

2 ธันวาคม 2558

MAI

TACC

บมจ. ที.เอ.ซี. คอนซูเมอร์

Current	Previous	IPO Price	2016 TP	Exp Return	Support	Resistance	Anti-corrupt	CGR 2014
--	--	2.88	4.25	+ 47.6%	N.A.	N.A.	-	N/R

## IPO details

ผู้ออกหลักทรัพย์	TACC
จำนวนหุ้น IPO (ล้านหุ้น)	168
ราคาเสนอขาย (บาท)	2.88
มูลค่าหุ้นที่ตราไว้ (บาท)	0.25
ระยะเวลาจองซื้อ	25 - 27 พฤศจิกายน 2558
วันที่เริ่มทำการซื้อขาย	2 ธันวาคม 2558
แกนนำการจัดจำหน่าย	Finansia Syrus Securities
ที่ปรึกษาทางการเงิน	Finansia Syrus Securities

## Consolidated earnings

(Bt mn)	2014	2015E	2016E	2017E
Normalized profit	52	78	101	125
Net profit	52	78	101	125
EPS (Bt)-Normalized	0.54	0.13	0.17	0.21
EPS (Bt)	0.54	0.13	0.17	0.21
% growth Y-Y	N.A.	-76.5	29.6	23.6
Dividend (Bt)	0.55	0.10	0.08	0.10
BV/share (Bt)	0.72	1.11	1.20	1.30
EV/EBITDA (x)	26.0	12.7	9.8	7.7
PER (x) - Normalized	5.3	22.2	16.9	13.7
PER (x)	5.3	22.2	16.9	13.7
PBV (x)	4.0	2.6	2.4	2.2
Dividend yield (%)	19.1	3.5	2.8	3.5
YE no. of shares (mn)	95	608	608	608
No. of share-fully diluted	120	608	608	608
Par (Bt)	0.25	0.25	0.25	0.25

Source: Company data, FSS estimates

**หมายเหตุ :** บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) ที่ปรึกษาทางการเงินและผู้จัดการการจำหน่าย และรับประกันการจำหน่ายหุ้นสามัญของบริษัท ที.เอ.ซี. คอนซูเมอร์ จำกัด (มหาชน) ที่เสนอขายต่อประชาชนเป็นครั้งแรก

### นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวน ก่อนตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์

Analyst: Sureeporn Teewasuwet  
Register No.: 040694  
Tel: 0-2646-9972  
Email: sureeporn.t@fnsyrus.com

www.fnsyrus.com

### จำวนแห่งเครื่องตีมโกลด

TACC เป็นผู้ผลิตและจำหน่ายเครื่องตีมโกลด กาแฟ ประเภทเครื่องตีมโกลด ซึ่งมีลูกค้ารายใหญ่คือ 7-11 ที่ปัจจุบันมีจำนวนสาขามากกว่า 8,000 แห่งทั่วประเทศ และยังมีแผนขยายสาขาต่อเนื่องปีละไม่น้อยกว่า 600 แห่งในอนาคต นั้นหมายถึงบริษัทมีช่องทางในการกระจายสินค้าและสร้างการเติบโตได้อย่างต่อเนื่อง และด้วยความสัมพันธ์ที่ดียาวนานกว่า 12 ปี ในการเป็นคู่ค้าและพัฒนาสินค้าร่วมกันมาโดยตลอด จึงเรียกได้ว่า 7-11 เป็นพันธมิตรที่แข็งแกร่งของบริษัท นอกจากการเติบโตของสินค้าเดิมตามการขยายสาขาของ 7-11 แล้ว แผนการลงทุนในสินค้าใหม่เครื่องกดเครื่องตีมแบบอัตโนมัติ โดยตั้งเป้ากระจายไปยังร้านสะดวกซื้อให้ครบ 1,500 เครื่องภายในปี 2017 จะช่วยหนุนการเติบโตของรายได้ในอนาคตด้วยเรคาดกำไรสุทธิปี 2015 จะโตราว 50% Y-Y และคาดจะโตต่อเนื่องในปี 2016 – 2018 เฉลี่ย 23.5% CAGR เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2016 เท่ากับ 4.25 บาท (อิง PER 25 เท่า)

### ผู้ผลิตและจำหน่ายเครื่องตีมโกลดประเภทชา กาแฟ

บริษัทประกอบธุรกิจจัดหา ผลิต และจำหน่ายเครื่องตีมประเภทชา กาแฟ แบ่งเป็นการขายแบบ B2B (สัดส่วนรายได้ 77.17% ของรายได้รวมปี 2014) โดยมีพันธมิตรหลักคือ 7-11 ประเภทสินค้าได้แก่ เครื่องตีมโกลด และเครื่องตีมปรุงสำเร็จชนิดผง และการขายแบบ B2C (สัดส่วน 22.83%) เป็นสินค้าภายใต้แบรนด์ของบริษัท ซึ่งเป็นการขายทั้งในประเทศและส่งออก อาทิ เครื่องตีมชาเขียวพร้อมตีม (Zenya), กาแฟปรุงสำเร็จ (VSlim), เครื่องตีมปรุงสำเร็จชนิดผง (Sha Sha, Na-Arun, Sawasdee)

### พันธมิตรที่แข็งแกร่งเป็นปัจจัยแห่งความสำเร็จ

ด้วยสัดส่วนรายได้ที่ขายให้กับ 7-11 สูงถึง 83.2% ของรายได้รวมปี 2014 และด้วยจำนวนสาขา 7-11 ปัจจุบันที่มากกว่า 8,000 แห่งทั่วประเทศ และยังมีแผนขยายสาขาต่อเนื่องปีละไม่น้อยกว่า 600 แห่งในอนาคต นั้นหมายถึงบริษัทมีช่องทางในการกระจายสินค้าและสร้างการเติบโตได้อย่างต่อเนื่อง ในขณะที่เรามองความเสี่ยงจากการพึ่งพิงลูกค้ารายใหญ่ 7-11 ค่อนข้างจำกัด เพราะไม่เพียงแต่การเป็นคู่ค้ากันเท่านั้น แต่ถือเป็นพันธมิตรที่แน่นแฟ้นด้วยความสัมพันธ์ที่ดียาวนานกว่า 12 ปี ในการเป็นคู่ค้าและพัฒนาสินค้าร่วมกันมาโดยตลอด จึงเรียกได้ว่า 7-11 เป็นพันธมิตรที่แข็งแกร่งของบริษัท รวมถึงมีการจัดทำสัญญาเป็นลายลักษณ์อักษรด้วย

### คาดกำไรปี 2015 จะโต 50% Y-Y และจะโตต่อเนื่องปี 2016 – 2018 เฉลี่ย 23.5% CAGR

เรคาดกำไรสุทธิปี 2015 จะเติบโต 50% Y-Y แม้คาดรายได้โตเพียง 3% Y-Y ซึ่งมาจากการหดตัวของรายได้ส่งออก (สัดส่วนราว 13% ของรายได้รวมปี 2014) จากการปรับกลยุทธ์การขายในภูมิภาค แต่ด้วย Product Mix ที่ดีและสัดส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้ที่ลดลง จะช่วยหนุนให้กำไรเติบโตโดดเด่นในปีนี้ และด้วยแผนการลงทุนไปยังสินค้าใหม่เครื่องกดเครื่องตีมแบบอัตโนมัติ โดยตั้งเป้ากระจายไปยังร้านสะดวกซื้อให้ครบ 1,500 เครื่องภายในปี 2017 รวมถึงการเติบโตของสินค้าเดิมตามการขยายสาขาของ 7-11 และการกลับมาของรายได้ส่งออกไปยังภูมิภาค จึงคาดกำไรสุทธิในช่วงปี 2016 – 2018 จะเติบโตสูงต่อเนื่องเฉลี่ย 23.5% CAGR

