

31 สิงหาคม 2559

MAI

**TM**

**บมจ. เทคโนโลยีคัล**

<b>Current</b>	<b>Previous</b>	<b>IPO Price</b>	<b>2017 TP</b>	<b>Exp Return</b>	<b>Anti-corrupt</b>	<b>CGR 2015</b>
--	--	3.00	3.55	+ 18.3%	--	N/R

**IPO details**

ผู้ออกหลักทรัพย์	TM
จำนวนหุ้น IPO (ล้านหุ้น)	80 ล้านหุ้น
ราคาเสนอขาย (บาท)	3.00
มูลค่าหุ้นที่ตราไว้ (บาท)	0.50
ระยะเวลาจองซื้อ	22 – 24 สิงหาคม 2559
วันที่เริ่มทำการซื้อขาย	31 สิงหาคม 2559
ที่ปรึกษาทางการเงิน	บจ. แอสเซท โปร แมเนจเม้นท์
แกนนำการจัดจำหน่าย	บล.ฟิลลิป (ประเทศไทย)

**Consolidated earnings**

(Bt mn)	2014	2015	2016E	2017E
Normalized profit	35	27	35	52
Net profit	35	29	35	52
EPS (Bt)-Norm	0.76	0.60	0.12	0.19
EPS (Bt)	0.75	0.63	0.12	0.19
% EPS growth	71.2	-16.7	19.8	50.9
Dividend (Bt)	0.00	2.89	0.05	0.07
BV/share (Bt)	2.86	3.48	1.46	1.58
EV/EBITDA (x)	4.4	6.6	14.8	11.4
PER (x) - Norm	4.0	4.8	24.3	16.1
PER (x)	3.9	5.0	24.3	16.1
PBV(x)	1.0	0.9	2.1	1.9
Dividend yield (%)	0.00	96.32	1.60	2.36
YE No. of shares (mn)	46.0	46.0	280.0	280.0
No. of shares- full dilution	46.0	46.0	280.0	280.0
Par (Bt)	0.5	0.5	0.5	0.5

Source: Company data, FSS estimates

**หมายเหตุ :** บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) เป็นผู้จัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่ายหุ้นสามัญของบริษัท เทคโนโลยีคัล จำกัด (มหาชน) ที่เสนอขายต่อประชาชนเป็นครั้งแรก (IPO)

**นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนก่อนตัดสินใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์**

**Analyst:** Jitra Amorntnum  
 Register No.: 014530  
**Assistant Analyst:** Nattawat Kittisommanakun  
 Tel: +662-646-9966  
 Email: jitra.a@fnsyrus.com  
 www.fnsyrus.com

**อีกหนึ่งโอกาสท่ามกลาง Demographic change ครั้งใหญ่**

เรามิมองเป็นบวกต่อแนวโน้มการเติบโตของ TM จากมูลค่าตลาดที่เติบโตอย่างต่อเนื่องของเครื่องมือแพทย์และอุปกรณ์ทางการแพทย์ และภาพรวมของโครงสร้างประชากรที่กำลังเปลี่ยนแปลงไปสู่สังคมผู้สูงอายุ ภาพใหญ่ที่กำลังก้าวเข้ามาอย่างช้า ๆ นี้จะส่งผลกระทบต่อยอดขายของสินค้ากลุ่มดั้งเดิมของ TM ขณะที่การขยายธุรกิจไปยังเครื่องมือแพทย์เฉพาะทางจะช่วยสนับสนุนการเติบโตในช่วง 2016 – 2018 ให้ไปได้ในอัตราเร่ง ทั้งนี้เราคาดว่าอัตรากำไรสุทธิในช่วง 3 ปีนี้ (CAGR 2016 – 2018) จะเติบโตถึง 47.1% เราประเมินราคาเหมาะสมปี 2017 ด้วยวิธี P/E multiple อิงค่าเฉลี่ย P/E ของหลักทรัพย์ที่ทำธุรกิจใกล้เคียงกันใน US ที่ 19 เท่า ได้ราคาเหมาะสมของปี 2017 ที่ 3.55 บาท

**อุปสงค์เติบโตตามโครงสร้างประชากรที่จะเปลี่ยนเป็นสังคมผู้สูงอายุ**  
 ปัจจุบันประเทศไทยกำลังก้าวเข้าสู่การเป็นสังคมผู้สูงอายุอย่างเต็มตัว สัดส่วนประชากรไทยที่มีอายุ 50 ปีขึ้นไปมีจำนวน 14.7% และจะเพิ่มขึ้นถึง 22.5% ในปี 2040 เราคาดว่าประชากรไทยที่มีอายุมากกว่า 50 ปีจะสูงถึง 14.8 ล้านคนในปี 2040 (จาก 9.7 ล้านคนในปี 2016) โครงสร้างประชากรที่เต็มไปด้วยผู้สูงอายุนี้จะส่งบวกต่อดีมานด์ของสินค้าอุปกรณ์ทางการแพทย์  
**สินค้าของบริษัทจะได้รับผลบวกอย่างเต็มที่**  
 การเติบโตของอุปสงค์สำหรับเครื่องมือแพทย์จะส่งผลบวกต่อการขายของ TM เนื่องจากสินค้าหลักของบริษัท (ประมาณ 60%) เป็นเครื่องมือแพทย์ชนิดใช้ครั้งเดียวทิ้งที่เกี่ยวข้องกับการผ่าตัด และกลุ่มลูกค้าหลักเป็นโรงพยาบาลรัฐบาลซึ่งส่วนใหญ่มีเคสงานผ่าตัดเป็นจำนวนมาก ทำให้ยอดขายสินค้าในกลุ่มนี้เติบโตได้อย่างสม่ำเสมอและยังมีโอกาสขยายตลาดได้อีกจากการเพิ่มฐานลูกค้าโรงพยาบาลรัฐ ขณะที่สินค้าเฉพาะทางเกี่ยวกับการผ่าตัดหัวใจและปอดยังมีช่องทางให้เติบโตได้อีกมากเนื่องจากบริษัทอยู่ในช่วงเริ่มขยายตลาดในปีที่ผ่านมา

**กำไรเติบโตโดดเด่นในช่วง 3 ปีนี้จากธุรกิจใหม่**  
 คาดการณ์กำไรเชิงแกร่งในช่วงปี 2016 – 2018 จากการเติบโตของตลาดเครื่องมือแพทย์และโครงสร้างประชากรที่จะเปลี่ยนไปในอนาคต ทั้งนี้เราคาดว่ากำไรสุทธิของปี 2016 – 2018 จะอยู่ที่ 34.5 ล้านบาท 52.1 ล้านบาท และ 74.7 ล้านบาท คิดเป็นการเติบโต 19.8% Y-Y และจะเติบโตแรงในปี 2017 และ 2018 ที่ 50.9% และ 43.3% ตามลำดับ จากการก้าวกระโดดของรายได้ในกลุ่มสินค้าเฉพาะทางด้านผ่าตัดหัวใจและปอด ขณะที่อัตรากำไรขั้นต้นคาดว่าจะดีขึ้นในปี 2017 หลังการเติบโตของยอดขายช่วยเพิ่มอำนาจต่อรองแก่ Supplier ให้แก่ TM

**ประเมินมูลค่าเหมาะสมปี 2017 ที่ 3.55 บาท**  
 เราประเมินมูลค่าของ TM ด้วยวิธี P/E Multiple อิงค่าเฉลี่ยระยะยาวของ Historical P/E สำหรับหลักทรัพย์ในอุตสาหกรรมทางการแพทย์ในสหรัฐอเมริกาที่ขายสินค้าใกล้เคียงกับ TM และบางบริษัทที่เป็น Supplier ให้กับ TM ด้วย โดยค่าเฉลี่ย P/E ของ Peers อยู่ที่ 19.0 คิดบนฐาน EPS ปี 2017 ที่ 0.19 บาท ได้ราคาเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐานปี 2017 ที่ 3.55 บาท/หุ้น

