

23 กันยายน 2558

MAI

KOOL

บมจ. มาสเตอร์คูล อินเทอร์เน็ต

Current	Previous	IPO Price
--	--	1.80

2016 Target	Exp Return	Support	Resistance
2.00	--	--	--

IPO details

ผู้ออกหลักทรัพย์	KOOL
จำนวนหุ้น IPO (ล้านหุ้น)	120 ล้านหุ้น
ราคาเสนอขาย (บาท)	1.80
มูลค่าหุ้นที่ตราไว้ (บาท)	0.25
ระยะเวลาจองซื้อ	16-18 ก.ย. 15
วันที่เริ่มทำการซื้อขาย	23 ก.ย. 15
ที่ปรึกษาทางการเงิน	บล. ตรีเน็ต
แกนนำการจัดจำหน่าย	บล. ตรีเน็ต

ไอลเ็นจาก MASTERKOOL กำลังแผ่ขยายไปทุกพื้นที่

KOOL เป็นผู้นำพัฒนาไอลเ็นภายใต้แบรนด์ MASTERKOOL ที่มีจำหน่ายทั่วโลก ซึ่งถือเป็นนวัตกรรมใหม่ที่ไม่มีการปล่อยละอองเหมือนพัดลมไอลเ็น และสามารถประหยัดค่าไฟเมื่อเทียบกับเครื่องปรับอากาศได้ 40-60% ภาวะอุตสาหกรรมกำลังอยู่ในช่วงเติบโตสูง โดยเราคาดว่าไว้ที่ 10-30% ต่อปี นอกจากนี้ ยังมีการจำหน่ายพัดลมไอลเ็น พัดลมอุตสาหกรรม ให้เช่าเครื่องทำความเย็น และผลิตภัณฑ์ไอโซน ที่จะเข้ามาต่อยอดการเติบโตตามกระแสรักสุขภาพ และด้วยการขยายช่องทางขายผ่าน Modern Trade เซิงรุกเพื่อสร้างการรับรู้ในแบรนด์ รวมถึงการออกสินค้าใหม่และการรุกตลาดต่างประเทศ ที่ประสบความสำเร็จในแถบเอเชียและตะวันออกกลาง ทำให้คาดว่ากำไรสุทธิปีนี้จะเติบโต 27% Y-Y มาอยู่ที่ 40 ล้านบาท และโตต่อเนื่องในอัตราเฉลี่ยปีละ 15% ในปี 2016-2018 ขณะที่ ความเสี่ยงทางการเงินที่สูงจะลดลงหลังเพิ่มทุน โดยที่ยังให้ ROE ที่ 15-20% สูงกว่าค่าเฉลี่ย SET และ MAI ที่ 13% และ 10% ประเมินมูลค่าที่เหมาะสมปี 2016 ได้ 2.00 บาท อิง PE 20 เท่า

อุตสาหกรรมพัดลมไอลเ็นกำลังอยู่ใน Growth Stage

แม้จะไม่มีมีการเก็บรวบรวมมูลค่าตลาดพัดลมไอลเ็นไว้ แต่จากสภาพอากาศที่นับวันมีแต่จะร้อนขึ้น ทำให้ความต้องการเครื่องทำความเย็นไม่ว่าประเภทใดย่อมสูงขึ้นเป็นเงาตามตัว โดยมูลค่าตลาดเครื่องปรับอากาศช่วง 5 ปีที่ผ่านมาโตเฉลี่ยปีละ 8% ส่วนมูลค่านำเข้าพัดลมไอลเ็นขนาดกลาง-ใหญ่ 3 ปีที่ผ่านมาโตปีละ 35% ขณะที่ การเข้ามาของแบรนด์ดังอย่าง Hatari ก็น่าจะสะท้อนได้เป็นอย่างดีว่าอุตสาหกรรมพัดลมไอลเ็นที่เป็นรายได้หลักของ KOOL กำลังอยู่ในช่วงเติบโตเร็ว

เพิ่มช่องทางการจัดจำหน่ายเพื่อหวังสร้างการรับรู้ในแบรนด์

ช่องทางการจัดจำหน่ายมีทั้งสิ้น 4 ช่อง คือ ร้านค้าปลีกสมัยใหม่, จำหน่ายโดยตรง, ตัวแทนในประเทศ, และตัวแทนต่างประเทศ รายได้กว่าครึ่งมาจากร้านค้าปลีกสมัยใหม่ แม้อัตรากำไรขั้นต้นจะต่ำกว่าขายเอง แต่ดีตรงที่ห้างเหล่านี้มีสาขาทั่วประเทศ และทำให้ลูกค้าเห็นความแตกต่างกับสินค้าอื่นซึ่ง KOOL มั่นใจว่าเหนือกว่าคู่แข่งได้โดยตรง จึงคาดว่าจะเป็นช่องทางหลักที่หนุนการขยายตัวของกำไรสุทธิในช่วง 3 ปีข้างหน้า

ตลาดส่งออกและผลิตภัณฑ์ไอโซนจะช่วยลด Seasonal Effect

เนื่องจากสินค้าของ KOOL เป็นผลิตภัณฑ์ทำความเย็นที่ขายดีในฤดูร้อนแล้วชะลอตัวในฤดูฝนหรือหนาว กำไรสุทธิจึงมักดีเฉพาะไตรมาส 2 ของทุกปี เพื่อเป็นการลดผลกระทบจาก Seasonal Effect จึงมีแนวคิดรุกตลาดส่งออกมากขึ้น โดยเฉพาะตะวันออกกลางที่ร้อนตลอดปี และยุโรปที่ภูมิอากาศมีความหลากหลาย อีกทั้งยังมีการจัดตั้งบริษัทลูก "INGREEN" ที่จำหน่ายผลิตภัณฑ์ด้านไอโซนซึ่งขายได้ตลอดทั้งปี เราคาดว่าทั้งหมดจะเริ่มเห็นผลบวกในปี 2016

ได้ประโยชน์จากการอ่อนค่าเร็วของเงินหยวน

ด้วยความที่ KOOL ส่งประกอบสินค้าเกือบทั้งหมดจากจีน การอ่อนค่าเร็วของเงินหยวนจึงส่งผลบวกในแง่ต้นทุนสินค้าถูกลงและอัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้น โดยถ้าสมมติให้ตัวแปรอื่นคงที่ การอ่อนค่าของเงินหยวนทุก 1% จะทำให้อัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้น 0.34%

หัวใจสำคัญของการเติบโตคือการบริหารค่าใช้จ่าย

3 ปีที่ผ่านมารายได้และกำไรขั้นต้นโตใกล้เคียงกันคือ 35% ต่อปี แต่กำไรสุทธิกลับแกว่งตัวผันผวน ขึ้นอยู่กับประสิทธิภาพการบริหารค่าใช้จ่ายในการทำตลาด ซึ่งเราคาดว่า KOOL จะทำได้ดีขึ้น จากการรุกช่องทางค้าปลีกที่อาจไม่ต้องโฆษณาตัวเองมากเหมือนเมื่อก่อน และค่าเช่าคลังสินค้าก็จะลดลงกว่าครึ่งจากการสร้างคลังสินค้าเป็นของตัวเอง

ประเมินมูลค่าเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐานปี 2016 ที่ 2.00 บาท อิง PE 20 เท่า

Consolidated earnings

(Bt mn)	2013	2014	2015E	2016E
Normalized profit	3	31	40	50
Net profit	3	31	40	50
EPS (Bt)-Norm	0.01	0.09	0.08	0.10
EPS (Bt)	0.01	0.09	0.08	0.10
% EPS growth	-92.74	801.19	-5.15	26.15
Dividend (Bt)	0.00	0.00	0.03	0.04
BV/share (Bt)	0.30	0.30	0.62	0.67
EV/EBITDA (x)	49.2	16.0	15.8	13.2
PER (x) - Norm	186.0	20.6	21.8	17.2
PER (x)	186.0	20.6	21.8	17.2
PBV(x)	5.9	6.0	2.9	2.7
Dividend yield (%)	0.0	0.0	1.7	2.0
No. of shares- full dilution	280	360	480	480
Par (Bt)	0.25	0.25	0.25	0.25

