

16 March 2021

Thai Optical Group

Bright eyes, bright future

Sector: Personal Products

Bloomberg ticker	TOG TB
Recommendation	BUY
Current price	Bt4.38
Target price	Bt6.00
Upside/Downside	+37%
EPS revision	n.a.

Bloomberg target price	n.a.
Bloomberg consensus	Buy 0 / Hold 0 / Sell 0

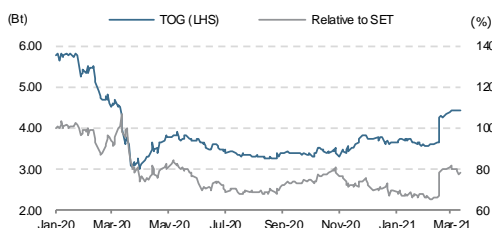
Stock data	
Stock price 1-year high/low	Bt4.46 / Bt2.96
Market cap. (Bt mn)	2,078
Shares outstanding (mn)	474
Avg. daily turnover (Bt mn)	0.35
Free float	47%
CG rating	Very Good
ESG rating	n.a.

Financial & valuation highlights

FY: Dec (Bt mn)	2019A	2020A	2021E	2022E
Revenue	2,001	1,838	2,130	2,302
EBITDA	323	250	368	401
Net profit	132	69	139	156
EPS (Bt)	0.28	0.15	0.29	0.33
Growth	-9.5%	-47.9%	102.0%	12.6%
Core EPS (Bt)	0.27	0.14	0.29	0.33
Growth	-0.2%	-47.0%	103.6%	12.6%
DPS (Bt)	0.25	0.12	0.23	0.26
Div. yield	5.7%	2.7%	5.4%	6.0%
PER (x)	15.7	30.2	15.0	13.3
Core PER (x)	16.1	30.4	15.0	13.3
EV/EBITDA (x)	7.5	9.4	6.5	6.1
PBV (x)	1.1	1.2	1.1	1.1

Bloomberg consensus

Net profit	132	69	n.a.	n.a.
EPS (Bt)	0.28	0.15	n.a.	n.a.



Source: Aspen

Price performance	1M	3M	6M	12M
Absolute	20.3%	18.4%	28.8%	10.1%
Relative to SET	17.5%	12.4%	7.1%	-28.6%

Major shareholders

	Holding
1. Specsavers Asia Pacific Holdings Limited	25.04%
2. Mr. Torn Prachartam	5.51%
3. Mr. Pakee Prachartam	5.47%

Analyst: Veeraya Rattanawatip (Reg. no. 086645)

เราเริ่มต้นจัดทำบทวิเคราะห์หุ้น TOG ด้วยคำแนะนำ "ซื้อ" ที่ราคาเป้าหมาย 6.00 บาท ถึง 2021E PER 20.6x เทียบเท่า 5-yr average PER โดยเรามองว่าหุ้น TOG ควรกลับไปเทรดที่ระดับใกล้เคียงในช่วงปี 2019 จากแนวโน้มกำไรที่จะกลับไปใกล้เคียงปีดังกล่าว เราขอหุ้น TOG จาก 3 เหตุผลหลักดังนี้ 1) ผลการดำเนินงานผ่านจุดต่ำสุดแล้วใน 2Q20 และฟื้นตัวชัดเจนมากใน 4Q20 ที่ยอดขายกลับมาเพิ่มขึ้นในเกือบทุกภูมิภาค และ gross profit margin แต่ระดับสูงสุดในรอบ 7 ไตรมาส, 2) key growth driver ปีนี้ จะมาจากตลาดยุโรปและอเมริกา โดยตลาดยุโรปจะได้ปัจจัยบวกจากสถานการณ์ COVID-19 ที่คลี่คลายขึ้น และการตั้ง warehouse แห่งแรกในภูมิภาค ซึ่งเป็นโมเดลที่บริษัทเคยทำสำเร็จในตลาดอเมริกา ขณะที่ตลาดอเมริกาอยู่ในโหมดเติบโตต่อเนื่องในอัตราเร่ง และในปีที่ผ่านมาไม่ได้รับผลกระทบจาก COVID-19, และ 3) ประเมินกำไรปกติปี 2021E ฟื้นตัว +104% YoY หนุนโดยเศรษฐกิจที่มีทิศทางดีขึ้น, การขยาย warehouse ในยุโรป, และส่วนแบ่งการตลาดในตลาดอเมริกาที่เพิ่มมากขึ้น

ราคาหุ้นปรับตัวขึ้น และ outperform SET +18%/+12% ในช่วง 1 และ 3 เดือน จากผลการดำเนินงาน 4Q20 ที่ออกมาดีมาก เรามองว่าหุ้น TOG มีโอกาสที่จะ outperform ต่อจากแนวโน้มกำไรที่กลับมา turnaround และขยายตัวต่อเนื่อง +51% CAGR (2020-22E) ขณะที่ปัจจุบันยังเทรดที่ 2021E เพียง 15x (-1SD below 5-yr average PER)