### ลักษณะการประกอบธุรกิจ

บมจ. เทคโนโลยีคัล ดำเนินธุรกิจเป็นตัวแทนจำหน่ายเครื่องมือแพทย์และอุปกรณ์ทางการแพทย์แบบ Exclusive Distributor โดยบริษัทจัดหาและนำเข้าเครื่องมือแพทย์และอุปกรณ์ทางการแพทย์ชั้นนำจากต่างประเทศเพื่อจำหน่ายให้กับสถานพยาบาลในประเทศ ทั้งโรงพยาบาลรัฐบาล โรงพยาบาลเอกชน รวมไปถึงคลินิกและบุคลากรทางการแพทย์ นับตั้งแต่ก่อตั้งบริษัทในปี 2002 จนถึงปัจจุบันบริษัทมีการเพิ่มสินค้าเครื่องมือแพทย์และอุปกรณ์ทางการแพทย์อย่างต่อเนื่องจาก 3 บริษัทเป็น 26 บริษัททั่วโลก

Table 1: List of TM's Suppliers

ตราสินค้าของผู้ผลิต	ประเทศผู้ผลิต	ได้รับการแต่งตั้งในปี
Cardinal Health 200, LLC	สหรัฐอเมริกา	ปี 2545
Eurotrol B.V.	เนเธอร์แลนด์	ปี 2545
HemoCue AB	สวีเดน	ปี 2545
Aspen Surgical Products, Inc.	สหรัฐอเมริกา	ปี 2547
CareFusion 2200, Inc.	สหรัฐอเมริกา	ปี 2552
Famos Medizintechnik Vertriebs GmbH	เยอรมนี	ปี 2552
Geister Medizintechnik GmbH	เยอรมนี	ปี 2552
Sigma Medical Supplies Corporation	ไต้หวัน	ปี 2552
Besmed Health Business Corp.	ไต้หวัน	ปี 2553
Whiteley Corporation Pty Ltd.	ออสเตรเลีย	ปี 2553
Purell by GOJO Industries, Inc.	สหรัฐอเมริกา	ปี 2553
Vitrex Medical A/S	เดนมาร์ก	ปี 2553
Medikit Co., Ltd.	ญี่ปุ่น	ปี 2553
DALE Medical Products, Inc.	สหรัฐอเมริกา	ปี 2553
MacoPharma S.A.S.	ฝรั่งเศส	ปี 2553
Pacific Hospital Supply Co., Ltd. (PAHSCO)	ไต้หวัน	ปี 2553
SP Medikal San. Ltd.	ตุรกี	ปี 2554
Integra LifeSciences Corporation	สหรัฐอเมริกา	ปี 2554
Péters Surgical International Co.,Ltd.	ฝรั่งเศส	ปี 2554
Welford Manufacturing (M) Sdn.Bhd.	มาเลเซีย	ปี 2554
HERSILL, S.L.	สเปน	ปี 2554
Devicor Medical Products, Inc.	สหรัฐอเมริกา	ปี 2557
LivaNova PLC (เดิมชื่อ Sorin Group Italia S.r.l)	อิตาลี	ปี 2558
Insightra Medical, Inc.	สหรัฐอเมริกา	ปี 2558
Aurum Healthcare SDN BHD.	มาเลเซีย	ปี 2558
Cair LGL	ฝรั่งเศส	ปี 2559

Source: Company Data

นอกจากนี้บริษัทยังว่าจ้างผู้ผลิตอุปกรณ์ทางการแพทย์จากไต้หวันและมาเลเซียเพื่อผลิตสินค้าบางประเภทและจำหน่ายภายใต้ตราสินค้าของบริษัทเอง (Original Equipment Manufacturer: OEM) ปัจจุบันบริษัทขายสินค้า OEM อยู่ทั้งสิ้น 3 รายการ คือ 1) TM Medipak – ซองบรรจุเวชภัณฑ์สำหรับการทำให้ปลอดเชื้อ 2) TM Stericap – จุกปิดปลายวัสดุทางการแพทย์ และ 3) TM Tubing Pack – ชุดสายยางสำหรับการผ่าตัดหัวใจ ทั้งนี้สัดส่วนรายได้ของ OEM อยู่ที่ประมาณ 7% ของรายได้จากการขาย อัตราการเติบโตเฉลี่ย 2013 – 2015 อยู่ที่ 15.2%

สำหรับผลิตภัณฑ์เครื่องมือแพทย์และอุปกรณ์ทางการแพทย์ที่บริษัทนำเข้ามาจำหน่ายแบ่งได้ 4 กลุ่มหลักตามลักษณะสินค้าที่นำไปใช้งานดังนี้

**1. กลุ่มอุปกรณ์ทางการแพทย์และวัสดุสิ้นเปลืองที่ใช้ในห้องผ่าตัด (Disposable Operating Supplies)**



อุปกรณ์ที่ใช้สำหรับดูดและเก็บสารคัดหลั่ง (Suction Handles)



สายดูดเลือดและสารคัดหลั่ง (Suction and Fluid Tube)



เครื่องกำจัดขนก่อนการผ่าตัด (Surgical Clipper)



เข็มเจาะเก็บไขกระดูก (Bone Marrow Needles)



เข็มเจาะและเก็บชิ้นเนื้อ (Biopsy Needles)



เข็มให้สารน้ำทางหลอดเลือดดำ (IV Catheter)



เสื้อคลุมผ่าตัด (Surgical Gown)



ถุงมือผ่าตัด (Surgical Gloves)



ถุงครอบสายไฟในหัตถการส่องกล้องตรวจอวัยวะภายใน (Camera Sleeves)



ปากกาสำหรับทำเครื่องหมายบริเวณผ่าตัด (Surgical Skin Marker)

**2. กลุ่มอุปกรณ์ทางการแพทย์และวัสดุสิ้นเปลืองที่ใช้ในหน่วยจ่ายกลางของโรงพยาบาล (Central Sterile Supply Department : CSSD)**



ซองบรรจุเวชภัณฑ์สำหรับทำให้อากาศปราศจากเชื้อ\* (TM Medipak roll)



เจลล้างมือชนิดไม่ต้องใช้น้ำ (Instant Hand Sanitizer)



อุปกรณ์สำหรับตรวจประสิทธิภาพในการไล่อากาศและการรั่วไหลของอากาศ (Bowie-dick Test Pack)



สติ๊กเกอร์สำหรับบ่งบอกสถานะการทำให้ปราศจากเชื้อ (Contact Label)



สติ๊กเกอร์และปืนยิง สำหรับติดเพื่อบ่งบอกสถานะการทำให้ปราศจากเชื้อ (Label Gun)



น้ำยาขจัดคราบไบโอฟิล์ม (Biofilm removal)



จกปิดปลายวัสดุทางการแพทย์\* (TM Stericap)



เครื่องปิดผนึกซองบรรจุเวชภัณฑ์ด้วยความร้อน (Heat Sealer)

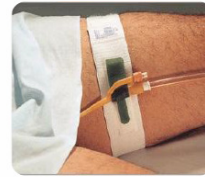
**3. กลุ่มอุปกรณ์ทางการแพทย์และวัสดุสิ้นเปลืองที่ใช้ในห้องปฏิบัติการและธนาคารเลือด (Diagnostic & Laboratory Products)**