Source: Company data, FSS estimates

หมายเหตุ : บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) เป็นผู้ร่วมจัดจำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัท มาสเตอร์คูล อินเทอร์เน็ต จำกัด (มหาชน) ที่เสนอขายต่อประชาชนเป็นครั้งแรก ระยะเวลาห้ามเผยแพร่ตั้งแต่วันที่ 31 ส.ค.15 จนถึงสิ้นสุดวันจองซื้อ

นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนก่อนตัดสินใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์

Analyst: Natapon Khamthakrue

Register No.: 026637

Tel: 0-2646-9820

Email: natapon.k@fnsyrus.com

www.fnsyrus.com

ลักษณะการประกอบธุรกิจ

บริษัท มาสเตอร์คูล อินเทอร์เน็ตเซ็นแนล จำกัด (มหาชน) (KOOL) เป็นผู้จัดหาและจัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์ทำความเย็นเพื่อตอบสนองความต้องการของกลุ่มลูกค้าเป้าหมายทั่วโลก ทั้งในประเทศไทย เอเชีย ยุโรป ตะวันออกกลาง แอฟริกา และอเมริกาใต้ โดยผลิตภัณฑ์แบ่งออกเป็น 2 ประเภท ได้แก่ (1) ผลิตภัณฑ์เกี่ยวกับการลดความร้อนและระบายอากาศ เช่น พัดลมไอเย็น, พัดลมไอน้ำ, พัดลมอุตสาหกรรมและพัดลมระบายอากาศ ภายใต้ตราสินค้า “MASTERKOOL” และ “Cooltop” อีกทั้งยังมีการให้บริการเช่าพัดลมสำหรับการจัดกิจกรรมกลางแจ้ง และมีบริการออกแบบติดตั้งระบบระบายความร้อนภายในอาคารโรงงาน หรือคลังสินค้าแบบครบวงจร รวมถึงให้บริการหลังการขายไม่ว่าจะเป็นการรับประกันสินค้า การซ่อมหรือติดตั้งด้วยทีมวิศวกรที่มีความเชี่ยวชาญ (2) ผลิตภัณฑ์เกี่ยวกับระบบไอโซน เช่น ระบบไอโซนสำหรับเครื่องปรับอากาศภายในอาคารขนาดใหญ่ ระบบไอโซนสำหรับระบบซักผ้าและน้ำประปา เครื่องกำจัดกลิ่นรองเท้าด้วยไอโซน และเครื่องล้างผักไอโซน โดยรายละเอียดแต่ละกลุ่มผลิตภัณฑ์มีดังนี้

ผลิตภัณฑ์และบริการ

(1) กลุ่มพัดลมไอเย็น (Evaporative Fan) ทำงานโดยระบบ Evaporative Cooling Systems คือเป็นการดึงความร้อนของอากาศผ่านแผ่นทำความเย็นจนน้ำระเหยออก ทำให้พื้นที่โดยรอบมีอุณหภูมิที่ลดลงและมีความรู้สึกเย็นสดชื่น ซึ่งถือเป็นนวัตกรรมใหม่ที่ปราศจากละอองน้ำและประหยัดพลังงานกว่าการใช้เครื่องปรับอากาศ 40-60% มีจำหน่ายทั้งแบบเคลื่อนที่และแบบแขวน เช่น พัดลมไอเย็นชนิดเคลื่อนที่ MASTERKOOL I-Kool (“MIK”) พัดลมไอเย็นชนิดแขวนขนาดเล็ก MASTERKOOL U-Kool 03 ที่เหมาะกับลูกค้ารายย่อยใช้อุปโภคในบ้านพักอาศัย โรงแรม ร้านค้าและร้านอาหารที่ต้องการความเย็น โดยสามารถทดแทนเครื่องปรับอากาศที่มีค่าใช้จ่ายสูงกว่าได้ และเครื่องสร้างลมเย็นขนาดใหญ่ชนิดติดตั้งในอาคาร MASTERKOOL U-Kool (“MUK”) ที่เหมาะกับโรงงานอุตสาหกรรมหรือคลังสินค้าขนาดใหญ่



ตัวอย่างผลิตภัณฑ์พัดลมไอเย็น

(2) กลุ่มพัดลมไอน้ำ (Misting Fan) เป็นเครื่องทำความเย็นโดยการพ่นละอองออกมาแล้วใช้ใบพัดเป่าให้ละอองน้ำกระจาย ทำให้พื้นที่โดยรอบมีความชื้นและช่วยลดอุณหภูมิรอบข้างได้ประมาณ 5-15 องศาเซลเซียส ซึ่งเหมาะกับพื้นที่บริเวณกลางแจ้งหรืออาคารที่มีอากาศหมุนเวียนตลอดเวลา เช่น โรงงานขนาดใหญ่ โรงเพาะชำหรือที่โล่งแจ้ง แต่อาจไม่เหมาะกับพื้นที่อับเช่นภายในบ้านพักอาศัย เป็นต้น



ตัวอย่างผลิตภัณฑ์พัดลมไอน้ำ

(3) กลุ่มพัดลมอุตสาหกรรมและพัดลมระบายอากาศ (Industrial and Ventilation Fan) เป็นเครื่องทำความเย็นขนาดใหญ่ที่มีความคงทนสูง เหมาะสำหรับโรงงานอุตสาหกรรมขนาดใหญ่ คลังสินค้าและอาคารขนาดใหญ่ที่ต้องการระบบระบายความร้อนทั้งภายในและภายนอก ทำให้อากาศถ่ายเทสะดวกและลดอุณหภูมิได้ดี โดยบริษัทมีจำหน่ายพัดลมอุตสาหกรรมทั้งแบบตั้งพื้นและแขวน ซึ่งจะช่วยถ่ายเทความร้อนภายในอาคารออกไปสู่ภายนอกอาคาร หรือช่วยควบคุมให้อากาศภายในอาคารได้มีการหมุนเวียนหรือเคลื่อนที่ได้ครอบคลุมพื้นที่ในอาคาร เหมาะกับโรงงานอุตสาหกรรมที่ต้องการติดตั้งระบบระบายความร้อน



ตัวอย่างผลิตภัณฑ์พัดลมอุตสาหกรรม
และพัดลมระบายอากาศ

(4) งานบริการให้เช่า บริษัทให้บริการเช่าอุปกรณ์ทำความเย็นสำหรับการจัดกิจกรรมต่างๆ ภายนอกอาคารหรือพื้นที่กลางแจ้งที่ไม่สามารถติดตั้งเครื่องปรับอากาศได้ และยังมีบริการแบบครบวงจร (One-Stop Service) โดยทีมวิศวกรที่มีประสบการณ์เพื่อแก้ปัญหาการระบายอากาศที่เหมาะสมสำหรับลูกค้าแต่ละราย



