12 February 2018

TOG: BUY-10.60

THAI OPTICAL GROUP

เมื่อเทรนด์เปลี่ยน ... เลนส์ Hi-end คือคำตอบ

***4** เหตุผลที่เราเริ่มต้นคำแนะนำ "ซื้อ" 1) ตลาดเลนส์กลับมาโตในอัตราเร่ง หนุนจากสังคมผู้สูงอายุ และ Social network โดยเลนส์ Hi-end มีแนวโน้มขยายตัวต่อเนื่อง ตามเทรนด์ใส่ใจสุขภาพและกำลังซื้อที่มากขึ้น 2) แผนลงทุนครั้งใหญ่ในรอบ 10 ปี กับเลนส์เฉพาะบุคคลสอดรับกระแส Hi-end หนุนกำลังการผลิตเพิ่มอย่างมีนัย +79% 3) คาดกำไรปกติปี 2561 ทุบสถิติใหม่ที่ 334 ล้านบาท (+47% YoY) พร้อมเงินปันผลสูง 7% (SETHD ที่ 4%) และ 4) เริ่มต้นคำแนะนำ "ซื้อ" ที่ 10.60 บาท พร้อมโอกาสถูก Re-rate PER เทียบเท่าภูมิภาคที่ 24x จากการเติบโตที่สูงกว่าค่าเฉลี่ย*

เลนส์พรีเมียมคือคำตอบ ... หนุนตลาดเลนส์โลกให้กลับมาคึกคัก

เลนส์และแว่นตาเป็นสิ่งจำเป็นต่อกิจกรรมในชีวิตประจำวัน และเมื่อประชากรโลกเข้าสู่สังคมผู้สูงอายุและพฤติกรรมคนในปัจจุบันใช้เวลาไปกับจอโทรศัพท์มือถือและคอมพิวเตอร์ ล้วนเป็นปัจจัยให้เกิดปัญหาค่าสายตาสั้นและยาว หนุนความความต้องการและอัตราการเปลี่ยนแว่น (Turnover) เร็วขึ้น โดย Euro monitor ประเมินมูลค่าอุตสาหกรรมเลนส์และแว่นตาโลกแตะ 5.2 พันล้านบาท ภายในปี 2564 เติบโตในอัตราเร่งเฉลี่ยต่อปีที่ 5% (CAGR ปี 2560-2564) เทียบอัตรา 1% ในปี 2559

ด้วยกำลังซื้อของผู้บริโภคสูงขึ้นทั้งในตลาดสหรัฐฯ, ยุโรปหรือแม้กระทั่งเอเชียอย่างจีน รวมทั้งเทรนด์การใส่ใจสุขภาพ ล้วนหนุนความต้องการเลนส์ระดับพรีเมียม (Rx lens) ให้มีสัดส่วนเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง และแทนที่เลนส์ธรรมดา (Standard)

ขยายกำลังการผลิตในรอบ 10 ปี ... ถูกที่ถูกเวลา

แผนการลงทุนครั้งใหญ่ในรอบ 10 ปี ของ TOG ในเลนส์เฉพาะบุคคล (Rx lens) มูลค่า 430 ล้านบาท สอดรับกับ Mega trend กระแสเลนส์พรีเมียม โดยเครื่องจักรใหม่เปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์แล้วตั้งแต่ 4Q60 หนุนให้กำลังการผลิตเพิ่มขึ้นถึง 79% เป็น 2.5 ล้านแผ่น/ปี และสายการผลิตแบบอัตโนมัติ (Automation) ช่วยให้การบริหารต้นทุนมีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น พร้อมสิทธิประโยชน์ทางภาษีเป็นเวลา 5 ปี และในอัตรา 10% ใน 3 ปี ถัดไป (5+3 ปี)

ด้วยการทำตลาดเชิงรุกทั้งกลุ่มลูกค้าใหม่และเก่า และเกาะไปกับกระแสตวามต้องการเลนส์พรีเมียม หนุนให้อัตราการใช้กำลังการผลิต (Utilization rate) ของเครื่องจักร Rx ใน 4QTD60 อยู่ในระดับสูงถึง 80-85% โดยการลงทุนครั้งนี้เป็นเพียงจุดเริ่มต้นของการเติบโตรอบใหม่ (New S-Curve) โดย TOG มีแผนเพิ่มกำลังการผลิต Rx Lens อีก 1.10 ล้านแผ่น (+44%) ในปี 2561 เป็น Upside risk ที่ยังไม่รวมในประมาณการ

กำไรปีนี้ทุบสถิติ +47% YoY ... พร้อมเงินปันผลเด่น 7%

ผลการดำเนินงานใน 4Q60 เป็นบทพิสูจน์จุดเริ่มต้นรอบใหม่ของ TOG คาดเติบโตทั้ง YoY และ QoQ จากการเปิดเริ่มเครื่องจักรใหม่ หนุนให้คาดกำไรปกติในปี 2560 ทรงตัว YoY ที่ 227 ล้านบาท ชดเชยการดำเนินงานใน 9M60 ที่หดตัว 15% YoY

ขณะที่ภาพรวมปี 2561 คาดกำไรปกติขยายตัวถึง 47% YoY เป็น 334 ล้านบาท ทำสถิติสูงสุดใหม่ จากสมมติฐาน Utilization rate ของกำลังผลิต Rx lens ที่ 80% และฐานภาษีที่ลดลงเป็น 15% จากเดิม 20% ด้วยผลตอบแทนเงินปันผลเด่นถึง 7% เทียบกับ SETHD ที่ให้เพียง 3.9%

เริ่มต้นคำแนะนำ "ซื้อ" โอกาสถูก Re-rate PER เท่าค่าเฉลี่ยภูมิภาคที่ 24x

เราประเมินมูลค่า TOG ณ สิ้นปี 2561 ที่ 10.60 บาท ด้วยวิธี PER ที่ 15x ระดับค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี ขณะที่กำไรในปี 2561 คาดเติบโต 47% YoY สูงกว่าค่าเฉลี่ยการเติบโตในภูมิภาคที่ 24% ทำให้เราเชื่อว่า TOG จะถูก re-rate PER ใกล้เคียงกับภูมิภาคที่ 24x หรืออย่างน้อยสุดที่ 18x เป็นระดับ +1SD ของค่าเฉลี่ยย้อนหลังของ TOG

FYE Dec (THBmn.)	2016A	2017F	2018F	2019F
Revenue	1,951	2,030	2,402	2,520
EBITDA	438	451	591	623
Core Profit	233	227	334	356
Net Profit	250	227	334	356
Core EPS	0.49	0.48	0.70	0.75
Core EPS Growth (%)	10.1	(2.5)	46.7	6.7
DPS	0.42	0.41	0.56	0.60
Core P/E (x)	16.3	16.7	11.4	10.7
P/BV (x)	2.0	2.0	1.9	1.8
Dividend Yield (%)	5.3	5.1	7.0	7.5
Net gearing (%)	0.1	0.0	0.0	Net Cash
ROE (%)	16.3	16.7	11.4	10.7

Source : Company, Yuanta

Initiate

TOG | BUY

(Initiate)

Mayuree Chowvikran
Tel. 662 009 8050
Mail Mayuree.c@yuanta.co.th
ID 027292

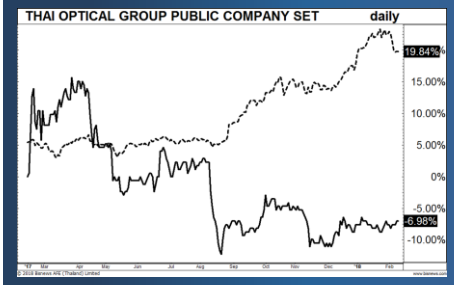
Tus Sa-Nguankijvibul
Tel 662 009 8068
Mail Tus.s@yuanta.co.th
ID 10008

Opinion & Key Statistic

TARGET PRICE (Baht)	10.60 (Iniitate)
MARKET PRCE (Baht)	8.00
Upside	+33%
Bloomberg code	TOG TB
Valuation Method	PER
Corporate Gov. Rating	4
Paid-Up Capital (Bt million)	474
Par Value (Bt/shares)	1.00
Free Float (%)	37.98%
52w High/Low (Baht)	10.40 / 7.45
3m Avg. turnover (THBmn)	137.55
Market cap (THBmn)	3,794

Major Shareholders

Specsavers Asia Pacific Holding	25.04	%
Kumron Prajaktham	5.48	%
Prateeb Prajaktham	5.06	%



Stock:_____

SET :----------

Valuation

เราเลือกวิธีประเมินมูลค่าหุ้น TOG ด้วยวิธี PER ที่ 15x ซึ่งเป็นระดับค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี เทียบกับกำไรต่อหุ้นปี 2561 ที่ 0.70 บาท ได้ราคาเหมาะสม ณ สิ้นปี 2561 เท่ากับ 10.60 บาท ด้วยมุมมองของการกลับมาสู่วัฏจักรเติบโตรอบใหม่ (New S-curve) ทั้งในแง่ของแนวโน้มความต้องการเลนส์เฉพาะตัวมีมากขึ้นทั่วโลก สอดคล้องกับแผนขยายกำลังการผลิตครั้งใหม่ ย่อมผลักดันผลการดำเนินงานจะเติบโตเด่นในช่วง 1-2 ปีข้างหน้า

และหากเปรียบเทียบในระดับภูมิภาค (Regional peer) (Figure 2) ค่าเฉลี่ยการเติบโตของ EPS ในปี 2561 เท่ากับ 32.90% ขณะที่เราคาดกำไรสุทธิของ TOG ในปี 2561 เติบโตสูงถึง 46.7% เทียบกับค่าเฉลี่ย PER ย้อนหลัง 5 ปี ที่ 15x ของ TOG และเทียบกับค่าเฉลี่ยที่ 24x ในภูมิภาค ทำให้เราเชื่อว่ามีความเป็นไปได้สูงที่ตลาดจะ re-rate PER ของ TOG ให้สูงขึ้นอย่างน้อยที่สุดที่ระดับ +1SD ที่ 18x โดยผลการดำเนินงาน 4Q60 จะเป็นจุดตัดและจุดเริ่มต้นที่ตลาดจะกลับมาพิจารณา TOG ในเชิงบวกมากขึ้นนำไปสู่การ Re-rate ในที่สุด

Figure 1: TOG's Fair price analysis

Core EPS (Bt/share)	0.70			
2018 Earning growth (%)	46.7			
	-1Sd	**Average**	**+1Sd**	**Regional average**
PER (x)	12.00	15.00	18.00	24.00
2018 TP (Bt)	8.50	10.60	12.50	16.90

