

วันจันทร์ที่ 1 กรกฎาคม พ.ศ. 2562

ILM

Fair value : 27

Indexlivingmall

อินเด็กซ์ ลิฟวิ่งมอลล์

ผู้นำธุรกิจค้าปลีกเฟอร์นิเจอร์และของตกแต่งบ้าน

ผู้นำธุรกิจร้านค้าปลีกจำหน่ายสินค้าเรื่องบ้านครบวงจร บวกกับ การปรับกลยุทธ์เพื่อรักษาการเติบโต โดยการขยายฐานรายได้ใหม่ และปรับปรุงประสิทธิภาพการดำเนินงาน คาดจะช่วยหนุนกำไรปี 2563-64 ให้เติบโตปีละ 8.3% แม้แนวโน้มอุตสาหกรรมเติบโตช้าลง ตามการแข่งขันที่มากขึ้น และภาวะเศรษฐกิจ

ผู้ผลิตและจำหน่ายเครื่องเรือนครบวงจร

มูลค่าอุตสาหกรรมเฟอร์นิเจอร์ไทยปี 2561 สูงราว 4.7 หมื่นล้านบาท หรือเติบโตเฉลี่ยปีละ 4.7% ในปี 2558-2561 แต่คาดว่าจะเริ่มน้อยลงหลังจากนี้ ตามภาวะเศรษฐกิจในประเทศที่เติบโตได้ช้าลง มาตราการควบคุมสินเชื่อสำหรับทรัพย์สิน (LTV) และการแข่งขันค่อนข้างสูง เนื่องจากมีผู้ประกอบการกว่า 2 พันราย และ หากพิจารณารายใหญ่ 6 รายแรก ซึ่งมีส่วนแบ่งตลาดรวมกัน 60% ILM ส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 20.0% รองมาคือ SB 16.2%, IKEA 10.6%, MODERN 6.6%, ECF 3.3%, CHIC 1.4% ทำให้อัตราการทำการกำไรสุทธิธุรกิจเฉลี่ย 4-5% แต่การที่ ILM เป็นผู้ผลิตรายใหญ่และครบวงจรเรื่องบ้าน ปรับกลยุทธ์ขยายฐานธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับเครื่องเรือน และเน้นที่มีอัตราการทำการกำไรสูง เช่น ให้บริการผลิตเฟอร์นิเจอร์สั่งตัด (Younique 4.0) ทำให้อัตราการทำการกำไรสุทธิเฉลี่ยสูง 6% เกินกว่าคู่แข่ง

ปรับกลยุทธ์ หนุนกำไรเติบโตราว 8.3% ในปี 2563-64

เงินที่ได้จาก IPO จะนำไปใช้ลงทุนเพื่อขยายธุรกิจ และคืนเงินกู้ โดยแผนลงทุน แยกเป็น ขยาย Index Living Mall และร้านเฟอร์นิเจอร์ต้นแบบในต่างจังหวัด ที่มีศักยภาพในการเพิ่มส่วนแบ่งตลาด รวม 5 แห่ง (680 ล้านบาท) และเปิดโชว์รูมบริการ Younique 4.0 เพิ่มเติมภายใน Index Living Mall (ใน 1Q62 มี Younique แล้ว 17 แห่ง) (60 ล้านบาท) และโครงการอื่น (536 ล้านบาท) อาทิ เพิ่มเครื่องจักรผลิตแบบอัตโนมัติ ติดตั้งโซลาร์รูฟท็อป เพื่อหนุนฐานรายได้ และประสิทธิภาพทำการกำไรธุรกิจ แต่ปี 2562 ประเมินกำไรยังทรงตัว จากปี 2561 เพราะมีค่าใช้จ่ายพนักงาน (ตามกฎหมายแรงงานใหม่) และดอกเบี้ยจ่ายที่เพิ่มขึ้น จากเงินกู้เพื่อจ่ายปันผลช่วงก่อน IPO แต่คาดผลการดำเนินงานกลับมาเติบโตใน 2 ปีถัดไป โดยคาดเติบโตเฉลี่ย 8.3% ปี 2563-2564 จากกลยุทธ์การขยายธุรกิจข้างต้น

มูลค่าพื้นฐานปี 2562 ถึง DCF เท่ากับ 27 บาท

ประเมินมูลค่าพื้นฐานอิง DCF (WACC 8.7%, Terminal Growth 2.5%) อยู่ที่ 27 บาท เทียบเท่า PER'62 ที่ 24.8 เท่า ใกล้เคียงค่าเฉลี่ย PER'62 ของ HMPRO และ MODERN ที่ซื้อขายราว 34.1 และ 17.4 ตามลำดับ ซึ่งมีธุรกิจที่ใกล้เคียงกับ ILM

การกระจายหุ้น IPO (ล้านหุ้น)		ก่อน IPO		หลัง IPO	
ประชาชนทั่วไป	105	กลุ่มครอบครัวปัทมสัทยาสนธิ		91.6%	72.6%
กรรมการ/พนักงาน	0	กลุ่มครอบครัวอุดมมหันตีสุข		7.2%	5.7%
ทุนเรียกชำระแล้ว (ล้านบาท)		ผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหาร		0.5%	0.4%
ก่อน IPO	2,000	ผู้ถือหุ้นอื่น		0.6%	0.5%
หลัง IPO	2,525	ประชาชนทั่วไป		0.0%	20.8%
ราคาพาร์ (บาท)	5.00	รวม		100.0%	100.0%
FY: ปีที่ 31 ธ.ค.		FY60A	FY61A	FY62F	FY63F
รายได้จากการขาย (ล้านบาท)		8,908	9,174	9,222	9,526
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)		494	543	551	596
EPS (บาท)		24.72	1.08	1.09	1.18
DPS (บาท)		10.00	1.25	6.13	0.59
BVS (บาท)		232.67	11.43	10.49	11.08
ROE (%)		11.1	11.8	11.2	10.9

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS/ EPS, DPS, BPS ปี 2560-61 คำนวณจากจำนวนหุ้น 20 ล้านหุ้น และ 400 ล้านหุ้น, เงินปันผลปี 2562 รวมเงินที่จ่ายก่อนเข้า IPO ทั้งสิ้น 6.125 บาทต่อหุ้น

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ดี บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส จำกัด ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใดๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงถึงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมีได้เป็นการชี้แนะ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือพันธะผูกพันใดๆ กับ บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส จำกัด ไม่ว่ากรณีใด

บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส จำกัด เป็นผู้จัดทำและรับประกันการจำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่มทุนของ ILM ในครั้งนี้ โดยการจัดทำเอกสารฉบับนี้เพื่อวัตถุประสงค์ในการนำเสนอข้อมูลและบทวิเคราะห์เท่านั้น การตัดสินใจลงทุนขึ้นกับดุลยพินิจของนักลงทุน

ระยะเวลาห้ามเผยแพร่รายงานฉบับนี้ (Black out period) ตั้งแต่วันที่ 2 ก.ค. 2562 จนถึงวันสิ้นสุดการจองซื้อ

ผู้ลงทุนควรอ่านรายละเอียดในหนังสือชี้ชวนก่อนตัดสินใจลงทุน

สุวัฒน์ วัฒนพพรหม

นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 044015

Suwat@asiaplus.co.th

กัฟพล อัครวรณัธชัย

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

ผู้ผลิตและจำหน่ายสินค้าเครื่องเรือนครบวงจร

บริษัท อินเด็กซ์ ลิฟวิ่งมอลล์ จำกัด (มหาชน) หรือ ILM ก่อตั้งในปี 2537 ภายใต้การนำของกลุ่มครอบครัวปัทมสัตยาสนธิ (ถือหุ้น ก่อน IPO) 91.6% ILM เป็นผู้นำร้านค้าปลีก สินค้าเฟอร์นิเจอร์ที่เกี่ยวข้องกับบ้าน (81.1% ของรายได้รวม) ครบวงจร และครอบคลุมลูกค้าทุกระดับ ผ่านช่องทางจำหน่ายทุกรูปแบบ โดยมีสินค้าที่ผลิตขึ้นเอง (40% ของยอดขาย) โดยบริษัทย่อย อินเด็กซ์ อินเตอร์เฟิร์น จำกัด (ถือหุ้น 99.99%) และส่วนที่เหลือ (60% ของยอดขาย) มาจากการจ้างผู้ผลิตภายนอก, การซื้อขาดภายใต้แบรนด์อื่น และสินค้าฝากขาย

