

# Thailand Company Guide

## โมเดิร์นฟอร์มกรุ๊ป

Bloomberg: MODERN TB | Reuters: MODE.BK

DBS Group Research . Equity

13 Mar 2019

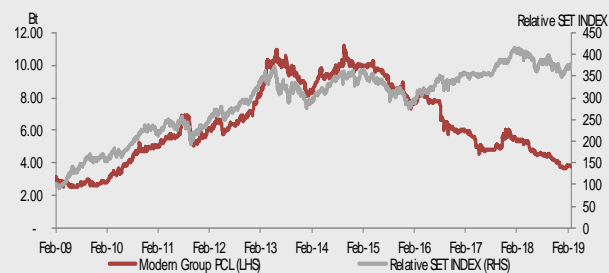
### HOLD

Last Traded Price (12 Mar 2019) : Bt3.72 (SET : 1,627.59)  
 Price Target : Bt4.00 (7% upside) Prev Bt4.60  
 Reason for Report : Post 2018 results meeting

#### Analyst

Arparporn Sawaengpak (66) 2857 7829  
 arparporns@th.dbs.com

#### Price Relative



#### Forecasts and Valuation

FY Dec (Bt m)	2017A	2018A	2019F	2020F
Sales (Btm)	2,916	3,069	3,222	3,383
Operating profit (Btm)	178	167	226	237
EBITDA (Btm)	290	279	342	357
Net profit (Btm)	216	137	153	218
EPS (Bt)	0.29	0.18	0.20	0.29
EPS growth	24.7%	-36.4%	11.8%	41.9%
BVS (Bt)	3.38	3.16	3.06	3.06
DPS (Bt)	0.30	0.30	0.31	0.29
Dividend yield	8.1%	8.1%	8.2%	7.8%
P/E (X)	12.94	20.34	18.19	12.82
P/BVS (X)	1.10	1.18	1.21	1.22
EV/EBITDA (X)	8.60	9.97	7.91	7.64
Net gearing (X)	Cash	Cash	Cash	-0.03
ROE (%)	8.68%	5.59%	6.57%	9.48%
ROA (%)	5.71%	3.57%	4.04%	5.68%

Earnings Rev (%)		-29%	-9%
Consensus EPS (Bt)		0.26	0.30
Other Broker Recs:	B: 2	H: 0	S: 0

Sector : Home & Office Products

Principal Business: Furniture manufacturer and packaging.

Corporate Governance CG Report



THAI-CAC

n/a

### อยู่ในช่วงลงทุน Diversify ธุรกิจ

- จับมือพันธมิตรเพื่อขยายส่วนแบ่งตลาดเฟอร์นิเจอร์สำนักงาน
- ผลประกอบการ MHC พ้นตัวในปีนี้ (จากขาดทุน 28 ล้านบาทในปี 61)
- ฐานะเงินสดสุทธิ จ่ายปันผลได้สูงต่อเนื่อง คาด Yield ปี 62 เท่ากับ 8%
- แนะนำถือรับปันผล ให้ราคาพื้นฐาน 4 บาท (SOP)

ผลประกอบการปี 61 แย่กว่าคาดจากรายการด้อยค่า – ในด้านธุรกิจเฟอร์นิเจอร์โดยรวมถือว่าดีขึ้นเมื่อเทียบกับปี 60 โดยมียอดขายเพิ่ม 5%YoY เป็น 3.07 พันล้านบาท แต่อัตรากำไรขั้นต้นลดลงเป็น 29.5% จาก 32.3% ในปี 60 เพราะส่งมอบงานที่มีมาร์จิ้นต่ำมากขึ้นและมีรายการด้อยค่าในสินทรัพย์ 40 ล้านบาท ถ้าไม่รวมรายการนี้อัตรากำไรขั้นต้นจะอยู่ที่ 30.8% นอกจากนั้นธุรกิจ Health care ที่ดำเนินงานโดย Modernform Health Care (MHC) ก็มีผลขาดทุนสุทธิ 28 ล้านบาทเพราะตั้งสำรองด้อยค่าในวัสดุอุปกรณ์ต่างๆ ราว 20 กว่าล้านบาทและมีค่าใช้จ่ายดำเนินงานเพิ่มขึ้น รวมทั้งอัตรากำไรสูงเป็น 34.0% จาก 21.8% ในปี 60