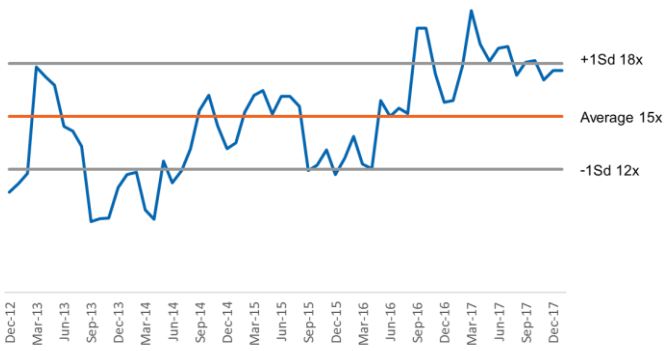
Source: Yuanta

Figure 2: Regional peers & TOG financial comparison

	EPS Growth (%)	5 Yr average PE (x)	Ticker
Ginko International Co Ltd	11.80	25.60	8406 TT
Menicon	48.00	24.47	7780 JP
TOG	46.70	15.00	TOG TB
Seed Co Ltd/Tokyo	51.60	25.04	7743 JP
ST Shine Optical Co Ltd	20.20	20.80	1565 TT
Regional Average (Excl. TOG)	32.90	24.00	

Source: Bloomberg

Figure 3: TOG's 5-year historical PE



Source: Bloomberg

Company overview

บริษัท ไทยออพติคอล กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) หรือ TOG ดำเนินธุรกิจเป็นผู้ผลิตและจำหน่ายเลนส์แว่นตา ซึ่งเป็นสินค้าจำเป็น (Necessary good) ในชีวิตประจำวัน โดยรายได้เติบโตอย่างมีเสถียรภาพเฉลี่ยต่อปีที่ 11% (CAGR ระหว่างปี 2555-2559) และคาดแตะ 2 พันล้านบาทในปี 2560 สินค้าของบริษัทฯสามารถจำแนกออกเป็น 3 กลุ่มหลักดังนี้

- เลนส์พลาสติกธรรมดา (Standard) : ผลิตภายใต้แบรนด์ "Excelite" เป็นเลนส์ชนิดกึ่งสำเร็จรูป (Semi-Finished Lenses) โดยผู้ซื้อต้องนำไปฝนผิวเลนส์ด้านในเพิ่มเติม เพื่อให้ได้ค่าสายตาตามต้องการ ผ่านห้องแล็บ (Rx Lab) โดยมีอัตรากำไรขั้นต้นระหว่าง 10-20% ปัจจุบันสัดส่วนรายได้กลุ่มนี้อยู่ที่ 34% ของทั้งหมดในปี 2559
- เลนส์พลาสติกมูลค่าเพิ่ม (Value added): เป็นเลนส์สำเร็จรูป (Finised lenses) หรือเลนส์ธรรมดาที่ผ่านการฝน ให้ได้ค่าสายตามาตรฐานที่ผู้ซื้อสามารถนำไปตัดประกอบแว่นตาได้ทันที จำหน่ายทั้งเลนส์ที่ไม่เคลือบ/เคลือบผิวด้วยเคมี ทำให้มีอัตรากำไรขั้นต้นสูงขึ้นเป็น 20-30% โดยบริษัทฯมีรายได้กลุ่มนี้ราว 31% ของทั้งหมดในปี 2559
- เลนส์เฉพาะบุคคล (Rx lenses): เป็นกลุ่มที่มีอัตรากำไรขั้นต้นสูงสุดในสินค้าของ TOG ที่ 30% ขึ้นไป เนื่องจากเป็นเลนส์ที่นำมาฝนให้พอดีกับค่าสายตาของลูกค้า (Customise) แต่ละบุคคล ซึ่งต้องอาศัยความเชี่ยวชาญจากพนักงาน และเครื่องมือในการฝนเลนส์แต่ละประเภทที่มีมูลค่าสูง มีสัดส่วนรายได้ที่ 29% ของทั้งหมดในปี 2559

จะเห็นได้ว่าความสามารถในการทำกำไรของ TOG ขึ้นอยู่กับโครงสร้างรายได้ในแต่ละปี โดยปี 2559 อัตรากำไรขั้นต้นของบริษัทฯสูงถึง 25.68% เทียบกับปี 2558 ที่ 24.96% หนุนจากการเพิ่มสัดส่วนรายได้จากเลนส์เฉพาะบุคคล Rx ดังนั้นกลยุทธ์การปรับโครงสร้างรายได้ระหว่าง 3 ผลิตภัณฑ์ถือเป็นจุดสำคัญของการทำกำไรในอนาคต

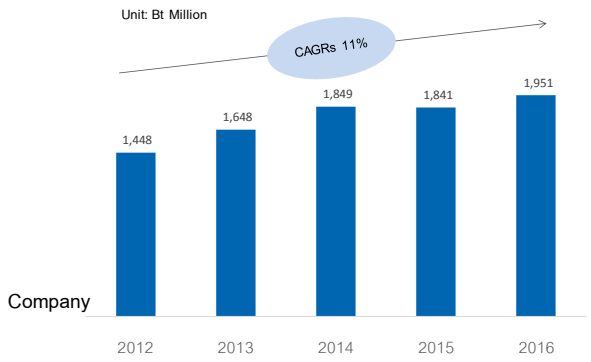
Figure 4: Sample of TOG's lens product

Source: Company

Figure 5: Sample of TOG's lens product

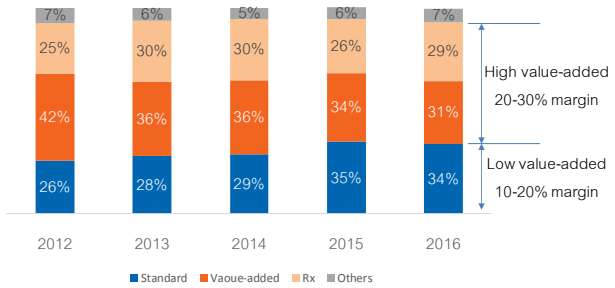
Source: Company

Figure 6: Historical revenue



Source: Company, Yuanta

Figure 7: Revnue breakdown by product



Source: Company, Yuanta

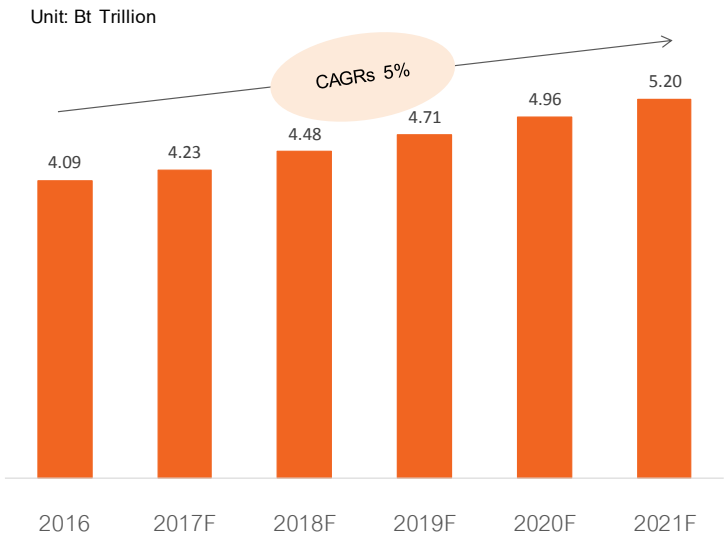
Industry Outlook

สังคมสูงอายุ ภาวะติดโซเชียล ... ล้วนหนุนพฤติกรรมการใช้แว่นตา

จากข้อมูล Euro monitor ประเมินมูลค่าตลาดของอุตสาหกรรมเลนส์และแว่นตาของโลกในปี 2559 อยู่ที่ 4.1 ล้านล้านบาท ทวีปที่มีส่วนแบ่งตลาดมากสุด 3 อันดับแรกได้แก่ อเมริกาเหนือ (31%), ยุโรปตะวันตก (27%) และ เอเชียแปซิฟิค (25%) และคาดมูลค่าตลาดจะสูงขึ้นเป็น 5.2 ล้านล้านบาท ภายในปี 2564 ด้วยอัตราการเติบโตในอัตราเร่ง เฉลี่ยต่อปีที่ 5% (CAGR ระหว่างปี 2560-2564) เทียบกับการเติบโตในปี 2559 ที่ 1% ปัจจัยหนุนจากการเข้าสู่สังคมสูงอายุ (Aging society) ของประชากรโลก ส่งผลให้ผู้มีปัญหาสายตาเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง โดยกลุ่ม Baby boomers และ GenX มีสัดส่วนถึง 36% ของประชากรทั้งหมด ขณะที่พฤติกรรมของคนรุ่นใหม่ ที่ติด Social network ใช้เวลาส่วนใหญ่อยู่กับจอโทรศัพท์มือถือและคอมพิวเตอร์ ล้วนเป็นปัจจัยทำให้เกิดปัญหาสายตาสั้น และผลักดันให้มีอัตราการเปลี่ยนแว่น (Turnover rate) เร็วขึ้น จากสถิติพบว่ากว่า 57% ของผู้ที่มีปัญหาสายตา (4.4 ล้านคน) ยังใส่แว่นไม่ตรงค่าสายตา ซึ่งต้องได้รับการแก้ไขบ่อยครั้งขึ้น