### ประเมินราคาเป้าหมาย TACC ปี 2016 เท่ากับ 4.25 บาท (อิง PE 25 เท่า)

เราประเมินมูลค่าหุ้น TACC ด้วยวิธี Relative PER โดยเทียบเคียงกับบริษัทเครื่องตีมในตลาดหลักทรัพย์รวม 6 บริษัท (SAPPE, TIPCO, MALEE, OISHI, ICHI, CBG) ซึ่งมี PER เฉลี่ย 25 เท่า แม้ TACC จะมีขนาดเล็กกว่ากลุ่ม แต่มีอัตราการเติบโตของกำไรสุทธิในช่วง 3 ปีข้างหน้าโดดเด่นกว่ากลุ่ม และมี 7-11 เป็นพันธมิตรที่แข็งแกร่งและเป็นผู้นำตลาดค้าปลีกร้านสะดวกซื้อ และภายหลัง IPO บริษัทจะมีฐานะทางการเงินและสภาพคล่องในระดับสูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่ม เราจึงเห็นว่าอิง PER ที่ 25 เท่า มีความเหมาะสม ทำให้ได้ราคาเป้าหมายปี 2016 เท่ากับ 4.25 บาท คิดเป็น PEG เพียง 1.06 เท่า

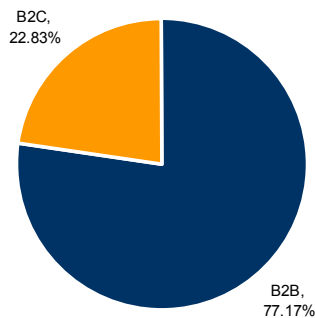
**ลักษณะการประกอบธุรกิจ**

**ผู้ผลิตและจำหน่ายเครื่องดื่มโถกตประเภทชา กาแฟ**

บริษัทฯ ประกอบธุรกิจจัดหา ผลิต และจำหน่ายเครื่องดื่มประเภทชาและกาแฟ โดยแบ่งเป็น 2 กลุ่มหลัก ดังนี้

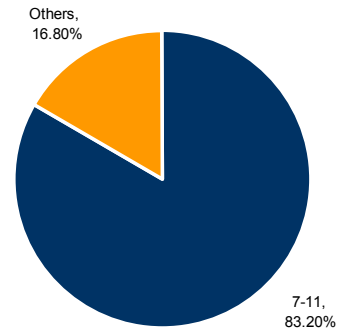
1. **B2B (Business to Business)** เป็นการขายผลิตภัณฑ์ที่พัฒนาร่วมกับพันธมิตรทั้ง **Convenience Store** และ **Chain Restaurant** (สัดส่วนรายได้ 77.17% ของรายได้รวมปี 2014) ได้แก่ ผลิตภัณฑ์เครื่องดื่มในโถกต (Dispenser Drink) เช่น กาแฟเย็น (แบรนด์ดีสินค้าของ 7-11) และชานม (แบรนด์ เซนย่า ของบริษัท) ซึ่งพัฒนาร่วมกับ 7-11 มาเป็นเวลากว่า 12 ปี, ผลิตภัณฑ์เครื่องดื่มปรุงสำเร็จชนิดผงพร้อมชง เพื่อจำหน่ายให้กับร้าน All Café (ร้านเครื่องดื่มชงสดที่ตั้งอยู่ในร้าน 7-11) และผลิตภัณฑ์ที่พัฒนาเพื่อจำหน่ายเป็นครั้งคราวหรือตามฤดูกาล เช่น เครื่องดื่มในโถกตประเภทอื่นๆ ที่จะมีการสับเปลี่ยนตามระยะเวลา โดยเป็นการพัฒนาร่วมกับ CPALL อาทิ กาแฟลาเต้ ชาเขียวมัทฉะ ชาเขียวนมกลิ่นแคนตาลูป และกาแฟเย็นสูตรเจ เป็นต้น
2. **B2C (Business to Customer)** เป็นการขายผลิตภัณฑ์ภายใต้ตราสินค้าของบริษัท (สัดส่วนรายได้ 22.83% ของรายได้รวมปี 2014) ได้แก่ ชาเขียวพร้อมดื่ม ตรา “เซนย่า” (Zenya), กาแฟปรุงสำเร็จ ตรา “วีสลิม” (VSlim), เครื่องดื่มปรุงสำเร็จชนิดผง ตรา “ชาซ่า” (Sha Sha), “ณ อรุณ” (Na-Arun) และ “สวีสวี” (Sawasdee)

โครงสร้างรายได้แบ่งตามประเภทสินค้า 2014



Source : Company Data

โครงสร้างรายได้แบ่งตามลูกค้า 2014



Source : Company Data

ตัวอย่างเครื่องดื่มโถกตใน 7-11



Source : Company Data

ตัวอย่างชาเขียวพร้อมดื่ม Zenya



Source : Company Data

## ตัวอย่างกาแฟ VSlim



Source : Company Data

## ตัวอย่างเครื่องดื่มปรุงสำเร็จชนิดผง



Source : Company Data

ในปี 2014 บริษัทมีสัดส่วนรายได้ส่วนใหญ่มาจากการขายในประเทศ 87% และอีก 13% มาจากการส่งออก (สินค้าที่มีการขายส่งออกได้แก่ Zenya, VSlim, Na Arun, Sawasdee) โดยบริษัทถือได้ว่าเป็นผู้นำตลาดชาเขียวพร้อมดื่มในประเทศกัมพูชา ปัจจุบันมีโรงงานผลิตเครื่องดื่มปรุงสำเร็จชนิดผงตั้งอยู่ที่โครงการพารากอน แฟคตอรี แลนด์ บ้านมิ่ง จ.ชลบุรี มีกำลังการผลิตเต็มที 2,021.76 ตันต่อปี ทั้งนี้บริษัทมียอดสั่งซื้อสินค้าสำเร็จรูปจากผู้รับจ้างผลิตในปี 2014 ราว 84.2% ของยอดสั่งซื้อสินค้าสำเร็จรูปทั้งหมด