เครื่องตรวจค่าความเข้มข้นของฮีโมโกลบิน (Hb201 and Hb301 Analyzer)



น้ำยาควบคุมคุณภาพสำหรับใช้วิเคราะห์คุณภาพของฮีโมโกลบิน



แถบรัดสายปัสสาวะ / แถบรัดขา (Foley Catheter Holder)



เข็มเจาะเลือดปลายนิ้ว (Lancet Sterilance Press)



ถุงบรรจุโลหิต (Blood bag)



ตัวกรองเม็ดโลหิตขาวออกจากโลหิตรวม (Whole Blood Leukocyte Removal)



สายให้ออกซิเจน (Nasal Cannulas)



ชุดอุปกรณ์ช่วยในการพ่นยาชนิดน้ำที่ได้ละอองละเอียดฝอย (Oxygen Therapy)

**4. กลุ่มอุปกรณ์และเครื่องมือแพทย์เฉพาะทางเกี่ยวกับการผ่าตัดหัวใจและเครื่องมือผ่าตัดทั่วไป (Specialty products, Cardiovascular products and Surgical instruments)**



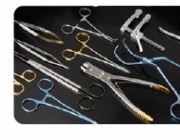
เครื่องหัวใจและปอดเทียม (Heart Lung Machine)



ปอดเทียม (Oxygenator)



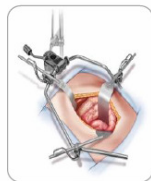
ลิ้นหัวใจเทียม (Heart valves)



เครื่องมือผ่าตัด (Surgical Instruments)



เครื่องช่วยการทำงานของหัวใจและปอด (ECMO)



เครื่องมือดึงเปิดหน้าท้อง (Retractor)



ชุดไฟส่องผ่าตัดชนิดสวมศีรษะไร้สาย (LED Headlight System)



อุปกรณ์สำหรับหนีบเส้นเลือดในการผ่าตัดทั่วไป (Haematostatic Clip)



สายสวนหลอดเลือดแดงเอออร์ตา (IAB Catheter)

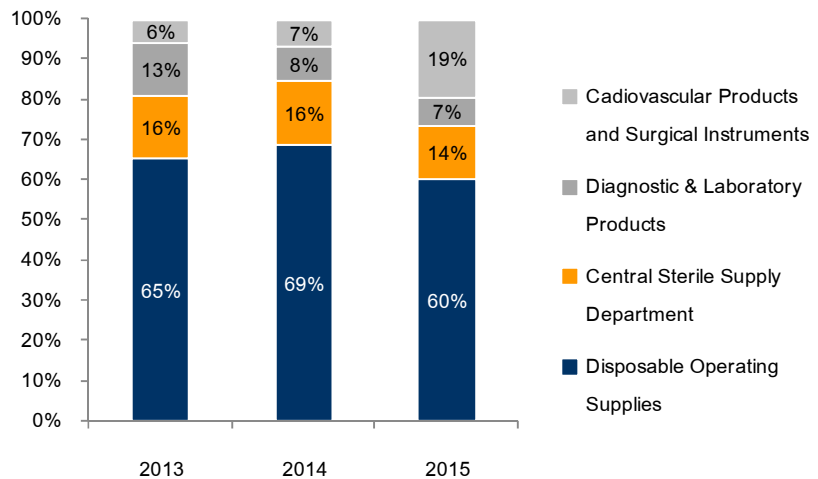


เครื่องดูดเจาะชิ้นเนื้อเต้านม (Breast Biopsy)

**โครงสร้างรายได้ของบริษัท**

สัดส่วนรายได้กว่า 60%ของ TM ในช่วงปี 2013 – 2015 มาจากสินค้าในกลุ่มอุปกรณ์ทางการแพทย์และวัสดุสิ้นเปลืองที่ใช้ในห้องผ่าตัด (Disposable Operating Supplies) ซึ่งขยายตัวอย่างต่อเนื่องตามความต้องการที่สูงขึ้น อัตราการเติบโตเฉลี่ย (CAGR) ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมาสูงถึง 14.1% ขณะที่สินค้าในกลุ่มอุปกรณ์ทางการแพทย์และวัสดุสิ้นเปลืองที่ใช้ในหน่วยจ่ายกลางของโรงพยาบาล (Central Sterile Supply Department : CSSD) และกลุ่มอุปกรณ์ทางการแพทย์และวัสดุสิ้นเปลืองที่ใช้ในห้องปฏิบัติการและธนาคารเลือด (Diagnostic & Laboratory Products) มีสัดส่วนรายได้รวมกัน 21% ในปี 2015 ลดลงจาก 29% ในปี 2013 เนื่องจากบริษัทเป็นตัวแทนจำหน่ายสำหรับสินค้าในกลุ่มอุปกรณ์และเครื่องมือแพทย์เฉพาะทางเกี่ยวกับการผ่าตัดหัวใจและเครื่องมือผ่าตัดทั่วไป (Specialty products, Cardiovascular products and Surgical instruments) เพิ่มอีก 2 แบรินด์สินค้าที่เกี่ยวข้องกับการผ่าตัดหัวใจและปอด คือ Inshitra และ LivaNova ส่งผลให้รายได้จากสินค้ากลุ่มนี้เติบโตอย่างมากจาก 27.7 ล้านบาทในปี 2014 เป็น 99.1 ล้านบาทในปี 2015 (+257.5% Y-Y) คิดเป็น 19% ของรายได้รวมในปี 2015

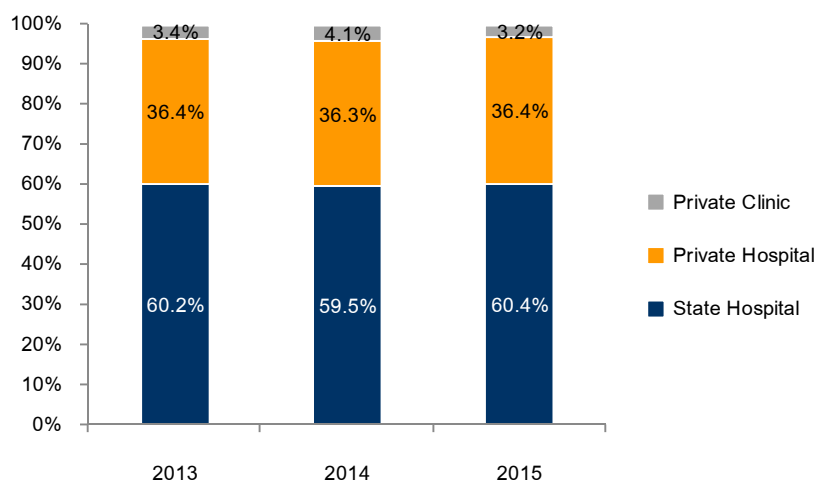
**Revenue break-down by product type**



Source: Company Data

หากจำแนกรายได้ตามประเภทของลูกค้าจะพบว่า TM มีสัดส่วนรายได้จากโรงพยาบาลรัฐบาลกว่า 60% โรงพยาบาลเอกชนราว 36% ที่เหลือเป็นรายได้จากคลินิกและบุคลากรทางการแพทย์