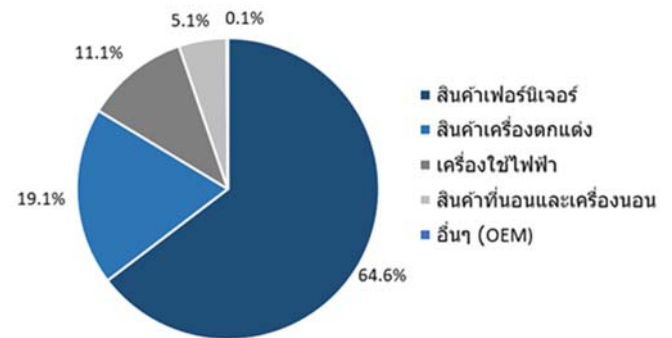
ในปี 2555 ILM ได้ขยายตัวธุรกิจให้บริการพื้นที่เช่า (5% ของรายได้รวม) ผ่านบริษัทย่อย บริษัท เดอะวอล์ค จำกัด (ถือหุ้น 99.99%) โดยเริ่มเปิดสาขา The Walk แห่งแรก ด้วยเป้าหมายที่ต้องการเพิ่มยอดขายให้แก่ธุรกิจหลัก ผ่านลูกค้าที่มาใช้บริการศูนย์การค้า ปัจจุบันมีการขยายสาขาในรูปแบบ The Walk, Little Walk และ Index Mall รวมทั้งสิ้น 9 แห่ง

โครงสร้างธุรกิจของ ILM



ที่มา : บริษัท

สัดส่วนยอดขายสินค้าแต่ละประเภทในปี 2561



ที่มา : บริษัท, รวบรวมโดยฝ่ายวิจัย ASPS

ทั้งนี้ ภาพรวมการประกอบธุรกิจ ของกลุ่ม ILM สามารถสรุปได้ดังนี้ (พิจารณาอย่างย่อ ดังตารางสรุป)

1. ธุรกิจหลัก จำหน่ายเฟอร์นิเจอร์

1.1 ร้านค้าปลีกของบริษัท (76% ของรายได้รวมบริษัท)

การจำหน่ายสินค้าผ่านหน้าร้านของบริษัท ประกอบด้วยทั้งแบรนด์ของบริษัท และที่ได้รับแฟรนไชส์จากต่างประเทศ แบ่งเป็น 2 ส่วน ได้แก่

- **Index Living Mall** มีสินค้าที่หลากหลาย และครบวงจร (One Stop Shopping) ปัจจุบันมีสาขารวม 36 แห่ง โดยมีการจำหน่ายสินค้าภายใต้แบรนด์หลักๆ คือ Index Furniture, WINNER, Logica รวมถึงแบรนด์สินค้า Younique Customized Furniture 4.0 ซึ่งเป็นเฟอร์นิเจอร์สั่งตัด ที่สามารถปรับให้ตรงกับความต้องการของลูกค้า
- **ร้านค้าปลีกเฉพาะกลุ่ม** ประกอบด้วย 3 ร้าน คือ 1) Trend Design ทั้งหมด 4 สาขา มีสินค้านิยามแบบ Italian Modern Style 2) Momentous รวม 3 แห่ง ซึ่งจำหน่ายสินค้าสไตล์ American Luxury และ 3) BoConcept ทั้งหมด 2 แห่ง ร้านแฟรนไชส์จากเดนมาร์ก รูปแบบ Urban Danish Design

1.2 ช่องทางอื่นในประเทศ (13% ของรายได้รวมบริษัท)

- **งานลูกค้าโครงการ** โดยจะเน้นไปที่การเจาะกลุ่มลูกค้ากลุ่มธุรกิจ สามารถแบ่งได้เป็น 2 กลุ่ม คือ 1) โครงการที่อยู่อาศัย (Home Project) โดยหลักคือ หมู่บ้านจัดสรร และ คอนโดมิเนียม 2) โครงการสำนักงาน (Logica Project) โดยกลุ่มลูกค้าหลักคือ สถาปนิก โรงพยาบาล สำนักงาน โรงแรม และมหาวิทยาลัย
- **ตัวแทนจำหน่าย** โดยปัจจุบันมีร้านตัวแทนจำหน่าย ทั้งในหัวเมืองใหญ่และเล็ก ภายใต้แบรนด์ WINNER Furniture Center รวม 25 แห่ง
- **ออนไลน์** ขายผ่านเว็บไซต์ของบริษัท www.indexlivingmall.com, แอปพลิเคชัน Lazada, Shopee และ Line (Index Chat to Shop)

1.3 ช่องทางขายต่างประเทศ (4% ของรายได้รวมบริษัท) 3 ช่องทาง คือ 1) แฟรนไชส์และตัวแทนจำหน่าย (รวม 17 ร้านค้า ใน 7 ประเทศ) ซึ่งจะได้รับสิทธิในการจำหน่ายสินค้าที่เป็นแบรนด์ของบริษัท 2) งานรับจ้างผลิต (OEM) และ 3) งานโครงการต่างประเทศ

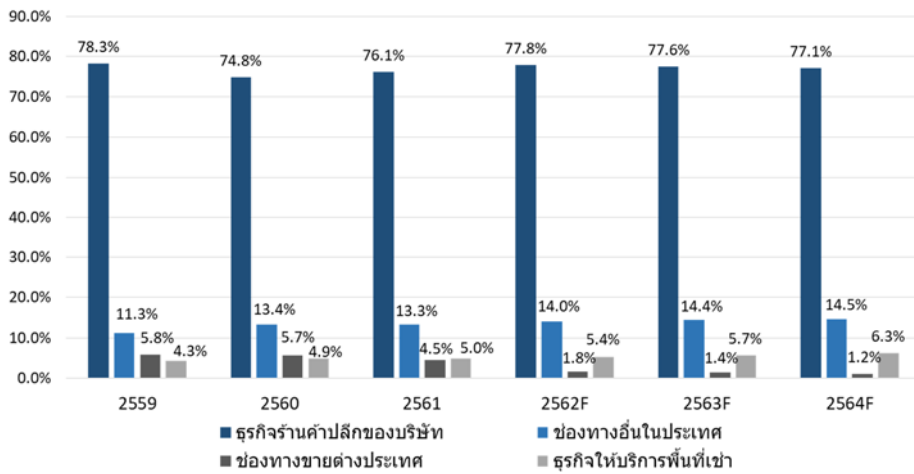
2. **ธุรกิจให้บริการพื้นที่เช่า** (5% ของรายได้รวมบริษัท) โดยมี 3 รูปแบบ คือ 1. คอมมูนิตี้มอลล์ขนาดใหญ่ (1.5 – 1.7 หมื่นตารางเมตร) คือ The Walk จำนวน 3 สาขา 2. คอมมูนิตี้มอลล์ขนาดเล็ก (3 – 5 พันตารางเมตร) Little Walk จำนวน 2 สาขา และ 3. พื้นที่ร้านค้าปลีกให้เช่าภายใน Index Living Mall หรือ Index Mall จำนวน 15 สาขา ภาพรวม 1Q62 มีพื้นที่ให้เช่าทั้งสิ้นกว่า 7.6 หมื่นตารางเมตร อัตราให้เช่าเฉลี่ย 78% รายได้ค่าเช่าเฉลี่ยต่อตารางเมตรต่อเดือนที่ราว 530 บาท

รูปแบบสาขา แนวคิดของแบรนด์ ลักษณะของสินค้า และกลุ่มลูกค้าเป้าหมาย

	แนวคิดของแบรนด์	ลักษณะสินค้า	กลุ่มลูกค้าเป้าหมาย
Index Furniture	ตอบใจทุกการแต่งบ้านอย่างสมารถ	สินค้าที่เรียบง่าย สินค้าที่ปรับแต่งตามความต้องการแตกต่างแต่ละตัว และคุ้มค่า	- อายุ 25 - 60 ปี - กลุ่มรายได้ปานกลางถึงสูง - โลฟิสต์ : คนเมืองที่มีความทันสมัยและชอบสินค้าที่มีความเป็นเอกลักษณ์
Trend Design	Italian Modern Style	สินค้าเฟอร์นิเจอร์คุณภาพสูง พร้อมดีไซน์สไตล์โมเดิร์น มีเอกลักษณ์เฉพาะตัว สินค้านำเข้าจากต่างประเทศ	- อายุ 35 – 50 ปี - กลุ่มรายได้ปานกลางถึงสูง - โลฟิสต์ : คนที่มีไลฟ์สไตล์เฉพาะตัว มีเอกลักษณ์ ชอบดีไซน์แปลกใหม่ การออกแบบที่ทันสมัย ไม่ซ้ำแบบใคร
Momentous	Live in the Moment	สินค้าเฟอร์นิเจอร์และของตกแต่งบ้านนำเข้า สไตล์อเมริกัน ลักชัวรี่ ที่มีความเรียบหรู เน้นความมีเอกลักษณ์และตัวตน	- อายุ 35 – 50 ปี - กลุ่มรายได้สูง - โลฟิสต์ : คนเมือง ที่ประสบความสำเร็จในชีวิต มีคลาส รสนิยมสูง ชอบความคลาสสิก
Boconcept	Urban Danish Design	สินค้าเฟอร์นิเจอร์และของตกแต่งบ้านนำเข้า สไตล์เดนิช มุ่งเน้นการดีไซน์ที่เหมาะสมกับพื้นที่ใช้สอย (Minimalist)	- อายุ 35 – 50 ปี - กลุ่มรายได้สูง - โลฟิสต์ : คนเมือง ที่ชอบดีไซน์ที่เรียบง่าย มีประโยชน์ในการใช้สอยสูง และเชื่อมั่นในแบรนด์นำเข้าจากต่างประเทศ
Younique 4.0	เป็นทุกพื้นที่ ครบทุกฟังก์ชัน เฉพาะคุณเท่านั้น	สินค้าเฟอร์นิเจอร์ Build-in ที่ลูกค้าสามารถออกแบบได้ด้วยตัวเอง กว่าล้านรูปแบบ	- อายุ 25 - 50 ปี - กลุ่มรายได้ปานกลางถึงสูง - โลฟิสต์ : คนเมืองที่มีความทันสมัยและเฉพาะตัว (Customization) และชอบนวัตกรรมแปลกใหม่ (Innovation)
WINNER	ตอบใจชีวิตอย่างเรียบง่าย ไม่ซับซ้อน	สินค้าเฟอร์นิเจอร์ร่วมสมัย ในราคาที่คุ้มค่า และเหมาะสม	- อายุ 20 – 50 ปี - กลุ่มรายได้ปานกลาง - โลฟิสต์ : คนเมืองที่ชอบความเรียบง่าย สินค้าที่มีประโยชน์ใช้สอยและคุ้มค่า
Logica	Professional Office Furniture	สินค้าเฟอร์นิเจอร์และอุปกรณ์ในสำนักงาน	- กลุ่ม : สถาปนิก ผู้ออกแบบตกแต่งสำนักงาน โรงพยาบาล หน่วยงานราชการ และรัฐวิสาหกิจ