KEY HIGHLIGHTS

- ❑ **ตลาดยุโรปและอเมริกาเป็นพระเอกในปี** นี้ เราคาดว่าตลาดยุโรปและอเมริกาซึ่งมีสัดส่วนรายได้ ณ ปี 2020 รวม 42% จะเป็น key growth driver ในปี 2021E และนับจากนี้ เป็นไปตามกลยุทธ์ในการมุ่งเน้นขยายตลาดดังกล่าว ขณะที่ตลาดอื่นคาดทรงตัว สำหรับตลาดยุโรปในปี นี้ เราคาดว่าจะเห็นการ turnaround ใกล้เคียงปี 2019 หนุนโดยสถานการณ์ COVID-19 และการขนส่ง logistics ที่ดีขึ้น รวมถึงการจัดตั้ง warehouse แห่งแรกในภูมิภาคยุโรป ซึ่งเริ่มดำเนินการใน มี.ค. 2021 เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพการกระจายสินค้าและเข้าถึงกลุ่มลูกค้ารายย่อยมากขึ้น ด้านตลาดอเมริกาจะยังอยู่ในโหมด ramp up และขยายตัวได้ดีต่อเนื่อง จากปี 2020 ที่รายได้เพิ่มสูงถึง +61% YoY ซึ่งไม่ได้รับผลกระทบจาก COVID-19 เราประเมินรายได้ตลาดอเมริกาใน 2 ปีข้างหน้าจะยังเติบโตในระดับสูง +26% (CAGR 2020-22E)
- ❑ **Earnings turnaround ตั้งแต่ 4Q20 โดย GPM แต่ระดับสูงสุดในรอบ 7 ไตรมาส** บริษัท รายงานกำไรปกติ 4Q20 ที่ 75 ล้านบาท ฟื้นตัวสูง +462% YoY, +377% QoQ แสดงถึงสัญญาณการ turnaround ของผลการดำเนินงาน โดยยอดขายเพิ่มสูงขึ้นในเกือบทุกภูมิภาคยกเว้นตลาดยุโรป ขณะที่ GPM อยู่ในระดับสูงสุดในรอบ 7 ไตรมาสที่ 23.4% เราประเมินทิศทางผลการดำเนินงาน 1H21E จะฟื้นตัวและพลิกเป็นกำไรจาก 1H20 ขาดทุนปกติที่ -23 ล้านบาท เป็นไปตามกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่เริ่มกลับมาหลังสถานการณ์ COVID-19 ปรับตัวดีขึ้น
- ❑ **ประเมินกำไรปกติปี 2020-22E โตเฉลี่ย +51% CAGR** เราประเมินกำไรปกติในช่วง 2 ปีข้างหน้า ขยายตัวสูง +51% (CAGR 2020-22E) โดยคาดการณ์กำไรปกติปี 2021E ฟื้นตัว +104% YoY จาก 1) รายได้เพิ่มขึ้น +16% YoY หลัก ๆ หนุนโดยตลาดยุโรปและอเมริกา +44% YoY และ +29% YoY ตามลำดับ หนุนโดยเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวหลังสถานการณ์ COVID-19 คลี่คลายขึ้น และการรุกขยาย warehouse แห่งแรกในภูมิภาคยุโรป, และ 2) GPM ปรับตัวดีขึ้นเป็น 19.5% จากปี 2020 ที่ 14.9%

Valuation/Catalyst/Risk

เราประเมินราคาเป้าหมายที่ 6.00 บาท ถึง 2021E PER 20.6x เทียบเท่า 5-yr average PER โดยเรามองว่าหุ้น TOG ควรเทรดในระดับค่าเฉลี่ยจากแนวโน้มผลการดำเนินงานที่ผ่านจุดต่ำสุดแล้ว และคาดว่าจะสามารถกลับไปอยู่ในระดับปี 2019 เรามีมุมมองบวกต่อ TOG จาก 1) ประเมินกำไรปกติจะเติบโตเฉลี่ยสูงถึง +51% ในช่วง 2 ปีข้างหน้า (CAGR 2020-22E), 2) ปัจจุบันเทรดอยู่ที่ 2021E PER 15x (-1SD below 5-yr average PER), และ 3) ปัจจัยหนุนอุปสงค์ที่เด่นชัดในระยะเวลาจากเทรนด์ Health awareness ที่เพิ่มสูงขึ้น

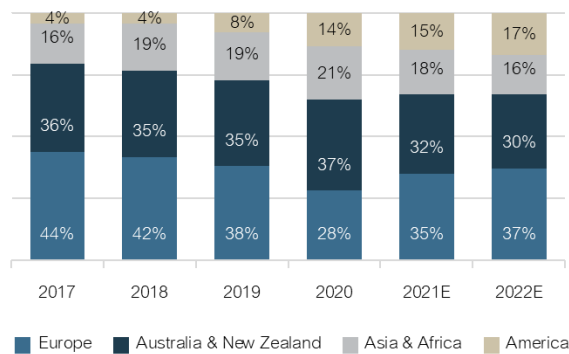
Disclaimer: This report has been prepared by KTBST Securities PCL (KTBST). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, KTBST makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. KTBST has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, KTBST 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 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 KTBST. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

KEY HIGHLIGHTS

- สถานการณ์ COVID-19 ที่ดีขึ้นและการขยาย warehouse ในโปแลนด์ช่วยหนุนการ turnaround ตลาดยุโรป

ณ สิ้นปี 2020 บริษัทมีสัดส่วนรายได้จากตลาดยุโรปและอเมริกา รวมราว 42% เราคาดกลยุทธ์ของ TOG จะมุ่งเน้นขยายตลาดยุโรปและอเมริกาต่อเนื่อง ซึ่งตลาดดังกล่าวจะเป็น key growth driver ของบริษัทนับจากนี้ ขณะที่ตลาดอื่น ๆ คาดทรงตัว

Fig 1: 2017-22E revenue breakdown by region

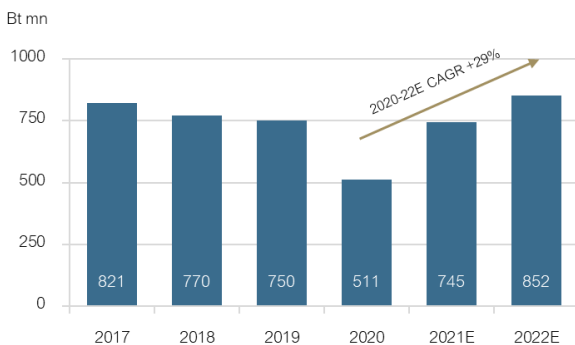


Source: Company, KTBST

สำหรับตลาดยุโรป ซึ่งผลการดำเนินงานปี 2020 ได้รับผลกระทบอย่างมากจากการระบาด COVID-19 จากการล็อกดาวน์ เราคาดผลการดำเนินงานปี 2021E จะเห็นการ turnaround ใกล้เคียงระดับปี 2019 โดยเราประเมินรายได้จากตลาดยุโรป จะเติบโตเฉลี่ย +29% ในช่วง 2 ปีข้างหน้า (CAGR 2020-22E) หนุนโดย

