



COMPANY NOTE

SET / Industrials /Automotive

EASON PAINT PCL.(EASON)

28 กุมภาพันธ์ 2561

ราคาปิด 3.86 บาท

"ถือ" ราคาเหมาะสม 3.78 บาท

EARNINGS FORECAST

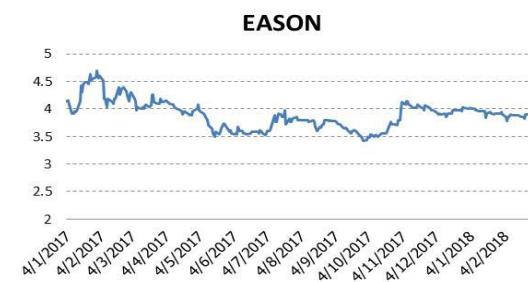
Year to Dec	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E
Net profit (Btm)	65.7	71.3	88.6	87.3	96.0
EPS (Bt)	0.23	0.25	0.19	0.15	0.17
EPS Growth (%)	-32%	9%	-24%	-19%	10%
P/E (x)	16.81	15.49	20.32	25.06	22.78
BV (Bt)	2.19	2.31	2.18	2.08	2.13
PBV (x)	1.77	1.67	1.77	1.86	1.81
DPS (Bt)	0.12	0.04	0.05	0.10	0.11
Yield (%)	3.1%	1.0%	1.3%	2.6%	2.8%

Source: Company Reports and Globlex Securities Estimates

PERTINENT INFORMATION

SET Index	1,830.39
Market Cap.	Bt2,188.95m
Total Shares	567.084m common share Par Bt.1.00
Major Shareholders as of May 12, 2017	
บริษัท เอกแสวง โฮลดิ้งส์ จำกัด	32.71%
นายคณพศ นิจศิริวัช	11.54%
บริษัท ไทยเอ็นวีดีอาร์ จำกัด	5.48%
% Free Float	52.88%

Source: SET Smart



Analyst Coverage

Tanawin Pichatsiripohn

02 672-5940

tanawin@globlex.co.th

Anti-Corruption score : N/A

CORPORATE GOVERNANCE

CG Rating

N/A

ปรับกำไรปี 61 ลดลง 16% ราคาหุ้น Fully Valued

- กำไรชะลอตัวสวนทางรายได้ หลังมีรายจ่ายทางภาษีเพิ่มขึ้นมาก
- ปรับลดกำไรปี 61 ลง 16% แม้ APCON อาจได้รับงานเพิ่มเติมจาก SKE
- Dilution บทการเติบโตที่ต่ำกว่าคาด สะท้อนราคาหุ้นปัจจุบันที่เต็มมูลค่า ปรับลดคำแนะนำเป็น "ถือ"

ประเด็นสำคัญในการลงทุน :