### พันธมิตรที่แข็งแกร่งคือ Key Success Factor ของบริษัท

บริษัทได้ให้ความสำคัญในการสร้างความสัมพันธ์ความเป็นหุ้นส่วนทางธุรกิจกับคู่ค้าอย่างมาก ทั้งนี้ด้วยสัดส่วนรายได้ที่สูงถึง 83.2% ของรายได้รวมในปี 2014 มาจากการขายสินค้าที่พัฒนาร่วมกับ 7-11 ซึ่งถือเป็นพันธมิตรที่แข็งแกร่ง ด้วยจำนวนสาขาที่มากเป็นอันดับ 1 กว่า 8,000 แห่งทั่วประเทศ นั้นหมายถึงบริษัทมีช่องทางกระจายสินค้าที่มากเช่นเดียวกัน และแผนการเปิดสาขาใหม่ของ 7-11 ที่ไม่น้อยกว่าปีละ 600 แห่ง ยังเป็นโอกาสในการเติบโตของบริษัทอย่างต่อเนื่อง และจากความสัมพันธ์ที่ติดรุ่มกันมานานกว่า 12 ปี โดยในปี 2013 บริษัทได้รับรางวัล Partnership Award 2013 “Best of Business Growth” จาก CPALL ซึ่งเป็นรางวัลที่มอบให้กับคู่ค้าที่มีการทำงานร่วมกันและมีผลการดำเนินงานเติบโตที่ดีเยี่ยม ซึ่งเป็นเครื่องหมายการันตีความสัมพันธ์ที่ดีกับ 7-11 ทำให้บริษัทได้รับโอกาสในการพัฒนาสินค้าใหม่ๆเพิ่มเติมอย่างสม่ำเสมอ ในขณะที่ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงลูกค้ารายใหญ่ CPALL ค่อนข้างจำกัด เพราะนอกจากการเป็นคู่ค้าที่ดีมาอย่างยาวนานแล้ว ยังมีการจัดทำสัญญาเป็นลายลักษณ์อักษร อย่างไรก็ตาม บริษัทยังคงตระหนักถึงความเสี่ยงที่มีอยู่ จึงได้มีการทำตลาดเพื่อหาลูกค้าร้านอาหารที่เป็น Chain Restaurant มากขึ้น รวมถึงการเน้นจำหน่ายสินค้าภายใต้แบรนด์ของบริษัทมากขึ้น เพื่อเป็นการกระจายความเสี่ยงดังกล่าว

### ความสามารถและความคิดสร้างสรรค์ของทีมผู้บริหารคืออีกหนึ่งปัจจัยของความสำเร็จ

นอกจากการมีพันธมิตรที่แข็งแกร่งจะเป็นปัจจัยหลักที่นำพาบริษัทให้ประสบความสำเร็จแล้ว บริษัทยังมีบุคลากรที่มีประสิทธิภาพและความสามารถ รวมถึงมีวิสัยทัศน์ที่กว้างไกล โดยเฉพาะทีมผู้บริหาร ซึ่งถือเป็นสินทรัพย์ที่สำคัญของบริษัท หากพิจารณาสัดส่วนการพึ่งพาผู้รับจ้างผลิตจากภายนอกในสัดส่วนที่สูงถึง 84.2% ในปี 2014 นั้นสะท้อนให้เห็นว่าบริษัทไม่ได้วางตำแหน่งเป็นผู้ผลิต แต่ได้เน้นกลยุทธ์การขายและการนำเสนอสินค้าใหม่ๆที่ต้องอาศัยความคิดสร้างสรรค์ รวมถึงการพัฒนาการสินค้าร่วมกับลูกค้า นอกจากนี้ยังมีการพัฒนาสินค้าภายใต้แบรนด์ของตนเองและนำเสนอไปยังผู้บริโภครวมทั้งในและต่างประเทศ อย่างไรก็ตาม บริษัทได้ป้องกันความเสี่ยงจากการพึ่งพาผู้รับจ้างผลิตภายนอก ด้วยการสร้างความสัมพันธ์ที่ดีอย่างยาวนานกับผู้รับจ้างผลิต รวมถึงได้มีโรงงานผลิตของบริษัทเองเพื่อเป็นการกระจายความเสี่ยงอีกทางหนึ่ง

### อยู่ระหว่างลงทุนสู่ผลิตภัณฑ์ใหม่ ผ่านช่องทางร้านสะดวกซื้อ

ด้วยทีมผู้บริหารที่ให้ความสำคัญกับการคิดค้นผลิตภัณฑ์ใหม่ในกลุ่มเครื่องดื่มอย่างต่อเนื่อง เพื่อนำเสนอต่อไปยังกลุ่มลูกค้าร้านสะดวกซื้อ ซึ่งเป็นฐานลูกค้าหลักของบริษัท โดยบริษัทมีแผนขยายการลงทุนไปสู่ เครื่องกวดเครื่องดื่มแบบอัตโนมัติ (Vending Machine) เพื่อตอบสนองต่อความต้องการบริโภคที่เติบโตขึ้นในร้านสะดวกซื้อทั่วประเทศ ทั้งนี้บริษัทตั้งเป้าติดตั้งเครื่องกวดเครื่องดื่มแบบอัตโนมัติให้ได้ประมาณ 1,500 เครื่อง ภายในปี 2017 โดยแหล่งที่มาของเงินทุนจะมาจากการระดมทุนผ่าน IPO

**ภาวะอุตสาหกรรม**

**อุตสาหกรรมเครื่องดีมีมีการแข่งขันสูง**

อุตสาหกรรมเครื่องดีมีในประเทศมีการแข่งขันที่ค่อนข้างรุนแรงในหลายประเภททั้ง น้ำอัดลม เครื่องดื่มชูกำลัง น้ำผลไม้ ชาเขียว กาแฟสำเร็จรูป หรือ เครื่องดื่มเพื่อสุขภาพ ทั้งนี้เครื่องดีมีประเภทไม่มีแอลกอฮอล์มูลค่าตลาดกว่า 2 แสนล้านบาท โดยน้ำอัดลมมีส่วนแบ่งการตลาดสูงสุดราว 42.3% ของมูลค่าเครื่องดีมีไม่มีแอลกอฮอล์ รองมาคือน้ำดื่มบรรจุขวด 22.6% และเครื่องดื่มชูกำลัง-เกลือแร่ 12.6% ในขณะที่มูลค่าตลาดชาพร้อมดื่มและกาแฟมีส่วนแบ่งการตลาดที่ 6.3% และ 4.7% ตามลำดับ

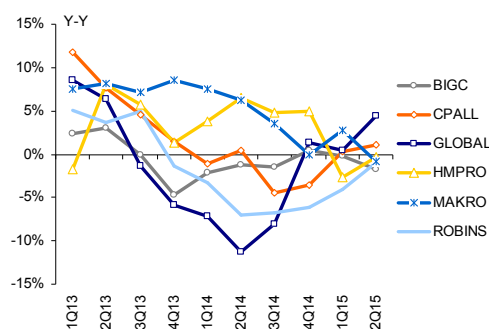
โดยตลาดชาเขียวพร้อมดื่มในช่วงปี 2011 – 2013 มีอัตราการเติบโตที่นำต้นต้นเฉลี่ย 34.7% CAGR จากการเข้ามาของคู่แข่งรายใหม่ที่มาพร้อมกับการทำโปรโมชั่นที่ดุเดือด ต่อมาในปี 2014 มูลค่าตลาดชาเขียวได้หดตัวลงจากทั้งฐานที่สูง และได้รับผลกระทบจากกำลังซื้อที่ชะลอตัว แต่บริษัทได้รับผลกระทบจากการแข่งขันดังกล่าวค่อนข้างจำกัด เนื่องจากฐานลูกค้าหลักของสินค้าชาเขียวพร้อมดื่ม (Zenya) คือตลาดส่งออก โดยเฉพาะกับพม่าที่บริษัทถือเป็นผู้นำในตลาด ทำให้บริษัทสามารถหลีกเลี่ยงจากการแข่งขันที่สูงในไทยได้