#### At A Glance

Issued Capital (m shrs)	750
Mkt. Cap (Btm/US\$m)	2,790 / 88
Major Shareholders	
Nerngchamnong's Family	10.8
Busayapoka's Family	8.5
Paporn's Family	7.1
Free Float (%)	71.7
3m Avg. Daily Val (US\$m)	0.02

**จับมือกับพันธมิตรในธุรกิจเฟอร์นิเจอร์สำนักงานเพื่อขยายส่วนแบ่งตลาด** – ลงทุน 40% (24 ล้านบาท) ในบริษัทเวิร์คสเคป (WORK) ดำเนินธุรกิจผลิตและจำหน่ายเฟอร์นิเจอร์สำนักงานที่เน้นลูกค้าระดับกลาง-ล่าง ซึ่งเป็นตลาดใหม่ของ MODERN (ทาง MODERN จะเน้นลูกค้าเฟอร์นิเจอร์ระดับกลาง-บน) ส่วนอีก 60% ถือหุ้นโดยบุคคลพันธมิตร 2 รายที่มีประสบการณ์ในการทำธุรกิจในตลาดนี้มากกว่า 10 ปี ซึ่งในปี 62 ตั้งเป้าหมายยอดขาย WORK ไว้ที่ 250 ล้านบาท (ปัจจุบันมี Backlog รวบรวม 100 ล้านบาท) คาดว่าจะให้ส่วนแบ่งกำไรกับ MODERN ประมาณ 2-3 ล้านบาท

**ปี 62 คาดยอดขายธุรกิจเฟอร์นิเจอร์ MODERN จะทรงตัวแต่มาร์จิ้นดีขึ้น** – ธุรกิจเฟอร์นิเจอร์สำนักงานไปได้ดี ส่วนเฟอร์นิเจอร์ที่พักอาศัยน่าจะซบเซาลงใน 2H62 หลังโครงการใหม่ๆ มีน้อยลง (ใน 1H61 ยังได้อานิสงส์จากโครงการเดิมและการเร่งโอนก่อนมาตรการกำกับสินเชื่อที่อยู่อาศัยจะเริ่มใช้ 1 เม.ย.62) แต่อัตรากำไรขั้นต้นจะดีขึ้นเพราะไม่มีรายการสำรองด้อยค่าอีก ประมาณการอัตรากำไรขั้นต้นปีนี้ไว้ที่ 31.5% เพิ่มขึ้นจาก 29.5% ในปี 61 เนื่องจากสัดส่วนยอดขายสินค้ามาร์จิ้นต่ำเหลือน้อยมากแล้ว

**ผลประกอบการ MHC พุ่งตัวในปี 62** – ในปี 61 มีรายได้ประมาณ 280 ล้านบาท ต่ำกว่าเป้าหมายที่ 400 ล้านบาท เนื่องจากลูกค้าติดปัญหาเรื่องงบประมาณและลูกค้ารับมอบสินค้าล่าช้า ณ สิ้นปี 61 มี Backlog รอส่งมอบ 100 กว่าล้านบาทซึ่งจะส่งมอบทั้งหมดในปี 62