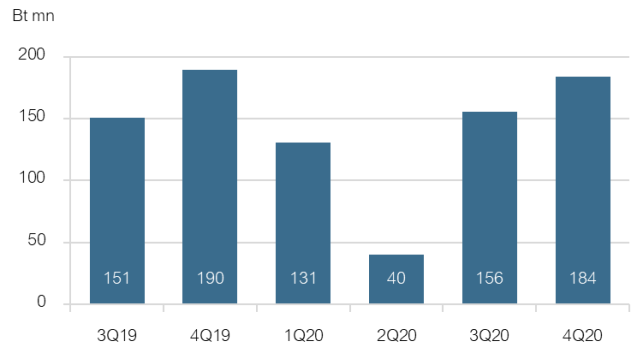
- 1) สถานการณ์ COVID-19 และการขนส่ง logistics ที่กลับมาดีขึ้น รวมถึงการเร่งฉีดวัคซีนในภูมิภาค ซึ่งจะช่วยหนุนเศรษฐกิจให้ฟื้นตัว ทำให้ปริมาณคำสั่งซื้อสินค้าเพิ่มสูงขึ้น และ
- 2) การขยาย warehouse ผ่านการจัดตั้งบริษัทย่อย TOG Europe Sp. z o.o. ในประเทศโปแลนด์ (ถือหุ้น 100%) เริ่มดำเนินการตั้งแต่ มี.ค. 2021 ซึ่งจะเป็น warehouse ในภูมิภาคแห่งแรกของบริษัท โดยบริษัทเลือกจัดตั้งในประเทศดังกล่าวเนื่องจากอยู่ในพื้นที่ยุโรปกลาง ซึ่งจะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพการกระจายสินค้าในภูมิภาค เรามองว่ากลยุทธ์การจัดตั้ง warehouse จะช่วยหนุนการเติบโตของยอดขายและช่วยให้บริษัทสามารถเข้าถึงกลุ่มลูกค้ารายย่อยได้มากขึ้น เช่น กลุ่มลูกค้าที่ซื้อปริมาณครั้งละไม่มาก อีกทั้งช่วยเพิ่มประสิทธิภาพขั้นตอนการซื้อและจัดส่งสินค้าได้ดีขึ้นอีกด้วย ซึ่งก่อนหน้านี้บริษัทได้ใช้โมเดลการจัดตั้ง warehouse ในตลาดอเมริกาแล้วและประสบความสำเร็จเป็นอย่างมาก

Fig 2: 2017-22E revenue from Europe



Source: Company, KTBST

Fig 3: 3Q19-4Q20 revenue from Europe



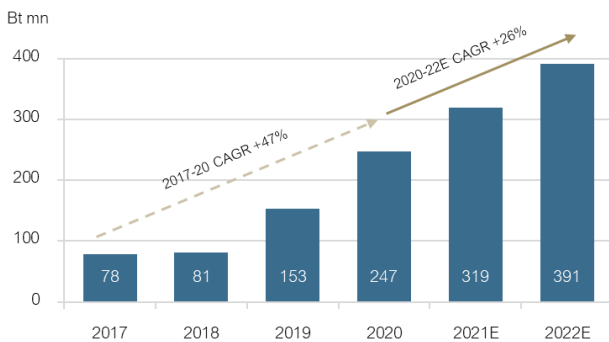
Source: Company

□ ตลาดอเมริกาอยู่ในโหมด ramp up และขยายตัวโดดเด่นต่อเนื่อง

นอกเหนือจากตลาดยุโรป ตลาดอเมริกาจะเป็นอีก key growth driver แม้ปี 2020 จะเป็นปีที่เศรษฐกิจได้รับผลกระทบอย่างมากจากการระบาด COVID-19 แต่รายได้จากตลาดอเมริกาของบริษัทเพิ่มขึ้นสูง +61% YoY คิดเป็นการเติบโตเฉลี่ยถึง +47% (CAGR 2017-20) นับตั้งแต่การจัดตั้งบริษัทย่อยในสหรัฐฯ ในปี 2017 เป็นไปตามกลยุทธ์การจัดตั้ง warehouse ที่ทำให้กระจายสินค้าและเข้าถึงลูกค้าได้มากขึ้น ซึ่งล่าสุดในช่วงสิ้นปี 2020 ที่ผ่านมา บริษัทได้ย้ายคลังสินค้าจากรัฐเคนทักกีไปรัฐมิสซูรี เพื่อขยายพื้นที่จัดเก็บ เราคาดตลาดอเมริกาจะยังอยู่ในโหมด ramp up และขยายตัวโดดเด่นต่อเนื่อง

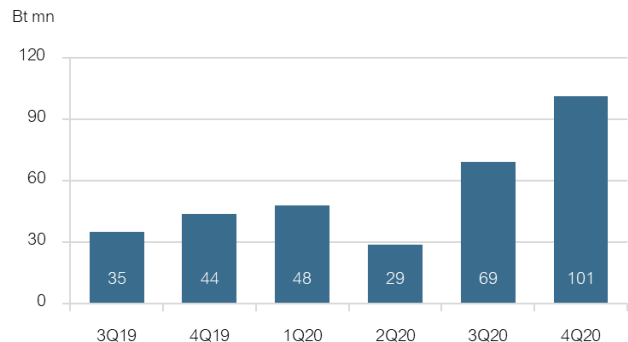
เราประเมินรายได้จากตลาดอเมริกาจะเติบโตเฉลี่ย +26% ในช่วง 2 ปีข้างหน้า (CAGR 2020-22E) หนุนโดย 1) การรุกขยายตลาดผ่านบริษัทประกันสุขภาพสายตา ซึ่งกรมธรรม์ประกันสุขภาพสายตาจะให้การสนับสนุนการเปลี่ยนแว่นตาให้แก่ผู้เอาประกันปีละครั้ง และ 2) อานิสงส์จากสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีน และภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอตัวในช่วงที่ผ่านมาส่งผลให้คู่แข่งลดลง