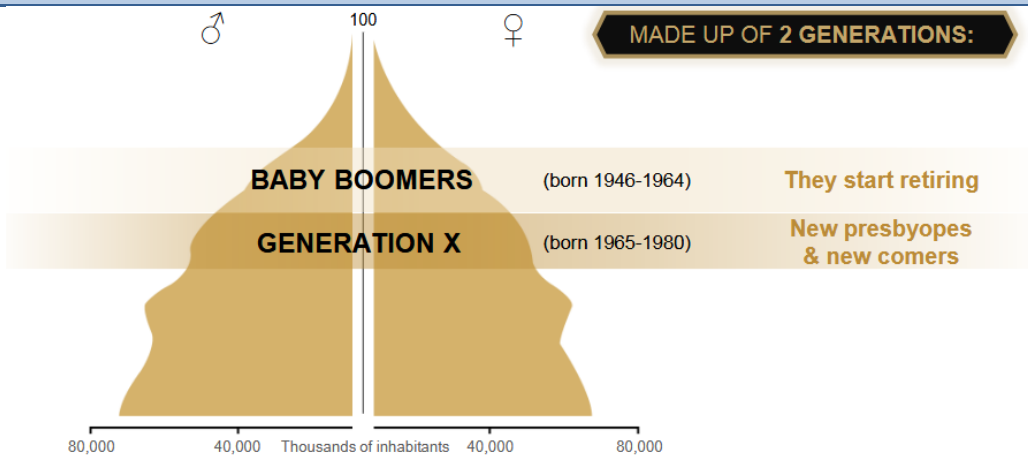
แม้ตลาดผู้มีปัญหาเรื่องค่าสายตาจะเพิ่มขึ้นในอัตราเร่ง แต่จุดเปลี่ยนที่น่าสนใจอีกด้านคือกำลังซื้อของผู้บริโภคที่ดีขึ้นทั้งในตลาดสหรัฐฯ, ยุโรปหรือแม้กระทั่งเอเชียอย่างจีน ทำให้ความต้องการใช้เลนส์สายตาในระดับพรีเมียมมีแนวโน้มเติบโตมากขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งเลนส์สายตาที่ออกแบบมาเฉพาะบุคคล (Rx lens) แม้มีราคาที่สูงกว่าเลนส์ปกติถึง 3 เท่า แต่ด้วยกำลังซื้อที่สูงและการให้ความสำคัญกับสุขภาพตาที่มากขึ้นกลายเป็นปัจจัยที่ทำให้ตลาดเลนส์ประเภทนี้เติบโตเด่นและเป็นที่น่าจับตามอง

Figure 8: Lens market value



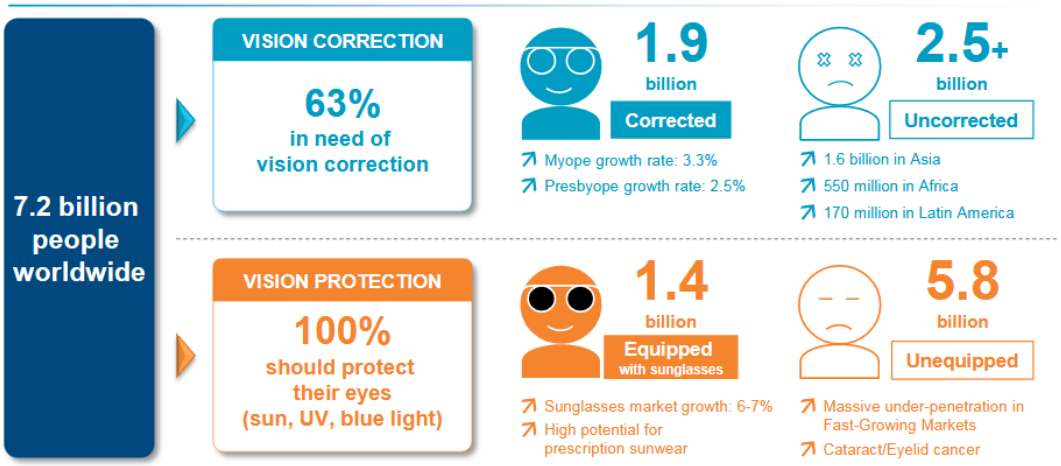
Source: Euromonitor

Figure 9: Aging society, key factors supported use of eyeware



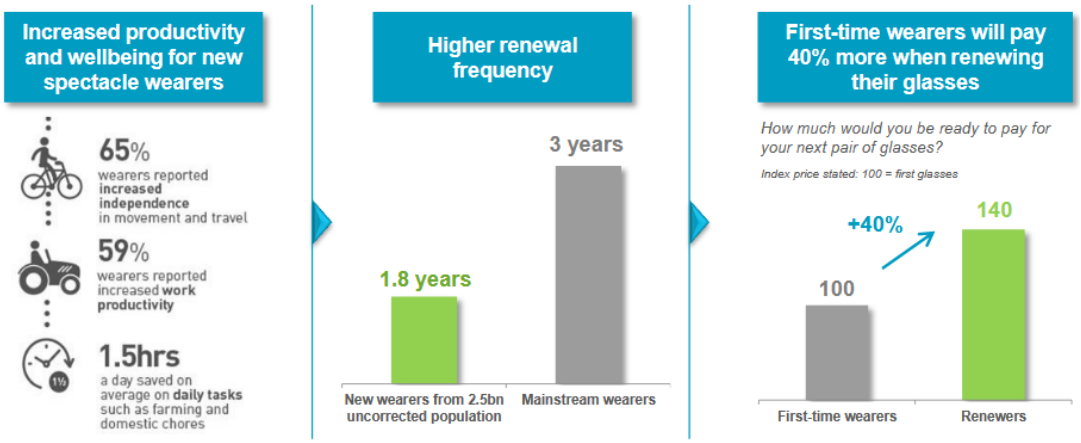
Source: Essilor

Figure 10: Fighting poor vision, the World's buggest disability



Source: Essilor

Figure 11: All studies confirm the major impact on quality of life

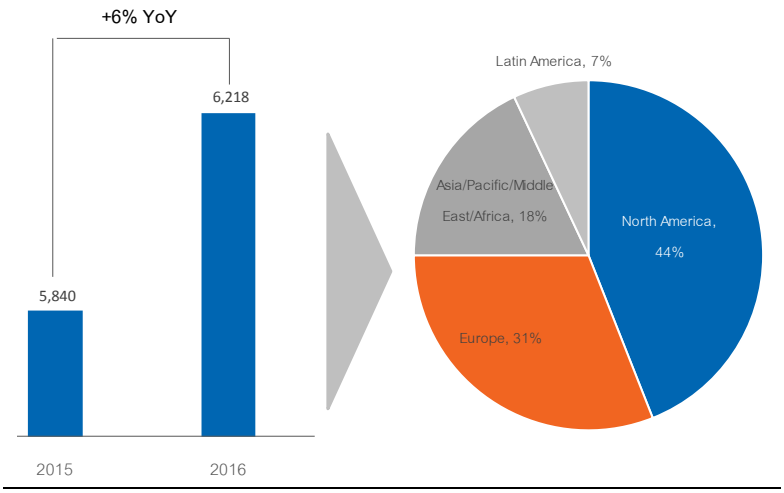


Source: Essilor

การควบรวมของ Luxotiica กับ Essilor เปิดช่องทางขยายตลาดแก่รายย่อย

การควบรวมระหว่าง Luxottica (ผู้ผลิตแว่นตา) กับ Essilor (ผู้ผลิตเลนส์) มูลค่าสูง 4.9 ล้านเหรียญสหรัฐฯ ซึ่งเป็นสองผู้เล่นหลักในตลาดโลก เป็นอีกหนึ่งดีลที่เกิดขึ้นใน 1Q60 และสร้างการเปลี่ยนแปลงให้กับอุตสาหกรรมเลนส์และแว่นตา โดย Essilor หันมาผลิตเลนส์เฉพาะให้กับแว่นตาที่ Luxottica เป็นเจ้าของอย่าง Rayban และ Oakley รวมทั้งสาขาแว่นตาอีก 8 พันแห่ง ใน 4 ภูมิภาค (Asia-Pacific, Europe, North America, Latin America) จากเดิมที่เป็นผู้ผลิตเลนส์ให้แก่ผู้จำหน่ายแว่นตาทั่วไป แม้การรวมกันครั้งนี้จะทำให้เกิดความเสี่ยงที่ผู้เล่นรายใหญ่เข้ามาเจาะตลาดมากขึ้น (Market penetration) แต่ด้วยภาพโครงสร้างอุตสาหกรรมแว่นตาโลกที่เป็นตลาดแยกย่อย (Fragmented market) ที่กลุ่มผู้เล่นรายกลางและรายเล็กคิดเป็นกว่า 65% ของตลาดทั้งหมด ย่อมเป็นกำแพงขวางกั้นชั้นดี (High barrier to entry) แต่กลับเป็นโอกาสให้ผู้เล่นรายย่อยเข้ามาแย่งชิงส่วนแบ่งจากฐานลูกค้ารายเดิมของ Essilor ซึ่งมีมูลค่ามหาศาล โดยรายได้จากการจำหน่ายเลนส์ของ Essilor ที่ 2.4 แสนล้านบาท ในปี 2559 แบ่งเป็นตลาดทวีปอเมริกาเหนือ (44%) และยุโรป (31%)

Figure 12: Breakdown of Essilor's revenue



Source: Essilor

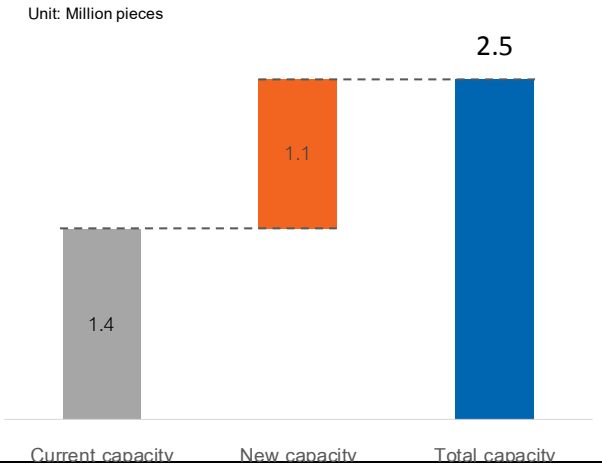
Business highlight

ต้อนรับ S-Curve รอบใหม่ จากแผนลงทุนครั้งใหญ่ในรอบ 10 ปี

ปี 2560 ถือเป็นปีแห่งการเปลี่ยนแปลงของ TOG เพื่อต้อนรับการเติบโตในระดับ S-Curve รอบใหม่ หนุนด้วยแผนการลงทุนครั้งใหญ่ในรอบ 10 ปี มูลค่า 430 ล้านบาท เพื่อขยายกำลังการผลิตใหม่ในเครื่องจักรผลิตเลนส์เฉพาะบุคคล (Rx lens) เมื่อเครื่องจักรชุดเดิมผลิตเต็มกำลังการผลิตที่ 90% ในปี 2559 ทำให้กำลังการผลิตเพิ่มขึ้น เป็น 2.5 ล้านแผ่น/ปี จาก 1.4 ล้านแผ่น/ปี ด้วยสายการผลิตใหม่แบบอัตโนมัติ (Automation) ช่วยให้การบริหารจัดการมีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น และลดต้นทุนแรงงาน นอกจากนี้เครื่องจักรใหม่ยังได้รับ BOI ยกเว้นภาษีเต็มจำนวนเป็นเวลา 5 ปี และเสียในอัตรา 10% ใน 3 ปีถัดไป หรือ 5+3 ปี โดยบริษัทฯอยู่ระหว่างการขอยกเว้นภาษีเต็มจำนวนเพิ่มอีก 2 ปี หรือ 7+1 ปี เนื่องจากเข้าเกณฑ์มาตรฐานการส่งเสริมการลงทุนแบบอัตโนมัติ ปัจจุบันบริษัทฯมีฐานภาษีที่ 20% เราคาดว่าจะเห็นผลการประหยัดภาษีตั้งแต่ปี 2561 เป็นต้นไป