ที่มา : ILM, รวบรวมโดยฝ่ายวิจัย ASPS

โครงสร้างสัดส่วนรายได้ของ ILM



ที่มา : บริษัท, รวบรวมโดยฝ่ายวิจัย ASPS

Index Living Mall, Trend Design, Momentous และ BoConcept

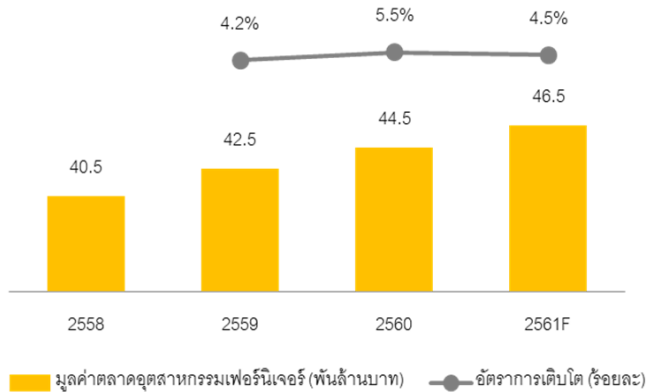


ที่มา : บริษัท, รวบรวมโดยฝ่ายวิจัย ASPS

ภาพรวมอุตสาหกรรมเฟอร์นิเจอร์ไม้ได้บ้าง

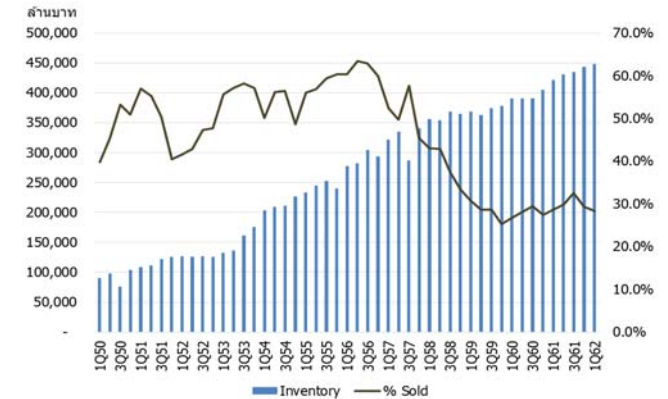
ด้านภาพรวมอุตสาหกรรมเฟอร์นิเจอร์ไทย แม้ข้อมูลจากกลุ่มผู้ประกอบการอุตสาหกรรมเฟอร์นิเจอร์ (TFIC) จะแสดงให้เห็นว่า มูลค่าการเติบโตอุตสาหกรรมดังกล่าวในปี 2558-61 จะสูงถึงเฉลี่ยปีละ 4.7% แต่หลังจากนี้ จากภาพรวมความต้องการที่มีแรงกดดันจากเศรษฐกิจไทยที่เติบโตช้าลง และมาตรการควบคุมสินเชื่อสงฆ์ทรัพย์สิน LTV (เงินให้สินเชื่อต่อมูลค่าหลักประกัน) ใหม่ ทำให้ฝ่ายวิจัยเชื่อว่า จะเติบโตช้าลง ตามอุตสาหกรรมเกี่ยวเนื่อง คือ ภาคอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งภาพดังกล่าวสะท้อนได้ชัดเจนจากสถานะอัตราสินค้าที่ขายเทียบกับมูลค่าสินค้าคงเหลือของอุตสาหกรรมปัจจุบันที่ลดลงเหลือเฉลี่ย 28%-30% (เทียบกับอดีตที่ 50%-60% พิจารณาได้ดังรูป) และสอดคล้องยอดขาย Pre-Sales ต่อมูลค่าโครงการโดยรวมของโครงการใหม่ๆ ในปัจจุบันที่ลดลง อย่างไรก็ตาม อุตสาหกรรมเฟอร์นิเจอร์นั้นยังมีความต้องการจากอีกกลุ่ม คือ กลุ่มบ้านเก่า ที่มียอดสะสมเพิ่มขึ้นในทุกๆ ปี ที่น่าจะเป็นกลุ่มที่ช่วยขับเคลื่อนอุตสาหกรรมได้อยู่บ้าง ซึ่งถือเป็นบวกต่อ ILM เนื่องจากเป็นกลุ่มลูกค้าที่มีนัยต่อยอดขาย

มูลค่าตลาดและอัตราการเติบโต ของอุตสาหกรรมเฟอร์นิเจอร์ไทย



ที่มา : บริษัท, ฝ่ายวิจัย ASPS

อัตราสินค้าที่ขายเทียบกับมูลค่าสินค้าคงเหลืออุตสาหกรรมอสังหาฯ

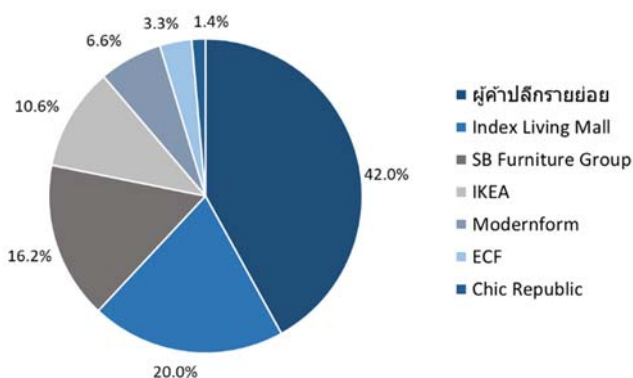


ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

อย่างไรก็ตาม ในด้านการแข่งขัน เชื่อว่า ILM ยังมีความได้เปรียบรายอื่น แม้อุตสาหกรรมจำหน่ายเฟอร์นิเจอร์ ถือเป็นธุรกิจที่มีผู้ประกอบการจำนวนมาก โดยมีนิติบุคคลที่จดทะเบียนกับกรมพัฒนาธุรกิจการค้า กระทรวงพาณิชย์จำนวน 2,007 ราย และมีส่วนแบ่งตลาดในอุตสาหกรรมราว 60% โดยผู้ประกอบการรายเล็กส่วนใหญ่เป็นธุรกิจที่มีลักษณะซื้อมา – ขายไป หรือสั่งผลิตแบบ OEM ซึ่งใช้เงินลงทุนไม่สูง และบางรายเน้นจำหน่ายสินค้าเป็นรายประเภท เช่น เตียง, โซฟา ขณะที่ส่วนแบ่งตลาดที่เหลือราว 40% กระจุยอยู่กับผู้จำหน่ายเฟอร์นิเจอร์รายใหญ่ 6 บริษัท ได้แก่ 1. กลุ่ม ILM 2. กลุ่ม SB Furniture 3. กลุ่ม IKEA (บริษัท อีคานอ) 4. กลุ่ม MODERN (Modernform) 5. กลุ่ม ECF 6. กลุ่ม CHIC (CHIC Republic)

โดยทั้ง 6 รายที่มีจุดเด่นสำคัญเหนือกว่ารายย่อย 2 ประการ คือ ความครบวงจรทั้งประเภทสินค้าและระดับราคา รวมถึงมีช่องทางจำหน่ายมากกว่า โดยใน 6 ราย แบ่งเป็นผู้ประกอบการที่จับตลาดลูกค้าทั่วไปและครอบคลุมทุกระดับ มีทั้งสิ้น 3 ราย หากอิงตามยอดขาย ILM ถือเป็นผู้ประกอบการที่จุดเด่น คือ มีส่วนแบ่งตลาดมากที่สุดราว 20.0% รองลงมา คือ กลุ่ม SB Furniture (ยังไม่จดทะเบียนในตลาดฯ) อยู่ที่ 16.2% ขณะที่อันดับ 3 คือ กลุ่ม IKEA มีส่วนแบ่งตลาดที่ 10.6% ส่วนกลุ่ม MODERN, ECF และ CHIC เน้นตลาดเฉพาะกลุ่ม (Niche Market) คือ เฟอร์นิเจอร์สำนักงาน, เฟอร์นิเจอร์รับจ้างผลิตให้โมเดิร์น เทรด และเฟอร์นิเจอร์หรูหร่า ตามลำดับ