Fig 4: 2017-22E revenue from America



Source: Company, KTBST

Fig 5: 3Q19-4Q20 revenue from America



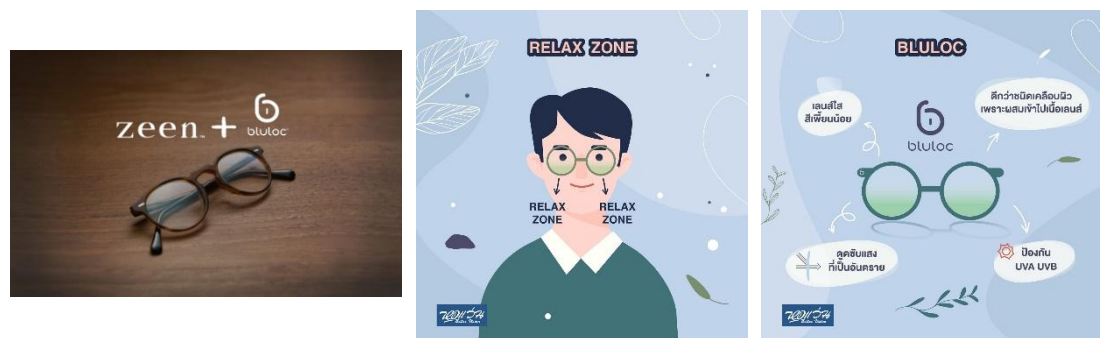
Source: Company

□ ปัจจัยบวกจากเทรนด์ Health awareness ที่เพิ่มสูงขึ้น

เรามองว่าบริษัทจะได้รับอานิสงส์จากเทรนด์การดูแลสุขภาพสายตาที่เพิ่มสูงขึ้น ได้แก่ การหันมาใช้แว่นตาเลนส์เพื่อกันแสงสีฟ้า หรือกรองแสงแดดเพื่อถนอมดวงตา โดยบริษัทได้พัฒนาและคิดค้นผลิตภัณฑ์เลนส์แว่นตาให้มีความหลากหลาย เช่น บริษัทได้ร่วมมือกับหออვნ (Better Vision) ออกผลิตภัณฑ์เลนส์แว่นตา Zaphire Lucen ซึ่งเป็นเลนส์ coating ที่ไม่มีสี และ Zaphire XIR ซึ่งช่วยตัดแสงอินฟราเรด รวมถึงออกผลิตภัณฑ์ zeen+bluloc ซึ่งช่วยปกป้องและดูแลดวงตาสำหรับการทำงานหน้าจอคอมพิวเตอร์ เล่นเกมส์ etc.

เราคาดบริษัทจะมีการพัฒนาผลิตภัณฑ์และเทคโนโลยีใหม่ ๆ ในลักษณะนี้อย่างต่อเนื่องเพื่อตอบสนองการเปลี่ยนแปลงของเทรนด์ผู้บริโภค แม้เทรนด์การทำเลสิกและการใช้คอนแทคเลนส์จะเพิ่มมากขึ้น แต่การทำเลสิกแก้ปัญหาสายตาได้เฉพาะบางกลุ่มคน ขณะที่กลุ่มผู้ใช้คอนแทคเลนส์ยังมีความจำเป็นต้องใช้แว่นตาหลังจากถอดคอนแทคเลนส์ ทำให้เรามองว่าอุปสงค์การใช้เลนส์แว่นตาจะยังมีอยู่ในระยะยาว

Fig 6: Example of new product (zeen+bluloc)



Source: Company, Better Vision

□ **สัญญาณการ turnaround ชัดเจนใน 4Q20 โดย GPM และระดับสูงสุดในรอบ 7 ไตรมาส**
 บริษัทรายงานกำไรปกติ 4Q20 ที่ 75 ล้านบาท พื้นตัวสูง +462% YoY, +377% QoQ แสดงถึงสัญญาณการ turnaround ของผลการดำเนินงาน โดยยอดขายกลับมาเพิ่มสูงขึ้นในเกือบทุกภูมิภาคยกเว้นตลาดยุโรป ส่งผลให้ GPM และระดับสูงสุดในรอบ 7 ไตรมาสที่ 23.4% เทียบกับ 4Q19 ที่ 14.0% และ 3Q20 ที่ 10.7% ผลการดำเนินงานที่เพิ่มสูงขึ้นหนุนโดยกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่เริ่มกลับมาและ pent-up demand หลังบางประเทศมีการคลายล็อกดาวน์, การเปลี่ยนแนวโน้มค่าสำหรับผู้มีประกันสุขภาพสายตาในต่างประเทศ ซึ่งส่วนใหญ่จะตัดรอบกรรมวิธีในช่วงสิ้นปี, และอานิสงส์ช่วงไฮซีซั่น ขณะที่การผลิตบริษัทกลับสู่ระดับปกติอีกครั้งในช่วงปลายเดือน ก.ย. 2020

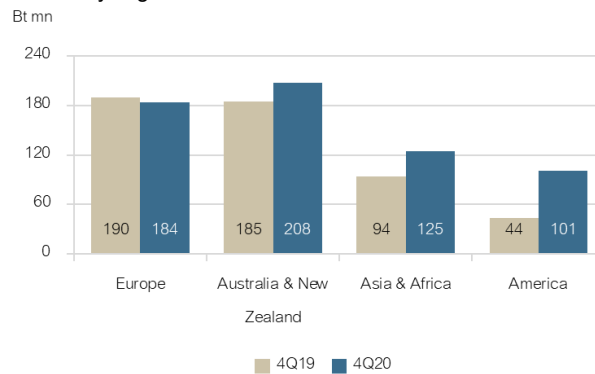
เราประเมินผลการดำเนินงาน 1H21E จะพลิกเป็นกำไรพื้นตัว YoY จากสถานการณ์ COVID-19 และการขนส่ง logistics ที่กลับมาดีขึ้น และการเร่งฉีดวัคซีนในภูมิภาคต่าง ๆ