นอกจากนี้บริษัทฯได้ย้ายสายการผลิต Mole ซึ่งเป็นขั้นตอนการผลิตตั้งต้นของเลนส์ทุกชนิด จากโรงงานงามวงศ์วานมารวมไว้ในสายการผลิตเลนส์ปกติ (Standard) ที่บางบัวทอง ซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญช่วยลดต้นทุนการขนส่ง แรงงานและการทำงานที่ซ้ำซ้อน ก่อให้เกิดการประหยัดต่อขนาด (Economies of sacle) โดยสรุปการลงทุนและการเปลี่ยนแปลงครั้งนี้หนุนทั้งการเติบโตของรายได้และประสิทธิภาพการทำกำไร (Operating leverage) ให้สูงขึ้นต่อเนื่องในระยะยาว

Figure 13: New Rx lens capacity



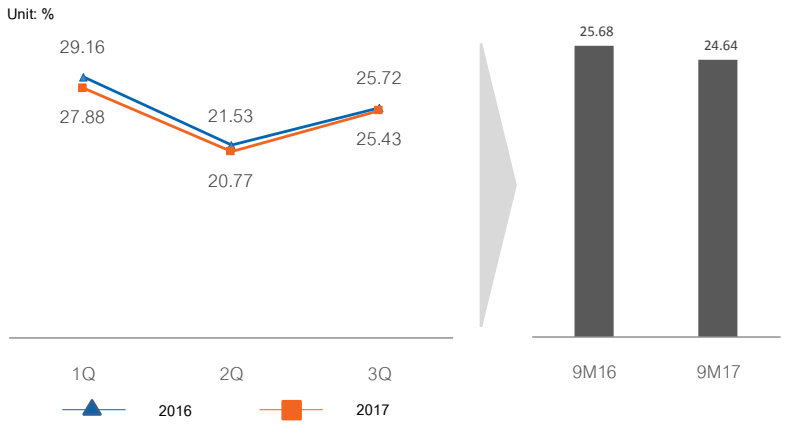
Source: Company

ทุกแผนงานย่อมมีขวากหนาม เฉกเช่นการลงทุนของ TOG

แม้บริษัทฯวางแผนการลงทุนอย่างรอบคอบในครั้งนี้ แต่มีปัจจัยภายนอกที่ไม่สามารถควบคุมได้และกระทบต่อแผนการติดตั้งเครื่องจักร โดยเฉพาะอย่างยิ่งการส่งมอบเครื่องจักรชิ้นสำคัญที่ล่าช้าของ Vendor ส่งผลให้การเริ่มต้นดำเนินการเชิงพาณิชย์ (Commercial of operation)ในเครื่องจักรใหม่เลื่อนเป็น 4Q60 จากแผนที่วางไว้ใน 2Q60

นอกจากนี้กระบวนการย้ายสายการผลิต Mole เกิดปัญหาเช่นเดียวกัน จากขั้นตอนการย้ายแม่พิมพ์ที่มีบางส่วนที่แตกหัก ทำให้ต้องสั่งซื้อแม่พิมพ์ใหม่เข้ามาใน 1Q60 ส่งผลให้การผลิตในช่วงต้นเกิดของเสียมากกว่าที่ควรเป็น รวมถึงปัญหาด้านคุณภาพ สะท้อนในค่าใช้จ่าย 9M60 ที่เพิ่มขึ้น 33 ล้านบาท ทำให้อัตรากำไรขั้นต้นลดลงเป็น 24.64% เทียบกับ 25.68% ในปีก่อนหน้า

Figure 14: 9M17 GPM decreased YoY resulted from higher expenses



Source: Company, Yuanta

แก้ไขทุกปัญหาเสร็จสิ้น ... พร้อมออกสตาร์ทกับออเดอร์ที่ล้นมือในปัจจุบัน

ณ. ปัจจุบัน การติดตั้งเครื่องจักรใหม่ได้เสร็จสิ้นเป็นที่เรียบร้อย รวมทั้งสามารถแก้ไขปัญหาการรวมสายการผลิต โดยเปิดดำเนินงานเชิงพาณิชย์ได้ตั้งแต่เดือนตุลาคม 2560 ที่ผ่านมา

ด้วยกลยุทธ์การทำตลาดเชิงรุกทั้งกลุ่มลูกค้าใหม่และกลุ่มเก่า บวกกับความต้องการใช้สินค้าเลนส์เฉพาะบุคคล (Rx lenses) มีแนวโน้มสูงขณะที่ผู้จำหน่ายแว่นตาส่วนใหญ่ไม่มีความสามารถผลิตเองเพราะต้องใช้เงินลงทุนสูงเพื่อสั่งซื้อเครื่องฝนเลนส์และห้อง Lab ทำให้ระยะเวลาคุ้มทุนนานไม่เหมาะกับการลงทุนด้วยตัวเอง กลายเป็นโอกาสที่สำคัญของ TOG หนุนอัตราการใช้กำลังผลิต (Utilization rate) ของเครื่องจักร Rx ทั้งหมด ใน 4QTD60 สูงระดับ 80-85% โดยเฉพาะอย่างยิ่งเครื่องจักรใหม่นั้นใช้เต็มกำลังการผลิตแล้วที่อัตรา 90-95% อีกทั้งบริษัทฯนำคำสั่งซื้อมาผลิตในสายการผลิตใหม่เป็นลำดับแรกเพื่อให้ได้สิทธิประโยชน์ทางภาษีเต็มที่

นอกจากนี้ปี 2561 บริษัทฯมีแผนเพิ่มกำลังการผลิต Rx Lens อีก 1.10 ล้านแผ่น (+44%) เป็น 3.6 ล้านแผ่น คาดจะเสนอแผนลงทุนต่อบอร์ดผู้บริหารภายใน 1Q61 ด้วยเงื่อนไขสำคัญต่อการอนุมัติครั้งนี้คือเครื่องจักร Rx ที่มีอยู่มีอัตราการใช้กำลังการผลิตไม่ต่ำกว่า 90% ทำให้เราเชื่อว่ามีโอกาสสูงที่บอร์ดของ TOG จะอนุมัติแผนนี้ หากได้รับการอนุมัติแผนดังกล่าวคาดว่าจะเริ่มดำเนินการเชิงพาณิชย์ได้ใน 4Q61 เป็นอย่างเร็ว และเรายังไม่รวมไว้ในประมาณการถือเป็น Upside risk ที่สำคัญ

Figure 15: Factory building

Source: Company

Figure 16: Automated warehousing system

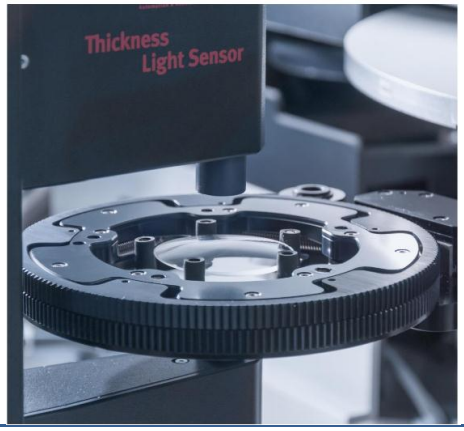
Source: Company

Figure 17: Full conveyor system

Company

Source: Company

Figure 18: Quality inspection robot



Source: Company

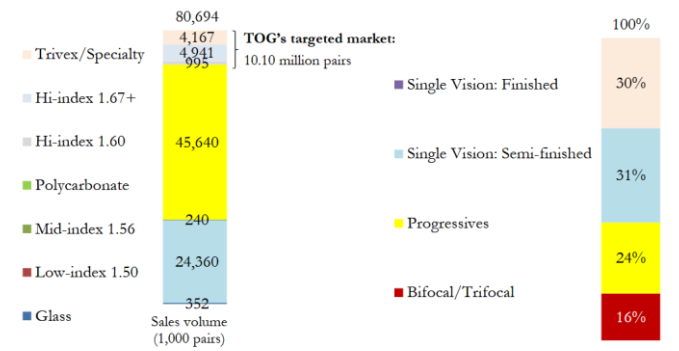
โอกาสเติบโตยังมีอีกมากในตลาดสหรัฐฯ ... TOG พร้อมเดินเกมส์รุก

Company

นอกจากแผนลงทุนขยายกำลังการผลิต บริษัทฯตั้งเป้าเพิ่มยอดขายในประเทศสหรัฐอเมริกาเป็น 330 ล้านบาท ภายในปี 2565 จากปัจจุบันที่ 26 ล้านบาท หนุนสัดส่วนรายได้จากกลุ่มทวีปอเมริกาเพิ่มขึ้นเป็น 18% ของรายได้รวม เทียบกับ 6% ในปี 2559 โดย TOG ได้จัดตั้งบริษัทย่อย TOG USA, inc เพื่อทำการตลาดเชิงรุกในกลุ่มเลนส์ประเภทบางพิเศษ เลนส์กันกระแทก และเลนส์พิเศษอื่นๆ คาดเริ่มดำเนินการได้ใน 1Q61 นี้ และจะเห็นภาพชัดใน 2H61