ตัวอย่างงานบริการให้เช่า

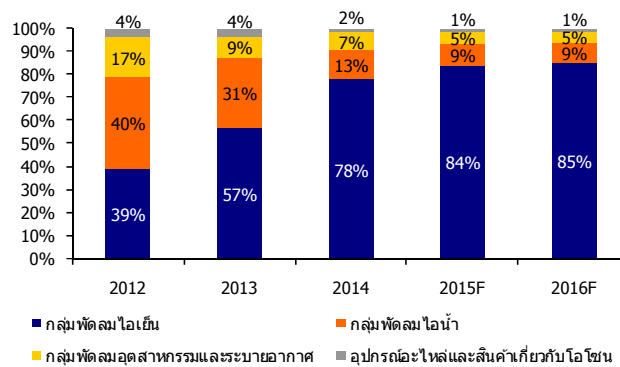
(5) งานบริการหลังการขาย บริษัทมีนโยบายรับประกันสินค้าครอบคลุมเป็นระยะเวลา 1 ปีภายหลังการซื้อสินค้า ซึ่งภายใน 1 ปีจะรับบริการซ่อมและเปลี่ยนอะไหล่โดยไม่เสียค่าใช้จ่าย และยังมีบริการต่ออายุการรับประกันสินค้า (Warranty) ภายหลังประกันหมดอายุ รวมทั้งการขายนบริการการบำรุงรักษา (Maintenance) เป็นรายปีสำหรับสินค้าที่หมดอายุประกันแล้ว

(6) ผลิตภัณฑ์เกี่ยวกับระบบไอโซน บริษัทจัดจำหน่ายและให้เช่าระบบผลิตไอโซนภายใต้ตราสินค้า "Ingreen" ผ่านบริษัท อินโนว์ กรีน โซลูชั่น จำกัด หรือ "INGREEN" ที่เป็นบริษัทย่อย (ถือ 99.9%) เพื่อการอนุรักษ์พลังงานและรักษาสิ่งแวดล้อม รวมถึงเป็นการเกาะกระแสความใส่ใจสุขภาพมากขึ้น เช่น ระบบไอโซนเพื่อบำบัดน้ำเสียและฆ่าเชื้อโรค และระบบไอโซนเพื่อปรับปรุงคุณภาพน้ำประปา เป็นต้น นอกจากนี้ยังได้พัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่โดยการประยุกต์ใช้งานระบบไอโซนเพื่อใช้ในครัวเรือน ซึ่งได้แก่ (1) เครื่องล้างผักและผลไม้ไอโซน ซึ่งเป็นเครื่องสำหรับล้างทำความสะอาดผักและผลไม้ ที่มีระบบการฆ่าเชื้อโรคและทำลายสารเคมีที่อาจตกค้างในผักและผลไม้ โดยบริษัทเป็นผู้ออกแบบตัวผลิตภัณฑ์และจ้างผู้ผลิตในต่างประเทศให้ทำการผลิต (2) เครื่องกำจัดกลิ่นรองเท้าโดยระบบไอโซน ซึ่งเป็นเครื่องสำหรับทำลายเชื้อแบคทีเรียที่สะสมอยู่ในรองเท้า



ตัวอย่างผลิตภัณฑ์ระบบไอโซน

โครงสร้างรายได้แบ่งตามประเภทของผลิตภัณฑ์



Source: FSS Research, KOOL

กำลังรุกช่องทางค้าปลีกสมัยใหม่เพื่อสร้างการรับรู้ในแบรนด์ให้กับกลุ่มลูกค้าเป้าหมาย

ปัจจุบันช่องทางการจัดจำหน่ายของ KOOL มีอยู่ 4 ช่องทาง คือ

- 1) ธุรกิจค้าปลีกสมัยใหม่
- 2) จำหน่ายโดยตรง
- 3) ตัวแทนจำหน่ายในประเทศ
- 4) ตัวแทนจำหน่ายต่างประเทศ

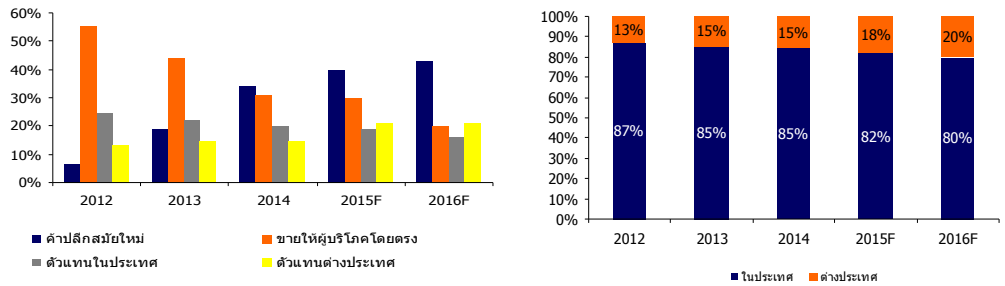
ปัจจุบันยอดขายกว่าครึ่งมาจากร้านค้าปลีกสมัยใหม่ เช่น โฮมโปร แมคโคร บิ๊กซี บุญถาวร ไรท์สตูด โกลบอลเฮาส์ และเมกาโฮม ซึ่งถือเป็นช่องทางที่สามารถเข้าถึงกลุ่มลูกค้าพัฒนาไอเย็นที่เป็นเป้าหมายหลักได้ง่ายและตรงที่สุด เพราะลูกค้าสามารถสัมผัสความเย็นและเปรียบเทียบความแตกต่างกับยี่ห้ออื่นได้ทันที โดยบริษัทมีแผนที่จะรุกช่องทางนี้มากขึ้นเพื่อหวังสร้างการรับรู้ในแบรนด์ และโตตามการขยายตัวของสาขาร้านค้าปลีกดังกล่าว ซึ่งเราคาดว่าสัดส่วนรายได้จะขยับขึ้นจาก 50% เป็น 60% ในปี 2016

ส่วนช่องทางจำหน่ายโดยตรงที่มีสัดส่วนรายได้ ณ 1H15 รongลงมาราว 16% จะเน้นขายให้ลูกค้าองค์กรซึ่งมีทั้งขายอย่างเดี่ยวและงานจ้างเหมาพร้อมติดตั้ง ซึ่งก็จะโตตามการขยายตัวของโรงงานและห้างค้าปลีกขนาดใหญ่

ขณะที่ ตัวแทนจำหน่ายในประเทศที่มีสัดส่วนรายได้ ณ 1H15 ใกล้เคียงกัน 16% จะเป็นช่องทางขายเพื่อเจาะตลาดต่างจังหวัดผ่าน Dealer ที่บริษัทเป็นผู้คัดเลือก โดย ณ พ.ค. 15 มีอยู่ทั้งสิ้น 225 แห่ง

และสุดท้ายคือ ตัวแทนจำหน่ายต่างประเทศ ที่เยอะสุดคือ เอเชีย (13 แห่ง) ตะวันออกกลาง (4 แห่ง) และ ยุโรป (2 แห่ง) ตลาดตะวันออกกลางและยุโรปถือเป็นกลุ่มที่น่าสนใจ เพราะตะวันออกกลางเป็นภูมิภาคที่ได้ชื่อว่าร้อนที่สุดในโลก ส่วนยุโรปจะเข้ามาช่วยลดความผันผวนของรายได้จากปัจจัยฤดูกาล เพราะอากาศในแต่ละพื้นที่มีความต่างกันและที่สำคัญคือต่างกับประเทศไทย

โครงสร้างรายได้แบ่งตามช่องทางการจัดจำหน่าย



Source: FSS Research, KOOL

สร้างคลังสินค้าเป็นของตัวเองเพื่อลดค่าเช่าและเพิ่มประสิทธิภาพในการจัดเก็บ

ปัจจุบัน KOOL มีโรงงานและคลังสินค้าเป็นของตัวเองอยู่ 1 แห่ง (อ. พนสนิม จ. ชลบุรี) ใช้ประกอบพัดลมไอน้ำและพัดลมอุตสาหกรรม ส่วนอีกแห่งเช่าอยู่ที่จังหวัดปทุมธานีเพื่อพักสินค้าพัดลมไอน้ำและไอน้ำที่รับจากผู้ผลิตก่อนจะนำไปกระจายต่อตามช่องทางต่างๆ เพื่อให้การบริหารคลังสินค้าเกิดประโยชน์สูงสุด บริษัทจึงนำเงินเพิ่มทุนส่วนหนึ่งไปใช้สร้างคลังสินค้าเป็นของตัวเองอีก 1 แห่งในบริเวณใกล้เคียงโรงงานเดิม ซึ่งเมื่อคิดเป็นค่าเสื่อมราคาที่ดีเข้ามาในงบการเงินบนประมาณการจำนวนปีตัดค่าเสื่อมเฉลี่ย 10 ปี เราคาดว่าค่าเสื่อมราคาจะถูกกว่าค่าเช่าราว 50%