- กำไรชะลอตัวสวนทางรายได้ หลังมีรายจ่ายทางภาษีเพิ่มขึ้นมาก : รายงานกำไรสุทธิงวด 4Q60 อยู่ที่ 22.9 ล้านบาท ชะลอตัว 5.8%QoQ และ 8.93%YoY สวนทางรายได้จากการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้น 5.8%YoY ซึ่งหลักๆมาจากการเติบโตของธุรกิจสีเคลือบกระเบื้อง (สัดส่วนรายได้ 67%) 9.2%YoY และอัตรากำไรขั้นต้นที่ปรับเพิ่มขึ้นจาก 39.7% ในช่วงเดียวกันของปีก่อนหน้า มาอยู่ที่ 42.7% แต่ถูกหักล้างโดยอัตราค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อรายได้รวม ที่เพิ่มขึ้นจาก 26% มาอยู่ที่ 29% กอปรกับ Effective Tax Rate ที่เพิ่มขึ้นจากระดับ 10 – 12% มาอยู่ที่ 15 – 22% อย่างไรก็ตามยังสามารถสร้างการเติบโตในระดับ EBITDA ได้ที่ราว 7.2%YoY
- ปรับลดกำไรปี 61 ลง 16% แม้ APCON อาจได้รับงานเพิ่มเติมจาก SKE : ผลประกอบการปี 60 ออกมาต่ำกว่าที่คาด 18% โดยชะลอตัวราว 1.30%YoY หลักๆเกิดจาก 1) รายได้รวมต่ำกว่าคาดราว 5.6% และ 2) การรับรู้ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัท รวมทั้ง "ORIGIN" และ "APCON" ที่น้อยกว่าคาดราว 10 ล้านบาท โดยรวมเป็นผลให้ฝ่ายวิจัยปรับลดการเติบโตของรายได้ในธุรกิจหลักลง 8.1% สะท้อนธุรกิจ在不同ประเทศที่ยังคงต้องติดตามทั้งการเพิ่มส่วนแบ่งการตลาดจากการยอมรับของผู้สั่งซื้อรายหลัก ตลอดจนตัวเลขการเติบโตของอุตสาหกรรมยนต์ในประเทศเวียดนามและอินโดนีเซีย ขณะที่ในด้านส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม คาค ORIGIN ทรงตัว ขณะที่ APCON มีโอกาสได้รับงานเพิ่มเติม คือการก่อสร้างโรงไฟฟ้าชีวมวลขนาด 9.9 MW (เป็นงานจากกิจการซื้อธุรกิจของ SKE) แบบ Turnkey มีมูลค่าโครงการ 513 ล้านบาท มีกำหนดระยะเวลาก่อสร้าง 14 เดือน เบื้องต้นคาดเริ่มก่อสร้างอย่างเป็นทางการในงวด 1Q61 และคาดจะสร้างส่วนแบ่งกำไรส่วนเพิ่มให้แก่ EASON ราว 7.5 ล้านบาทในปี 61 ขณะที่ปรับเพิ่ม Effective Tax Rate ขึ้นจาก 9.2% มาอยู่ที่ 17.3% โดยรวมจึงปรับลดประมาณการกำไรปี 61 ลดลง 16% มาที่ 96 ล้านบาท เติบโต 10%YoY
- Dilution บทการเติบโตที่ต่ำกว่าคาด Downside จำกัดแต่ Upside ยังต้องรอ ปรับเป็น "ถือ" : การเติบโตที่ต่ำกว่าคาด บวกกับ Dilution Effect จาก EASON-W2 เป็นผลให้ราคาหุ้นปัจจุบันของ EASON คิดเป็น Current PER กว่า 25 เท่า ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยย้อนหลังตั้งแต่ต้นปี 60 (ช่วงเวลาหลังจากที่ EASON เข้าซื้อ APCON) ที่ 22.3 เท่า ฝ่ายวิจัยจึงปรับลดมูลค่าพื้นฐานลงมาอยู่ที่ 3.78 บาท อิง Prospective PER ที่ 22.3 เท่า สะท้อนราคาหุ้นที่ค่อนข้าง Fully Valued แล้ว แต่อย่างไรก็ตามแนวโน้มผลประกอบการของบริษัทที่ยังคาดหวังต่อการทยอยรับจ้างผลิตเพิ่มขึ้นได้จากฐานที่ต่ำในสาขาต่างประเทศ สะท้อน Downside Risk ที่ค่อนข้างจำกัด ส่วน Upside Risk ขึ้นอยู่กับเวลา จึงปรับลดคำแนะนำเป็น "ถือ" ล่าสุดประกาศจ่ายเงินปันผล 0.1 บาทต่อหุ้น คิดเป็น Div. Yield 2.6% ขึ้น XD วันที่ 23 เม.ย. 61

ตารางแสดงผลการดำเนินงาน

(MB)	4Q59	3Q60	%QoQ	4Q60	%YoY
Sales	138	143	1.7%	145	5.8%
COGS	83	80	4.2%	83	0.5%
Gross Profit	55	63	-1.6%	62	13.7%
SG&A	36	47	-7.0%	44	21.8%
Net Profits	24	25	-8.9%	23	-5.8%
EPS(Bt)	0.19	0.18	-13.8%	0.15	-19.0%

ปัจจัยสนับสนุน - APCON เข้ารับงานใหม่ หนุนรับรู้ส่วนแบ่งกำไรต่อเนื่อง	ความเสี่ยง - การทยอยฟื้นตัวของส่วนธุรกิจที่ยังคงขาดทุนในต่างประเทศล่าช้ากว่าคาด
---	---

Source : Financial Statement