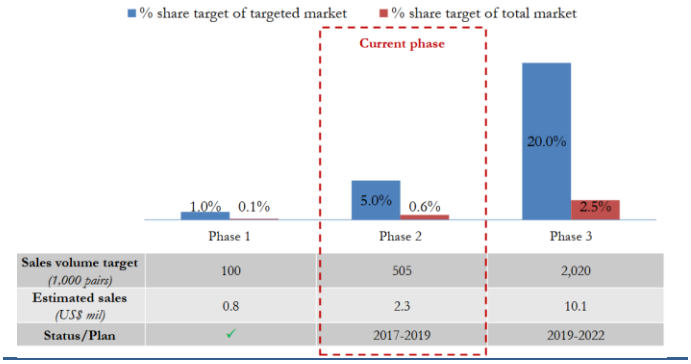
เรามีมุมมองเชิงบวกต่อแผนดังกล่าว หากพิจารณาจากยอดขายของบริษัทฯคิดเป็นเพียง 1% ของมูลค่าตลาดเลนส์ในสหรัฐอเมริกาที่ใหญ่ถึง 1 หมื่นล้านบาท โดยบริษัทฯมีแผนเจาะกลุ่มลูกค้าขนาดกลางและเล็ก จากปัจจุบันที่ลูกค้าของ TOG เป็นรายใหญ่ทั้งหมด เพราะสั่งซื้อปริมาณมากภายในครั้งเดียวและรอสินค้าได้ ขณะที่กลุ่มลูกค้ารายย่อยนั้นมีศักยภาพสูง จากส่วนแบ่งการตลาดของกลุ่มนี้สูงถึง 60% ของตลาดสหรัฐอเมริกา แต่มีข้อจำกัดในการสั่งซื้อปริมาณที่จำกัดในแต่ละครั้ง ดังนั้นบริษัทฯมีแผนเช่าคลังสินค้าจากผู้บริการจัดการและขนส่งสินค้ารายอิสระที่สหรัฐฯ เพื่อเก็บสินค้าและจ้างพนักงานขายท้องถิ่นทำตลาด ซึ่งเรามองว่าเป็นอีกกลยุทธ์เพื่อรองรับแผนขยายกำลังการผลิตที่จะเสนอต่อบอร์ดให้พิจารณาใน 1Q61

Figure 19: Opportunity for TOG in US market



Source: Vision Council

Figure 20: TOG's target sales in US market



Source: Company

Financial projection

จุดเริ่ม S-Curve รอบใหม่ฉายแววตั้งแต่ 4Q60

รอบการเติบโตครั้งใหม่ของ TOG ในระดับ S-Curve เริ่มต้นแล้วใน 4Q60 หลังบริษัทฯได้เปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ในเครื่องจักรใหม่ของเลนส์ Rx หนุนให้กำลังการผลิตเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยยะสำคัญ 79% ด้วยอัตราการใช้กำลังการผลิตที่อยู่ในระดับสูง 80-85% พร้อมทั้งสิทธิประโยชน์ทางด้านภาษี จะเป็นปัจจัยสำคัญหนุนกำไรไตรมาสสุดท้ายของปี 2560 เติบโต YoY และ QoQ อย่างโดดเด่น ทำให้ภาพรวมปี 2560 ประเมินกำไรปกติทรงตัว YoY ที่ 227 ล้านบาท โดยการเติบโตของกำไรใน 4Q60 ช่วยชดเชยภาพการดำเนินงานใน 9M60 ที่หดตัวถึง 15% YoY ด้วยผลกระทบจากปัญหาย้ายสายการผลิต และยอดขายใน 1Q60 ที่หดตัว 13% YoY จากการชะลอคำสั่งซื้อสินค้าของลูกค้ารายใหญ่ เพราะมียอดสต็อกสินค้าเก่าคงค้างในมืออยู่ในระดับสูง

Company

ภาพปี 2561 … กำไรทุบสถิติ

เราคาดกำไรสุทธิในปี 2561 เติบโตขึ้นก้าวกระโดด 47% YoY สู่ 334 ล้านบาท ด้วยรายได้รวมที่ 2.4 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 18% YoY ทำสถิตสูงสุดใหม่ ด้วยสมมติฐานสำคัญดังนี้

1) การดำเนินการเต็มปีเป็นครั้งแรกในเครื่องจักรเลนส์ Rx ใหม่ คาดอัตราการใช้กำลังการผลิต (Utlization rate) เครื่องจักรใหม่ที่ 80% ซึ่งเป็นสมมติฐานแบบอนุรักษ์นิยม เมื่อเทียบกับอัตราการใช้กำลังการผลิตจริงใน 4Q60 ที่ 90%
2) อัตรากำไรขั้นต้นขยับขึ้นเป็น 26.1% ในปี 2561 จาก 25.4% ในปี 2560 ตามสัดส่วนรายได้ในกลุ่มสินค้าพรีเมียมอย่างเลนส์ Rx สูงขึ้นเป็น 44% จาก 36% ในปี 2560
3) อัตราภาษีนิติบุคคลของลดลงเหลือ 15% จาก 20% ในปัจจุบัน ตามสิทธิประโยชน์ทางภาษีในเครื่องจักรใหม่

นอกจากนี้ภาพผลการดำเนินงานรายไตรมาสในปี 2561 จะเติบโต YoY และ QoQ ไปจนถึง 3Q61 จากฐานการผลิตใหม่ที่เพิ่มขึ้นใน 4Q60 และอัตราภาษีที่ลดลง

Figure 21: TOG's Financial projection

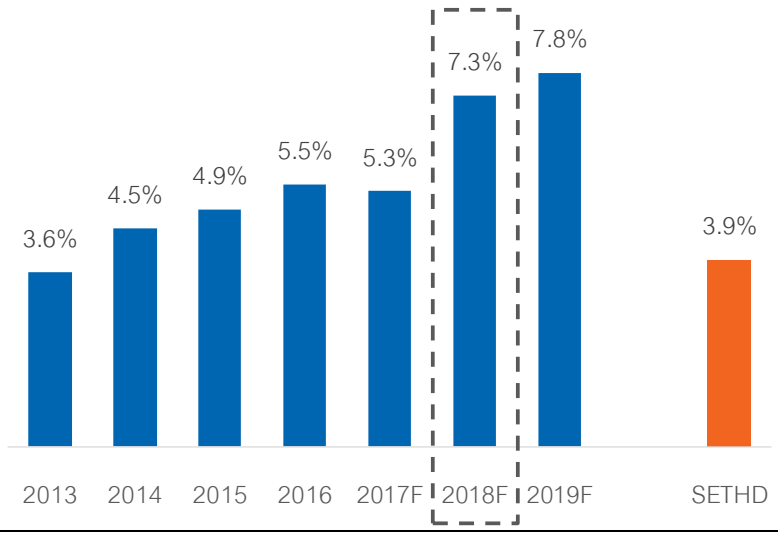
TOG - P&L (Year Ended - Dec)	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Total revenue	1,648	1,849	1,841	1,951	2,030	2,402	2,520
Revenue from sales	1,557	1,757	1,733	1,819	1,875	2,219	2,321
Revenue from services	73	74	91	115	138	166	182
Revenue from freight	18	18	17	17	17	17	17
Total gross profit	360	461	448	501	516	628	663
Selling and Administrative expenses	(198)	(225)	(211)	(250)	(264)	(276)	(290)
Other operating incomes	23	14	34	38	40	47	50
EBIT	185	250	271	289	292	399	423
D&A	159	157	147	148	159	192	201
EBITDA	344	407	418	438	451	591	623
Other non-operating income	21	7	18	17	-	-	-
Other non-operating expense	-	-	-	-	-	-	-
Finance cost	(5)	(1)	(0)	2	2	2	2
Profit before income tax expense	193	253	284	307	284	393	419
Income tax expenses	(39)	(50)	(55)	(57)	(57)	(59)	(63)
Minority interest	-	-	-	-	-	-	-
Net profit	154	203	230	250	227	334	356
Extra item	(21)	(7)	(18)	(17)	-	-	-
Norm profit	134	196	212	233	227	334	356
Gross Margin	*21.9%*	*25.0%*	*24.3%*	*25.7%*	*25.4%*	*26.1%*	*26.3%*
Net profit margin	*9.4%*	*11.0%*	*12.5%*	*12.8%*	*11.2%*	*13.9%*	*14.1%*
Norm profit margin	*8.1%*	*10.6%*	*11.5%*	*12.0%*	*11.2%*	*13.9%*	*14.1%*
Revenue growth	*13.8%*	*12.2%*	*-0.4%*	*6.0%*	*4.1%*	*18.3%*	*4.9%*
Net profit growth	*1.1%*	*31.8%*	*13.0%*	*9.0%*	*-9.1%*	*46.7%*	*6.7%*
Norm profit Growth	*-8.1%*	*46.7%*	*8.1%*	*10.1%*	*-2.5%*	*46.7%*	*6.7%*
Key assumption							
Total capacity (Unit: million pieces)							
Standard + Premium	*30.00*	*30.00*	*30.00*	*30.00*	*30.00*	*30.00*	*30.00*
Rx lens	*1.40*	*1.40*	*1.40*	*1.40*	*1.68*	*2.50*	*2.50*
Utilization rate							
Standard + Premium					*80%*	*85%*	*85%*
Rx lens					*87%*	*81.2%*	*83.4%*

Source: Company, Yuanta

ไม่เพียงเป็นหุ้น High growth … ปันผลก็โดดเด่นไม่แพ้กัน

TOG ถือเป็นหุ้นที่จ่ายเงินปันผลสม่ำเสมอ โดยจ่ายปีละ 2 ครั้ง แม้ปี 2560 เราคาดกำไรปกติจะทรงตัวจากปีก่อนหน้า แต่หากพิจารณาอัตราผลแทนจากเงินปันผลงวด 2H60 เราคาด 0.33 บาท/หุ้น คิดเป็นผลตอบแทนสูงถึง 4.2% อีกทั้งปี 2561 เราคาดกำไรสุทธิของ TOG จะทำระดับสูงสุดใหม่แน่นอนว่าเงินปันผลย่อมสูงขึ้นด้วยเช่นกัน คาดจ่าย 0.56 บาท/หุ้น คิดเป็นผลตอบแทนสูงถึง 7.1% เทียบกับ SETHD ที่ให้ผลตอบแทนเพียง 3.9% เท่านั้น ด้วยสมมติฐานอัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend payout ratio) ที่ 80% เทียบกับอัตราส่วนดังกล่าวย้อนหลัง 3 ปี บริษัทฯจ่ายที่ 85% มีความเป็นไปได้ที่ผลตอบแทนจะขยับขึ้นเป็น 7.8% ได้เช่นกัน