ในขณะที่เครื่องดีมีประเภทกาแฟที่มีมูลค่าตลาดในปี 2014 ราว 3.1 หมื่นล้านบาท โดยมีอัตราการเติบโตเฉลี่ยปีละ 3.5% ตามพฤติกรรมบริโภคของคนไทยที่นิยมดื่มกาแฟกันมากขึ้น ทั้งนี้สามารถแบ่งตลาดกาแฟออกเป็น 4 ประเภทได้แก่ กาแฟ 3 in 1 (มีสัดส่วนการบริโภคมากที่สุดราว 48.4%), กาแฟผงสำเร็จรูป (สัดส่วน 32.3%), กาแฟพร้อมดื่ม (สัดส่วน 12.9%) และกาแฟฟังก์ชันนอล 3 in 1 (สัดส่วน 6.5%) แม้ภาพรวมการแข่งขันในตลาดกาแฟจะรุนแรงมากขึ้น โดยเฉพาะในตลาดกาแฟฟังก์ชันนอล 3 in 1 ที่ได้รับความนิยมจากผู้บริโภคมากขึ้น แต่หากพิจารณาอัตราการบริโภคกาแฟของคนไทยโดยเฉลี่ยอยู่ที่ 0.5 กก.ต่อคนต่อปี ถือว่าค่อนข้างต่ำเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยของหลายประเทศ อาทิ เวียดนาม 1 กก.ต่อคนต่อปี, ญี่ปุ่น 2 กก.ต่อคนต่อปี, สหรัฐฯ 4.09 กก.ต่อคนต่อปี และฝรั่งเศส 5.42 กก.ต่อคนต่อปี

**อุตสาหกรรมค้าปลีกค้าส่งไทยชะลอตัวปีนี้ และคาดว่าจะกลับมาขยายตัวปีหน้า**

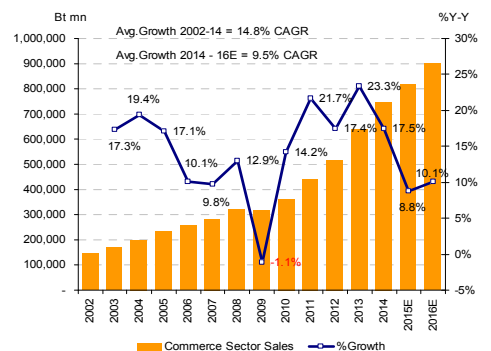
ในช่วง 1 – 2 ปีที่ผ่านมา ภาพรวมอุตสาหกรรมค้าปลีกค้าส่งของไทยได้รับผลกระทบจากภาวะการบริโภคและกำลังซื้อที่ชะลอตัวลง เห็นได้จากทั้งมูลค่าตลาดค้าปลีกปี 2014 ขยายตัว 3.25% Y-Y และแผ่วลงเป็น 2.8% Y-Y ใน 1H15 และตัวเลขยอดขายสาขาเดิม (SSSG) ของบริษัทค้าปลีกในตลาดหลักทรัพย์ที่เราศึกษาอยู่ (ได้แก่ BIGC CPALL GLOBAL HMPRO MAKRO และ ROBINS) ส่วนใหญ่ชะลอตัวราว -1% Y-Y ในปี 2014 และต่อเนื่อง -0.3% Y-Y ใน 1H15 ทำให้รายได้รวมกลุ่มค้าปลีกในปี 2014 – 2015 เติบโตในอัตราที่ชะลอตัวเป็น 17.5% Y-Y และ 8.8% Y-Y ตามลำดับ และคาดว่าจะกลับมาเติบโตเป็นตัวเลขสองหลักอีกครั้งในปี 2016 ราว 10.1% Y-Y โดยเรามองว่าสถานการณ์การบริโภคที่ชะลอตัวได้ผ่านจุดต่ำสุดแล้วในปี 2015 แม้จะยังไม่เห็นสัญญาณการฟื้นตัวของกำลังซื้อได้อย่างชัดเจน แต่ด้วยฐานที่ต่ำ กอปรกับผู้ประกอบการค้าปลีกส่วนใหญ่ยังเดินหน้าขยายสาขาอย่างต่อเนื่อง และคาดหวังเห็นผลบวกจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของภาครัฐในปีหน้า จึงคาดรายได้กลุ่มค้าปลีกน่าจะกลับมาขยายตัวได้มากขึ้นในปี 2016

**SSSG กลุ่มค้าปลีกในตลาดหลักทรัพย์**



Source : FSS Research

**การเติบโตของรายได้กลุ่มค้าปลีก**



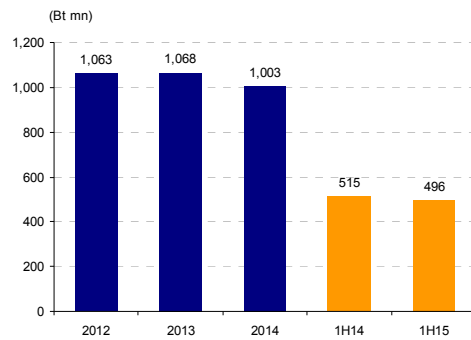
Source : FSS Research

**ผลการดำเนินงานในอดีต และคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคต**

**ช่วงปี 2012 – 2014 แม้รายได้ทรงตัว แต่กำไรโตดี**

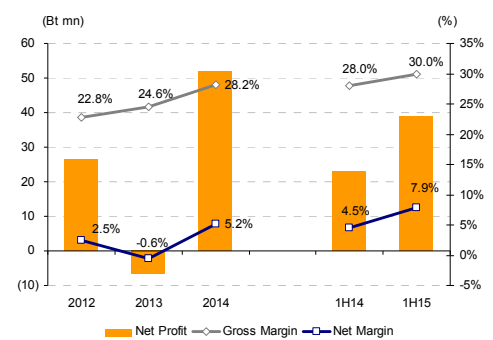
แม้บริษัทจะมีการเติบโตของรายได้ในช่วงปี 2012 – 2014 ก่อนไปในทางทรงตัว โดยเฉพาะในปี 2014 ที่มีรายได้เท่ากับ 1,003 ล้านบาท แผลวลงเล็กน้อยจาก 1,068 ล้านบาทในปี 2013 ส่วนหนึ่งเป็นผลจากการจำหน่ายธุรกิจแปรรูปอาหารจากเนื้อสัตว์ออกไปตั้งแต่เดือน ส.ค. 2013 ทำให้ตั้งแต่ปี 2014 เป็นต้นมา บริษัทจะมีรายได้ทั้งหมดมาจากการขายเครื่องดื่มเพียงอย่างเดียว แต่หากพิจารณากำไรสุทธิจะพบว่ามียอดการเติบโตที่ดีกว่ามาก โดยบริษัทมีกำไรสุทธิปี 2012 เท่ากับ 26 ล้านบาท และพลิกเป็นขาดทุนราว 7 ล้านบาทในปี 2013 มาจากค่าใช้จ่ายในการโฆษณาและส่งเสริมการขายที่สูงขึ้นทั้งในสินค้าแคมเปญสำเร็จ VSlim รวมถึงการโฆษณาประชาสัมพันธ์และทำโปรโมชั่นสินค้าชาเขียว Zenya ในตลาดกัมพูชา ทำให้สัดส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้ขยับขึ้นสูงถึง 26.9% จาก 21.5% ในปี 2013 ก่อนจะกลับมามีกำไรสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 52 ล้านบาทในปี 2014 จากการเพิ่มขึ้นของอัตรากำไรขั้นต้นเป็น 28.2% จาก 24.6% ในปี 2013 เนื่องจาก Product Mix โดยมีรายได้จากการส่งออกสูงขึ้น กอปรกับลดสัดส่วนว่าจ้างผู้รับจ้างผลิตภายนอก ภายหลังเพิ่มอัตรการใช้กำลังการผลิตโรงงานแห่งใหม่ของบริษัทมากขึ้น และค่าใช้จ่ายได้ลดลงกลับสู่ระดับปกติจากการเน้นควบคุมค่าใช้จ่ายภายใต้สภาวะเศรษฐกิจในประเทศที่อ่อนแอ โดยสัดส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้ลดลงมาอยู่ที่ 21.8%