Fig 7: 4Q20 results review

FY: Dec (Bt mn)	4Q20	4Q19	YoY	3Q20	QoQ	2020	2019	YoY
Revenues	623	520	19.8%	536	16.2%	1,838	2,001	-8.2%
CoGS	(477)	(447)	6.8%	(478)	-0.3%	(1,565)	(1,637)	-4.4%
Gross profit	146	73	99.8%	57	153.8%	273	364	-25.0%
SG&A	(63)	(69)	-9.0%	(55)	13.4%	(226)	(251)	-9.9%
EBITDA	137	56	143.1%	54	155.3%	250	323	-22.5%
Other inc./exps	7	5	29.1%	5	44.9%	15	20	-24.1%
Interest expenses	(2)	(2)	-12.4%	(3)	-24.8%	(10)	(11)	-7.5%
Income tax	(12)	7	n.m.	12	n.m.	16	6	147.8%
Core profit	75	13	462.4%	16	376.6%	68	129	-47.0%
Net profit	63	13	401.4%	21	202.8%	69	132	-47.9%
EPS (Bt)	0.13	0.03	401.4%	0.04	202.8%	0.15	0.28	-47.9%
Gross margin	23.4%	14.0%		10.7%		14.9%	18.2%	
Net margin	10.1%	2.4%		3.9%		3.7%	6.6%	

Source: Company

Fig 8: 4Q19 vs 4Q20 revenue by region



Source: Company

□ ประเมินกำไรปกติปี 2020-22E โตเฉลี่ย +51%

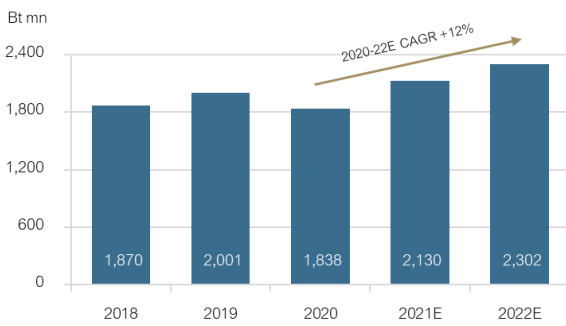
เราประเมินกำไรปกติในช่วง 2 ปีข้างหน้าขยายตัวสูงถึง +51% (CAGR 2020-22E) โดยคาดการณ์กำไรปกติปี 2021E กลับมา turnaround พื้นตัว +104% YoY จาก

1) รายได้เพิ่มขึ้น +16% YoY หลัก ๆ หนุนโดยตลาดยุโรปและอเมริกาปรับตัวสูง +44% YoY และ +29% YoY ตามลำดับ ตามเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวหลังสถานการณ์ COVID-19 คลี่คลายขึ้น, การขยาย warehouse ในภูมิภาคยุโรป, และส่วนแบ่งการตลาดในตลาดอเมริกาที่เพิ่มมากขึ้น,

2) GPM ปรับขึ้นเป็น 19.5% จากปี 2020 ที่ 14.9% ตามปริมาณคำสั่งซื้อที่ดีขึ้น และการขยายผลิตภัณฑ์ที่มีมาร์จิ้นสูง ได้แก่ กลุ่มเลนส์สังกะสีพิเศษเฉพาะบุคคล และเลนส์พลาสติกมูลค่าเพิ่ม เช่น เลนส์บางพิเศษ เลนส์กันแรงกระแทกสูง และเลนส์เปลี่ยนสี, และ

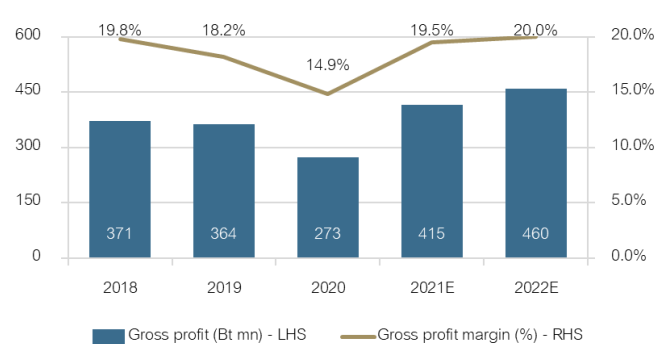
3) SG&A/Sale ลดลงเป็น 12% จากปี 2020 ที่ 12.3% ส่วนหนึ่งเราคาดได้อานิสงส์จากการปรับเปลี่ยนสายการผลิตเป็นระบบ automation ส่งผลให้ประสิทธิภาพการผลิตเพิ่มสูงขึ้น