Figure 22: TOG's expected dividend yiled vs SETHD

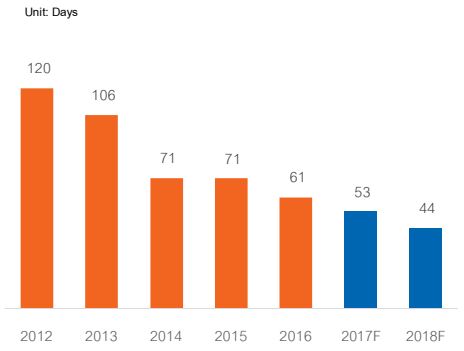


Source: Company, Yuanta

สถานะการเงินแข็งแกร่ง พร้อมสภาพคล่องที่หายห่วง

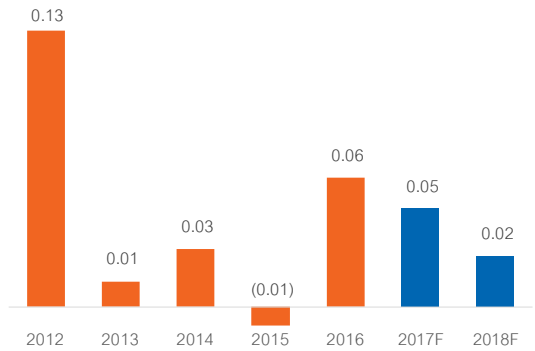
วงจรเงินสด (Cash conversion cycle) ของบริษัทฯในปี 2559 ที่ 181 วัน ทำให้นักลงทุนอาจเกิดความกังวลต่อสภาพคล่องทางการเงินของ TOG อย่างไรก็ตามหากพิจารณาสินค้าคงคลัง (หมายเหตุประกอบงบการเงินหัวข้อ 11 พบว่าบริษัทฯได้รวมอะไหล่, วัสดุโรงงานและแม่พิมพ์แก้วมูลค่า 293 ล้านบาท (คิดเป็น 38% ของสินค้าคงคลังทั้งหมด) เพื่อให้เป็นไปตามเกณฑ์มาตรฐานบัญชี อย่างไรก็ตามเราประเมินรายการดังกล่าวควรคิดเสมือนสินทรัพย์ถาวรมากกว่า เนื่องจากเป็นส่วนหนึ่งของอุปกรณ์สำหรับขั้นตอนผลิตเลนส์ หากตัดรายการดังกล่าววงจรเงินสดที่แท้จริงจะลดลงมาอยู่ที่ 61 วัน ณ สิ้นปี 2559 ลดลงต่อเนื่องจาก 120 วันในปี 2555 ซึ่งเป็นระดับที่สมเหตุสมผล ตามลักษณะธุรกิจของบริษัทฯที่ต้องสำรองวัตถุดิบบางส่วนล่วงหน้า อีกทั้ง Net gearing ratio ที่อยู่ในระดับต่ำเพียง 0.06x และ Interest Coverage ที่สูง 178x เป็นปัจจัยบ่งชี้ถึงสถานะทางการเงินที่แข็งแกร่ง สามารถรองรับโอกาสเติบโตอีกมากในอนาคต รวมถึงความสามารถในการจ่ายเงินปันผลในระดับสูงได้ไม่ยาก

Figure 23: Cash conversion cycle



Source: Company, Yuanta

Figure 24: Net gearing ratio



Source: Company, Yuanta

Financial Summary (Ended Dec) (THB mn)

Income Statement	2016	2017F	2018F	2019F
Revenue	1,951	2,030	2,402	2,520
Gross Profit	501	516	628	663
EBITDA	438	451	591	623
SG&A	(250)	(264)	(276)	(290)
Net Interest Income/ (Exp)	(2)	(10)	(8)	(6)
Associates & JV	2	2	2	2
Normalized Income	233	227	334	356
Extra Items	17	-	-	-
Net Income (Loss)	250	227	334	356

Balance Sheet	2016	2017F	2018F	2019F
Cash & Short-Term Investment	181	101	101	172
Account Receivable	352	368	435	457
Inventory	729	785	920	963
Current Assets	47	49	57	60
Property, Plant & Equip (net)	1,199	1,108	1,025	935
Other Assets	84	79	74	69
Total Assets	2,591	2,489	2,613	2,656
ST Interest Baring Debt	257	175	148	90
Account Payable	342	307	360	377
LT Interest Baring Debt	11	-	-	-
Other Liabilities	124	112	100	100
Total Liabilities	735	595	609	567
Paid-up Capital	474	474	474	474
Retained Earnings (Loss)	732	770	881	965
Total Shareholder Equity	1,856	1,894	2,004	2,089

Key Cash Flow Statement Data	2016	2017F	2018F	2019F
Net Income	250	227	334	356
Depreciation & Amortization	148	159	192	201
Change in Working Capital	144	(106)	(150)	(48)
Change in Other ST Asset & Liability	(11)	(2)	(9)	(3)
Cash Flow From Operation	531	278	367	506
Capital Expenditure	(465)	(63)	(105)	(105)
Change in LT Investment	(2)	-	-	-
Change in Other LT Asset & Liability	1	(0)	(0)	(0)
Cash Flow From Investment	(466)	(63)	(105)	(105)
Dividend Paid	(190)	(190)	(223)	(271)
Equity Raised / (Purchased)	-	-	-	-
Change in Debt	14	(27)	(23)	-
Other Financing Cash Flow	156	(79)	(16)	(58)
Cash Flow From Financing	(20)	(295)	(262)	(330)
Net Cash flow	46	(80)	-	71

Source : Company, Yuanta

Company Profile

TOG is the manufacturer, distribuitor and service provider of the various optical lenses, including comprehensive type of material i.e. Lens Material, Lens Design and Lens Coating.

Risks

1. Risk of currency fluctuation
2. Risk of delay on investment
3. Risk of rilance on major customers

TOG: BUY-10.60

Financial Summary (Ended Dec.)

Key Ratios	2016	2017F	2018F	2019F
Growth Ratios (%)				
Revenue Growth	6.0	4.1	18.3	4.9
EBITDA Growth	4.8	3.0	31.0	5.5
Pretax Growth	8.0	(7.4)	38.0	6.7
Net Profit Growth	9.0	(9.1)	46.7	6.7
Norm.Profit Growth	10.1	(2.5)	46.7	6.7

Profitability Ratios (%)	2016	2017F	2018F	2019F
Gross Profit Margin	25.7	25.4	26.1	26.3
EBITDA Margin	22.4	22.2	24.6	24.7
Operating Profit Margin	14.8	14.4	16.6	16.8
Net Profit Margin	12.8	11.2	13.9	14.1
Dividend Payout Ratio	85.4	85.4	80.0	80.0

Liquidity & Efficiency	2016	2017F	2018F	2019F
Cash Conversion Cycle	60.6	52.8	43.9	41.6
Collection Days	66.2	66.2	66.2	66.2
Inventory Days	68.5	60.7	51.8	49.5
Payment Days	74.1	74.1	74.1	74.1
Current Ratio (X)	2.0	2.4	2.8	3.3

Leverage & Expense Analysis	2016	2017F	2018F	2019F
Asset / Liability (X)	3.5	4.2	4.3	4.7
Net Gearing (X)	0.1	0.0	0.0	Net Cash
Net Interest Cover (X)	178.0	29.5	47.8	70.2
Debt / EBITDA (X)	0.3	0.3	0.2	Net Cash

Source : Company, Yuanta

Corporate Governance Report Rating (CG Score)

AMATA	BTS	DELTA	EGCO	INTUCH	KTB	MINT	PPS	QTC	SCB	SNC	THCOM	TSC	WAVE
AOT	BWG	DEMCO	GFPT	IRPC	KTC	MONO	PSL	RATCH	SCC	SPALI	TISCO	TTCL	
BAFS	CK	DRT	GPSC	IVL	LHBANK	NKI	PTT	SAMART	SCCC	SSSC	TKT	TU	
BAY	CPF	DTAC	GRAMMY	KBANK	LPN	NYT	PTTEP	SAMTEL	SE-ED	STEC	TMB	VU	
BCP	CPN	DTC	HANA	KCE	MBK	OTO	PTTGC	SAT	SIM	SVI	TNDT	VGI	
BIGC	CSL	EASTW	HMPRO	KKP	MCOT	PHOL	QH	SC	SITHAI	TCAP	TOP	WACOAL	

2S	ASIMAR	CGH	ERW	IRC	MBKET	PACE	PT	SIAM	SWC	THRE	TRUE	YUASA	
AAV	ASK	CHG	FORTH	JSP	MC	PAP	PTG	SINGER	SYMC	THREL	TSE	ZMICO	
ACAP	ASP	CHO	FPI	K	MEGA	PB	PYLON	SIS	SYNEX	TICON	TSR		
ADVANC	AUCT	CHOW	GBX	KSL	MFC	PCSGH	Q-CON	SMK	SYNTEC	TIPCO	TSTE		
AGE	AYUD	CI	GC	KTIS	MOONG	PDI	RICHY	SMPC	TAE	TK	TSTH		
AH	BANPU	CIMBT	GCAP	L&E	MSC	PE	ROBINS	SMT	TAKUNI	TKS	TTS		
AHC	BBL	CKP	GL	LANNA	MTI	PG	RS	SNP	TASCO	TMC	TTW		
AKP	BDMS	CM	GLOBAL	LH	MTLS	PJW	RWI	SPI	TBSP	TMI	TVD		
ALUCON	BEM	CNS	GLOW	LHK	NCH	PLANB	S	SPPT	TCC	TMILL	TVO		
AMANAH	BFIT	CNT	GUNKUL	LIT	NOBLE	PM	S&J	SPRC	TF	TMT	TWPC		
ANAN	BLS	COL	HOTPOT	LOXLET	NSI	PPP	SABINA	SR	TFI	TNITY	UAC		
AP	BOL	CPI	HYDRO	LRH	NTV	PR	SALEE	SSF	TGCI	TNL	UP		
APCO	BROOK	DCC	ICC	LST	OCC	PRANDA	SAMCO	SST	THAI	TOG	UPF		
APCS	CEN	EA	ICHI	M	OGC	PREB	SCG	STA	THANA	TPCORP	VIH		
ARIP	CENTEL	ECF	IFEC	MACO	OISHI	PRG	SEAFCO	SUSCO	THANI	TRC	VNT		
ASIA	CFRESH	EE	INET	MALEE	ORI	PRINC	SFP	SUTHA	THIP	TRU	WINNER		