เงินหยวนที่อ่อนค่าเร็วถือเป็นปัจจัยบวกต่ออัตรากำไรขั้นต้น

เนื่องจากสินค้านำเข้า 80% คือพัดลมไอน้ำและพัดลมไอน้ำที่มีการจ้างผู้ผลิตและซื้อแบบสำเร็จรูปจากจีน การอ่อนค่าอย่างรวดเร็วของเงินหยวนเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ จากการแทรกแซงของธนาคารกลางจีนเมื่อ 11-13 ส.ค. 15 ราว 3% ทำให้ KOOL ได้ประโยชน์จากอัตราแลกเปลี่ยนในแง่ของต้นทุนที่ถูกลงเมื่อสุทธิจากการอ่อนค่าขอเงินบาทอย่างน้อย 2% ซึ่งถ้าหากธนาคารกลางจีนยังมีแนวโน้มแทรกแซงค่าเงินหยวนต่อไปคาดว่าจะเห็นผลบวกเกิดขึ้นกับอัตรากำไรขั้นต้นในช่วง 4Q15 เข้ามาชดเชยกับผลลบจากปัจจัยทางด้านฤดูกาลที่เป็น Low Season โดยถ้าสมมติให้ปัจจัยอื่นคงที่ การอ่อนค่าของเงินหยวนทุก 1% จะทำให้อัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้น 0.34%

% การเปลี่ยนแปลง USD/CNY		2015F	2016F	2017F
อ่อนค่า	3%	44.07%	44.71%	45.15%
	2%	43.73%	44.37%	44.81%
	1%	43.39%	44.03%	44.47%
กรณีปกติ	0%	43.05%	43.69%	44.13%
แข็งค่า	-1%	42.71%	43.35%	43.79%
	-2%	42.37%	43.01%	43.45%
	-3%	42.03%	42.67%	43.11%

Source: FSS Research

เพิ่มสินค้าเพื่อตลาด Mass

จากสัดส่วนรายได้ช่องทางห้างค้าปลีกสมัยใหม่ที่ขยายตัวเร็วจนมาอยู่ที่ 54% ของรายได้รวม ณ 2Q15 ซึ่งสินค้าส่วนใหญ่ที่ขายได้เป็นพัดลมไอเย็นที่มีราคาต่อหน่วยต่ำ เช่น รุ่น Masterkool Evap 06 บริษัทจึงมีแนวคิดพัฒนาสินค้านวัตกรรมใหม่เพื่อเจาะตลาดดังกล่าวที่มีความเป็น Mass สูง แม้ราคาต่อหน่วยและอัตรากำไรขั้นต้นจะต่ำกว่ารุ่นที่มีขนาดใหญ่กว่า แต่ถือว่าคุ้มกับการแลกมาด้วยอัตราการหมุนเวียนของสินค้าคงเหลือที่สูงขึ้น และเป็นการสร้างการรับรู้แบรนด์ Masterkool ที่เป็นนโยบายหลักของบริษัทไปในตัว อีกทั้งยังเป็นการสร้างความแตกต่างจากคู่แข่งเพื่อหลีกเลี่ยงการแข่งขันที่มีแนวโน้มรุนแรงขึ้นด้วย

ภาวะอุตสาหกรรม – ยังอยู่ในช่วงเริ่มต้นของ Growth Stage

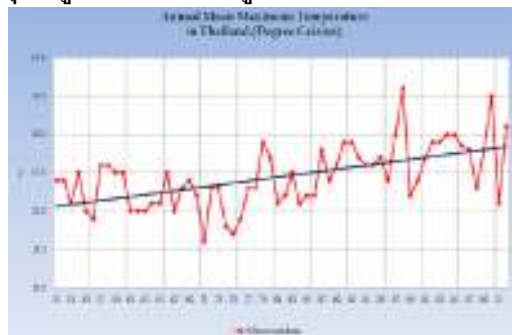
อุตสาหกรรมเครื่องทำความเย็นยังมีแนวโน้มเติบโตต่อเนื่อง

เนื่องจากพัดลมไอเย็นเป็นเทคโนโลยีใหม่ จึงยังไม่มีหน่วยงานใดทำการสำรวจมูลค่าตลาดนี้ไว้ ขณะเดียวกันผู้ผลิตส่วนใหญ่ล้วนจ้างผลิตและนำเข้าจากจีน เพราะมีต้นทุนที่ต่ำกว่าการผลิตเองภายในประเทศ ตัวเลขมูลค่าการนำเข้าพัดลมไอเย็นขนาดกลางถึงใหญ่ จึงน่าจะพออนุมานแนวโน้มการเติบโตของอุตสาหกรรมได้ระดับหนึ่ง ซึ่งพบว่าในปี 2013 มีมูลค่าการนำเข้ารวม 141 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 37% Y-Y ส่วนปี 2014 มีมูลค่ารวม 189 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 34% Y-Y

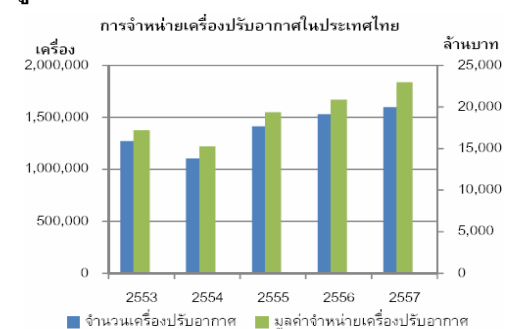
และถึงแม้ว่าพัดลมไอเย็นจะไม่ใช้สินค้าทดแทนพัดลมและเครื่องปรับอากาศโดยตรง แต่ก็ถือเป็นสินค้าทางเลือกที่มีคุณสมบัติตรงกลางน่าสนใจ ซึ่งเหมาะสำหรับผู้ที่ต้องการความเย็นเหมือนเครื่องปรับอากาศเฉพาะจุดเหมือนพัดลม แต่เสียค่าไฟถูกกว่าเครื่องปรับอากาศราว 40-60% แนวโน้มการเติบโตในอนาคตจึงไม่ได้อิงอยู่กับอุตสาหกรรมพัดลมที่อิ่มตัวไปแล้ว แต่จะเกาะเป็นเงาตามตัวกับอุตสาหกรรมเครื่องปรับอากาศที่เพิ่มสูงขึ้นตามอุณหภูมิของประเทศ โดยถ้าอิงข้อมูลจากกรมอุตุนิยมวิทยาจะพบว่าอุณหภูมิบ้านเราร้อนขึ้นปีละ 0.03 องศาเซลเซียส ส่วนมูลค่าตลาดเครื่องปรับอากาศตามการรวบรวมข้อมูลของสำนักงานเศรษฐกิจอุตสาหกรรมอยู่ที่ 25,000 ล้านบาท ด้วยอัตราการเติบโตในช่วงปี 2010-2104 ที่สูงเฉลี่ย 8% ต่อปี

จากข้อมูลข้างต้น และแนวโน้มการแข่งขันที่เพิ่มสูงขึ้นเพราะเป็นธุรกิจที่คู่แข่งรายใหม่สามารถเข้ามาได้โดยง่าย แต่จะดีตรงที่อำนาจการต่อรองยังอยู่กับผู้ขายไม่ใช่ผู้ผลิตและลูกค้า เพราะในจีนมี Supplier จำนวนมากและสินค้าที่เป็นนวัตกรรมใหม่จะทำลูกค้าต่อรองไม่มากนัก เราจึงคาดว่าภาวะอุตสาหกรรมพัดลมไอเย็นจะยังโตได้ในอัตราที่สูง 10-30% ในช่วง 3 ปีข้างหน้า

อุณหภูมิมีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้นต่อเนื่อง



มูลค่าการจำหน่ายเครื่องปรับอากาศ



Source: FSS Research, กรมอุตุนิยมวิทยา, สำนักงานเศรษฐกิจอุตสาหกรรม

คู่แข่งหลักในอุตสาหกรรม

ปัจจุบันบริษัทมีคู่แข่งทั้งทางตรงและทางอ้อมจำนวนมาก แต่ถ้านับเฉพาะผู้ประกอบการที่จำหน่ายพัดลมไอเย็นอย่างเดียว รายได้ของบริษัทมีขนาดใหญ่ที่สุดและแบรนด์เป็นที่รู้จักในตลาดมากที่สุด ส่วนคู่แข่งรายที่ใหญ่กว่าจะเป็นผู้ผลิตเครื่องใช้ไฟฟ้าหลายชนิดเช่น Hatari, Clarte, MKool, และ Astina

ในมุมมองหนึ่ง การแข่งขันที่สูงขึ้นอาจทำให้ KOOL ถูกแย่งส่วนแบ่งการตลาดในส่วนของพัดลมไอเย็นที่เป็นเจ้าตลาดไป แต่อีกมุมมองหนึ่งก็สะท้อนให้เห็นว่าอุตสาหกรรมนี้มีความน่าสนใจทั้งในแง่มูลค่าตลาดและการเติบโตถึงทำให้มีผู้เล่นรายใหญ่ในตลาดพัดลมเช่น Hatari เข้ามา เราจึงมองการแข่งขันในอุตสาหกรรมปัจจุบันเป็นทั้งโอกาสและอุปสรรคต่อการเติบโตในอนาคตของ KOOL ไปในตัว



ตัวอย่างคู่แข่งในอุตสาหกรรม

ผลการดำเนินงานในอดีต

กำไรสุทธิในช่วง 3 ปีที่ผ่านมาค่อนข้างเหวี่ยง แต่รายได้โตดีต่อเนื่อง

รายได้รวมในช่วงปี 2012-2014 โตเฉลี่ย 35% ต่อปีตามการขยายตัวของทุกช่องทางการจัดจำหน่าย โดยเฉพาะผ่านห้างค้าปลีกสมัยใหม่และตัวแทนจำหน่ายในต่างประเทศ ซึ่งมีจำนวนสาขาและตัวแทนเพิ่มขึ้นจาก 12 สาขาและ 22 สาขา ในปี 2012 เป็น 112 สาขาและ 43 สาขาในปี 2014 ตามลำดับ สะท้อนให้เห็นถึงการรับรู้ในตัวผลิตภัณฑ์ของผู้บริโภคที่เพิ่มสูงขึ้น กอปรกับ เป็นผลจากการจัดกิจกรรมทางการตลาดเพื่อกระตุ้นแรงซื้อของทางบริษัทเองด้วย

ขณะที่ อัตรากำไรขั้นต้นแกว่งอยู่ระหว่าง 45-55% ขึ้นอยู่กับ Product Mix และช่องทางการจัดจำหน่าย ถ้าเป็นช่วงรับรู้รายได้งานติดตั้งจากลูกค้าองค์กร อัตรากำไรขั้นต้นเฉลี่ยจะสูงขึ้น แต่ถ้าเป็นช่วงที่ขายสินค้าตัวเล็กที่ใช้ในครัวเรือนผ่านห้างค้าปลีกสมัยใหม่ อัตรากำไรขั้นต้นเฉลี่ยจะลดลง

ส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อรายได้รวม เคยขึ้นไปถึง 46% ในปี 2013 จากการเพิ่มพนักงานขายและการโฆษณาประชาสัมพันธ์เพื่อสร้างการรับรู้ในแบรนด์ (เป็นสาเหตุสำคัญที่ทำให้กำไรสุทธิลดลง 89% Y-Y เหลือเพียง 3 ล้านบาท) ก่อนจะอ่อนตัวลงมาอยู่ที่ 36% ในปี 2014 ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงการบริหารช่องทางการจัดจำหน่ายได้มีประสิทธิภาพมากขึ้น ทำให้กำไรสุทธิกลับมาฟื้นตัวแรงมาอยู่ที่ 31 ล้านบาท

ซึ่งถ้าพิจารณาจากแนวโน้มของรายได้รวมและอัตรากำไรขั้นต้น 3 ปีก่อนหน้า ที่เพิ่มขึ้นเฉลี่ยในอัตราใกล้เคียงกันคือ 35-36% ต่อปี สะท้อนให้เห็นว่าหัวใจสำคัญในการขยายตัวของกำไรสุทธิอยู่ที่การบริหารค่าใช้จ่าย หากปีไหนบริหารได้มีประสิทธิภาพ อัตรากำไรสุทธิจะอยู่ในกรอบประมาณ 5-10% แต่ถ้าบริหารไม่ดีจะลดลงอยู่ในช่วง 2-3%

ความเสี่ยงทางการเงินสูง แต่จะลดลงหลังเพิ่มทุน

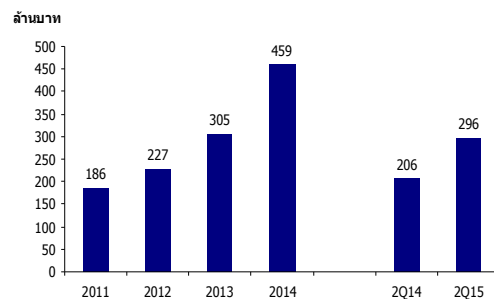
ด้วยลักษณะการประกอบธุรกิจที่เป็นกึ่ง Trading ทำให้ KOOL ต้องใช้เงินทุนหมุนเวียนเพื่อดำรงสต็อกสินค้า และให้เครดิตแก่ลูกค้าหรือตัวแทนจำหน่ายในระดับสูง โดยวงจรเงินสด ณ สิ้นปี 2014 อยู่ที่ 85 วัน เงินทุนที่ใช้หลักคือเงินกู้ยืมระยะสั้นโดยมีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนอยู่ที่เกือบ 2 เท่า การเพิ่มทุนจะทำให้ความเสี่ยงทางการเงินต่ำลง ซึ่งจะช่วยให้มีช่องว่างในการในการจัดหาเงินทุนเพิ่มเติมเพื่อรองรับการขยายตัวของธุรกิจในอนาคต แม้ว่าจะทำให้ ROE ลดลงตามฐานของทุนที่ใหญ่ขึ้นจากระดับเฉลี่ยที่ 25% แต่คาดว่าจะยังสูงกว่าค่าเฉลี่ยของ SET และ MAI ที่ 13% และ 10% ตามลำดับ