Fig 9: 2018-22E revenue



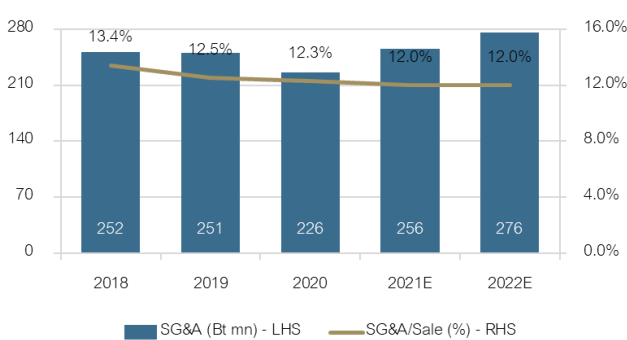
Source: Company, KTBST

Fig 10: 2018-22E gross profit



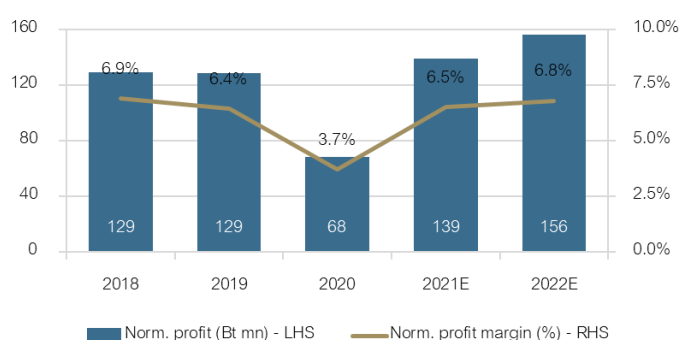
Source: Company, KTBST

Fig 11: 2018-22E SG&A/Sale



Source: Company, KTBST

Fig 12: 2018-22E normalized profit



Source: Company, KTBST

VALUATION

ประเมินราคาเหมาะสมที่ 6.00 บาท

เราประเมินราคาเหมาะสมที่ 6.00 บาท อิง 2021E PER 20.6x และ EPS ที่ 0.29 บาท เทียบเท่า 5-yr average PER โดยเรามองว่าหุ้น TOG ควรเทรดระดับค่าเฉลี่ยซึ่งใกล้เคียงในช่วงปี 2019 จากแนวโน้มกำไรปกติที่จะกลับไปใกล้เคียงปีดังกล่าว เรามีมุมมองบวกต่อ TOG จากทิศทางผลการดำเนินงานที่ชัดเจนว่าผ่านจุดต่ำสุดแล้วจากการกลับมาฟื้นตัวโดดเด่นใน 4Q20 โดยเราประเมินกำไรปกติปี 2021E ฟื้นตัวต่อเนื่อง +104% YoY และคาดจะเติบโตเฉลี่ยสูงถึง +51% ในช่วง 2 ปีข้างหน้า (CAGR 2020-22E) ขณะที่ปัจจุบันเทรดที่ 2021E PER เพียง 15x (-1SD below 5-yr average PER) นอกจากนี้เรามองว่าบริษัทมี catalyst จากเทรนด์ Health awareness ที่เพิ่มสูงขึ้นซึ่งจะช่วยหนุนอุปสงค์เลนส์แว่นตาในระยะยาว สำหรับความเสี่ยงด้านค่าเงิน แม้รายได้ส่วนใหญ่มาจากต่างประเทศ แต่บริษัทป้องกันความเสี่ยงด้วยวิธี natural hedging เนื่องจากวัตถุดิบในการผลิตทั้งหมดต้องสั่งซื้อจากต่างประเทศ

Fig 13: TOG's PER band



Source: Bloomberg, KTBST

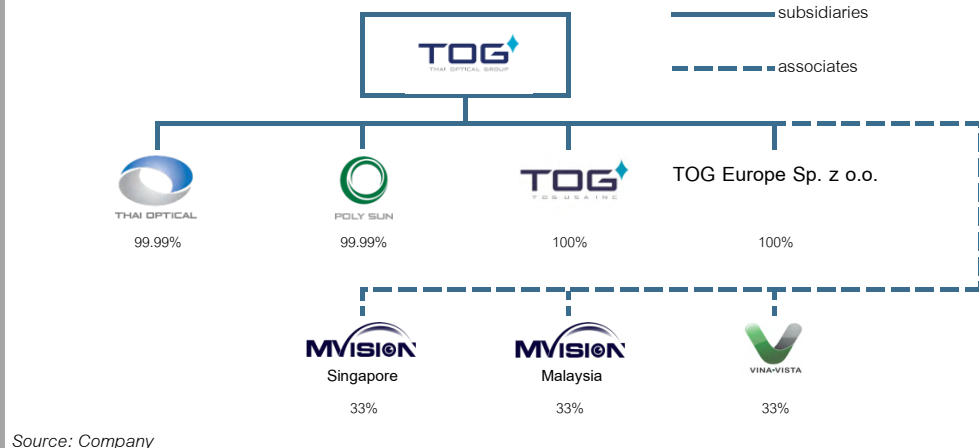
COMPANY PROFILE

บริษัท ไทยออปติคอลล กู๊ป จำกัด (มหาชน) หรือ TOG ประกอบธุรกิจผลิตและจัดจำหน่ายเลนส์แว่นตา ซึ่งผลิตตามคำสั่งซื้อภายใต้เครื่องหมายการค้าของลูกค้า (OEM) และจำหน่ายภายใต้เครื่องหมายการค้าของบริษัทเอง โดยจัดจำหน่ายสินค้าให้กับผู้ค้าส่งทั้งในและต่างประเทศ มีฐานลูกค้าอยู่ในทุกภูมิภาคมากกว่า 50 ประเทศทั่วโลก ทั้งกลุ่มลูกค้าที่เป็นผู้ผลิต ผู้จัดจำหน่าย กลุ่มร้านค้าปลีกขนาดใหญ่ กลาง และเล็ก ฐานรายได้บริษัทส่วนใหญ่เป็นกลุ่มลูกค้าในต่างประเทศ ซึ่งมีสัดส่วนรายได้ประมาณ 95% และกลุ่มลูกค้าในประเทศ 5%

ผลิตภัณฑ์ของบริษัทสามารถแบ่งออกเป็น 4 กลุ่ม (ตามการแบ่งโครงสร้างรายได้) ดังนี้

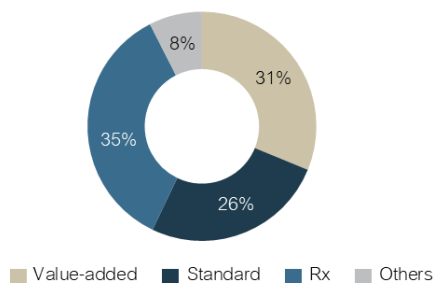
- 1) เลนส์พลาสติกธรรมดา (Standard)
- 2) เลนส์พลาสติกมูลค่าเพิ่ม (Value-added) ประกอบด้วยเลนส์บางพิเศษ เลนส์เปลี่ยนสี เลนส์กันแรงกระแทกสูง เลนส์กันแดด และเลนส์โพลารไรซ์
- 3) เลนส์สั่งฝนพิเศษ (Rx lenses/Prescription lenses)
- 4) เลนส์กระจก สินค้า และบริการอื่น ๆ ได้แก่ แม่แบบแก้วที่ใช้ในกระบวนการผลิตเลนส์สายตาสถิตสินค้าเข้ามาเพื่อขายต่อ และการให้บริการเคลือบเคมีผิวแข็งและเคลือบเคมีตัดแสงสะท้อน