ส่วนแบ่งตลาดเฟอร์นิเจอร์ในประเทศไทย



ที่มา : บริษัท, ฝ่ายวิจัย ASPS

จุดเด่นของผู้ประกอบการแต่ละราย

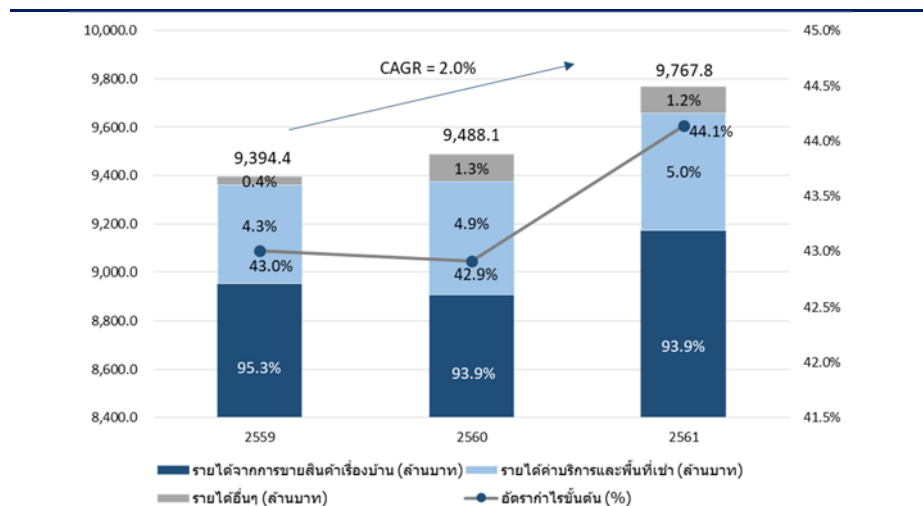
	จุดเด่น	แบรนด์สินค้าหลัก	จำนวนสาขา
SB Furniture	เฟอร์นิเจอร์ที่มีเอกลักษณ์เฉพาะตัวทันสมัย	SB Furniture, Konzept	45 สาขา, ตัวแทนจำหน่าย 134 ราย
IKANO	เฟอร์นิเจอร์ที่คำนึงถึงประโยชน์ใช้สอย (DIY)	IKEA	2
MODERN	เฟอร์นิเจอร์สำนักงาน	Modernform	9 สาขา, ตัวแทนจำหน่าย 6 ราย
ECF	เฟอร์นิเจอร์จากไม้ปาร์ติเคิลบอร์ด และยางพารา	ELEGA, Finna House, Fur Direct	20
CHIC	เฟอร์นิเจอร์รูปแบบหรูหรา	Chic, Rina Hey	4

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS *SB, IKANO และ Chic Republic เป็นบริษัทที่อยู่นอกตลาด

ภาพรวมยอดขายเติบโตจากการแข่งขันสูง

ทิศทางกำไรในช่วง 3 ปีที่ผ่านมาของ ILM เติบโตต่อเนื่องปีละ 5.3% โดยปัจจัยขับเคลื่อนสำคัญมาจากการปรับปรุงอัตรากำไรขั้นต้นที่ทำได้ จากกลยุทธ์สำคัญ คือ การเพิ่มสัดส่วนสินค้า Private Brand, การเพิ่มบริการใหม่ Yunique (บริการออกแบบและผลิตเฟอร์นิเจอร์บิวท์อิน ที่เข้ามาตอบโจทย์กลุ่มลูกค้าบ้านและคอนโด ซึ่งเดิมใช้บริการงานประเภทดังกล่าวกับผู้รับเหมารายย่อยซึ่งบางครั้งประสบปัญหาทีมงาน) ช่วยลดต้นทุนผลกระทบบ รายได้ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา ที่เติบโตเฉลี่ยราวปีละ 2% ส่วนหนึ่งคาดว่าเกิดจากภาวะการแข่งขันที่สูงขึ้น และปัญหาเศรษฐกิจที่ยังเติบโตช้า เป็นผลลบต่อการสั่งซื้อในประเทศกดดันการเติบโตยอดขายในประเทศ (89.5% ของยอดขาย) ให้เติบโตปีละ 1.9% ต่ำกว่าอุตสาหกรรมเฟอร์นิเจอร์ช่วงเดียวกันที่เติบโตได้ปีละ 4.7% อย่างไรก็ตาม ความสามารถในการรักษาฐานยอดขายของบริษัท ที่มั่นคงราวปีละ 9.0 พันล้านบาท ยังถือเป็นจุดเด่นสำคัญ นั้นมาจากการขยายสาขาใหม่ๆ ปีละ 1-2 แห่ง ขยายการเติบโตโดยยอดขายสาขาเดิมที่ค่อนข้างผันผวน

โครงสร้างรายได้ + Gross margin

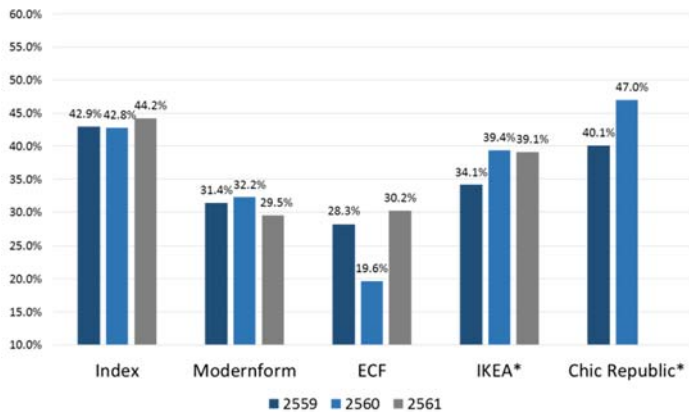


ที่มา : บริษัท, รวบรวมโดยฝ่ายวิจัย ASPS

- ประสิทธิภาพการกำไรโดดเด่นและมีช่องทางพัฒนาได้อีก

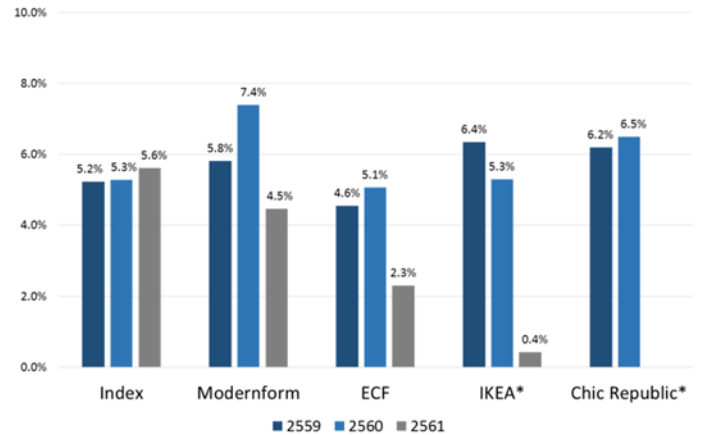
ILM ถือเป็นผู้ประกอบการที่มีอัตรากำไรขั้นต้นจากการขายที่สูง เมื่อเทียบกับรายอื่น (เฉลี่ยราว 43.3% ในปี 2559-61 เทียบกับกลุ่มที่ราว 30%) รวมถึงมียอดขายต่อสาขาต่อปีที่สูง ขณะที่ผู้เล่นรายอื่นๆ ส่วนใหญ่มีลักษณะคล้ายกัน คือ สามารถรักษายอดขายได้ในแต่ละปี แต่จะยังมีประสิทธิภาพกำไรและยอดขายต่อสาขาต่อปีที่ต่ำกว่า ทั้งนี้ ยกเว้น IKEA รายเดียวที่ยังเติบโตได้สูง และมีส่วนแบ่งตลาดเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง ขณะเดียวกันมียอดขายต่อสาขาต่อปีที่สูงด้วย แม้จะยังเป็นรองในด้านประสิทธิภาพกำไร แต่สะท้อนให้เห็นถึงการแข่งขันที่สูงขึ้นในอุตสาหกรรม

อัตรากำไรขั้นต้นการขายสินค้าเฟอร์นิเจอร์ผู้ประกอบการรายใหญ่



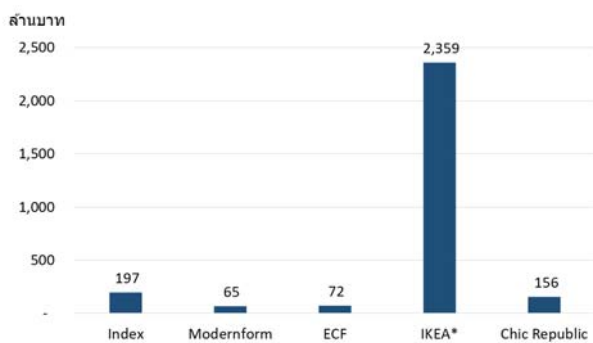
ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS *IKEA และ Chic Republic เป็นบริษัทที่อยู่นอกตลาด