**การเติบโตของรายได้ปี 2012 – 1H15**



Source : Company Data

**อัตรากำไรและกำไรสุทธิ 2012 – 1H15**



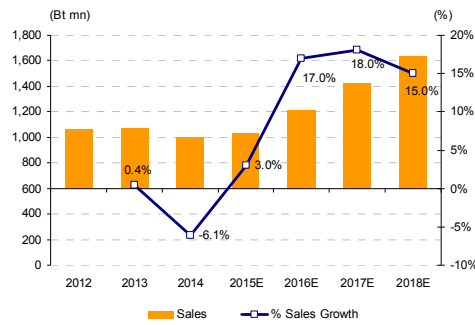
Source : Company Data

**คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2015 จะเติบโตโดดเด่น จากอัตรากำไรที่ดีและการควบคุมค่าใช้จ่าย**

บริษัทมีกำไรสุทธิ 1H15 เท่ากับ 39 ล้านบาท (+70% Y-Y) โดยคิดเป็น 75% ของกำไรสุทธิปีก่อนหน้าทั้งปี แม้จะมีรายได้แผลวลง 3.7% Y-Y มาจากการหดตัวของรายได้การส่งออกถึง 54.8% Y-Y จาก 67 ล้านบาทใน 1H14 เหลือ 30 ล้านบาทใน 1H15 ทำให้สัดส่วนรายได้ส่งออกลดลงมาอยู่ที่ 6% ของรายได้รวมใน 1H15 จาก 13% ในปี 2014 เป็นผลจากการอยู่ระหว่างปรับเปลี่ยนกลยุทธ์การจัดสรร Distributor ในตลาดกัมพูชาในขณะที่คำสั่งซื้อในตลาดกัมพูชายังดีต่อเนื่อง ทั้งนี้คาดการณ์กำไรสุทธิจะดีขึ้นเป็นลำดับในช่วง 2H15 ในขณะที่รายได้จากการขายในประเทศ โดยเฉพาะในกลุ่ม B2B ยังมีอัตราการเติบโตอย่างต่อเนื่อง 8.7% Y-Y เป็น 426 ล้านบาทในช่วง 1H15 และยังมีอัตรากำไรขั้นต้นปรับตัวดีขึ้นมาอยู่ที่ 30% จาก 28% ในปีก่อน อันเนื่องมาจาก Product Mix รวมถึงมีสัดส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้ที่ลดลงมาอยู่ที่ 20.5% จาก 22.4% ใน 1H14 ภายหลังบริษัทได้ควบคุมค่าใช้จ่ายในการโฆษณาประชาสัมพันธ์และการส่งเสริมการขายให้เป็นไปตามงบประมาณ

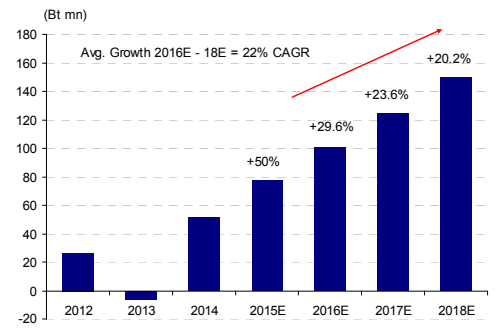
คาดการณ์กำไรสุทธิใน 2H15 จะทรงตัวได้ต่อเนื่อง H-H จากการฟื้นตัวของรายได้ในกัมพูชา แม้แนวโน้มผลประกอบการอาจแผลวลงใน 3Q15 เนื่องจากเป็นทั้ง Low Season ของธุรกิจเครื่องดื่ม และธุรกิจค้าปลีก และจะปรับตัวขึ้นอีกครั้งเป็นจุดสูงสุดของปีใน 4Q15 ซึ่งเป็น High Season ของธุรกิจค้าปลีก จึงคาดเห็นรายได้และอัตรากำไรขั้นต้นจะเติบโตได้ต่อเนื่อง โดยเราประมาณการกำไรสุทธิปี 2015 ไว้ที่ 78 ล้านบาท เติบโต 50% Y-Y

คาดการณ์การเติบโตของรายได้ปี 2015 - 2018



Source : FSS Research

คาดการณ์การเติบโตของกำไรสุทธิปี 2015 - 2018



Source : FSS Research

คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2016 - 2018 จะเติบโตสูงเฉลี่ย 23.5% CAGR

ด้วยแผนขยายการลงทุนไปยังสินค้าใหม่อย่าง เครื่องกวดเครื่องตีแบบอัตโนมัติ โดยจะกระจายไปสู่อุตสาหกรรมทั่วประเทศ ทั้งนี้บริษัทได้ตั้งเป้าติดตั้งให้ครบ 1,500 เครื่องภายในปี 2017 โดยเรคาดบริษัทจะสามารถรับรู้รายได้จากผลิตภัณฑ์ใหม่ดังกล่าวได้ตั้งแต่นั้นเป็นต้นไป ซึ่งจะเป็นปัจจัยหลักช่วยหนุนการเติบโตอย่างโดดเด่นในช่วงปี 2016 - 2018 นอกเหนือไปจากธุรกิจเดิมอย่างเครื่องตีโกกกีใน 7-11 ที่คาดมีอัตราการเติบโตของรายได้อย่างต่อเนื่องตามการขยายสาขาของ 7-11 ปีละไม่น้อยกว่า 600 แห่ง และการกลับมาของรายได้เครื่องตีชาเขียวพร้อมดื่ม จากสถานการณ์ที่กลับสู่ปกติในตลาดกัมพูชา ซึ่งคาดรายได้ในส่วนนี้จะกลับมาเติบโตอย่างโดดเด่นในปี 2016 จากฐานที่ต่ำในปี 2015 เราจึงประมาณการรายได้รวมในปี 2016 - 2018 จะเติบโตเฉลี่ย 18% CAGR และด้วย Product Mix ที่ดีจากทั้งผลิตภัณฑ์ใหม่ และการกลับมาของรายได้ส่งออกซึ่งมีอัตรากำไรที่ดี จึงคาดเห็นอัตรากำไรขั้นต้นมีพัฒนาการที่ดีขึ้นจาก 30.3% ในปี 2015 เป็น 30.6%, 31% และ 31.5% ในปี 2016 - 2018 ตามลำดับ ในขณะที่คาดยังสามารถรักษาสัดส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้ให้อยู่ในระดับใกล้เคียงปีนี้อยู่ที่ 20% - 21% ดังนั้นเราจึงประมาณการกำไรสุทธิปี 2016 - 2018 เติบโตสูงเฉลี่ย 23.5% CAGR

ฐานะทางการเงินและสภาพคล่องอยู่ในระดับที่ดี

บริษัทมีฐานะทางการเงินและสภาพคล่องอยู่ในระดับที่ดีมาก จากปัจจุบันสิ้นปี 2014 มีสัดส่วน D/E Ratio และ Interest bearing D/E Ratio เท่ากับ 2.27 เท่า และ 0.33 เท่า ตามลำดับ ภายหลังจาก IPO แล้วเสร็จ สัดส่วน D/E Ratio จะลดลงเหลือเพียง 0.26 เท่า และคาดไม่มีหนี้สินที่ก่อให้เกิดภาระดอกเบี้ยจ่ายเลย ในขณะที่สัดส่วน Current Ratio จะขยับสูงขึ้นถึง 4.48 เท่าในปี 2015 จาก 1.14 เท่าในปี 2014 ถือเป็นระดับสภาพคล่องที่โดดเด่นกว่าค่าเฉลี่ยในกลุ่มเครื่องตีในตลาดหลักทรัพย์ฯ และคาดบริษัทจะมีเงินสดในมืออยู่ในระดับสูง พร้อมสำหรับการลงทุนในอนาคต