กำไรสุทธิ 2Q15 เพิ่มขึ้น 13% Y-Y มาอยู่ที่ 33 ล้านบาท

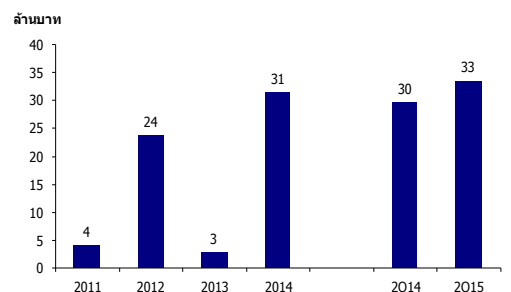
แม้รายได้รวมจะปรับตัวเพิ่มขึ้นแรงถึง 43% Y-Y มาอยู่ที่ 287 ล้านบาท จากการเปิดตลาดในช่องทางห้างค้าปลีกเพิ่มขึ้นทั้งโกลบอลเฮาส์ ไทวัสดุ และบุญญาวร ทำให้จำนวนสาขาที่ขายสินค้าของ KOOL เพิ่มขึ้นเป็น 210 สาขา จาก 204 สาขาใน 1Q15 ขณะที่ อัตรากำไรขั้นต้นก็เพิ่มขึ้นเป็น 46.2% จาก 40.3% ใน 1Q15 และ 44.6% ใน 2Q14 เพราะยอดส่งออกที่ได้ประโยชน์จากการอ่อนค่าของเงินบาทปรับตัวเพิ่มขึ้น แต่ด้วยสัดส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อรายได้รวมเพิ่มขึ้นเป็น 31.9% จาก 26.6% ใน 1Q14 ตามการเพิ่มขึ้นของพนักงานขายหน้าห้าง (Product Consultant: PC) จึงทำให้กำไรสุทธิเพิ่มขึ้นเพียง 13% Y-Y เป็น 33 ล้านบาท อย่างไรก็ตาม ถือว่าฟื้นตัวได้อย่างโดดเด่นเมื่อเทียบกับ 1Q15 ที่ขาดทุนสุทธิ 6 ล้านบาท เนื่องจากมีการบันทึกค่าใช้จ่ายจากการสต็อกสินค้าในห้างค้าปลีกเพื่อเตรียมขายใน 2Q15 ไว้มาก

ส่วนกำไรสุทธิงวด 1H15 อยู่ที่ 27 ล้านบาท ลดลง 16% Y-Y สาเหตุหลักจากค่าใช้จ่ายในการจัดกิจกรรมทางการตลาดเพื่อสร้างแบรนด์ และค่าใช้จ่ายพนักงานขาย PC ที่สูงขึ้น

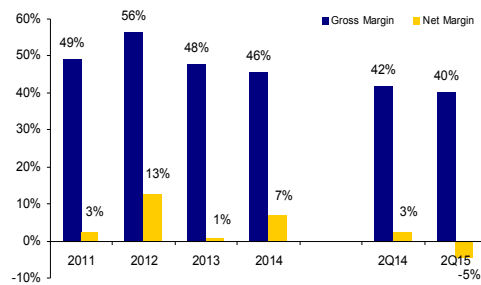
แนวโน้มรายได้



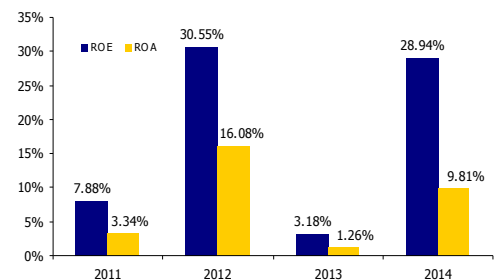
แนวโน้มกำไรสุทธิ



แนวโน้มอัตรากำไรขั้นต้นและอัตรากำไรสุทธิ



แนวโน้ม ROE และ ROA



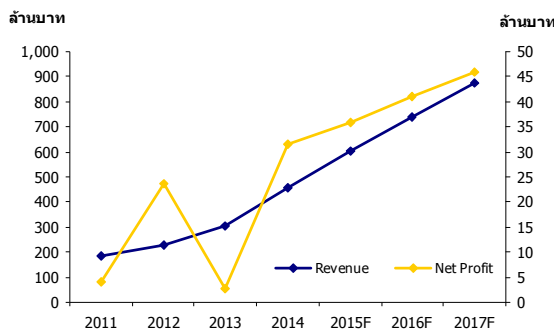
Source: FSS Research, KOOL

คาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคต

คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2015 ที่ 40 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 27% Y-Y แม้ว่ากำไรสุทธิ 1H15 ที่ 27 ล้านบาท จะคิดเป็น 68% ของประมาณการข้างต้น แต่เพราะตามลักษณะการประกอบธุรกิจปกติ ยอดขายในครึ่งปีแรกจะมีสัดส่วนเป็น 2 ใน 3 ของทั้งปี ซึ่งเป็นไปตามปัจจัยทางด้านฤดูกาลที่พัดลมไอเย็นมักขายได้ในช่วงฤดูร้อนแล้วชะลอตัวในฤดูฝน หรือหนาว กำไรสุทธิในครึ่งปีหลังจึงไม่สามารถนำมาเทียบกับครึ่งปีแรกได้ โดยเรคาดการณ์กำไรสุทธิ 2H15 ไว้ที่ 13 ล้านบาท พลิกจากที่ขาดทุน 0.8 ล้านบาทใน 2H14 จากแรงหนุนของช่องทางการส่งออกที่จะได้ประโยชน์จากการอ่อนค่าของเงินบาท และงานบริการออกแบบและติดตั้งพัดลมระบายอากาศให้กับลูกค้าองค์กร ขณะที่ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารจะลดลงจากการลดพนักงานขายหน้าห้าง และการโฆษณาประชาสัมพันธ์ที่น้อยกว่า 1H15

ส่วนแนวโน้มปี 2016-2019 เราคาดว่ากำไรสุทธิเพิ่มขึ้นในอัตราเฉลี่ย 15% ต่อปี จากคาดการณ์รายได้ที่จะโตต่อเนื่อง 17% ต่อปี ตามการเติบโตของอุตสาหกรรม การออกสินค้าใหม่ การเพิ่มช่องทางการจัดจำหน่ายในห้างค้าปลีกเช่น บิ๊กซี และการส่งออกที่ขยายตัวดีตามการรुकตลาดของตัวแทน อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นของ KOOL จะทรงตัวที่ 44% แม้สินค้าใหม่จะมีอัตรากำไรขั้นต้นดีกว่าของเดิม แต่จะถูกหักล้างจากการเพิ่มช่องทางการจัดจำหน่ายในห้างค้าปลีกที่มีอัตรากำไรขั้นต้นน้อยกว่าขายเอง ขณะที่ ค่าใช้จ่ายในการทำตลาดยังมีความจำเป็นเพื่อสร้างแบรนด์และการรับรู้ในตัวสินค้า อัตรากำไรสุทธิที่ประมาณการไว้จึงใกล้เคียงของเดิมในช่วง 6.2-6.7% ใกล้เคียงกับบริษัทในอุตสาหกรรมเครื่องใช้ในครัวเรือนและสำนักงาน

แนวโน้มรายได้และกำไรสุทธิในอนาคต



Source: FSS Research, KOOL

ประเมินมูลค่าเหมาะสมปี 2016 ที่ 2.00 บาท (อิง PE 20 เท่า)

ประเมินมูลค่าที่เหมาะสมด้วยวิธี Relative Valuation ใช้ PE Multiplier 20 เท่า ซึ่งเป็นค่าเฉลี่ยแบบถ่วงน้ำหนักของกลุ่มของใช้ในครัวเรือนและสำนักงาน (HOME) และ MAI ในช่วง 5 ปีย้อนหลังที่ 15 และ 30 เท่า เมื่ออิงกำไรต่อหุ้นปี 2016 ที่ 0.10 บาท ได้ราคาตามปัจจัยพื้นฐาน 2.00 บาท

โครงสร้างการถือหุ้น, การเพิ่มทุน และนโยบายการจ่ายเงินปันผล

KOOL เพิ่มทุนจดทะเบียนจาก 90 ล้านบาท เป็น 120 ล้านบาท มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 0.25 บาท โดยการออกหุ้นเพิ่มทุนจำนวน 120 ล้านหุ้นเพื่อเสนอขายให้กับประชาชนทั่วไป

มีวัตถุประสงค์ในการใช้เงินเพิ่มทุนครั้งนี้เพื่อ

- (1) สร้างคลังสินค้าเป็นของตัวเอง
- (2) พัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่
- (3) ใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนของกิจการ

โครงสร้างผู้ถือหุ้นใหญ่

	ก่อน IPO	หลัง IPO
นายพนชัย วีระมาน	35.11%	26.34%
นายพิง เม็ง ฮอย	22.55%	16.91%
บริษัทร่วมทุน เค-เอสเอ็มอี จำกัด	9.22%	6.91%
กลุ่มนายโกมินทร์ กรตมี	8.00%	6.00%
กลุ่มนายกฤษณ ไทยดำรงค์	7.41%	5.56%
นางสาวรัชกร จิตตเสถียร	2.40%	1.80%
นายสรชัย ศรีวิบูลย์	2.33%	1.75%
นายณรงค์ชัย ยอมเจริญ	1.49%	1.11%
นายโจเซฟ หวาง ซี คอง	1.44%	1.08%
นางสาวสุนันทา ว่านวิวัฒน์	1.43%	1.07%
อื่นๆ	8.62%	6.47%
ประชาชนทั่วไป	-	25.00%
จำนวนหุ้นรวม	360 ล้านหุ้น	480 ล้านหุ้น

นโยบายการจ่ายเงินปันผล

บริษัทมีนโยบายจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นในอัตราไม่น้อยกว่าร้อยละ 40 ของกำไรสุทธิหลังหักภาษีเงินได้นิติบุคคลของงบการเงินเฉพาะและหลังหักสำรองตามกฎหมาย

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

- (1) การแข่งขันในอุตสาหกรรมที่มีแนวโน้มสูงขึ้น ทั้งในส่วนของพัคลมไอน์และไอน้ำ ด้วยอัตราการเติบโตที่รวดเร็วของ 2 ตลาดนี้ ทำให้มูลค่าตลาดใหญ่ขึ้นจนจูงใจให้ผู้เล่นรายใหม่เข้ามา โดยเฉพาะ Top Brand ของเครื่องใช้ไฟฟ้าเช่น Hatari
- (2) ความเสี่ยงจากการผันผวนของรายได้ในระหว่างปี เนื่องจากบริษัทจำหน่ายสินค้าที่ช่วยลดความร้อนและรายได้หลักยังมาจากในประเทศ จึงทำให้กำไรสุทธิไตรมาส 2 ที่เป็นฤดูร้อนจะสูงกว่าไตรมาสอื่น ขณะที่บางไตรมาสกำไรสุทธิอาจลดลงจนถึงขั้นขาดทุน เช่น ช่วงไตรมาส 1 ของทุกปีที่มีการเตรียมสต็อกสินค้าเพื่อขายในช่วง High Season
- (3) ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงผู้รับจ้างผลิตเพียงรายเดียว ซึ่งบริษัทมียอดซื้อสินค้าจากผู้รับจ้างผลิตและผู้จำหน่ายพัคลมไอน์กับผู้ผลิตรายหนึ่งในต่างประเทศคิดเป็นสัดส่วนประมาณร้อยละ 50-60% ของยอดการสั่งซื้อ หากวางแผนการผลิตไม่ดี อาจทำให้พลาดโอกาสขายในช่วงที่ความต้องการสูงกว่าปกติได้
- (4) ความเสี่ยงจากการถูกลอกเลียนแบบผลิตภัณฑ์ สินค้าพัคลมไอน์และไอน้ำเป็นสินค้าที่ผลิตได้ไม่ยาก จึงมีสินค้าทดแทนในท้องตลาดมากมายหลายยี่ห้อ แม้แต่บริษัทที่เป็นผู้ออกแบบผลิตภัณฑ์เอง ซึ่งถ้าหากมีผู้นำนวัตกรรมที่บริษัทคิดค้นไปทำการผลิตด้วยต้นทุนที่ต่ำกว่า อาจทำให้สูญเสียส่วนแบ่งการตลาดในอนาคตได้
- (5) ความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ ในการนำเข้าสินค้าจากต่างประเทศ บริษัทชำระเป็นเงินสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐเป็นหลัก การที่เงินบาทอ่อนค่าลงเร็วจะทำให้ต้นทุนการนำเข้าสินค้าสูงขึ้น ขณะที่บริษัทไม่สามารถปรับราคาขายกับคู่ค้าได้ทันที จึงอาจส่งผลกระทบต่อกำไรสุทธิให้ต่ำกว่าที่ควรจะเป็นได้

Income Statement (Consolidated)					
(Bt mn)	2012	2013	2014	2015E	2016E
Revenue	227	305	459	640	783
Costs of sales	122	171	260	369	449
Gross profit	105	134	199	271	335
SG&A costs	77	130	159	225	275
Operating profit	28	4	40	46	60
Other income	3	2	5	5	6
EBIT	31	7	44	51	66
EBITDA	36	12	51	61	79
Interest charge	2	3	6	3	5
Tax on income	5	0	7	9	11
Earnings after tax	24	3	31	40	50
Minority interests	0	0	0	0	0
Normalized earnings	24	3	31	40	50
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Net profit	24	3	31	40	50

Balance Sheet (Consolidated)					
(Bt mn)	2012	2013	2014	2015E	2016E
Cash& equivalents	5	2	1	26	23
Account receivable	29	42	54	74	90
Inventory	64	106	172	240	294
Other current asset	5	10	9	9	12
Total current asset	103	160	236	349	419
Investment	15	25	41	53	64
PPE	21	24	34	52	66
Other asset	7	6	9	10	12
Total assets	147	215	320	464	562
Short term loan loans	44	90	134	62	113
Accounts payable	19	35	67	92	113
Current maturities	1	0	1	1	1
Other current liabilities	5	3	6	8	10
Total current liabilities	68	128	208	163	237
Long-term debt	0	0	0	1	1
Other LT liabilities	1	2	3	4	5
Total LT liabilities	2	2	3	5	6
Total liabilities	70	130	211	167	243
Registered capital	44	70	90	120	120
Paid up capital	44	70	90	120	120
Share premium	5	5	5	150	150
Legal reserve	1	1	3	5	12
Retained earnings	27	9	10	22	37
Minority Interest	0	0	0	0	0
Shareholders' equity	77	85	109	297	319

Source: Company data, FSS research

Cash Flow Statement (Consolidated)					
(Bt mn)	2012	2013	2014	2015E	2016E
Net profit	24	3	31	40	50
Depreciation & amortization	5	6	7	10	13
Change in working capital	-12	-39	-46	-63	-50
Other adjustments	1	-7	4	1	0
Cash flow from operation	17	-37	-3	-12	13
Capital expenditure	-13	-17	-36	-41	-41
Others	0	0	0	0	0
Cash flow from investing	-13	-17	-36	-41	-41
Free cash flow	4	-54	-39	-53	-28
Net borrowings	-5	46	46	-71	53
Equity capital raised	0	26	20	175	0
Dividends paid	3	-23	-31	-25	-34
Others	0	0	0	0	0
Cash flow from financing	-2	51	37	78	25
Net change in cash	2	-3	-1	25	-3

Important Ratios (Consolidated)					
	2012	2013	2014	2015E	2016E
Growth (%)					
Revenues	16.3	51.3	55.6	41.1	22.4
Net profit	490.4	-88.6	1058.7	26.5	26.2
Norm profit	490.4	-88.6	1058.7	26.5	26.2
Profitability Ratios (%)					
Gross profit margin	46.1	44.0	43.3	42.4	42.8
EBIT margin	13.6	2.1	9.7	8.0	8.4
Normalized profit margin	10.4	0.9	6.8	6.2	6.4
Net profit margin	10.4	0.9	6.8	6.2	6.4
Normalized ROA	17.7	1.5	11.7	10.1	9.8
Normalized ROE	36.9	3.3	32.4	19.6	16.3
Risk (x)					
D/E (x)	0.90	1.53	1.95	0.56	0.76
Net D/E (x)	0.83	1.50	1.94	0.48	0.69
Per share data (Bt)					
Reported EPS	0.13	0.01	0.09	0.08	0.10
Norm EPS	0.13	0.01	0.09	0.08	0.10
FCF	0.02	-0.19	-0.11	-0.11	-0.06
Book value	0.44	0.30	0.30	0.62	0.67
Dividend	0.00	0.00	0.00	0.03	0.04
Par	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
Valuations (x)					
P/E	13.51	185.98	20.64	21.76	17.25
Norm P/E	13.51	185.98	20.64	21.76	17.25
P/BV	4.13	5.91	5.97	2.91	2.71
EV/EBTDA	10.38	49.16	15.99	15.76	13.24
Dividend yield (%)	0.00	0.00	0.00	1.75	2.01