อัตรากำไรสุทธิของผู้ประกอบการรายใหญ่



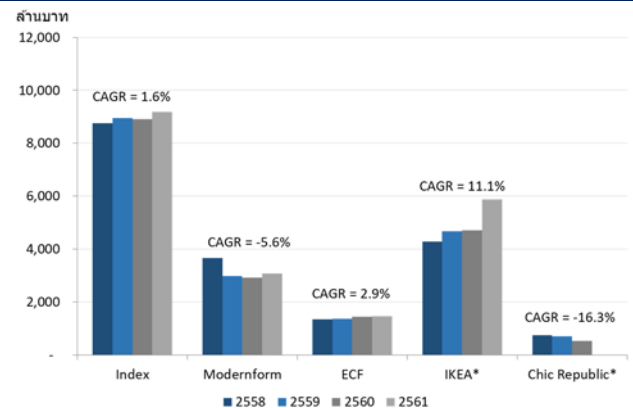
ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS * IKEA และ Chic Republic เป็นบริษัทที่อยู่นอกตลาด

เปรียบเทียบยอดขายต่อสาขาต่อปีของผู้ประกอบการรายใหญ่



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS *IKEA ปัจจุบันมีทั้งหมด 2 สาขา

ยอดขายและการเติบโตของยอดขายเฉลี่ยต่อปี ผู้ประกอบการรายใหญ่



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS * IKEA และ Chic Republic เป็นบริษัทที่อยู่นอกตลาด

จากประเด็นของอุตสาหกรรมที่เติบโตช้าลง และการแข่งขันที่สูงขึ้น ดังกล่าว ยังมีอีกช่องทางที่ชะลอตัว คือ ธุรกิจต่างประเทศของ ILM ที่เติบโตได้น้อยลง หลังมีการยกเลิกสัญญาแฟรนไชส์ของคู่ค้าในเวียดนาม และการปิดกิจการในมาเลเซีย ทำให้ ILM ต้องหันมาปรับตัวมากขึ้น เพื่อหันมารักษาเป้าหมายการเติบโตธุรกิจในประเทศให้ใกล้เคียงกับอุตสาหกรรมมากขึ้น โดยในด้านยอดขายจากนี้ เริ่มแผนขยายตัวในตลาดที่ยังมีส่วนแบ่งตลาดต่ำ คือ ต่างจังหวัด ด้วยแบรนด์ WINNER Furniture Center รวมถึงการรื้อตลาดลูกค้าระดับบน ผ่านร้านค้ารูปแบบใหม่ที่เน้นเฟอร์นิเจอร์นำเข้าซึ่งยังเป็นกลุ่มลูกค้าสูงสำหรับผู้ที่เติบโตได้ และการเปิดสาขาใหม่ๆ ของ ILM เองอย่างต่อเนื่อง นอกจากนี้ การพัฒนาประสิทธิภาพภายในจะยังดำเนินกลยุทธ์ให้ดีขึ้น ทั้งการควบคุมและบริหารค่าใช้จ่ายด้านพนักงานให้มีประสิทธิภาพ การติดตั้งโซลาร์รูฟที่ช่วยลดค่าไฟฟ้า, การเพิ่มสัดส่วนสินค้ามาจึ้นสูงด้วยบริการ Younique 4.0 เฟอร์นิเจอร์สั่งตัด ทำให้เชื่อว่าจะเป็นอีกจุดที่บริษัท สามารถพัฒนาได้ต่อเนื่อง จากภาพรวมข้างต้น จึงส่งผลให้ต้องมีการใช้เงินลงทุนเพิ่มเติมในอนาคต และนำมาสู่การ IPO ของบริษัทในครั้งนี้

เงินจากการออกหุ้น IPO เตรียมขยายธุรกิจ

บริษัทฯ จะนำเสนอขายหุ้นต่อประชาชนทั่วไป จำนวนทั้งสิ้น 105 ล้านหุ้น ราคาพาร์ 5.0 บาท คิดเป็นสัดส่วน 20.8% ของจำนวนหุ้นสามัญที่ออกและชำระแล้วทั้งหมดหลังการ IPO จำนวนรวม 505 ล้านหุ้น โดยคิดเป็นทุนจดทะเบียนชำระแล้ว 2,525 พันล้านบาท เทียบกับ สิ้นสุด มี.ค.62 ที่ 2.0 พันล้านบาท ทั้งนี้ วัตถุประสงค์ของการขายหุ้นเพิ่มทุนครั้งนี้ หลักๆ จะใช้เพื่อเป็นเงินทุนเพื่อ

1. ขยายสาขาใหม่ Index Living Mall 1 สาขา ที่ จ.จันทบุรี ในปี 2562 และ 2 สาขา ที่รามอินทรา และสุขาภิบาล 3 ในปี 2563
2. ขยายจำนวนโชว์รูมจัดแสดงบริการเฟอร์นิเจอร์สั่งตัดรูปแบบใหม่ Yunique Customized Furniture 4.0 (มาร์จิ้นสูงกว่าเฉลี่ย) ที่ลูกค้าสามารถออกแบบได้ตามความต้องการ พร้อมมีบริการติดตั้ง (มีให้บริการแล้ว 17 แห่ง จากสาขา Index ทั้งหมด 36 แห่ง) ซึ่งเชื่อว่าจะเป็นบริการที่สามารถตอบโจทย์ไลฟ์สไตล์คนรุ่นใหม่ ที่ต้องการความเฉพาะตัว สะดวก และรวดเร็วมากขึ้น ขณะที่ปัจจุบัน ILM เป็นผู้ประกอบการโมเดิร์น เทรด รายแรกที่มีบริการดังกล่าว ซึ่งเริ่มดำเนินการตั้งแต่ปี 2560 และต้องใช้เวลาในการเรียนรู้เทคโนโลยีกว่า 1 ปี ทำให้เชื่อว่าบริษัทมีข้อได้เปรียบมากกว่าคู่แข่งรายอื่นๆ ที่จะเข้ามาในอนาคต
3. ขยายร้านค้าเฟอร์นิเจอร์ขนาดเล็ก (Winner Furniture Center) จำนวน 2 สาขา ในปี 2562 ในรูปแบบการดำเนินงาน และบริหารด้วยบริษัทเอง (Company Owned Company Operated – CoCo) เพื่อหันมารุกตลาดต่างจังหวัด โดยมีแผนทดลองเปิดร้าน WINNER (เดิมร้านตัวแทนจำหน่ายรวม 25 แห่ง) เพื่อเป็นสาขาตัวอย่าง ให้กับผู้ที่สนใจในธุรกิจร้านค้าปลีกเฟอร์นิเจอร์ ซึ่งจะทำให้บริษัทสามารถควบคุมคุณภาพการจำหน่ายสินค้าและให้บริการของตัวแทนจำหน่ายได้ดีขึ้น โดยแบ่งเป็น 3 ขนาด (เล็ก กลาง และใหญ่, 1 พัน – 1.7 พันตร.ม.) โดยในปี 2562 ILM เตรียมเปิดร้าน WINNER Furniture Center 2 แห่ง และ ปลายวิจัย คาดเปิดอีก 1 แห่ง ในปี 2563 คาดช่วยดึงดูดตัวแทนจำหน่ายเข้ามามากขึ้น หนุนการต่อยอดรายได้ ในพื้นที่ต่างจังหวัด
4. ทำโครงการติดตั้งโซลาร์รูฟท็อป เพื่อลดค่าใช้จ่าย ในสาขา Index Living Mall รวม 6 แห่ง
5. โครงการอื่นๆ เช่น โครงการปรับปรุงประสิทธิภาพการผลิตของโรงงาน โครงการปรับปรุงร้านค้าปลีก และสำนักงานใหญ่ โครงการลงทุนด้านระบบเทคโนโลยี เป็นต้น
6. ใช้ชำระหนี้เงินกู้ยืมชั่วคราวเพื่อมาจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้นเดิม ในช่วงเดือนเม.ย.2562 ที่ 1.2 พันล้านบาท และ เดือนก.ค.2562 ที่ 1.25 พันล้านบาท