การประเมินมูลค่าหุ้น

เราเลือกประเมินมูลค่าหุ้น TACC ด้วยวิธี Relative PER โดยเทียบเคียงกับบริษัทเครื่องตีในตลาดหลักทรัพย์ฯ รวม 6 บริษัทได้แก่ SAPPE, TIPCO, MALEE, OISHI, ICHI และ CBG โดยมี PER เฉลี่ยอยู่ที่ 25 เท่า แม้ TACC จะเป็นบริษัทที่มีขนาดเล็กกว่าเมื่อเทียบกับกลุ่ม แต่ถือเป็นบริษัทที่อยู่ในช่วง Cash Cow แม้แนวโน้มตลาดเครื่องตีในประเทศจะค่อนข้างอิ่มตัวและการแข่งขันค่อนข้างสูง แต่บริษัทกลับมีแนวโน้มอัตราการเติบโตของกำไรสุทธิในช่วง 3 ปีข้างหน้าโดดเด่นกว่ากลุ่ม จากการมี 7-11 เป็นพันธมิตรที่แข็งแกร่ง ซึ่ง 7-11 ถือเป็นผู้นำด้วยสัดส่วน Market Share สูงเป็นอันดับ 1 ในธุรกิจร้านสะดวกซื้อ ทำให้บริษัทยังมีช่องทางในการเติบโตได้อีกมาก และภายหลังจาก IPO แล้วเสร็จ บริษัทจะมีสภาพคล่องที่ดีกว่ากลุ่มมาก ทั้งในส่วนของ Current Ratio และ D/E Ratio รวมถึงกระแสเงินสดในมือที่ค่อนข้างสูง ดังนั้นเราจึงเห็นควรประเมินมูลค่าหุ้น TACC โดยอิง PER เท่ากับกลุ่มที่ 25 เท่า ทำให้ได้ราคาเป้าหมายปี 2016 เท่ากับ 4.25 บาท คิดเป็น PEG ราว 1.06 เท่า (อิง Average Growth 2016 - 2018)

**เปรียบเทียบผลการดำเนินงานธุรกิจเครื่องดื่มในตลาดหลักทรัพย์ฯ**

As of Dec 2014	TACC	SAPPE	TIPCO	MALEE	OISHI	ICHI	CBG
Beverage Sales (Bt mn)	1,003	2,817	5,508	4,767	5,802	6,179	7,448
Norm Profit (Bt mn)	52	361	261	307	447	1,079	913
Net Profit (Bt mn)	52	361	78	307	447	1,079	913
Norm Profit Growth (%)	nm	152.4	128.9	12.9	44.2	22.1	78.3
Net Profit Growth (%)	nm	152.4	-31.6	7.0	58.0	22.1	78.3
Gross Margin (%)	28.2	39.5	30.5	33.2	28.1	34.2	33.7
Selling Expenses to sales (%)	16.3	16.8	27.1	18.5	16.3	12.5	13.1
Administrative Expense to sales (%)	5.5	7.3	9.4	7.6	4.4	4.1	4.1
Norm Margin (%)	5.2	12.8	4.7	6.4	7.7	17.5	12.3
Net Margin (%)	5.2	12.8	1.4	6.4	7.7	17.5	12.3
Current Ratio (x)	4.48*	2.52	0.68	0.98	0.35	1.87	2.18
*D/E Ratio (x)	0.26*	0.35	1.19	1.95	2.37	0.45	0.17
*Interest Bearing D/E Ratio (x)	0.00*	0.00	0.95	1.12	1.64	0.32	0.00
ROA (%)	9.8*	17.3	4.7	10.3	7.4	11.4	12.9
ROE (%)	16.2*	24.3	11.2	30.3	25.0	16.2	15.1
Average PER 2010 - 2014	--	23.6	23.9	19.2	25.2	21.3	30.3

Source: SET, Company Data, FSS Research Note : \*After IPO

**โครงสร้างการถือหุ้น, การเพิ่มทุน และนโยบายการจ่ายเงินปันผล**

บริษัทมีแผนขายหุ้น IPO ครั้งนี้จำนวน 168 ล้านหุ้น (มูลค่าพาร์ 0.25 บาท/หุ้น) คิดเป็น 27.63% ของจำนวนหุ้นที่ออกและเรียกชำระแล้วหลัง IPO โดยภายหลัง IPO บริษัทจะมีหุ้นชำระแล้วเพิ่มขึ้นเป็น 152 ล้านบาท จากปัจจุบัน 110 ล้านบาท โดยเป็นการเสนอขายต่อประชาชนทั่วไป 159 ล้านหุ้น ส่วนที่เหลืออีก 9 ล้านหุ้นจะเสนอขายให้กับกรรมการ ผู้บริหาร และพนักงานของบริษัท (ในกรณีมีหุ้นเหลือจากการจองซื้อของกรรมการ ผู้บริหาร และพนักงานของบริษัท จะถูกนำไปเสนอขายให้กับประชาชนทั่วไป) ทั้งนี้มีเงื่อนไขกำหนด Lock-up Period ว่าห้ามผู้มีส่วนร่วมในการบริหารและผู้ถือหุ้นรายอื่น ๆ นำหุ้นของตนเองรวมทั้งหมด 55% ของหุ้นชำระแล้วหลัง IPO (หรือ 334.4 ล้านหุ้น) ออกขายภายในระยะเวลา 1 ปี นับตั้งแต่วันที่เริ่มทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ฯ โดยเมื่อครบกำหนดระยะเวลา 6 เดือน สามารถทยอยขายหุ้นได้ไม่เกิน 25% ของจำนวนหุ้นทั้งหมดที่ถูกสั่งขาย (หรือ 83.6 ล้านหุ้น) และสามารถขายหุ้นส่วนที่เหลือได้เมื่อครบกำหนดระยะเวลา 1 ปี

วัตถุประสงค์ในการเพิ่มทุนครั้งนี้ เพื่อใช้ในการขยายธุรกิจ และใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนของบริษัท

**โครงสร้างผู้ถือหุ้น**

รายชื่อผู้ถือหุ้น	ก่อน IPO	หลัง IPO
นายชัชชวี วัฒนสุข	40.58%	29.37%
นายทนุธรรม เกียรติไพบูลย์	24.88%	18.01%
นายไชยเชษฐ์ สิวลีพันธ์	8.14%	5.89%
นายชนิด สุวรรณพรินทร์	6.11%	4.42%
นายณัฐจักร์ เลียงชยศ	5.67%	4.11%
นายชนะพันธ์ุ์ พิริยะพันธ์ุ์	5.46%	3.95%
นายเพชร แพรวรพรายกุล	4.59%	3.33%
นายสุพล ทัมทิมจัญญ	1.76%	1.28%
นายประพันธ์ อัครพลังพรหม	1.00%	0.72%
นางจิรพรรณ คชฤทธิ์ ชูแสง	0.90%	0.65%
นางสุวีรยา อังศวานนท์	0.90%	0.65%
เสนอขายกรรมการ ผู้บริหาร และพนักงานของบริษัท	--	1.48%
เสนอขายประชาชนทั่วไป	--	26.15%
<b>จำนวนหุ้นรวม (ล้านหุ้น)</b>	<b>440</b>	<b>608</b>