**Revenue break-down by customer**

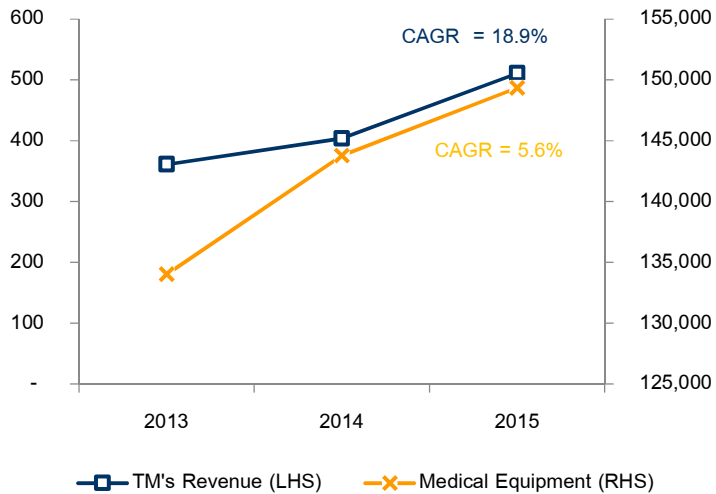


Source: Company Data

**ผลการดำเนินงานในอดีต**

รายได้จากการขายเครื่องมือแพทย์และอุปกรณ์ทางการแพทย์ของ TM ในช่วง 2013 – 2015 มีอัตราการเติบโตเฉลี่ย (CAGR) อยู่ที่ 18.9% สูงกว่าการเติบโตของมูลค่าตลาดเครื่องมือแพทย์ของไทยในช่วงเวลาเดียวกันที่ CAGR เพียง 5.6%

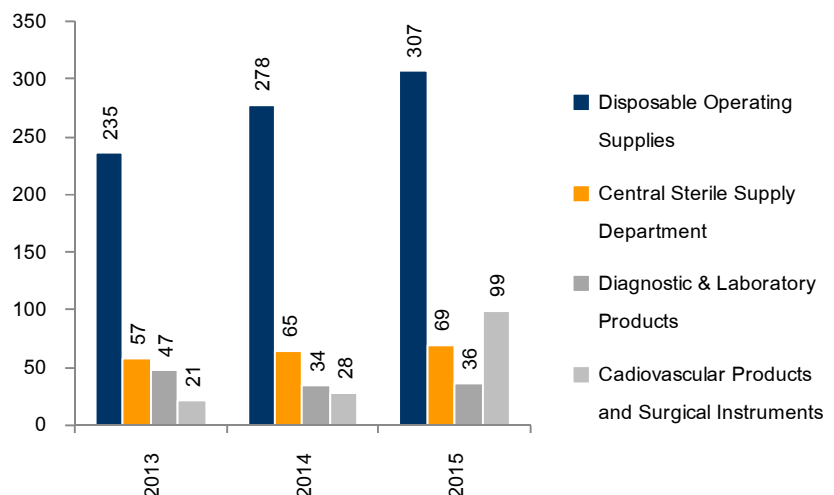
**TM's revenue CAGR vs. Medical equipment market value's CAGR**



Source: Company Data

ปัจจัยเร่งที่สำคัญคือการเติบโตอย่างสม่ำเสมอของการขายสินค้าในกลุ่มอุปกรณ์ทางการแพทย์และวัสดุสิ้นเปลืองที่ใช้ในห้องผ่าตัด (Disposable Operating Supplies) กลุ่มอุปกรณ์ทางการแพทย์และวัสดุสิ้นเปลืองที่ใช้ในหน่วยจ่ายกลางของโรงพยาบาล (Central Sterile Supply Department : CSSD) และกลุ่มอุปกรณ์ทางการแพทย์และวัสดุสิ้นเปลืองที่ใช้ในห้องปฏิบัติการและธนาคารเลือด (Diagnostic & Laboratory Products) เสริมด้วยการเติบโตแบบก้าวกระโดดของรายได้จากกลุ่มอุปกรณ์และเครื่องมือแพทย์เฉพาะทางเกี่ยวกับการผ่าตัดหัวใจและเครื่องมือผ่าตัดทั่วไป (Specialty products, Cardiovascular products and Surgical instruments) หลังจากที่บริษัทตั้งเป้าหมายในการเจาะตลาดเครื่องมือแพทย์เฉพาะทางมากขึ้น ส่งผลให้รายได้จากสินค้ากลุ่มนี้เติบโตได้ที่ 33.1% ในปี 2015 และเติบโตอย่างมีนัยสำคัญที่ 257.5% ในปี 2016 หลังจากมีการทำตลาดสินค้าเฉพาะทางเกี่ยวกับการผ่าตัดหัวใจและปอดของแบรนด์สินค้า LivaNova ที่บริษัทยังไม่เคยจำหน่ายมาก่อน

**Revenue break-down by product**



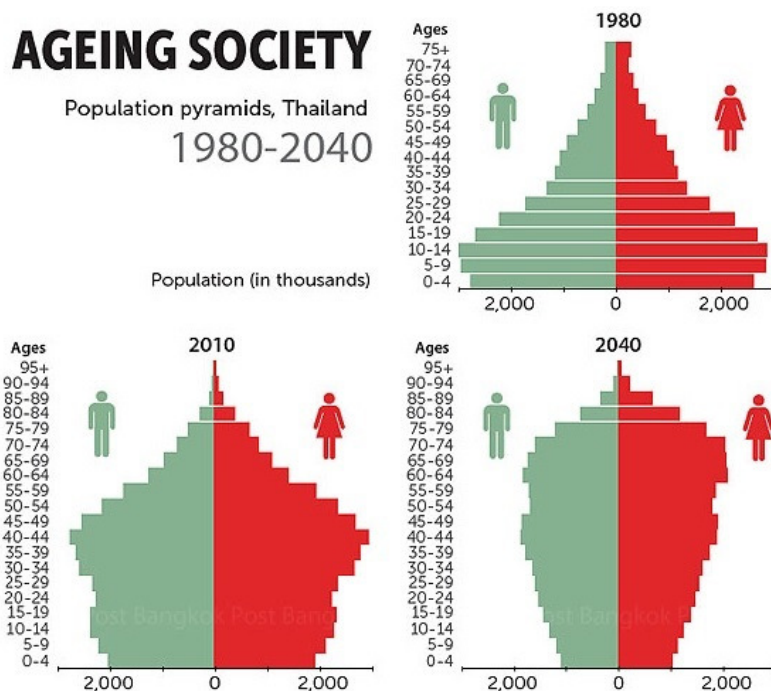
Source: Company Data

**ประเด็นการลงทุนและคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคต**

**อุปสงค์เติบโตตามโครงสร้างประชากรที่จะเปลี่ยนไป**

สังคมผู้สูงอายุ (Ageing Society) เป็นโครงสร้างทางสังคมแบบหนึ่งที่ยากจะหลีกเลี่ยงสำหรับประเทศไทยอันเป็นผลสืบเนื่องมาจากการเพิ่มขึ้นของประชากรจำนวนมากในยุค Baby Boomer (1946 - 1964) ซึ่งเป็นเวลาที่หลายประเทศเร่งเพิ่ม Productivity ผ่านการเพิ่มจำนวนประชากรหลังจากส่วนมากเสียชีวิตไปในช่วงสงครามโลกครั้งที่ 2 ปัจจุบันกลุ่มคนเหล่านี้เริ่มเข้าสู่ช่วงอายุ 50 ปีขึ้นไปซึ่งเป็นเวลาที่จะเริ่มเผชิญกับปัญหาสุขภาพมากขึ้นและส่งผลกระทบต่อการเพิ่มขึ้นของอุปสงค์สำหรับเครื่องมือและอุปกรณ์ทางการแพทย์

**Population Pyramids, Thailand 1980 - 2040**



Source: [http://www.iprs.mahidol.ac.th/iprs-th/population\\_thai.html](http://www.iprs.mahidol.ac.th/iprs-th/population_thai.html)