เฟอร์นิเจอร์สั่งตัด Yunique Customized Furniture 4.0



ที่มา : บริษัท, ปลายวิจัย ASPS

ร้าน WINNER Furniture Center

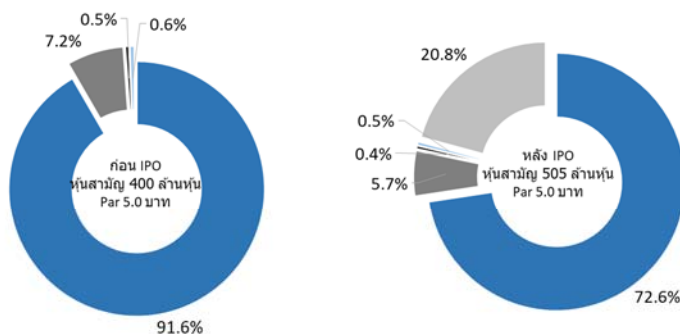


ที่มา : บริษัท, ปลายวิจัย ASPS

ทั้งนี้ ภายใต้หลักเกณฑ์ตลาดหลักทรัพย์ กำหนดให้กรรมการ ผู้จัดการ และผู้บริหาร รวมถึงผู้ที่เกี่ยวข้อง และผู้ถือหุ้นที่ถือหุ้น >5% ของทุนชำระแล้ว ห้ามขายหุ้น (Silent Period) สัดส่วน 55% ของทุนชำระแล้ว หรือ 277.75 ล้านบาท หลังเสนอขายหุ้น IPO เป็นระยะเวลา 1 ปีนับจากวันแรกที่บริษัทเข้าซื้อขาย ในตลาดฯ โดยหากครบ 6 เดือนแรกหลังเข้าซื้อขายในตลาดฯ จะสามารถขายได้จำนวน 25% ของหุ้นที่ติด Silent Period ดังกล่าว ส่วนที่เหลือ 75% ขายได้เมื่อครบกำหนด 1 ปี

ขณะที่ หุ้นส่วนที่เหลือที่ไม่ติด Silent Period จำนวน 23.31% ของทุนชำระแล้ว ซึ่งถือโดยกลุ่มครอบครัวปัทมสัทยาสนธิ และอุดมมหันตีสุข ได้มีการทำข้อตกลงกับผู้จัดการการจัดจำหน่าย และรับประกันการจำหน่าย โดยตกลงที่จะจำกัดสิทธิของตนเกี่ยวกับหุ้นจำนวนดังกล่าว ในทุกรูปแบบภายในระยะเวลา 1 ปี นับแต่วันที่หุ้นของบริษัทเข้าซื้อขายในตลาดฯ โดยจะสามารถขายได้เมื่อครบกำหนด 1 ปี

โครงสร้างการถือหุ้นก่อน และหลัง IPO



■ กลุ่มครอบครัวปัทมสัทยาสนธิ ■ กลุ่มครอบครัวอุดมมหันตีสุข ■ ผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหาร ■ ผู้ถือหุ้นอื่น ■ ประชาชนทั่วไป

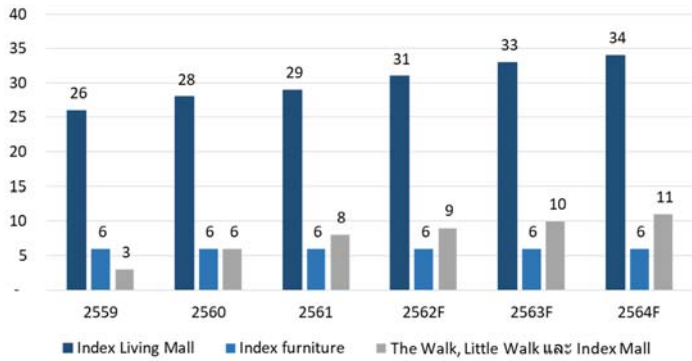
ที่มา : บริษัท, ฝ่ายวิจัย ASPS

แนวโน้มกำไรช่วงปี 2562-64 เติบโต 5.9% ต่อปี

ฝ่ายวิจัยคาดว่ากำไรปี 2562-64 จะเติบโต 5.9% yoy ปัจจัยขับเคลื่อนในปี 2562 เกิดจากที่ไม่ต้องรับรู้ผลขาดทุนจากการปิดกิจการธุรกิจจำหน่ายเฟอร์นิเจอร์ในประเทศมาเลเซีย ซึ่งสร้างผลกระทบรายจ่ายในปี 2561 ที่ราว 105.4 ล้านบาท และหากพิจารณาการดำเนินงานปกติของธุรกิจที่เหลือในประเทศ แม้คาดว่าจะปรับตัวดีขึ้นได้เล็กน้อย ด้วยการเติบโตจากการปรับปรุงอัตรากำไรขั้นต้น แต่ย่นน่าจะถูกหักล้างจากผลกระทบของ ค่าใช้จ่ายที่สูงกว่าปีปกติ ได้แก่ การบันทึกค่าใช้จ่ายพนักงานเพิ่มเติม (ตาม พ.ร.บ. แรงงานใหม่), และดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้น จากเม็ดเงินกู้ยืมที่นำมาจ่ายเงินปันผลแก่ผู้ถือหุ้นเดิม ภาพรวมกำไรปี 2562 ให้อาจจะยังทรงตัว yoy

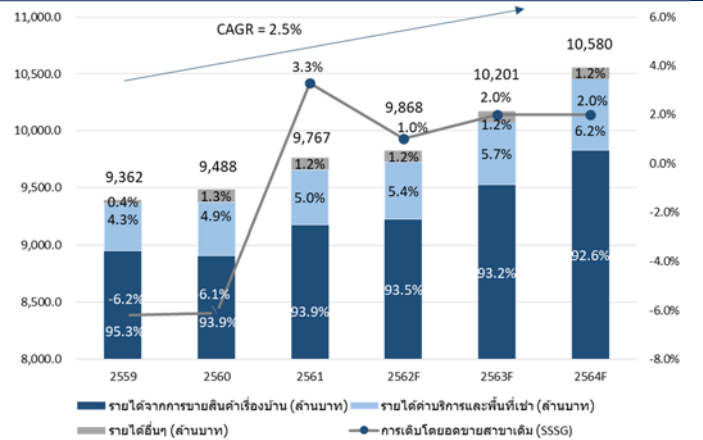
แต่อย่างไรก็ตาม ในปี 2563 คาดกลับมาเติบโตสูงขึ้นเป็น 8.3% จากการพัฒนาประสิทธิภาพทำกำไรดีขึ้นต่อเนื่องที่ชัดเจนขึ้น ทั้งจากกำไรขั้นต้น และสัดส่วน SG&A/Sales ที่คงที่ เพราะสามารถควบคุมค่าใช้จ่ายต่างๆ เข้มงวดตามแผน รวมถึงดอกเบี้ยจ่ายที่คาดว่าจะลดลง ภายหลังนำเงิน IPO บางส่วนไปคืนเงินกู้ที่ใช้จ่ายเงินปันผล

การขยายกำลังช่องทางหลักของ ILM



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

รายได้จากแต่ละช่องทาง และอัตราการเติบโตยอดขายสาขาเดิม



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

● สมมติฐานหลักในการประมาณการกำไร

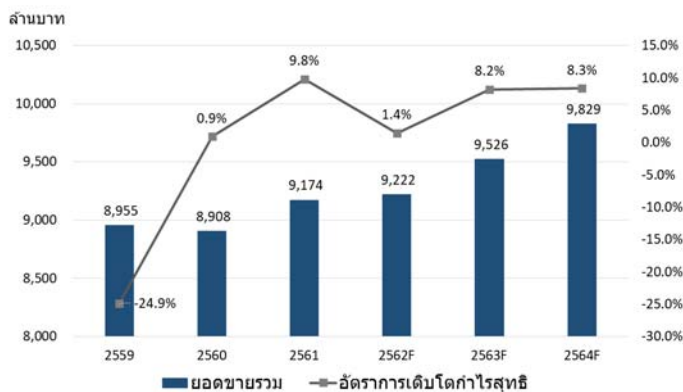
- **รายได้รวม:** คาดปี 2562 รายได้รวมเติบโต 1% โดยหลักจาก 1) ธุรกิจร้านค้าปลีกในประเทศ เติบโต 3.1% yoy ภายใต้สมมติฐาน SSSG เติบโต 1% บวกกับการเปิดสาขา Index Living Mall 2 แห่ง ขณะที่ 2) ช่องทางอื่นในประเทศ คาดเติบโต 6.4% yoy หนุนจากยอดขายออนไลน์ที่เติบโตต่อเนื่อง และ 3) รายได้ค่าเช่า คาดเติบโต 4.1% yoy จากการเปิดสาขา Index Living Mall ที่มีพื้นที่เช่า แต่หักล้างจากช่องทางขายต่างประเทศ ที่คาดว่าจะลดลง จากยอดขายแฟรนไชส์ในเวียดนาม และธุรกิจมาเลเซียที่หายไป ขณะที่ปี 2563 และปี 2564 คาดรายได้รวมเติบโต 3.4% และ 3.7% yoy ตามลำดับ
- **Gross margin:** ประเมินปี 2562 เพิ่มขึ้นเป็น 44.9% หลังสัดส่วนยอดขายต่างประเทศที่มีมาร์จิ้นต่ำลดลง ตามกลยุทธ์ การรุกตลาดในประเทศ บวกกับ ยอดขายร้านค้าปลีกที่มีมาร์จิ้นสูงยังเติบโตต่อเนื่อง ส่วนปี 2563-64 คาดอยู่ที่ 45.3% และ 45.7% ตามลำดับ โดยหลักจากแรงหนุนธุรกิจ Younique
- **SG&A/Sales:** ภาพรวมสัดส่วน SG&A/Sales เพิ่มขึ้นเป็น 40.5% จาก 39.6% ในปี 2562 จากค่าผลประโยชน์พนักงาน ขณะที่ในปี 2563-64 คาดอยู่ที่ 40.5% และ 40.7% เพิ่มขึ้นด้วยอัตราชะลอลง จากการบริหารต้นทุนพนักงานที่มีประสิทธิภาพขึ้น และการติดตั้งโซลาร์รูฟท็อป
- **ดอกเบี้ยจ่าย:** ปี 2562 คาดอยู่ที่ 194.5 ล้านบาท ตามดอกเบี้ยจ่ายที่เพิ่มขึ้น หลังมีการกู้ยืมระยะสั้นเพื่อจ่ายปันผลคืนให้กับผู้ถือหุ้นเดิม (1.2 พันล้านบาท เดือนเม.ย. และ 1.25 พันล้านบาท เดือนก.ค.) ขณะที่ปี 2563-64 คาดอยู่ที่ 179.9 และ 176.7 ล้านบาท ลดลงจากปี 2562 หลังไม่มีเงินกู้ระยะสั้นดังกล่าว
- **Effective tax:** กำหนดอัตราที่ 10% ในปี 2562 หลังได้รับสิทธิประโยชน์ส่งเสริมการลงทุนจากการลงทุนปรับปรุงประสิทธิภาพการผลิต (สามารถนำ 50% ของเงินลงทุนมาหักจากภาษีจ่ายนิติบุคคล ของกำไรสุทธิที่ได้จากกิจการที่ได้รับสิทธิดังกล่าว ภายในระยะเวลา 3 ปี) ขณะที่ปี 2563-64 กำหนดเพิ่มขึ้นเป็น 15% และ 18% ตามลำดับ