Source: Company Data

## นโยบายการจ่ายเงินปันผล

บริษัทฯ มีนโยบายการจ่ายเงินปันผลไม่ต่ำกว่า 30% ของกำไรสุทธิตามงบการเงินเฉพาะของกิจการหลังหักภาษีเงินได้นิติบุคคลและหลังหักสำรองตามที่กฎหมายกำหนด รวมถึงเงินสำรองอื่นๆ (ถ้ามี)

## ปัจจัยความเสี่ยง

### ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงลูกค้ารายใหญ่

บริษัทมีรายได้จากการขายให้กับ CPALL เป็นสัดส่วนสูงราว 83.2% ของรายได้รวมในปี 2014 จึงมีความเสี่ยงหากบริษัทสูญเสียลูกค้ารายนี้ หรือลูกค้ามีปริมาณสั่งซื้อลดลง อย่างไรก็ตาม ในฝั่งของลูกค้า CPALL เรามองว่าเป็นบริษัทที่มีความแข็งแกร่งจากการเป็นผู้นำในธุรกิจร้านสะดวกซื้อ และมีจำนวนสาขามากที่สุดในประเทศมากกว่า 8,000 แห่ง และในแง่ของความสัมพันธ์กับบริษัทถือว่าดีมาก เพราะเป็นคู่ค้ากันมายาวนาน และร่วมพัฒนาสินค้าร่วมกันอย่างสม่ำเสมอ นอกจากนี้ยังมีการทำสัญญาซื้อขายเป็นรายลักษณะอีกด้วย อย่างไรก็ตาม บริษัทยังได้ตระหนักถึงความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้น จึงมีนโยบายลดความเสี่ยงจากการพึ่งพิงลูกค้ารายดังกล่าว โดยได้ร่วมพัฒนาเครื่องดื่มในโกกอดเพื่อจำหน่ายให้กับร้านอาหารแบบเครือข่าย (Chain Restaurant) และเน้นการขายสินค้าภายใต้แบรนด์ของบริษัทมากขึ้น

### ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงผู้รับจ้างผลิตภายนอก (OEM)

ปัจจุบันบริษัทมีสัดส่วนการว่าจ้างผู้รับจ้างผลิตหลักจำนวน 5 ราย โดยคิดเป็นสัดส่วน 84.22% ของยอดซื้อสินค้าสำเร็จรูปทั้งหมดในปี 2014 ทั้งนี้บริษัทมีสัดส่วนยอดซื้อจากผู้รับจ้างผลิตรายหนึ่งราว 65.72% ดังนั้นจึงมีความเสี่ยงหากผู้รับจ้างผลิตไม่สามารถผลิตหรือส่งมอบสินค้าให้ได้ อย่างไรก็ตาม บริษัทมีความสัมพันธ์ที่ดีกับผู้รับจ้างผลิตส่วนใหญ่มาเป็นเวลานานกว่า 3 – 8 ปี และที่ผ่านมาสามารถผลิตและส่งมอบสินค้าให้กับบริษัทได้ตามคุณภาพและมาตรฐาน และมีฐานการผลิตที่กระจายอยู่ในพื้นที่จังหวัดต่างๆ เช่น ราชบุรี อุทัย ระยอง และสมุทรปราการ ทั้งนี้บริษัทได้มีการว่าจ้างผู้ผลิตรายอื่นๆ เป็นครั้งคราวเพื่อรักษาความสัมพันธ์ที่ดี และลดความเสี่ยงจากการพึ่งพิงผู้รับจ้างผลิตน้อยราย รวมถึงในปี 2013 บริษัทได้สร้างโรงงานผลิตเครื่องดื่มปรุงสำเร็จชนิดผงของบริษัทเองอีกทางหนึ่ง

### ความเสี่ยงจากการผันผวนของราคาวัตถุดิบ

วัตถุดิบหลักที่ใช้การผลิตสินค้าคือ น้ำตาลทรายขาว ซึ่งราคาน้ำตาลจะผันผวนตามอุปทานและอุปสงค์ในตลาดโลก และขึ้นอยู่กับการปริมาณผลผลิตอ้อยในแต่ละปี บริษัทมีนโยบายเจรจาและปริมาณน้ำตาลทรายตามความต้องการใช้ในการผลิตทั้งในส่วนที่บริษัทผลิตเองและว่าจ้างผู้ผลิตภายนอกกับผู้ขายน้ำตาลในประเทศล่วงหน้าเป็นรายปี และมีการจัดทำสัญญาซื้อขายเป็นรายลักษณะอีกด้วย นอกจากนี้มีการพัฒนาสูตรสำรองกรณีวัตถุดิบที่สำคัญขาดแคลน เพื่อป้องกันความเสี่ยงกรณีวัตถุดิบขาดแคลน

### ความเสี่ยงการแข่งขันในอุตสาหกรรมเครื่องดื่ม

อุตสาหกรรมเครื่องดื่มในประเทศมีภาวะการแข่งขันที่ค่อนข้างรุนแรง จากทั้งผู้ประกอบการรายเก่าและรายใหม่ รวมถึงการสร้างความแตกต่างในสินค้า และการทำโปรโมชั่นการแข่งขันที่รุนแรง เพื่อแย่งชิงส่วนแบ่งการตลาดและกระตุ้นรายได้ให้กับแบรนด์ของตนเอง โดยเฉพาะตลาดชาเขียวพร้อมดื่มที่มีอัตราการเติบโตของมูลค่าตลาดอย่างโดดเด่นในช่วงปี 2011 – 2013 และได้แผ่วงเมื่อประสบกับปัญหาการแข่งขันรุนแรงและกำลังซื้อในประเทศที่ชะลอตัว แต่บริษัทได้รับผลกระทบจำกัดมาก เนื่องจากตลาดหลักของสินค้าชาเขียวพร้อมดื่มของบริษัทภายใต้แบรนด์ Zenya คือตลาดส่งออก โดยเฉพาะกับพม่าที่บริษัทถือเป็นผู้นำตลาด ทำให้บริษัทสามารถหลีกเลี่ยงการแข่งขันที่สูงในไทยได้



Income Statement (Consolidated)					
(Bt mn)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Revenue	1,068	1,003	1,033	1,208	1,426
Cost of sales	805	720	720	839	984
Gross profit	263	283	313	370	442
SG&A costs	287	219	215	250	295
Operating profit	-24	64	98	120	147
Other income	19	5	5	7	10
EBIT	-5	68	103	127	157
EBITDA	3	75	110	145	187
Interest charge	2	3	2	0	0
Tax on income	0	14	23	26	32
Earnings after tax	-7	52	78	101	125
Minority interests	0	0	0	0	0
Normalized Profit	-18	52	78	101	125
Extraordinary items	12	0	0	0	0
Net profit	7	52	78	101	125

Cash Flow Statement (Consolidated)					
(Bt mn)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Net Profit	-7	52	78	101	125
Depreciation etc.	8	7	7	19	31
Change in working capital	-15	-13	-10	-9	-11
Other adjustments	0	0	0	0	0
Cash flow from operations	-14	45	75	112	145
Capital expenditure	-30	-6	-18	-60	-60
Others	-20	1	-2	-1	-1
Cash flow from investing	-50	-5	-20	-61	-61
Free cash flow	-63	40	55	50	84
Net borrowings	56	-37	-23	0	0
Equity capital raised	10	10	550	0	0
Dividends paid	-25	0	-56	-50	-62
Others	18	-11	-12	0	0
Cash flow from financing	60	-38	459	-50	-62
Net change in cash	-3	2	514	0	22