ปี 62 เป้าหมายรายได้ MHC 400 ล้านบาท คาดว่าจะไม่มีรายการค่าใช้จ่ายพิเศษขนาดใหญ่ แต่จะมีผลขาดทุนของโรงพยาบาลเฉพาะด้านมะเร็งที่จะเปิดใหม่ในจ.อุบลราชธานี (จะเปิดดำเนินการเดือนก.ค.62) เข้ามาเพิ่ม อย่างไรก็ตามผู้บริหารคาดว่าเมื่อรวมแล้ว MHC จะไม่ขาดทุนถึงมีกำไรสุทธิได้เล็กน้อยในปี 62 ทั้งนี้คาดว่าโรงพยาบาลนี้จะถึงจุดคุ้มทุนได้ในปีที่ 2-3 หลังเปิดดำเนินการ

บริษัทเลื่อนการนำ MHC เข้าจดทะเบียนในตลาด MAI ออกไปเป็นปี 63 เนื่องจากต้องการให้โรงพยาบาลที่เปิดใหม่มีผลประกอบการที่เสถียรก่อน

**จะบันทึกค่าใช้จ่ายผลตอบแทนพนักงานเกษียณอายุตามกฎหมายใหม่** - บริษัทระบุไว้ในหมายเหตุประกอบงบฯว่าจะมีค่าใช้จ่ายส่วนนี้ 57.2 ล้านบาท โดยจะบันทึกเมื่อร่างกฎหมายลงประกาศในราชกิจจานุเบกษา ซึ่งคาดว่าจะเป็นในปี 62 นี้

**แนะนำถือ ให้ราคาพื้นฐาน 4 บาท (SOP)** – คาดการณ์กำไรสุทธิบรรทัดสุดท้ายเติบโต 12% เป็น 153 ล้านบาท (รวมผลกระทบจากการตั้งสำรองผลตอบแทนพนักงานตามกฎหมายใหม่แล้ว) ส่วน Core Profit คาดว่าจะเติบโต 3% เป็น 211 ล้านบาท คาดการณ์เงินปันผลปี 62 ไว้ที่ 0.30 บาท/หุ้น คิดเป็น Dividend Yield 8%

DBSV recommendations are based on an Absolute Total Return\* Rating system, defined as follows:  
 STRONG BUY (>20% total return over the next 3 months, with identifiable share price catalysts within this time frame)  
 BUY (>15% total return over the next 12 months for small caps, >10% for large caps)  
 HOLD (0-15% total return over the next 12 months for small caps, 0-10% for large caps)  
 FULLY VALUED (negative total return i.e. > -10% over the next 12 months)  
 SELL (negative total return of > -20% over the next 3 months, with identifiable catalysts within this time frame)

*Share price appreciation + dividends*

DBS Vickers Research is available on the following electronic platforms: DBS Vickers ([www.dbsvresearch.com](http://www.dbsvresearch.com)); Thomson ([www.thomson.com/financial](http://www.thomson.com/financial)); Factset ([www.factset.com](http://www.factset.com)); Reuters ([www.rbr.reuters.com](http://www.rbr.reuters.com)); Capital IQ ([www.capitaliq.com](http://www.capitaliq.com)) and Bloomberg (DBSR GO). For access, please contact your DBSV salesperson.

#### คำรับรองของนักวิเคราะห์

นักวิเคราะห์ขอรับรองว่าความคิดเห็นเกี่ยวกับบริษัทและหลักทรัพย์ในรายงานฉบับนี้ได้สะท้อนถึงความคิดเห็นส่วนตัว นักวิเคราะห์รับรองว่าไม่มีผลตอบแทนส่วนหนึ่งส่วนใดของตนมีความสัมพันธ์กับคำแนะนำหรือความคิดเห็นที่กล่าวไว้ในรายงานฉบับนี้ ทั้งในทางตรงและทางอ้อม