AEC	AS	CBG	DCON	FSMART	IHL	KCAR	MDX	PCA	RCI	SIRI	TACC	TPA	UPOIC
AEONTS	BA	CGD	DIMET	FSS	ILINK	KGI	MFEC	PDG	RCL	SKR	TCCC	TPAC	UT
AF	BEAUTY	CHARAN	DNA	FVC	INSURE	KKC	MJD	PF	RICH	SLP	TCMC	TPCH	UWC
AIRA	BEC	CITY	EARTH	GEL	IRCP	KOOL	MK	PICO	RML	SMIT	TEAM	TPIPL	VIBHA
AIT	BH	CMR	EASON	GIFT	IT	KWC	MODERN	PIMO	RPC	SORKON	TFD	TPOLY	VPO
AJ	BIG	COLOR	ECL	GLAND	ITD	KYE	MPG	PL	SANKO	SPA	TFG	TRITN	VTW
AKR	BJC	COM7	EFORL	GOLD	J	LALIN	NC	PLAT	SAPPE	SPC	TIC	TRT	WICE
AMARIN	BJCHI	CPL	EPCO	GSTEL	JMART	LPH	NCL	PLE	SAWAD	SPCG	TWI	TTI	WIIK
AMATAV	BKD	CSC	EPG	GYT	JMT	MAJOR	NDR	PMTA	SCI	SPVI	TKN	TVI	WIN
AMC	BR	CSP	ESSO	HPT	JUBILE	MAKRO	NEP	PPM	SCN	SSC	TLUXE	TWP	XO
APURE	BROCK	CSR	FE	HTC	JWD	MATCH	NOK	PRIN	SCP	STANLY	TMD	U	
AQUA	BRR	CSS	FER	HTECH	KASET	MATI	NUSA	PSTC	SEAOIL	STPI	TNP	UBIS	
ARROW	BTNC	CTW	FOCUS	IFS	KBS	M-CHAI	PATO	QLT	SENA	SUC	TOPP	UMI	

Corporate Governance Report - The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association (IOD) regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand (SET) and the market for Alternative Investment (MAI) disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information. The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey may be changed after that date, Yuanta Securities (Thailand) Co., Ltd does not confirm nor certify the accuracy of such survey results.

Score Range	Number of Logo	Description
90 - 100		Excellent
80 - 89		Very Good
70 - 79		Good
60 - 69		Satisfactory
50 - 59		Pass

Anti-Corruption Progress Indicator

Companies that have declared their intention to join CAC

2S	AP	BRR	CSS	GLOBAL	J	KYE	MPG	PAF	PSTC	SEAOIL	SR	TICON	TSE	VGI
A	APCS	BSBM	EE	GPSC	JMART	L&E	MTLS	PCSGH	PYLON	SE-ED	SRICHA	TIP	TU	VIBHA
ABC	AQUA	BTNC	EPCO	GREEN	JMT	LPN	NBC	PDG	QH	SENA	STA	TKT	TVD	VNT
AEC	ASIAN	CGH	FC	GUNKUL	JUBILE	LVT	NINE	PDI	RML	SGP	SUSCO	TLUXE	TVO	WAVE
AF	ASK	CHOTI	FER	HMPRO	JUTHA	M	NMG	PIMO	ROBINS	SITHAI	SYNTEC	TMILL	TVT	WHA
AI	BCH	CHOW	FNS	ICHI	K	MBAX	NNCL	PK	ROH	SMIT	TAE	TMT	U	WICE
AIRA	BEAUTY	CM	FPI	IEC	KASET	MC	NTV	PLANB	SANKO	SMK	TAKUNI	TPA	UBIS	WIIK
ALUCON	BFIT	COL	FSMART	IFS	KBS	MCOT	NUSA	PLAT	SAUCE	SORKON	TASCO	TPP	UKEM	XO
AMATA	BJCHI	CPALL	GEL	ILINK	KCAR	MIDA	OCC	PRANDA	SC	SPACK	TBSP	TRT	UOBKH	
ANAN	BROCK	CPF	GFPT	INET	KSL	MILL	OGC	PRG	SCCC	SPPT	TFG	TRU	UREKA	
AOT	BROOK	CSC	GIFT	IRC	KTECH	ML	PACE	PRINC	SCN	SPRC	TFI	TRUE	UWC	

Companies certified by CAC

ADVANC	BBL	CIMBT	DRT	FSS	INTUCH	KTC	MONO	PE	PT	S & J	SMPC	SVI	THREL	TOP
AKP	BCP	CNS	DTAC	GBX	IRPC	LANNA	MOONG	PG	PTG	SABINA	SNC	TCAP	TIPCO	TPCORP
AMANAH	BKI	CPI	DTC	GCAP	IVL	LHBANK	MSC	PHOL	PTT	SAT	SNP	TCMC	TISCO	TSC
ASP	BLA	CPN	EASTW	GLOW	KBANK	LHK	MTI	PM	PTTEP	SCB	SPC	TF	TMB	TSTH
AYUD	BTS	CSL	ECL	HANA	KCE	MBK	NKI	PPP	PTTGC	SCC	SPI	TGCI	TMD	TTCL
BAFS	BWG	DCC	EGCO	HTC	KGI	MBKET	NSI	PPS	Q-CON	SCG	SSF	THANI	TNITY	TVI
BANPU	CENTEL	DEMCO	ERW	ICC	KKP	MFC	OCEAN	PR	QLT	SINGER	SSI	THCOM	TNL	WACOAL
BAY	CFRESH	DIMET	FE	IFEC	KTB	MINT	PB	PSL	RATCH	SIS	SSSC	THRE	TOG	

N/A

AAV	ARROW	BOL	CNT	EMC	HFT	KWG	MJD	PAP	RICHY	SFP	STPI	THL	TSF	UVAN
ABICO	AS	BPP	COLOR	EPG	HOTPOT	LALIN	MK	PATO	RJH	SGF	SUC	TIC	TSI	VARO
ACAP	ASAP	BR	COM7	ESSO	HPT	LDC	MM	PCA	ROCK	SHANG	SUPER	TIW	TSR	VI
ACC	ASEFA	BRC	COMAN	ESTAR	HTECH	LEE	MODERN	PERM	ROJNA	SIAM	SUTHA	TK	TSTE	VIH
ADAM	ASIA	BSM	CPH	ETE	HYDRO	LH	MPIC	PF	RP	SIM	SVH	TKN	TTA	VNG
AEONTS	ASIMAR	BTC	CPL	EVER	IHL	LIT	NC	PICO	RPC	SIMAT	SVOA	TKS	TTI	VPO
AFC	ASN	BTW	CPR	F&D	INOX	LOXLEY	NCH	PJW	RPH	SIRI	SWC	TM	TTL	VTE
AGE	ATP30	BUI	CRANE	FANCY	INSURE	LPH	NCL	PL	RS	SKR	SYMC	TMC	TTTM	WG
AH	AU	CBG	CSP	FMT	IRCP	LRH	NDR	PLE	RWI	SLP	SYNEX	TMI	TTW	WHAUP
AHC	AUCT	CCET	CSR	FN	IT	LST	NEP	PMTA	S	SMART	T	TMW	TUCC	WIN
AIE	BA	CCN	CTW	FOCUS	ITD	LTX	NETBAY	POLAR	S11	SMM	TACC	TNDT	TWP	WINNER
AIT	BAT-3K	CCP	CWT	FORTH	ITEL	MACO	NEW	POMPUI	SAFARI	SMT	TAPAC	TNH	TWPC	WORK
AJ	BCPG	CEN	D	FVC	JAS	MAJOR	NEWS	POST	SALEE	SOLAR	TC	TNP	TWZ	WORLD
AJA	BDMS	CGD	DCON	GC	JCT	MAKRO	NFC	PPM	SAM	SPA	TCB	TNPC	TYCN	WP
AKR	BEC	CHARAN	DCORP	GENCO	JSP	MALEE	NOBLE	PRAKIT	SAMART	SPALI	TCC	TNR	UAC	WR
ALLA	BEM	CHEWA	DELTA	GGC	JTS	MANRIN	NOK	PREB	SAMCO	SPCG	TCCC	TOPP	UEC	YCI
ALT	BGT	CHG	DNA	GJS	JWD	MATCH	NPK	PRECHA	SAMTEL	SPG	TCJ	TPAC	UMI	YNP
AMA	BH	CHO	DSGT	GL	KAMART	MATI	NPP	PRIN	SAPPE	SPORT	TCOAT	TPBI	UMS	YUASA
AMARIN	BIG	CHUO	DTCI	GLAND	KC	MAX	NVD	PRO	SAWAD	SPVI	TEAM	TPCH	UNIQ	ZMICO
AMATAV	BIGC	CI	EA	GOLD	KCM	M-CHAI	NWR	PSH	SAWANG	SQ	TFD	TPIPL	UP	
AMC	BIZ	CIG	EARTH	GRAMMY	KDH	MCS	NYT	PTL	SCI	SSC	TGPRO	TPIPP	UPA	
APCO	BJC	CITY	EASON	GRAND	KIAT	MDX	OHTL	QTC	SCP	SST	TH	TPOLY	UPF	
APURE	BKD	CK	ECF	GSTEL	KKC	MEGA	OISHI	RAM	SE	STANLY	THAI	TR	UPOIC	
APX	BLAND	CKP	EFORL	GTB	KOOL	METCO	ORI	RCI	SEAFCO	STAR	THANA	TRC	UT	
AQ	BLISS	CMO	EIC	GYT	KTIS	MFEC	OTO	RCL	SELIC	STEC	THE	TRITN	UTP	
ARIP	BM	CMR	EKH	HARN	KWC	MGT	PAE	RICH	SF	STHAI	THIP	TRUBB	UV	

<u>Disclosure</u>: List of companies that intend to join Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programfrom Thaipat Institute (last update: 27 January 2017)which have 2 groups;

- Companies that have declared their intention to join CAC
- Companies certified by CA

Anti – Corruption Progress Indicator - The disclosure of the Anti-Corruption Progress Indicators of a listed company on the Stock Exchange of Thailand, which is assessed by Thaipat Institute is made in order to comply with the policy and sustainable development plan for the listed companies of the Office of the Securities and Exchange Commission. Thai Institute of Directors made this assessment based on the information received from the listed company, as stipulated in the form for the assessment of Anti-corruption which refers to the Annual Registration Statement (Form 56-1), Annual Report (Form 56-2), or other relevant documents or reports of such listed company. The assessment result is therefore made from the perspective of Thaipat Institute that is a third party. It is not an assessment of operation and is not based on any inside information. Since this assessment is only the assessment result as of the date appearing in the assessment result, it may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, Yuanta Securities (Thailand) Co., Ltd does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of the assessment result.