• กำไร 1Q62 หดตัว 23% yoy แต่จะฟื้นตัวต่อภาคหวังใน 2H62

กำไรงวด 1Q62 หดตัว 23% yoy อยู่ที่ 132 ล้านบาท โดยหลักจากการบันทึกค่าใช้จ่ายผลประโยชน์พนักงาน ค่าเช่าที่ดินเพื่อรองรับการเปิดสาขาใหม่ และค่าประชาสัมพันธ์ หนี้ SG&A/Sales เพิ่มขึ้นเป็น 40.2% จาก 37.7% ใน 1Q61 อย่างไรก็ตาม ชดเชยจากอัตราภาษีจ่ายที่ลดลง อยู่ที่ 5.4% จาก 21.9% ใน 1Q61 จากสิทธิประโยชน์การส่งเสริมการลงทุน ซึ่งสามารถนำมาหักลดหย่อนภาษีจ่าย เช่น เงินลงทุนปรับปรุงประสิทธิภาพการผลิต และอีกส่วนมาจาก Gross margin ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นเล็กน้อยเป็น 43.8% จาก 43.6% ในงวด 1Q61 จากสัดส่วนยอดขายสินค้ามีราคาสูงที่เพิ่มขึ้น

แนวโน้มงวด 2Q62 คาดกำไรยังทรงตัว โดยหลักแม้คาดจะเห็น Gross margin ที่เพิ่มขึ้น แต่ถูกหักล้างจากอัตราดอกเบี้ยจ่ายที่เพิ่มขึ้น จากเงินกู้ระยะสั้นเพื่อจ่ายปันผล แต่อย่างไรก็ตามเชื่อว่าการฟื้นตัวสามารถคาดหวังในช่วง 2H62 จากการขยาย Index Living Mall 1 แห่ง บวกกับ ดอกเบี้ยจ่ายที่ลดลง จากดอกเบี้ยเงินกู้ระยะสั้นเพื่อจ่ายปันผล ที่คาดว่าจะคืนในช่วงเดือนส.ค.2562

คาดการณ์ยอดขาย และการเติบโตของกำไร



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

สมมติฐานสำคัญในประมาณการ

	2561	2562F	2563F	2564F
รายได้จากการขายและค่าเช่า	9,658	9,726	10,075	10,458
ธุรกิจร้านค้าปลีกของบริษัท	7,438	7,665	7,894	8,138
ช่องทางอื่นในประเทศ	1,301	1,384	1,469	1,536
ช่องทางขายต่างประเทศ	435	173	163	156
ธุรกิจให้บริการพื้นที่เช่า	484	504	549	628
SSSG	3.3%	1.0%	2.0%	2.0%
สาขา Index Living Mall สุทธิ	1	2	2	1
สาขา The Walk และ Little Walk	8	9	10	11
พื้นที่เช่ารวม ณ สิ้นปี (ตร.ม.)	72,929	76,552	81,552	86,552
Occupancy Rate	74.7%	73.0%	75.0%	78.3%
Rental Rate	3.1%	3.0%	3.0%	5.0%
Gross margin	44.2%	44.9%	45.3%	45.7%
SG&A/Sales	39.6%	40.5%	40.5%	40.7%
ต้นทุนทางการเงิน	169.6	194.5	179.9	176.7
อัตราภาษีจ่าย (%)	12.2%	10.0%	15.0%	18.0%

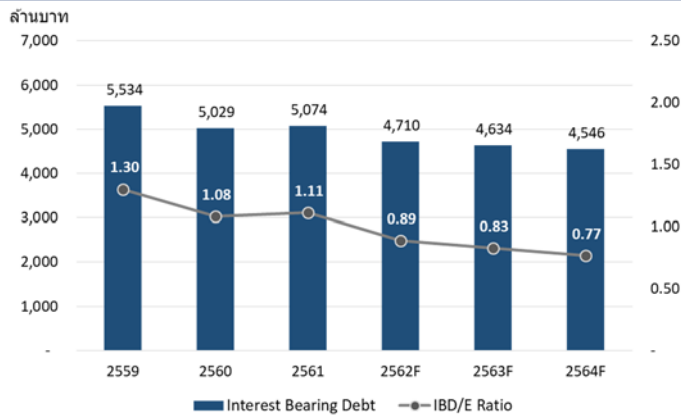
ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

D/E ลดลงอย่างมีนัยสำคัญหลัง IPO

แม้คาดว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนและ Net Gearing ก่อนเข้า IPO จะเพิ่มขึ้นมีนัยมาเป็น 2.79 และ 1.76 เท่า จากสิ้นปี 2561 ยังอยู่ที่ 1.69 และ 1.11 เท่า เนื่องจากแผนการกู้ยืมเงินมาจ่ายปันผลให้กับผู้ถือหุ้นเดิมก่อน และจะนำเงินจาก IPO ไปคืนหนี้ดังกล่าว ขณะที่ฐานทุนที่เพิ่มขึ้นจากการ IPO คาดว่าจะช่วยลดอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน และ Net Gearing สิ้นปี 2562 ให้ลงมาอยู่ที่ระดับ 1.41 และ 0.89 เท่า ตามลำดับ

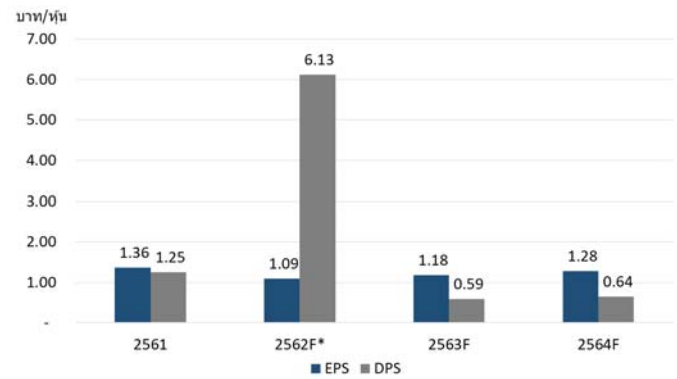
นอกจากนี้ ทางบริษัทยังมีนโยบายที่จ่ายเงินปันผลในอัตราไม่ต่ำกว่า 50% ของกำไรสุทธิ ส่งผลให้นักลงทุนยังสามารถคาดหวังเงินปันผลต่อหุ้นในปี 2563-64 ได้ปีละ 0.61 และ 0.68 บาทต่อหุ้นตามลำดับ

Interest Bearing Debt และ Net Gearing หลังเพิ่มทุนปี 2561-64F



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

คาดการณ์กำไรต่อหุ้น และเงินปันผลต่อหุ้นปี 2561-64F



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS *รวมเงินจ่ายปันผลก่อนเข้าตลาด 6.125 บาท