Balance Sheet (Consolidated)					
(Bt mn)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Cash	0	1	515	516	537
Accounts receivable	184	164	170	199	234
Inventory	23	32	34	39	46
Other current assets	14	3	5	6	7
Total current assets	220	199	724	759	825
Investments	28	27	27	27	27
Plant, property & equipment	52	52	62	103	131
Other assets	5	5	7	8	10
Total assets	305	283	820	898	993
Short-term loans	53	9	0	0	0
Accounts payable	194	148	148	172	202
Current maturities	18	6	0	0	0
Other current liabilities	2	12	12	14	17
Total current liabilities	267	174	160	187	219
Long-term debt	7	14	0	0	0
Other non-current liab.	7	8	2	2	3
Total non-current liab.	13	22	2	2	3
Total liabilities	280	197	162	189	222
Registered capital	20	30	152	152	152
Paid up capital	20	30	152	152	152
Share premium	0	0	428	428	428
Legal reserve	1	1	3	3	3
Retained earnings	4	55	75	125	188
Minority Interests	0	0	0	0	0
Shareholders' equity	25	86	658	708	771

Important Ratios (Consolidated)					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>Growth (%)</b>					
Sales	0.4	-6.1	3.0	17.0	18.0
EBITDA	N.A.	N.A.	46.6	32.4	28.9
Net profit	N.A.	N.A.	50.1	29.6	23.6
Normalized profit	N.A.	N.A.	50.1	29.6	23.6
<b>Profitability Ratios (%)</b>					
Gross profit margin	24.6	28.2	30.3	30.6	31.0
EBITDA margin	0.2	7.5	10.7	12.1	13.2
EBIT margin	-0.5	6.8	10.0	10.5	11.0
Normalized profit margin	-1.7	5.2	7.5	8.3	8.7
Net profit margin	-0.6	5.2	7.5	8.3	8.7
Normalized ROA	-6.0	18.3	9.5	11.2	12.6
Normalize ROE	-74.0	60.0	11.8	14.2	16.2
Normalized ROCE	-13.7	63.0	15.6	17.9	20.3
<b>Risk (x)</b>					
D/E	11.4	2.3	0.2	0.3	0.3
Net D/E	11.4	2.3	-0.5	-0.5	-0.4
Net debt/EBITDA	110.1	2.6	-3.2	-2.2	-1.7
<b>Per share data (Bt)</b>					
EPS - Reported	-0.08	0.54	0.13	0.17	0.21
EPS - Normalized	-0.23	0.54	0.13	0.17	0.21
EBITDA	0.03	0.79	0.18	0.24	0.31
FCF	-0.79	0.42	0.09	0.08	0.14
Book value	0.31	0.72	1.08	1.16	1.27
Dividend	0.00	0.55	0.10	0.08	0.10
Par	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
<b>Valuations (x)</b>					
P/E	nm	5.3	22.2	16.9	13.7
P/E - Normalized	nm	5.3	22.2	16.9	13.7
P/BV	9.3	4.0	2.6	2.4	2.2
EV/EBTDA	184.5	26.0	12.7	9.8	7.7
Dividend yield (%)	0.0	19.1	3.5	2.8	3.5

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>สาขา อัลมาลิ้งค์</b> 25 อาคารอัลมาลิ้งค์ ชั้น 9,14,15 ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา อัมรินทร์</b> 496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา ไทยซัมมิท ทาวเวอร์</b> 1768 อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 5, 31 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง 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 อาคารเอ็มมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา ลิตเติลไทย ทาวเวอร์</b> 2034/52 อาคารลิตเติลไทย ทาวเวอร์ ชั้น 11 ยูนิค 11-07/01 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา บางนา</b> 1093 อาคารเซ็นทรัลซิตีทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 1093/105 หมู่ 12 ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา เขตบางนา กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา ลินธร์ 1</b> 130-132 อาคารลินธร์ ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา ลินธร์ 2</b> 130-132 อาคารลินธร์ ทาวเวอร์ 3 ชั้น 24 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร
<b>สาขา ลินธร์ 3</b> 130-132 อาคารลินธร์ ทาวเวอร์ 3 ชั้น 19 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา ลาดพร้าว</b> 555 อาคารสา 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 ทาวเวอร์</b> 1768 อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 2 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง กรุงเทพมหานคร
<b>สาขา รัตนธิเบศร์</b> 68/127 หมู่ 8 ถ.รัตนธิเบศร์ ต.บางกระสอ อ.เมืองนนทบุรี นนทบุรี	<b>สาขา ศรีราชา</b> 135/99 (ตึกคอม ชั้น G) ถนนสุขุมวิท ต.ศรีราชา อ.ศรีราชา ชลบุรี	<b>สาขา ขอนแก่น 1</b> 311/16 ถ.กลางเมือง ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น	<b>สาขา ขอนแก่น 3</b> 4/6 ชั้น 2 อาคาร ธนาคารไอซีบีซี(ไทย)จำกัด(มหาชน) ถ.กลางเมือง 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</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.แม่เหิยะ อ.เมืองเชียงใหม่ เชียงใหม่	<b>สาขา เชียงราย</b> 353/15 หมู่ 4 ต.เวียงก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย	<b>สาขา แม่สาย</b> 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย
<b>สาขา นครราชสีมา</b> 1242/2 ห้อง A3 ชั้น 7 สำนักงานเดอะมอลล์ นครราชสีมา ถ.มิตรภาพ ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา	<b>สาขา สมุทรสาคร</b> 1045/16-17 ถ.วิเชียรไขว้ ถ.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.หลวงพ่อดำฉลอง 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.รัตโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี
<b>สาขา บัตตานี</b> 300/69-70 หมู่ 4 ต.สุระนิมิต 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

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อว่าหรือควรเชื่อว่ามีคุณภาพ เชื่อถือได้ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตาม บริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลา โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนสิทธิ์ในข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ตัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า

การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

Thai Institute of Directors Association (IOD) - Corporate Governance Report Rating 2014

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 และได้รับการรับรองหรือผ่านการตรวจสอบเพื่อความเชื่อมั่นอย่างเป็นทางการหน่วยงานภายนอก (เช่น CAC)
ระดับ 3	Established	มีมาตรการป้องกัน	มีมาตรการป้องกัน การประเมินความเสี่ยง การสื่อสารและฝึกอบรมแก่พนักงาน รวมทั้งการดูแลให้มีการดำเนินการและการทบทวนความเหมาะสมของมาตรการอย่างสม่ำเสมอ
ระดับ 2	Declared	ประกาศเจตนารมณ์	มีการประกาศเจตนารมณ์เข้าเป็นแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านการทุจริต (CAC) หรือโครงการต่อต้านทุจริตที่กำหนดให้องค์กรต้องมีกระบวนการในตนเองเดียวกัน
ระดับ 1	Committed	มีนโยบาย	มีคำมั่นหรือมติดคณะกรรมการในเรื่องการดำเนินธุรกิจที่จะไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตและการดูแลให้บริษัทปฏิบัติให้เป็นไปตามกฎหมายที่เกี่ยวข้อง
*	Insufficient or not clearly defined policy		เปิดเผยบ้างแต่ไม่มีนโยบายที่ชัดเจน
**	Data not available / no policy		ไม่เปิดเผยหรือไม่มีนโยบาย

ข้อมูล Anti-corruption Progress Indicator ประจำปี 2557 จาก สถาบันไทยพัฒนา (ข้อมูล ณ วันที่ 27 กรกฎาคม 2558)