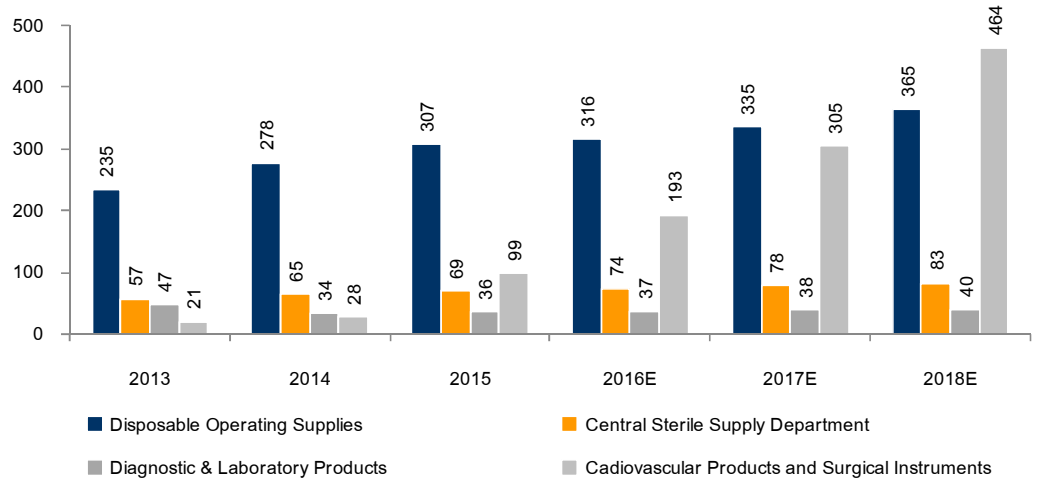
อ้างอิงจากเว็บไซต์ <https://populationpyramid.net/thailand/2016> พบว่าปัจจุบันสัดส่วนประชากรไทยที่มีอายุ 50 ปีขึ้นไปมีจำนวน 14.7% และจะเพิ่มขึ้นถึง 22.5% ในปี 2040 หากอิงจำนวนประชากรไทยในปี 2016 ที่ 65.7 ล้านคนจะมีประชากรที่อายุมากกว่า 50 ปีที่ 9.7 ล้านคนและเท่ากับ 14.8 ล้านคนในปี 2040 จากประมาณการนี้เราคาดว่าอุปสงค์ต่ออุปกรณ์ทางการแพทย์จะยังเติบโตได้อย่างต่อเนื่องและคาดว่าจะเกิดการซื้อซ้ำได้มากขึ้นหากไม่มี Technological Breakthrough ใหม่ ๆ ที่สามารถลดอัตราการเจ็บป่วยลงได้อย่างมีนัยสำคัญหรืออุบัติการณ์ใหญ่ ๆ ที่ลดจำนวนประชากรโลกลงดังเช่นสมัยสงครามโลกครั้งที่ 1 และ 2

**เติบโตจากการซื้อซ้ำและการขยายตลาดสินค้าใหม่**

เราคาดว่ายอดขายรวมของ TM จะยังเติบโตได้มากกว่าภาพรวมอุตสาหกรรมจาก 1) การเติบโตของยอดขายสินค้าในกลุ่มเดิม (กลุ่มที่ 1 – 3) จากการซื้อซ้ำเนื่องจากสินค้าของ TM เป็นลักษณะใช้ครั้งเดียวทิ้งเป็นหลัก เช่น เสื้อคลุมผ่าตัด ถุงมือยาง สายดูดเลือดและสารคัดหลั่ง เจลล้างมือชนิดไม่ต้องใช้น้ำ ถุงบรรจุภัณฑ์เพื่อการฆ่าเชื้อและอื่น ๆ หรือเป็นเครื่องมือทางการแพทย์ที่ต้องเปลี่ยนชิ้นส่วนใหม่ทุกครั้งเมื่อใช้งาน เช่น ถุงรองรับเลือดและสารคัดหลั่งหลังการผ่าตัด ไบโอมัด โป้นตัน จากการซื้อซ้ำของกลุ่มลูกค้าโรงพยาบาลรัฐและโรงพยาบาลเอกชน 2) แรงแหน่งของการรุกตลาดสินค้าในหมวดอุปกรณ์และเครื่องมือแพทย์เฉพาะทางเกี่ยวกับการผ่าตัดหัวใจและเครื่องมือผ่าตัดทั่วไป (Specialty products, Cardiovascular products and Surgical instruments) ด้วยฐานยอดขายที่ยังต่ำเพียง 99.1 ล้านบาทหรือคิดเป็น 20% ของรายได้รวมในปี 2015 บริษัทมีจุดแข็งในสินค้ากลุ่มนี้อย่างมากจากการเป็นตัวแทนจำหน่ายแต่เพียงผู้เดียวที่มีสินค้าครบครันมากกว่า (มีอุปกรณ์ที่ใช้งานเกี่ยวข้องกันในกระบวนการผ่าตัดหัวใจถึง 4 – 5 ชนิดขณะที่คู่แข่งรายอื่นมีสินค้าจำหน่ายเพียง 1 – 2 ชนิดเท่านั้น) และการทำ

ตลาดอย่างต่อเนื่องจะหนุนให้ยอดขายสินค้าในกลุ่มนี้จะยังเติบโตได้ถึง 95.3% ในปีนี้ 57.7% ในปี 2017 และ 52.1% ในปี 2018

**Forecasted revenue by product**

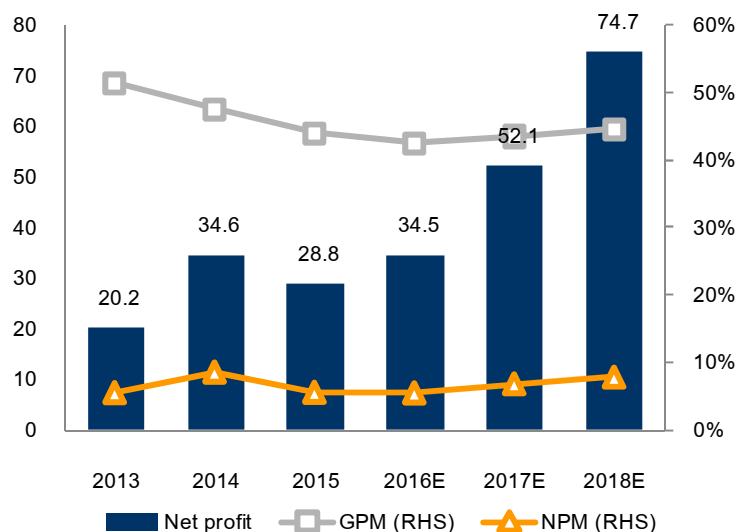


Source: Company Data

**คาดการณ์รายได้เติบโตได้ในช่วง 3 ปีข้างหน้า**

เราคาดว่ากำไรสุทธิของ TM จะเติบโต 19.8% ในปีนี้ และขยับเป็น 50.9% ในปีหน้า และ 43.3% ในปี 2018 จากการฟื้นตัวของอัตรากำไรขั้นต้นเนื่องจากการขายสินค้าแบรนด์ใหม่ (LivaNova) ในช่วงแรกเมื่อยอดขายจะเติบโตได้ดีแต่การต่อรองต้นทุนกับ Supplier ยังทำได้ยาก อย่างไรก็ตามเราคาดว่าความสามารถในการเจรจาต้นทุนจะค่อยๆปรับตัวดีขึ้น ภายหลังจากที่บริษัทสามารถสร้างยอดขายให้เติบโตได้สูงในปี 2015 ซึ่งจะเพิ่มอำนาจต่อรองให้แก่ TM เราจึงคาดว่า GPM จะฟื้นตัวในปี 2017 ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารยังคงควบคุมได้ดี SG&A to revenue อยู่ที่ 41.6% ในปี 2013 ลดลงต่อเนื่องมาที่ 34.1% ในปี 2015 และคาดว่าจะรักษาระดับในช่วงนี้ได้ เนื่องจากต้นทุนส่วนมากเป็นค่าใช้จ่ายคอมมิชชั่นและอื่นๆที่ผันแปรกับยอดขาย ทั้งนี้เราคาดว่ากำไรสุทธิของปีนี้จะอยู่ที่ 34.5 ล้านบาท และจะเติบโตขึ้นเป็น 52.1 ล้านบาท และ 74.7 ล้านบาท ในปี 2017 และ 2018 ตามลำดับ