Fig 14: Shareholding structure



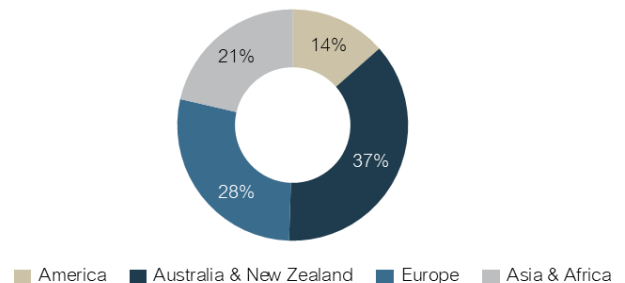
Source: Company

Fig 15: 2020 revenue breakdown by product



Source: Company

Fig 16: 2020 revenue breakdown by region



Source: Company

Quarterly income statement

(Bt mn)	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20
Sales	520	455	224	536	623
Cost of sales	(447)	(381)	(228)	(478)	(477)
Gross profit	73	74	(4)	57	146
SG&A	(69)	(63)	(45)	(55)	(63)
EBITDA	56	59	1	54	137
Finance costs	(2)	(2)	(3)	(3)	(2)
Core profit	13	19	(42)	16	75
Net profit	13	38	(53)	21	63
EPS	0.03	0.08	(0.11)	0.04	0.13
Gross margin	14.0%	16.3%	-1.8%	10.7%	23.4%
EBITDA margin	10.8%	13.0%	0.3%	10.0%	22.0%
Net profit margin	2.4%	8.4%	-23.7%	3.9%	10.1%

Balance sheet

FY: Dec (Bt mn)	2018	2019	2020	2021E	2022E
Cash & deposits	143	116	389	232	253
Accounts receivable	340	362	373	387	419
Inventories	871	879	818	857	921
Other current assets	26	41	45	48	53
Total cur. assets	1,381	1,398	1,626	1,525	1,645
Investments	35	32	32	35	37
Fixed assets	1,091	1,054	1,015	1,037	1,069
Other assets	54	99	139	141	143
Total assets	2,560	2,582	2,811	2,737	2,894
Short-term loans	262	337	557	446	526
Accounts payable	173	210	257	256	275
Current maturities	73	51	48	31	28
Other current liabilities	8	13	1	10	10
Total cur. liabilities	516	611	863	742	838
Long-term debt	148	85	64	63	66
Other LT liabilities	58	79	77	91	104
Total LT liabilities	206	163	141	154	170
Total liabilities	722	774	1,005	896	1,008
Registered capital	475	475	475	475	475
Paid-up capital	474	474	474	474	474
Share premium	482	482	482	482	482
Retained earnings	714	688	683	718	763
Others	168	164	167	167	167
Minority interests	0	0	0	0	0
Shares' equity	1,837	1,808	1,807	1,841	1,886

Cash flow statement

FY: Dec (Bt mn)	2018	2019	2020	2021E	2022E
Net profit	146	132	69	139	156
Depreciation	191	189	188	191	198
Chg in working capital	(86)	(2)	94	(55)	(76)
Others	(6)	(19)	(13)	22	14
CF from operations	245	301	337	297	292
Capital expenditure	(95)	11	(22)	(213)	(230)
Others	(35)	(178)	(118)	(7)	(10)
CF from investing	(130)	(167)	(141)	(220)	(240)
Free cash flow	115	134	196	77	52
Net borrowings	(9)	(10)	196	(129)	80
Equity capital raised	0	0	0	0	0
Dividends paid	(157)	(152)	(71)	(104)	(111)
Others	(6)	(0)	(50)	0	0
CF from financing	(171)	(162)	74	(234)	(32)
Net change in cash	(56)	(28)	271	(157)	20

Forward PER band

Income statement

FY: Dec (Bt mn)	2018	2019	2020	2021E	2022E
Sales	1,870	2,001	1,838	2,130	2,302
Cost of sales	(1,499)	(1,637)	(1,565)	(1,715)	(1,842)
Gross profit	371	364	273	415	460
SG&A	(252)	(251)	(226)	(256)	(276)
EBITDA	335	323	250	368	401
Depre. & amortization	(191)	(189)	(188)	(191)	(198)
Equity income	1	2	2	3	3
Other income	24	19	13	15	17
EBIT	144	134	63	177	204
Finance costs	(11)	(11)	(10)	(12)	(13)
Income taxes	(4)	6	16	(26)	(34)
Net profit before MI	129	129	68	139	156
Minority interest	0	0	0	0	0
Core profit	129	129	68	139	156
Extraordinary items	17	3	1	0	0
Net profit	146	132	69	139	156

Key ratios






FY: Dec (Bt mn)	2018	2019	2020	2021E	2022E
Growth YoY					
Revenue	-0.4%	7.0%	-8.2%	15.9%	8.1%
EBITDA	-15.3%	-3.7%	-22.5%	46.9%	9.2%
Net profit	-20.4%	-9.5%	-47.9%	102.0%	12.6%
Core profit	-33.7%	-0.2%	-47.0%	103.6%	12.6%
Profitability ratio					
Gross profit margin	19.8%	18.2%	14.9%	19.5%	20.0%
EBITDA margin	17.9%	16.1%	13.6%	17.3%	17.4%
Core profit margin	6.9%	6.4%	3.7%	6.5%	6.8%
Net profit margin	7.8%	6.6%	3.7%	6.5%	6.8%
ROA	5.7%	5.1%	2.4%	5.1%	5.4%
ROE	7.9%	7.3%	3.8%	7.5%	8.3%
Stability					
D/E (x)	0.26	0.26	0.37	0.29	0.33
Net D/E (x)	0.18	0.20	0.15	0.17	0.19
Interest coverage ratio	12.8	12.0	6.1	14.6	15.3
Current ratio (x)	2.67	2.29	1.88	2.05	1.96
Quick ratio (x)	0.99	0.85	0.94	0.90	0.86
Per share (Bt)					
Reported EPS	0.31	0.28	0.15	0.29	0.33
Core EPS	0.27	0.27	0.14	0.29	0.33
Book value	3.87	3.81	3.81	3.88	3.98
Dividend	0.28	0.25	0.12	0.23	0.26
Valuation (x)					
PER	14.23	15.72	30.20	14.95	13.28
Core PER	16.10	16.12	30.45	14.95	13.28
P/BV	1.13	1.15	1.15	1.13	1.10
EV/EBITDA	7.21	7.54	9.42	6.49	6.09
Dividend yield	6.4%	5.7%	2.7%	5.4%	6.0%

Source: Company, KTBST

Disclaimer: This report has been prepared by KTBST Securities PCL (KTBST). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, KTBST makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. KTBST has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, KTBST 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 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 KTBST. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

Corporate governance report of Thai listed companies 2020

CG rating by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)

Score	Symbol	Description	ความหมาย
90-100		Excellent	ดีเลิศ
80-89		Very Good	ดีมาก
70-79		Good	ดี
60-69		Satisfactory	ดีพอใช้
50-59		Pass	ผ่าน
< 50	No logo given	n.a.	n.a.