อิง DCF ได้มูลค่าพื้นฐาน ปี 2562 อยู่ที่ 27 บาท

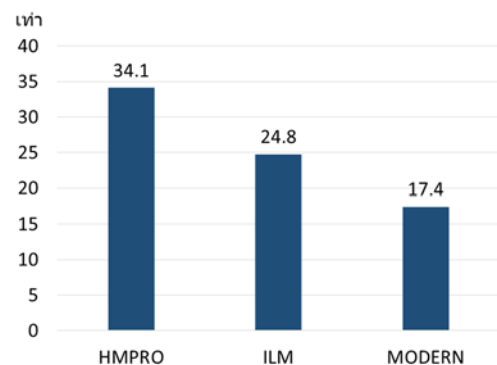
จากลักษณะธุรกิจของ ILM ที่ยังมีการแข่งขันสูง แต่มีกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO) ที่เป็นบวก อย่างสม่ำเสมอ ดังนั้นเพื่อให้สะท้อนมูลค่าที่แท้จริงของกิจการ ในการประเมิน Fair value จึงใช้วิธี DCF โดยกำหนด WACC ที่ 8.7% และ Long Term Growth ที่ 2.5% จะได้ **มูลค่าพื้นฐานปี 2562 เท่ากับ 27 บาท** คิดเป็น Forward P/E ที่ 24.8 เท่า ใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยหุ้น HMPRO ที่ซื้อขาย PER'62 รว 34.1 เท่า และ MODERN ที่ราว 17.4 เท่า

Valuation ILM VS Valuation ของหุ้นที่ประกอบธุรกิจคล้ายกัน

Ticker	Company	PER'62	PER'63	EPS Growth	
				2562	2563
Thailand					
HMPRO TB	HOME PRODUCT CENTER PCL	34.1	30.4	20.2%	12.4%
MODERN TB	MODERNFORM GROUP PCL	17.4	14.3	-39.9%	48.0%

ที่มา : รวบรวมโดยฝ่ายวิจัย ASPS

เปรียบเทียบ PER'62 ของธุรกิจที่คล้ายกับ ILM



ที่มา : รวบรวมโดยฝ่ายวิจัย ASPS

ประเด็นความเสี่ยงหลักของ ILM

1. ความเสี่ยงจากการพึ่งพาภาคอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งเกิดจากการที่ ILM ประกอบกิจการจำหน่ายเฟอร์นิเจอร์ ของใช้ในบ้าน ดังนั้น หากอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์เติบโตได้ช้าลง ย่อมส่งผลกระทบต่อบริษัท อย่างไรก็ตาม ในส่วน ILM มีการบริหารจัดการความเสี่ยงด้วยจุดแข็งที่มีสินค้าหลากหลาย และครอบคลุมลูกค้าหลายระดับ ขณะที่มียุทธกิจพื้นที่เช่าเป็นแหล่งรายได้รองที่น่าจะช่วยพอลดความเสี่ยงบริษัทได้
2. ความเสี่ยงจากความผันผวนของต้นทุนวัตถุดิบ เนื่องจากวัตถุดิบหลักในการผลิตเฟอร์นิเจอร์ของบริษัท คือ ไม้ปาร์ติเกิลบอร์ด (หนึ่งในประเภทของไม้บอร์ด) อาจกระทบต่อต้นทุนการขายสินค้า อย่างไรก็ตาม จากการรวบรวมข้อมูลฝ่ายวิจัยในส่วนของราคาจำหน่ายไม้ปาร์ติเกิล บอร์ดของ VNG ผู้จำหน่ายไม้บอร์ดอันดับ 1 ของประเทศไทย พบว่าราคาจำหน่ายไม้ปาร์ติเกิลบอร์ดไม่ผันผวนมาก (ดังรูป) ขณะที่โอกาสที่ราคาวัตถุดิบจะปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยยะ ประเมินเป็นไปได้น้อย เนื่องจากภาวะโอเวอร์ซัพพลายของไม้ดังกล่าวในประเทศไทย สะท้อนจากการที่นำซัพพลายคงเหลือไปส่งออกต่างประเทศ

ราคาไม้ปาร์ติเกิลบอร์ดรายเดือน



ที่มา : กรมส่งเสริมการค้าระหว่างประเทศ กระทรวงพาณิชย์, รวบรวมโดยฝ่ายวิจัย ASPS

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2562-64

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2561	2562F	2563F	2564F
รายได้จากการขาย	9,174	9,222	9,526	9,829
ต้นทุนขาย	(5,119)	(5,077)	(5,207)	(5,333)
กำไรขั้นต้น	4,055	4,145	4,319	4,496
รายได้ค่าเช่าและบริการ	484	504	549	628
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(3,821)	(3,942)	(4,078)	(4,255)
กำไรจากการดำเนินงาน	718	706	790	869
รายได้อื่น	110	100	91	95
ค่าใช้จ่ายอื่น	(162)	-	-	-
ดอกเบี้ยจ่าย	(170)	(194)	(180)	(177)
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	497	612	701	787
ภาษีเงินได้	(61)	(61)	(105)	(142)
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	(112)	-	-	-
รายการพิเศษอื่น ๆ	(5)	-	-	-
กำไรสุทธิ	543	551	596	645
EPS (บาท)	1.08	1.09	1.18	1.28
การเติบโตของยอดขายและบริการ	3.0%	0.7%	3.6%	3.8%
การเติบโตของกำไรสุทธิ	9.8%	1.4%	8.2%	8.3%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	44.2%	44.9%	45.3%	45.7%
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	5.6%	5.7%	5.9%	6.2%

งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2Q61	3Q61	4Q61	1Q62
รายได้จากการขาย	N/A	N/A	N/A	2,300
ต้นทุนขาย	N/A	N/A	N/A	(1,292)
กำไรขั้นต้น	N/A	N/A	N/A	1,008
รายได้ค่าเช่าและบริการ	N/A	N/A	N/A	126
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	N/A	N/A	N/A	(975)
กำไรจากการดำเนินงาน	N/A	N/A	N/A	159
รายได้อื่น	N/A	N/A	N/A	20
ค่าใช้จ่ายอื่น	N/A	N/A	N/A	-
ดอกเบี้ยจ่าย	N/A	N/A	N/A	(40)
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	N/A	N/A	N/A	139
ภาษีเงินได้	N/A	N/A	N/A	(7)
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	N/A	N/A	N/A	(0.3)
รายการพิเศษอื่น ๆ	N/A	N/A	N/A	-
กำไรสุทธิ	N/A	N/A	N/A	131.86
EPS (บาท)	N/A	N/A	N/A	0.33
การเติบโตของยอดขาย (YoY)	N/A	N/A	N/A	-1.1%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	N/A	N/A	N/A	43.8%
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน	N/A	N/A	N/A	6.6%
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	N/A	N/A	N/A	11.6%

อัตราส่วนทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2561	2562F	2563F	2564F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	0.7	0.9	0.8	0.8
อัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็ว (เท่า)	0.2	0.3	0.3	0.3
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	31.2	31.2	31.2	31.2
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	2.1	2.1	2.1	2.1
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	6.3	6.3	6.3	6.3
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	1.69	1.41	1.32	1.25
Gearing ratio	1.11	0.89	0.83	0.77
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้น	11.8%	11.2%	10.9%	11.2%
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์	4.4%	4.4%	4.6%	4.9%

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2562-64 (ต่อ)

งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2561	2562F	2563F	2564F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
กำไรสุทธิ	431	551	596	645
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด	2	(11)	89	79
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	709	714	718	714
กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้				
อื่นๆ	392	-	-	-
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(311)	113	131	(89)
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	1,223	1,367	1,534	1,350
กระแสเงินสดจากการลงทุน				
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	318	10	10	10
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	53	-	-	-
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(940)	(908)	(1,020)	(884)
กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	(569)	(898)	(1,010)	(873)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
เพิ่ม/ลด เงินกู้	45	(364)	(77)	(88)
เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	2,625	-	-
ลด จ่ายปันผล	(500)	(2,450)	(298)	(323)
อื่นๆ	(189)	-	-	-
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	(644)	(189)	(375)	(411)
เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	10	280	149	66

งบดุล (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2561	2562F	2563F	2564F
เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	326	607	756	822
เงินลงทุนระยะสั้น	0	0	0	0
ลูกหนี้การค้า	294	273	280	287
สินค้าคงเหลือ	2,379	2,386	2,226	2,401
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	308	332	343	354
ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	6,005	6,038	5,934	5,843
สินทรัพย์รวม	12,282	12,746	12,960	13,300
เจ้าหนี้การค้า	715	808		814
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	51	50	48	47
เจ้าหนี้สถาบันการเงินระยะสั้น	1,529	1,690	2,089	2,411
เจ้าหนี้สถาบันการเงินระยะยาว	2,245	3,020	2,545	2,135
หนี้สินรวม	7,710	7,449	7,365	7,383
ทุนที่ชำระแล้ว	2,000	2,525	2,525	2,525
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	2,100	2,100	2,100
กำไรสะสม	2,151	224	492	783
ส่วนของผู้ถือหุ้น	4,572	5,297	5,595	5,918
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	12,282	12,746	12,960	13,300

สมมติฐานในการประมาณการ

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2561	2562F	2563F	2564F
SSSG	3.3%	1.0%	2.0%	2.0%
สาขา Index Living Mall สุทธิ	1	2	2	1
สาขา The Walk และ Little Walk	8	9	10	11
พื้นที่เช่ารวม ณ สิ้นปี (ตร.ม.)	72,929	76,552	81,552	86,552
Occupancy Rate	74.7%	73.0%	75.0%	78.3%
Rental Rate	3.1%	3.0%	3.0%	5.0%