Tangible fixed assets (gross)	28	30	36	48	62
Less: Accumulated depreciation	(14)	(17)	(11)	(11)	(11)
Tangible fixed assets (net)	14	13	25	37	50
Intangible fixed assets (net)	0	0	0	0	0
Long-term financial assets	0	0	0	0	0
Invest. in associates & subsidiaries	0	0	0	0	0
Cash & equivalents	32	51	12	184	155
A/C receivable	35	50	73	124	188
Inventories	39	38	65	100	128
Other current assets	15	5	9	11	14
Current assets	122	144	159	418	484
Other assets	16	10	16	20	26
Total assets	152	167	200	476	561
Common equity	122	133	159	423	494
Minorities etc.	0	0	0	0	0
Total shareholders' equity	122	133	159	423	494
Long term debt	7	4	1	1	1
Other long-term liabilities	2	4	5	7	9
Long-term liabilities	9	7	6	8	10
A/C payable	15	19	29	37	48
Short term debt	5	3	1	1	1
Other current liabilities	1	4	4	7	8
Current liabilities	21	26	35	46	57
Total liabilities and shareholders' equity	152	167	200	476	561
Net working capital	73	70	113	190	274
Invested capital	104	93	154	248	350

* Includes convertibles and preferred stock which is being treated as debt

Per share (THB)

Book value per share	2.26	1.93	0.80	1.57	1.83
Tangible book value per share	2.26	1.93	0.80	1.57	1.83

Financial strength

Net debt/equity (%)	(16.7)	(33.1)	(6.5)	(43.0)	(30.9)
Net debt/total assets (%)	(13.4)	(26.5)	(5.2)	(38.2)	(27.2)
Current ratio (x)	5.8	5.5	4.6	9.2	8.5
CF interest cover (x)	47.0	26.0	(40.4)	(63.6)	(68.3)

Valuation	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Recurring P/E (x) *	8.8	13.8	23.7	26.4	23.7
Recurring P/E @ target price (x) *	9.3	14.7	25.3	28.2	25.2
Reported P/E (x)	8.8	13.8	23.7	26.4	23.7
Dividend yield (%)	10.0	34.6	19.0	1.9	2.3
Price/book (x)	1.3	1.6	3.8	1.9	1.6
Price/tangible book (x)	1.3	1.6	3.8	1.9	1.6
EV/EBITDA (x) **	5.3	6.1	15.6	14.2	13.5
EV/EBITDA @ target price (x) **	5.8	6.6	16.6	15.4	14.6
EV/invested capital (x)	1.4	1.8	3.8	2.5	1.9

* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted ** EBITDA includes associate income and recurring non-operating income

Sources: Itthirit Nice Corp; FSSIA estimates

Disclaimer: Corporate Governance Report of Thai listed companies (CGR)

The Thai Institute of Directors Association (Thai IOD), with support from the Stock Exchange of Thailand (SET), assesses the corporate governance practices of Thai listed businesses. The report will be reviewed and updated on an annual basis. It is publicly disclosed and can be accessed by a general public investor at [the Thai IOD website](#). The results are from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operations and is not based on inside information. The CGR results recognise corporate governance in four levels: Excellent (score range 90-100), Very Good (score range 80-89), Good (Score range 70-79), and Lower Levels.

The five underlying categories used for corporate governance scoring are the rights of shareholders, equitable treatment of shareholders, the role of stakeholders, disclosure and transparency, and board responsibilities.

The survey results are as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. Accordingly, the survey results may be changed after that date. FSS International Investment Advisory Company Limited does not confirm nor certify the accuracy of such survey results.

Other useful information regarding corporate governance and sustainable development evaluation

Apart from the CG Score report by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD), mentioned above, investors may find other useful information from [The Securities and Exchange Commission of Thailand website](#), including 1) AGM quality assessments by the Thai Investors Association; 2) companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under the Thai IOD that are categorised into companies that have declared their intention to join the CAC and companies certified by the CAC; and 3) the record of listed companies with corporate sustainable development, "Thai Sustainability Investment", by the Stock Exchange of Thailand for SET and MAI-listed companies which have passed the assessment conducted by the Stock Exchange of Thailand and THSI (SET), THSI (MAI), and SET-listed companies which have passed the assessment conducted by the Dow Jones Sustainability Indices (DJSI).

GENERAL DISCLAIMER

ANALYST(S) CERTIFICATION

Songklod Wongchai FSS International Investment Advisory Securities Co., Ltd

The individual(s) identified above certify(ies) that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal view of the analyst(s) with regard to any and all of the subject securities, companies or issuers mentioned in this report; and (ii) no part of the compensation of the analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed herein.

This report has been prepared by FSS International Investment Advisory Company Limited (FSSIA). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however FSS makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. FSS has no intention to solicit investors to buy or sell any security in this report. In addition, FSS does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making investment decisions. All rights are reserved.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without permission of FSSIA. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making investment decisions.

Additional Disclosures

Target price history, stock price charts, valuation and risk details, and equity rating histories applicable to each company rated in this report is available in our most recently published reports. You can contact the analyst named on the front of this note or your representative at Finansia Syrus Securities Public Company Limited

FSSIA may incorporate the recommendations and target prices of companies currently covered by FSS Research into equity research reports, denoted by an 'FSS' before the recommendation. FSS Research is part of Finansia Syrus Securities Public Company Limited, which is the parent company of FSSIA.

All share prices are as at market close, unless otherwise stated.

RECOMMENDATION STRUCTURE

Stock ratings

Stock ratings are based on absolute upside or downside, which we define as $(\text{target price}^* - \text{current price}) / \text{current price}$.

BUY (B). The upside is 10% or more.

HOLD (H). The upside or downside is less than 10%.

REDUCE (R). The downside is 10% or more.

Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on market price and the formal recommendation.

* In most cases, the target price will equal the analyst's assessment of the current fair value of the stock. However, if the analyst doesn't think the market will reassess the stock over the specified time horizon due to a lack of events or catalysts, then the target price may differ from fair value. In most cases, therefore, our recommendation is an assessment of the mismatch between current market price and our assessment of current fair value.

Industry Recommendations

Overweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be positive over the next 12 months.

Neutral. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be maintained over the next 12 months.

Underweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be negative over the next 12 months.

Country (Strategy) Recommendations

Overweight (O). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on two or more of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Neutral (N). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on one of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Underweight (U). Over the next 12 months, the analyst does not expect the market to score positively on any of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.