**TM's Net profit, GPM, and NPM**



Source: Company Data

**โครงการลงทุนในอนาคต**

บริษัทมีแผนก่อสร้างสำนักงานใหญ่แห่งใหม่และรวมแสดงสินค้าเพื่อรองรับการขยายตัวของธุรกิจในอนาคต เงินลงทุนรวมในส่วนนี้อยู่ที่ 100 ล้านบาท เป็นส่วนของสำนักงานและค่าตกแต่งราว 80 ล้านบาท ส่วนของโชว์รูมแสดงสินค้าที่ 20 ล้านบาท เริ่มก่อสร้างในช่วง 1Q17 คาดว่าจะเสร็จสิ้นช่วง 1Q18 แหล่งเงินทุนจะมาจก IPO



รวมกับเงินกู้จากสถาบันการเงิน ในส่วนของโซว์รูมแสดงสินค้าจะสร้างให้เป็น One Stop Shopping สำหรับสินค้าใหม่ในอนาคตคือกลุ่มสินค้าสำหรับผู้ดูแลผู้ป่วยและผู้สูงอายุ ที่จะเน้นการขายให้ผู้บริโภคทั่วไป เช่น เตียงไฟฟ้า รถเข็นนั่งไฟฟ้า อุปกรณ์ช่วยหายใจ อุปกรณ์ช่วยเดิน และอุปกรณ์อื่นๆที่ใช้ในชีวิตประจำวันของผู้สูงอายุ เป็นต้น ทั้งนี้บริษัทคาดว่าจะเริ่มขยายการขายมายังกลุ่มสินค้านี้ภายใน 3Q16 อย่างไรก็ตามเรายังไม่ได้รวมธุรกิจนี้เข้าไปในประมาณการรายได้และกำไรของเรา

**การประเมินมูลค่าหุ้น**

เราประเมินมูลค่าของ TM ด้วยวิธี P/E Multiple อิงค่าเฉลี่ยระยะยาวของ Historical P/E สำหรับหลักทรัพย์ในอุตสาหกรรมการแพทย์ในสหรัฐอเมริกา (Sub-industry: Health care supply chain) ที่ขายสินค้าลักษณะใกล้เคียงกันกับ TM และบางบริษัทเป็น Supplier ให้กับบริษัทด้วย คือ CAH MCK ABC HSIC PDCO และ OMI โดยค่าเฉลี่ย P/E ของ Peers อยู่ที่ราว 19.0 เท่า EPS ปี 2017 ที่ 0.19 บาท ได้ราคาเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐานปี 2017 ที่ 3.55 บาท/หุ้น

**โครงสร้างการถือหุ้น การเพิ่มทุน และนโยบายการจ่ายเงินปันผล**

TM มีทุนจดทะเบียน 140 ลบ. โดยเป็นทุนเรียกชำระแล้วเท่ากับ 100 ล้านบาท แบ่งออกเป็นหุ้นสามัญ 200 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 0.50 บาท สำหรับหุ้นสามัญที่เสนอขายต่อประชาชนในครั้งแรก (IPO) นี้ จำนวน 80 ล้านหุ้น คิดเป็นร้อยละ 28.6 ของหุ้นสามัญที่ออกและเรียกชำระแล้วทั้งหมดของบริษัท ซึ่งภายหลังจากการเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนแก่ประชาชนครั้งนี้ บริษัทจะมีทุนจดทะเบียนเรียกชำระแล้วเต็มมูลค่าเท่ากับ 140 ลบ. โดยแบ่งเป็นหุ้นสามัญ 280 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 0.50 บาท โดยจะเสนอขายต่อผู้มีอุปการคุณของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ผู้มีอุปการคุณของบริษัท

TM มีวัตถุประสงค์ในการใช้เงินเพิ่มทุนในครั้งนี้เพื่อ

1. เป็นเงินทุนหมุนเวียนในการดำเนินธุรกิจเพื่อรองรับการขายกลุ่มสินค้าสำหรับผู้สูงอายุ
2. เป็นเงินทุนสำหรับก่อสร้างอาคารสำนักงานแห่งใหม่และโซว์รูมสินค้า
3. ชำระคืนเงินกู้ยืมจากสถาบันการเงิน

**โครงสร้างผู้ถือหุ้นใหญ่**

	ก่อน IPO	หลัง IPO
1. กลุ่มครอบครัวจรรโลงบุตร*	100.00 %	71.43 %
1.1 นางสาวสุนทรี จรรโลงบุตร	50.00 %	35.72 %
1.2 นายศุภพงษ์ จรรโลงบุตร	30.00 %	21.43 %
1.3 นางสาวปรางฉาย จรรโลงบุตร	10.00 %	7.14 %
1.4 นางสาวแพรว จรรโลงบุตร	10.00 %	7.14 %
2. ประชาชนทั่วไป	0 %	28.57 %
รวม	100.00 %	100.00 %
จำนวนหุ้นรวม	200 ล้านหุ้น	280 ล้านหุ้น

### นโยบายการจ่ายเงินปันผล

บริษัทมีนโยบายจ่ายเงินปันผลในอัตราไม่น้อยกว่าร้อยละ 40 ของกำไรสุทธิที่เหลือ หลังจากหักเงินสำรองต่างๆทุกประเภทตามที่กำหนดไว้ในข้อบังคับของบริษัทและตามกฎหมาย อย่างไรก็ตาม การจ่ายเงินปันผลดังกล่าวอาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ โดยขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงาน ฐานะทางการเงินของบริษัท สภาพคล่อง แผนการลงทุน รวมถึงปัจจัยที่เกี่ยวข้องในการบริหารงาน ความจำเป็น และความเหมาะสมอื่นๆ ในอนาคต ซึ่งการจ่ายเงินปันผลดังกล่าวอยู่ในอำนาจของคณะกรรมการบริษัทเป็นผู้พิจารณา ทั้งนี้ มติคณะกรรมการบริษัทเกี่ยวกับการอนุมัติการจ่ายเงินปันผลจะต้องนำเสนอต่อที่ประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อพิจารณา เว้นแต่เป็นการจ่ายเงินปันผลระหว่างกาล ซึ่งคณะกรรมการบริษัทมีอำนาจอนุมัติจ่ายเงินปันผลระหว่างกาลได้ โดยต้องแจ้งให้ที่ประชุมผู้ถือหุ้นทราบในการประชุมครั้งต่อไป