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดยฝ่ายวิจัยหลักทรัพย์ บริษัทหลักทรัพย์ ดีบีเอส วิกเคอร์ส (ประเทศไทย) จำกัด โดยอยู่บนพื้นฐานวิชาชีพการวิเคราะห์หลักทรัพย์ และอาศัยข้อมูลจากแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือว่าน่าเชื่อถือ อย่างไรก็ตาม ผู้จัดทำไม่รับประกันความครบถ้วน และความถูกต้องของข้อมูลดังกล่าว ความคิดเห็นที่ผู้จัดทำแสดงในเอกสารฉบับนี้สามารถเปลี่ยนแปลงได้ โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบ เอกสารฉบับนี้จัดทำเพื่อเป็นการเผยแพร่ข้อมูลโดยทั่วไปเท่านั้น คำแนะนำที่ปรากฏในเอกสารนี้ไม่มีวัตถุประสงค์เพื่อชี้เฉพาะเจาะจงสำหรับการลงทุน และมีได้ทำขึ้นเพื่อแทนการตัดสินใจการซื้อขายหลักทรัพย์ของท่าน หรือเพื่อสถานการณ์ทางการเงิน ตลอดจนการลงทุนที่ต้องการคำแนะนำโดยเฉพาะเจาะจง ซึ่งท่านควรขอรับคำแนะนำจากที่ปรึกษาด้านกฎหมายหรือจากที่ปรึกษาด้านการเงินต่างหาก ผู้จัดทำไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายที่อาจเกิดขึ้น หรือที่เพิ่มขึ้นโดยตรง หรือเป็นผลต่อเนื่องที่อาจเกิดขึ้น หรือที่เพิ่มขึ้นจากการใช้เอกสารนี้ หรือจากการติดต่อสื่อสารภายหลังเกี่ยวกับเอกสารนี้ เอกสารฉบับนี้ไม่มีวัตถุประสงค์เพื่อการเสนอขาย และ/หรือชักจูงให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ บริษัทหลักทรัพย์ ดีบีเอส วิกเคอร์ส (ประเทศไทย) จำกัด กรรมการ เจ้าหน้าที่ และพนักงานของบริษัทหลักทรัพย์ ดีบีเอส วิกเคอร์ส (ประเทศไทย) จำกัด อาจดำรงตำแหน่ง หรือมีส่วนได้เสีย และอาจเข้าทำรายการเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ รวมถึงอาจดำเนินการในลักษณะเป็นตัวแทนนายหน้า ที่ปรึกษาทางการเงิน ที่ปรึกษาการลงทุน ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ และ/หรือบริการทางการเงินหรือการลงทุนอื่นๆที่เกี่ยวข้องกับบริษัทดังกล่าว ทั้งนี้การนำข้อมูลนี้ไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมอย่างเป็นทางการเป็นลายลักษณ์อักษรจากทางบริษัทก่อน

บริษัทหลักทรัพย์ ดีบีเอส วิกเคอร์ส (ประเทศไทย) จำกัด






989 อาคารสยามพิพรรฒน์ทาวเวอร์ ชั้น 9, 14-15 ถนนพระราม 1 เขตปทุมวัน กรุงเทพฯ 10330

Tel. 66 (0) 2857 7832, Fax: 66 (0) 2658 1269

Company Regn. No. 0105539127012

Securities and Exchange Commission, Thailand.

**Corporate Governance CG Rating** is based on Thai Institute of Directors (IOD)'s annual assessment of corporate governance practices of listed companies. The assessment covers 235 criteria in five categories including board responsibilities (35% weighting), disclosure and transparency (20%), role of stakeholders (20%), equitable treatment of shareholders (10%) and rights of shareholders (15%). The IOD then assigns numbers of logos to each company based on their scoring as follows:

Score	Range Number of Logo	Description
90-100		Excellent
80-89		Very Good
70-79		Good
60-69		Satisfactory
50-59		Pass
<50	No logo given	N/A

**THAI-CAC** is Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of Nov 30, 2018) are categorised into:

Score	Description
ประกาศเจตนาธรรม	ได้ประกาศเจตนาธรรมเข้าร่วม CAC
ได้รับการรับรอง	ได้รับการรับรอง CAC