Headquarters – Amarin Tower
127 Gaysorn Tower, 14-16fl. Ratchadamri Rd., Lumpini, Pathumwan, Bangkok, 10330
Tel. 0 2009 8888 Fax. 0 2009 8889

AMARIN
500 Amarin Tower 8fl. ploenchit Rd., Lumpini, Pathumwan, Bangkok, 10330
Tel. 0 2120 3241Fax. 0 2256 9596

RUAMCHOK MALL
189 Ruamchok Mall 2fl. Zone C, Unit No. 104, Moo 6, TambonFaham, Chiang Mai, 50000
Tel. 0 5208 1430 Fax. 0 5323 0138

ASOKE
50 GMM Grammy Place,
18th Floor, Sukhumvit Road, Klongtoey Nua, Wattana, Bangkok 10110
Tel. 0 2120 3050 Fax. 0-2258 0374-5

BANGKAPI
3522 The Mall Bangkapi 8fl. Lat Phrao Rd., Klong Chan, Bangkapi, Bangkok, 10240
Tel. 0 2120 3000 Fax. 0 2363 3075

SRINAKARINDRA
399 S4U Office Building's 1fl., Moo 5, Srinakarindra Rd., Tambon Bang Mueang, Amphoe Mueang, SamutPrakan 10270
Tel. 0 2181 4750 Fax.0 2386 0252

BANGNA
10393/56 Central City Bangna Tower 11fl., Bangna-Trad Rd., Bangna, Pra-kanong, Bangkok, 10260
Tel. 0 2745 6458 66 Fax. 0 2745 6467

ARI
388 S.P. Basement fl. PaholyothinRd.,SamsenNai, Phayathai, Bangkok, 10400
Tel. 0 2120 3350 Fax. 0 2278 1247

HAT YAI
Asian city resort Building 2nd Floor 1468/126-128 Karnchanavanit Rd. Hat yai, Amphoe Hat YaiSongkhla90110
Tel. 0 7455 9200, 0 7455 9440

VACHARAPOL
78/26, SoiVacharaphol 2, ThaRaeng, Bangkhen, Bangkok 10230
Tel. 0 2120 3170 Fax. 0 2363 6629

SAMUT SAKHON
237/351, Ekkachai Road, TambonMahachai, Amphoe Muang, SamutSakhon74000
Tel. 0 3442 1112 Fax. 0 3442 1127

HAT YAI 2
The Rise Residence Unit No.11/103, Prachayindee Rd., Amphoe Hat Yai, Songkhla 90110
Tel. 0 7420 6190, 0 7420 6199

NANA
142 Two Pacific Place 15fl., Sukhumvit Rd., North Klongtoey, Klongtoey, Bangkok, 10110
Tel. 0 2120 3200 Fax. 0 2254 9954

RAYONG
125/1 Chan Udom Rd., Tambonchoengnoen ,Amphoe Muang, Rayong, 21000
Tel. 0 3867 3000-12 Fax. 0 3861 7490

KHON KAEN
561/27-28 Na Muang Road, TambonNai Muang, Amphoe Muang, KhonKaen40000
Tel. 0 4322 6944 Fax. 0 4322 5344

PARADISEPARK
61Paradise Park 4fl. Srinakarin Rd.,Nongbon, Prawet, Bangkok, 10250
Tel. 0 2120 3300 Fax. 0 2787 1443

CHONBURI
98/16 Moo5, TambonHuaykapi, Amphoe Muang, Chonburi 20130
Tel. 0 3838 4931-37 Fax. 0 8338 4794

NAKHON SI THAMMARAT
155/8 PhatthanakanKhuKhwang Rd., Nai-Muamg, Muang, Nakhon Si Thammarat, 80000
Tel. 0 7534 4955 Fax. 0 7534 4956

RATTANATHIBET
145 TiwanondRd., TambonBangkrasor, Amphoe Muang Nonthaburi, Nonthaburi, 11000
Tel. 0 2120 3270 Fax. 0 2580 7765

PITSANULOK
169/2-3-4 Baromtrailokanart Road, TambonNai Muang, Amphoe Muang, Pitsanulok, 65000
Tel. 0 5524 3060 Fax. 0 5525 9455

SURIN 1
91SoiTadok, KrungsriNai Road, TambonNai Muang,AmphoeMuangsurin, Surin, 32000
Tel. 0 4406 9070 Fax. 0 4451 2442

Crystal Park
199, Building D, 1st Floor, Room No.106-107 Praditmanutham Road, Lat Phrao, Ladprao, Bangkok10230
Tel. 0 2120 3510 Fax. 0 2515 0875

CHIANG MAI
179/43 Mahidol Road, TambonHayya, Amphoe Muang, Chiang Mai 50000
Tel. 0 5328 2233-35, Fax. 0 5327 1068

NGAMWONGWAN
30/39-50 The Mall Ngamwongwan 11fl. Ngamwongwan Rd., Nontaburi, Nontaburi, 11000
Tel. 0 2120 3100 Fax. 0 2550 0499

CHAENGWATTANA
99/9 Central Chaengwattana Unit No. 1106 11 fl. Bangtalard, Pakkret, Nontaburi 11120
Tel. 0 2120 3660 Fax. 0 2193 8149

BONMARCHE
91 Unit No. 105/1 Room E204 Tessabarnsongkroa Rd, Ladyao, Jatujak, Bangkok 10900
Tel. 0 2120 3630 Fax. 0 2002 5551

Silom Road
62 Thaniya Building, Room 407, 410
4th Floor, Silom Road, Suriyawong, Bangrak, Bangkok 10500
Tel. 0 2120 3380 Fax. 0 2120 3380

SURIN SOI TONKOON
574 / 6-7 Moo 19, Nong Muang, Surin 32000
Tel. 0 4406 9040 Fax. 0 4451 2447

HUA HIN
No. 8/89 Blueport Shopping Center
Soi Nong Ka Village, Nong Ka District, Hua Hin, Prachuabkirikhan 77110
Tel. 0 3252 3270

THA PHRA
99 The Mall Thapra Mall Building,
9th Floor, Ratchadapisek Road, Bukkalo, Thonburi, Bangkok 10600
Tel. 0 2120 3560 Fax. 0 2477 7217

UBON RATCHATHANI
941, 1st Floor, Chayangkul Road, Naimueang Sub-District, Mueang District, Ubon Ratchathani 34000
Tel. 0 4595 9456 Fax. 0 4531 2132

CENTRAL CHONBURI
No. 55 / 35-36 Moo 1, Samet, Muang, Chonburi, Chonburi 20000
Tel. 0 3313 5119 Fax. 0 3805 3839

Phuket
No. 1 / 6-7 Tungka Road, Talad Yai, Mueang Phuket 83000
Tel 0 7668 1700 Fax 0 7635 4020

Central Ladprao
No. 1693 Office Building Central Ladprao
11th Floor, Room 1101, Phaholyothin Road, Chatuchak, Bangkok 10900
Tel. 0 2120 3700 Fax. 0 2541 1505

Mahachai
67/518 Moo 4, Ekachai Road, Khokham, Muang, Samutsakhon 74000
Tel. 0 3411 9719 Fax. 0 3442 9202

Samakee Chiang Mai Commercial Association
71 3rd Floor, Tung Hotel, Tambon Wat Gate, Muang District, Chiang Mai 50000
Tel 0 5208 1460 โทรสาร 0 5324 0206

Disclaimer:

This report is prepared by Yuanta Securities (Thailand) Co., Ltd for information purposes only. Information contained herein has been obtained from sources believed to be reliable. However, Yuanta Securities (Thailand) Co., Ltd makes no warranties and gives no assurance as to its accuracy and completeness, so future results or events will not be responsible. Investors should carefully use discretion before making an investment. No part of this report can be reproduced, altered, copied or distributed without the prior written consent of Yuanta Securities (Thailand) Co., Ltd.

Ratings Definitions

(1) (BUY) Return may exceed 15% over the next 12 months (including dividends)
(2) (TRADING BUY) Return may range between -10% to +15% over the next 3 months (including dividends)
(3) (SELL) Return may be lower than -10% over the next 12 months (including dividends)
(4) (Not Rated) Stock is not within research coverage

Opinions or recommendations contained herein are in the form of technical ratings and fundamental ratings. Fundamental ratings may differ from technical ratings. Investors are advised to review the information in this report carefully before making investment decisions

Research Department

Fundamental Analyst		Sector	Email Address	Tel.
Mayuree Chowvikran, CISA	Head of Research		mayuree.c@yuanta.co.th	0-2009-8050
Wichuda Plangmanee	Fundamental Analyst	Construction Service, Commerce	wichuda.p@yuanta.co.th	0-2009-8069
Thakol Banjongruck	Fundamental Analyst	Auto, Media, Health Care	thakol.b@yuanta.co.th	0-2009-8067
Theethanat Jindarat	Fundamental Analyst	Small-Mid Capitalization	theethanat.j@yuanta.co.th	0-2009-8071
Vorapoj Hongpinyo	Fundamental Analyst	Property, Industrial Estate	vorapoj.h@yuanta.co.th	0-2009-8072
Supachai Wattanavitheskul	Fundamental Analyst	ICT, Electronic, Small Cap	supachai.w@yuanta.co.th	0-2009-8066
Chattra Chaipunuiriyaporn	Fundamental Analyst	Banking, Finance	chattra.c@yuanta.co.th	0-2009-8056
Parinth Nikornkittikosol	Fundamental Analyst	Energy, Petrochemical	Parinth.n@yuanta.co.th	0-2009-8075
Tus Sanguankijvibul	Assistant Fundamental Analyst	Tourism, Transportation		
Kansiri Kara	Assistant Fundamental Analyst			
Atithep Ittivikul	Assistant Fundamental Analyst			
Sarin Wutthisirisart	Assistant Fundamental Analyst			
Veena Naidu	Institution Analyst		veena.n@yuanta.co.th	0-2009-8070
Teerapat Tangpatjaroen	Assistant Institution Analyst			

Strategist		Email Address	Tel.
Padon Vannarat	Senior Strategist	padon.v@yuanta.co.th	0-2009-8060
Piyapat Patarapuvadol	Strategist	piyapat.p@yuanta.co.th	0-2009-8062
Nutt Treepoonsuk	Strategist	nutt.t@yuanta.co.th	0-2009-8059
Suvichak Thappang	Assistant Strategist		

Technical Analyst		Email Address	Tel.
Apisit Limthumrongkul	Technical Analyst	apisit.l@yuanta.co.th	0-2009-8052
Charnwit Teekawatthanathikul	Assistant Technical Analyst		

Data Support		Email Address	Tel.
Somjit Viroontanee	Support		
Angsumalin Kumvong	Support		
Peeraya Wiangphoem	Support		