### ปัจจัยความเสี่ยง

#### ความเสี่ยงในการเป็นตัวแทนจำหน่ายเครื่องมือแพทย์และอุปกรณ์ทางการแพทย์

เนื่องจากธุรกิจของ TM มีสัดส่วนของสินค้านำเข้าเข้าถึงร้อยละ 90 บริษัทจึงมีความเสี่ยงหากผู้ผลิตเปลี่ยนแปลงลักษณะสัญญา เช่น การยกเลิกการต่ออายุสัญญาการเป็นตัวแทนจำหน่าย หรือ บริษัทผู้ผลิตตัดสินใจเข้ามาจำหน่ายสินค้าเอง ทั้งนี้ TM ประเมินว่ากรณีนี้อาจเกิดขึ้นได้ยาก เนื่องจากบริษัทผู้ผลิตต้องมีการจ้างบุคลากรเพิ่มเติมรวมถึงค่าใช้จ่ายในการทำการตลาดซึ่งไม่ใช่เป้าหมายหลักของผู้ผลิต นอกจากนี้หากเกิดเหตุการณ์ที่ทำให้ยอดขายของบริษัทลดลงจนไม่สามารถบรรลุยอดขายขั้นต่ำที่กำหนดไว้ในสัญญา บริษัทสามารถชี้แจงเหตุผลของการไม่บรรลุยอดขายได้ ซึ่งที่ผ่านมาแม้จะเกิดเหตุการณ์เช่นนี้บ้างแต่บริษัทยังไม่เคยได้รับการปฏิเสธการต่อสัญญาจากผู้ผลิต

#### ความเสี่ยงจากการชำระหนี้ล่าช้าของโรงพยาบาลรัฐบาล

เนื่องจากสัดส่วนลูกค้าโรงพยาบาลรัฐบาลสูงถึง 60% และโดยส่วนใหญ่ลูกค้ากลุ่มนี้มีประวัติการจ่ายชำระหนี้ที่ล่าช้ากว่านโยบายที่บริษัทตั้งไว้ (โรงพยาบาลรัฐบาลตั้งไว้ที่ 90 วัน) เนื่องจากต้องรอรอบเบิกจ่ายงบประมาณจากทางภาครัฐ แต่ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมาบริษัทไม่มีหนี้สูญจากลูกค้ากลุ่มนี้เลยจึงมองว่าความเสี่ยงในส่วนนี้ค่อนข้างต่ำ กระทบเพียงแค่งบการเงินในลูกหนี้ที่เพิ่มขึ้นเท่านั้น

#### ความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ

เนื่องจากสินค้าเกือบทั้งหมด TM นำเข้าจากต่างประเทศ หากเกิดเหตุการณ์ที่ทำให้ค่าเงินผันผวนอย่างรุนแรง โดยเฉพาะการแข็งค่าของเงินตราต่างประเทศ จะส่งผลต้นทุนขายของบริษัทสูงขึ้นและส่งผลกระทบต่อผลประกอบการของบริษัท อย่างไรก็ตามบริษัทได้มีการทำสัญญาซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าไว้บางส่วน (Partial hedging on forward contract) สำหรับสกุลเงินดอลลาร์และยูโร

**Income Statement (Consolidated)**

(Bt mn)	2013	2014	2015	2016E	2017E
Revenue	361	404	511	620	757
Costs of sales	175	212	287	357	428
Gross profit	186	192	224	264	329
SG&A costs	150	145	174	214	259
Operating profit	35	47	50	50	70
Other income	-3	2	-6	1	1
EBIT	32	49	44	51	71
EBITDA	32	56	52	61	82
Interest charge	6	6	7	8	6
Tax on income	5	8	8	9	13
Earnings after tax	20	35	29	35	52
Minority interests	0	0	0	0	0
Normalized earnings	19	35	27	35	52
Extraordinary items	-1	0	-1	0	0
Net profit	20	35	29	35	52

**Cash Flow Statement (Consolidated)**

(Bt mn)	2013	2014	2015	2016E	2017E
Net profit	20	35	29	35	52
Depreciation & amortization	0	7	8	10	10
Change in working capital	3	-37	-113	-22	-55
Other adjustments	0	0	0	0	0
Cash flow from operation	23	4	-77	23	8
Capital expenditure	-49	-5	-16	-104	-7
Others	0	0	0	0	0
Cash flow from investing	-49	-5	-16	-104	-7
Free cash flow	-25	-1	-93	-80	1
Net borrowings	38	-12	115	-103	27
Equity capital raised	0	0	0	361	0
Dividends paid	-5	0	0	-146	-20
Others	0	0	0	0	0
Cash flow from financing	33	-12	115	112	7
Net change in cash	8	-13	23	31	8

**Balance Sheet (Consolidated)**

(Bt mn)	2013	2014	2015	2016E	2017E
Cash& equivalents	28	15	38	70	78
Short term investment	0	0	0	0	0
Account receivable	110	135	182	206	251
Inventory	80	85	154	181	211
Other current asset	5	5	9	12	15
Total current asset	223	239	383	468	555
Investment	18	18	30	32	39
PPE	98	97	105	198	194
Other asset	1	3	4	5	6
Total assets	341	357	522	703	794
Short term loan loans	76	76	208	98	113
Accounts payable	45	61	76	99	119
Current maturities	12	13	12	13	17
Other current liabilities	51	27	32	40	49
Total current liabilities	185	178	327	250	297
Long-term debt	50	37	22	28	36
Other LT liabilities	9	11	13	16	20
Total LT liabilities	59	48	35	44	55
Total liabilities	244	225	362	294	353
Registered capital	23	23	23	140	140
Paid up capital	23	23	23	140	140
Share premium	0	0	0	244	244
Legal reserve	1	1	1	2	4
Retained earnings	73	108	137	24	54
Others	0	0	0	0	0
Minority Interest	0	0	0	0	0
Shareholders' equity	97	131	160	409	442

**Important Ratios (Consolidated)**

	2013	2014	2015	2016E	2017E
<b>Growth (%)</b>					
Revenues	12.0	11.8	26.5	21.4	22.0
EBITDA	-14.3	74.2	-7.4	18.4	33.1
Net profit	-21.3	71.2	-16.7	19.8	50.9
Normalized earnings	-25.0	81.6	-21.5	25.6	50.9
<b>Profitability Ratios (%)</b>					
Gross profit margin	51.4	47.5	43.9	42.5	43.5
EBITDA margin	8.9	13.8	10.1	9.9	10.8
EBIT margin	8.9	12.1	8.6	8.2	9.4
Normalized profit margin	5.3	8.7	5.4	5.6	6.9
Net profit margin	5.6	8.6	5.6	5.6	6.9
Normalized ROA	5.7	9.8	5.3	4.9	6.6
Normalized ROE	19.9	26.6	17.1	8.4	11.8
Normalized ROCE	20.6	27.3	22.6	11.2	14.4
<b>Risk (x)</b>					
D/E (x)	2.5	1.7	2.3	0.7	0.8
Net D/E (x)	1.1	0.8	1.3	0.2	0.2
Net debt/EBITDA	3.4	2.0	3.9	1.1	1.1
<b>Per share data (Bt)</b>					
Reported EPS	0.44	0.75	0.63	0.12	0.19
Norm EPS	0.42	0.76	0.60	0.12	0.19
EBITDA	0.70	1.22	1.13	0.22	0.29
Book value	-0.55	-0.02	-2.01	-0.29	0.00
Dividend	2.10	2.86	3.48	1.46	1.58
Par	0.11	0.00	2.89	0.05	0.07
<b>Valuations (x)</b>					
P/E	6.8	4.0	4.8	24.3	16.1
Norm P/E	7.2	3.9	5.0	24.3	16.1
P/BV	1.4	1.0	0.9	2.1	1.9
EV/EBTDA	7.7	4.4	6.6	14.8	11.4
Dividend yield (%)	3.62	0.00	96.32	1.60	2.36