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลให้ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ เคทีบีเอสซี จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

KTBST: ความหมายของคำแนะนำ

- "ซื้อ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- "ถือ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- "ขาย" เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน (ไม่รวมเงินปันผล)

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

IOD disclaimer

The Corporate Governance Report (CGR) of Thai listed Companies is based on a survey and assessment of information which companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment ("listed companies") disclose to the public. The CGR is a presentation of information from the perspective of outsiders on the standards of corporate governance of listed companies. It is not any assessment of the actual practices of the listed companies, and the CGR does not use any non-public information. The CGR is not therefore an endorsement of the practices of the listed companies. It is not a recommendation for investment in any securities of any listed companies or any recommendation whatsoever. Investors should exercise their own judgment to analyze and consider any information relating to the listed companies presented in this CGR report. No representation or warranty is made by the Institute of Directors or any of its personnel as to the completeness or accuracy of the CGR report or the information used.

KTBST's stock rating definition

- BUY** The stock's total return is expected to exceed 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals and attractive valuations.
 - HOLD** The stock's total return is expected to be between 0% - 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals, but may lack of near-term catalysts or its valuations are not attractive.
 - SELL** The stock's total return is expected to fall below 0% or more over the next 6-12 months. Stock should be sold as negative total return is anticipated due to deteriorating fundamentals compared with its valuations.
- The stock's expected total return is the percentage difference between the target price and the current price, which excludes dividend yields.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

KTBST มีการจัดทำ ESG Rating (ESG: Environment, Social, Governance) เพื่อป้องกันความเสี่ยงจากการดำเนินงานที่มีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคมระดับใด โดยทาง KTBST ให้ความสำคัญกับการลงทุนในบริษัทที่มีการพัฒนาที่ยั่งยืน จึงได้จัดทำเกณฑ์ในการให้คะแนน ESG สำหรับหุ้นที่เรา Cover อยู่ สำหรับหลักเกณฑ์ในการประเมินคะแนน ESG ของ KTBST ทำการพิจารณาจาก 3 ด้าน ดังนี้

- **การจัดการด้านสิ่งแวดล้อม (Environment)** หมายถึง การที่บริษัทมีนโยบายและกระบวนการทำงานในองค์กรเพื่อจัดการสิ่งแวดล้อมอย่างชัดเจนและใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงมีการฟื้นฟูสภาพแวดล้อมทางธรรมชาติที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินธุรกิจ ซึ่งเราใช้เกณฑ์ด้านรายได้ของบริษัทว่าบริษัทนั้นๆ มีสัดส่วนรายได้ที่ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมเท่าไร
- **การจัดการด้านสังคม (Social)** การที่บริษัทมีนโยบายการบริหารทรัพยากรบุคคลอย่างเป็นธรรมและเท่าเทียม มีการส่งเสริมและพัฒนาพนักงานอย่างต่อเนื่องและมีคุณภาพ รวมถึงสนับสนุนคุณค่าให้มีการปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนที่บริษัทมีความเกี่ยวข้องให้เติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเราใช้เกณฑ์คะแนนจาก Bloomberg โดยการสำรวจรายงานต่างๆ ที่ไม่ใช่เชิงการเงิน ข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับบริษัท และกิจกรรมทาง NGO
- **บรรษัทภิบาล (Governance)** การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดำเนินงานอย่างโปร่งใส มีแนวทางการบริหารความเสี่ยงที่ชัดเจนต่อต้านทุจริตและคอร์รัปชัน ตลอดจนดูแลผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งรวมถึงการจ่ายภาษีให้แก่ภาครัฐอย่างโปร่งใส ซึ่งเราใช้เกณฑ์พิจารณาจาก CG rating ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ESG Rating ที่ KTBST ประเมินมี 5 ระดับ ได้แก่

1. Excellent ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 5
2. Very Good ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 4
3. Good ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 3
4. Satisfactory ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 2
5. Pass ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 1

สำหรับบริษัทที่มีข้อมูลไม่เพียงพอในการประเมินจะได้ rating เป็น n.a.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

KTBST believes environment, social and governance (ESG) practices will help determine the sustainability and future financial performance of companies. We thus incorporate ESG into our valuation model.

- **Environment.** Environment factors relate to corporate responsibility for its actions and how it manages its impact on the environment. KTBST analyzes revenue, which exposes to environment risks and opportunities.
- **Social.** Social factors deal with company's relationship with its employees and vendors. That also includes company's initiatives related to employee health and well-being, as well as community involvement. KTBST's evaluation on social practices is based on Bloomberg, which measure from company's social responsibility news.
- **Governance.** Corporate government factors include company's transparency, decision-making structure, concrete risk assessment method, treatment of minority shareholders and anti-corruption practices. KTBST conduct this analysis based on IOD's scores.

KTBST's ESG ratings score from 1-5

1. Excellent scores at 5
2. Very Good scores at 4
3. Good scores at 3
4. Satisfactory scores at 2
5. Pass scores at 1

KTBST provides "n.a." in cases of insufficient data.

Disclaimer: บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ เคทีบีเอสที จำกัด (มหาชน) มีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอและเผยแพร่บทวิเคราะห์ให้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนทั่วไป โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของข้อมูลที่ได้เปิดเผยต่อสาธารณชนอื่นเชื่อถือได้ และมีได้มีเจตนาเชิญชวนหรือชี้แนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด ดังนั้น บริษัทหลักทรัพย์ เคทีบีเอสที จำกัด (มหาชน) จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการใช้บทวิเคราะห์ฉบับนี้ทั้งทางตรงและทางอ้อม และขอให้นักลงทุนใช้ดุลพินิจพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

Disclaimer: This report has been prepared by KTBST Securities PCL (KTBST). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, KTBST makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. KTBST has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, KTBST 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 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 KTBST. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.