Source: Company data, FSS research

**บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)**

<b>สำนักงานใหญ่</b> 999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร	<b>สำนักงานไทยซัมมิท ทาวเวอร์</b> (สายงานสนับสนุน) 1768 อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 5, 31 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา อัลมาลิ่งค์</b> 25 อาคารอัลมาลิ่งค์ ชั้น 9,14,15 ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา อัมรินทร์ ทาวเวอร์</b> 496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา เซ็นทรัลพลาซ่า 1</b> 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ทาวเวอร์ ปิ่นเกล้า ชั้นที่ 14 ห้อง 1404 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย กรุงเทพมหานคร
<b>สาขา บางกระบือ</b> 3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา บางนา</b> 1093 อาคารเซ็นทรัลพลาซ่าทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 1093/105 หมู่ 12 ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา เขตบางนา กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา ลินธอร์ 1</b> 140/1 อาคารเคียนทงวน 2 ชั้น 18 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา ลินธอร์ 2</b> 130-132 อาคารลินธอร์ ทาวเวอร์ 3 ชั้น 24 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา ลินธอร์ 3</b> 130-132 อาคารลินธอร์ ทาวเวอร์ 3 ชั้น 19 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร กรุงเทพมหานคร
<b>สาขา ลาดพร้าว</b> 555 อาคารระสา ทาวเวอร์ 2 ยูนิค 1106 ชั้น 11 ถ.พหลโยธิน แขวงจตุจักร เขตจตุจักร กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา ประชาชื่น</b> 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา รังสิต</b> 1/832 พหลโยธิน 60 ต.คูคต อ.ลำลูกกา ปทุมธานี	<b>สาขา ไทยซัมมิท</b> 1768 อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 2 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา รัตนาธิเบศร์</b> 68/127 หมู่ 8 ถ.รัตนาธิเบศร์ ต.บางกระสอบ อ.เมืองนนทบุรี นนทบุรี
<b>สาขา ศรีราชา</b> 135/99 (ตึกคอม ชั้น G) ถนนสุขุมวิท ต.ศรีราชา อ.ศรีราชาชลบุรี	<b>สาขา ขอนแก่น 1</b> 311/16 ถ.กลางเมือง ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น	<b>สาขา ขอนแก่น 3</b> 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่ง) ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น	<b>สาขา อุดรธานี</b> 104/6 ชั้น 2 อาคาร ธนาคารไอซีบีซี(ไทย)จำกัด(มหาชน) ถ.อุดรธานี ต.หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี	<b>สาขา เชียงใหม่ 1</b> 308 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่
<b>สาขา เชียงใหม่ 2</b> 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่	<b>สาขา เชียงใหม่ 3</b> อาคารมะลิเพลส 32/4 หมู่ที่ 2 ชั้น 1 ห้อง B1-1, B1-2 ต.แม่เหียะ อ.เมืองเชียงใหม่ เชียงใหม่	<b>สาขา เชียงราย</b> 353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย	<b>สาขา แม่สาย</b> 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย	<b>สาขา นครราชสีมา</b> 124/2 ห้อง A3 ชั้น 7 สำนักงานเดอะมอลล์ นครราชสีมา ถ.มิตรภาพ ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา
<b>สาขา สมุทรสาคร</b> 1045/16-17 ถ.วิเชียรโชฎก ต.มหาชัย อ.เมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร	<b>สาขา นครปฐม</b> 28/16-17 ถ.ยิงเป้า ต.สนามจันทร์ อ.เมือง จ.นครปฐม	<b>สาขา ภูเก็ต</b> 22/18 ศูนย์การค้าวานิชพลาซ่า ถ.หลวงพ่อดำ ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต	<b>สาขา หาดใหญ่ 1</b> 200/221, 200/223 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา	<b>สาขา หาดใหญ่ 2</b> 106 ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา
<b>สาขา หาดใหญ่ 3</b> 200/222, 200/224, 200/226 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา	<b>สาขา กระบี่</b> 223/20 ถ.มหาพรต ต.ปากน้ำ อ.เมือง จ.กระบี่	<b>สาขา ตรัง</b> 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง	<b>สาขา สุราษฎร์ธานี</b> 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี	<b>สาขา บิดดาดี</b> 300/69-70 หมู่ 4 ต.ระมุขมิล อ.เมือง จ.ปัตตานี

**คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน**

BUY	"ซื้อ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน <b>ต่ำกว่า</b> มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 10%
HOLD	"ถือ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน <b>ต่ำกว่า</b> มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 0% - 10%
SELL	"ขาย" เนื่องจากราคาปัจจุบัน <b>สูงกว่า</b> มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
TRADING BUY	"ซื้อเก็งกำไรระยะสั้น" เนื่องจากมีประเด็นที่มีผลบวกต่อราคาหุ้นในระยะสั้น แม้ว่าราคาปัจจุบันจะสูงกว่ามูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
OVERWEIGHT	"ลงทุนมากกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ <b>สูงกว่า ตลาด</b>
NEUTRAL	"ลงทุนเท่ากับตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ <b>เท่ากับ ตลาด</b>
UNDERWEIGHT	"ลงทุนน้อยกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ <b>ต่ำกว่า ตลาด</b>

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

**DISCLAIMER:** รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เราเชื่อหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ โดยบริษัทฯ อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าวนี้ ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

Thai Institute of Directors Association (IOD) - Corporate Governance Report Rating 2015

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
100-90		ดีเลิศ
80-89		ดีมาก
70-79		ดี
60-69		ดีพอใช้
50-59		ผ่าน
<50	no logo given	n/a

สัญลักษณ์ **N/R** หมายถึง “ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR”

**IOD (IOD Disclaimer)**

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (“บริษัทจดทะเบียน”) เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

**การเปิดเผยข้อมูล Anti-corruption Progress Indicator**

ระดับ 5	Extended	ขยายผลสู่ผู้ที่เกี่ยวข้อง	มีการขยายผลการดำเนินนโยบายต่อต้านการทุจริตสู่ผู้ที่เกี่ยวข้องในห่วงโซ่อุปทาน และการเปิดเผยข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับกรณีทุจริตที่เกิดขึ้น
ระดับ 4	Certified	ได้รับการรับรอง	มีการสอบทานจากคณะกรรมการตรวจสอบหรือผู้สอบบัญชีที่สำนักงาน ก.ล.ด. ให้ความเห็นชอบ และได้รับการรับรองหรือผ่านการตรวจสอบเพื่อความเชื่อมั่นอย่างเป็นทางการจากหน่วยงานภายนอก (เช่น CAC)
ระดับ 3	Established	มีมาตรการป้องกัน	มีมาตรการป้องกัน การประเมินความเสี่ยง การสื่อสารและฝึกอบรมแก่พนักงาน รวมทั้งการดูแลให้มีการดำเนินการและการทบทวนความเหมาะสมของมาตรการอย่างสม่ำเสมอ
		- ระดับ 3A	บริษัทมีการประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วมโครงการ CAC หรือภาคี
		- ระดับ 3B	บริษัทมีค่านิยมและนโยบายของบริษัท แต่มิได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วมโครงการ CAC หรือภาคี
ระดับ 2	Declared	ประกาศเจตนารมณ์	มีการประกาศเจตนารมณ์เข้าเป็นแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านการทุจริต (CAC) หรือโครงการต่อต้านทุจริตที่กำหนดให้องค์กรต้องมีกระบวนการในตนเองเดียวกัน
ระดับ 1	Committed	มีนโยบาย	มีค่านิยมหรือมติคณะกรรมการในเรื่องการดำเนินธุรกิจที่จะไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตและการดูแลให้บริษัทปฏิบัติตามให้เป็นไปตามกฎหมายที่เกี่ยวข้อง

ข้อมูล Anti-corruption Progress Indicator จาก สถาบันไทยพัฒนา (ข้อมูล ณ วันที่ 6 พฤศจิกายน 2558)