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร	สาขา อัลมาลิ้งค์ 25 อาคารอัลมาลิ้งค์ ชั้น 9,14,15 ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร	สาขา อัมรินทร์ 496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร	สาขา ไทยซัมมิท ทาวเวอร์ 1768 อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 5, 31 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง กรุงเทพมหานคร	สาขา เซ็นทรัลพลาซ่า 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ทาวเวอร์ ปิ่นเกล้า ชั้นที่ 14 ห้อง 1404 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย กรุงเทพมหานคร
สาขา บางกระบือ 3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ กรุงเทพมหานคร	สาขา ลิตเติลไทย ทาวเวอร์ 2034/52 อาคารลิตเติลไทย ทาวเวอร์ ชั้น 11 ยูนิค 11-07/01 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง กรุงเทพมหานคร	สาขา บางนา 1093 อาคารเซ็นทรัลซิตีทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 1093/105 หมู่ 12 ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา เขตบางนา กรุงเทพมหานคร	สาขา ลินธอร์ 1 130-132 อาคารลินธอร์ ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร	สาขา ลินธอร์ 2 130-132 อาคารลินธอร์ ทาวเวอร์ 3 ชั้น 24 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร
สาขา ลินธอร์ 3 130-132 อาคารลินธอร์ ทาวเวอร์ 3 ชั้น 19 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร กรุงเทพมหานคร	สาขา ลาดพร้าว 555 อาคารระสา ทาวเวอร์ 2 ยูนิค 1106 ชั้น 11 ถ.พหลโยธิน แขวงจตุจักร เขตจตุจักร กรุงเทพมหานคร	สาขา ประชาชื่น 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร กรุงเทพมหานคร	สาขา รัชดา 1/832 พหลโยธิน 60 ต.จตุคต อ.ลำลูกกา ปทุมธานี	สาขา ไทยซัมมิท ทาวเวอร์ 1768 อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 2 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง กรุงเทพมหานคร
สาขา รัตนธิเบศร์ 68/127 หมู่ 8 ถ.รัตนธิเบศร์ ต.บางกระสอ อ.เมืองนนทบุรี นนทบุรี				
สาขา ศรีราชา 135/99 (ตึกคอม ชั้น G) ถนนสุขุมวิท ต.ศรีราชา อ.ศรีราชาชลบุรี	สาขา ขอนแก่น 1 311/16 ถ.กลางเมือง ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น	สาขา ขอนแก่น 3 4/6 ชั้น 2 อาคาร ธนาคารไอซีบีซี(ไทย)จำกัด(มหาชน) ถ.กลางเมือง ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น	สาขา อุดรธานี 104/6 ชั้น 2 อาคาร ธนาคารไอซีบีซี(ไทย)จำกัด(มหาชน) ถ.อุดรธานี ต. หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี	สาขา เชียงใหม่ 308 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่
สาขา เชียงใหม่ 2 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่	สาขา เชียงใหม่ 3 อาคารมะลิเพลส 32/4 หมู่ที่ 2 ชั้น 1 ห้อง B1-1, B1-2 ต.แม่เหีย อ.เมืองเชียงใหม่ เชียงใหม่	สาขา เชียงราย 353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย	สาขา แม่สาย 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย	สาขา นครราชสีมา 1242/2 ห้อง A3 ชั้น 7 สำนักงานเดอะมอลล์ นครราชสีมา ถ.มิตรภาพ ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา
สาขา สมุทรสาคร 1045/16-17 ถ.วิเชียรโชภูก ต.มหาชัย อ.เมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร	สาขา นครปฐม 28/16-17 ถ.ยิงเป้า ต.สนามจันทร์ อ.เมือง จ.นครปฐม	สาขา ภูเก็ต 22/18 ศูนย์การค้าวานิชพลาซ่า ถ.หลวงพ่อดำ ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต	สาขา หาดใหญ่ 1 200/221, 200/223 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา	สาขา หาดใหญ่ 2 106 ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา
สาขา หาดใหญ่ 3 200/222, 200/224, 200/226 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา	สาขา กระบี่ 223/20 ถ.มหาสาร ต.ปากน้ำ อ.เมือง จ.กระบี่	สาขา ตรัง 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง	สาขา สุราษฎร์ธานี 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี	สาขา บิดธานี 300/69-70 หมู่ 4 ต.ระมุณี อ.เมือง จ.ปัตตานี

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน

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

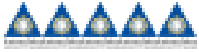
หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

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

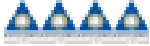
บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า

การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

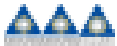
Thai Institute of Directors Association (IOD) - Corporate Governance Report Rating 2014



BAFS	EGCO	IRPC	KTB	PTTEP	SAT	SIM	TMB
BCP	GRAMMY	IVL	MINT	PTTGC	SC	SPALI	TOP
BTS	HANA	KBANK	PSL	SAMART	SCB	THCOM	
CPN	INTUCH	KKP	PTT	SAMTEL	SE-ED	TISCO	



AAV	BAY	CFRESH	DTC	HMPRO	MACO	OCC	PR	SAMCO	SSI	TIPCO	TSTH
ACAP	BBL	CIMBT	EASTW	ICC	MC	OFM	PRANDA	SCC	SSSC	TK	TTA
ADVANC	BECL	CK	EE	KCE	MCOT	PAP	PS	SINGER	STA	TKT	TTW
ANAN	BIGC	CNT	ERW	KSL	NBC	PE	PT	SIS	SVI	TNITY	TVO
AOT	BKI	CPF	GBX	LANNA	NCH	PG	QH	SITHAI	TCAP	TNL	UAC
ASIMAR	BLA	CSL	GC	LH	NINE	PHOL	RATCH	SNC	TF	TOG	VGI
ASK	BMCL	DELTA	GFPT	LHBANK	NKI	PJW	ROBINS	SNP	THAI	TRC	VNT
ASP	BROOK	DRT	GUNKUL	LOXLEY	NMG	PM	RS	SPI	THANI	TRUE	WACOAL
BANPU	CENDEL	DTAC	HEMRAJ	LPN	NSI	PPS	S&J	SSF	TIP	TSTE	



2S	BEC	DEMCO	IRCP	MOONG	PTG	SPC	TIC	UPOIC
AF	BFIT	DNA	ITD	MPG	QLT	SPCG	TICON	UT
AH	BH	EA	KBS	MTI	QTC	SPPT	TIW	UV
AHC	BJC	ESSO	KGI	NC	RCL	SST	TKS	UWC
AIT	BJCHI	FE	KKC	NTV	SABINA	STANLY	TLUXE	VIH
AJ	BOL	FORTH	KTC	NUSA	SALEE	STEC	TMI	WAVE
AKP	BTNC	FPI	L&E	NWR	SCBLIF	STPI	TMT	WHA
AKR	BWG	GENCO	LRH	NYT	SCCC	SUC	TNDT	WIN
AMANAH	CCET	GL	LST	OGC	SCG	SWC	TPC	WINNER
AMARIN	CGD	GLOBAL	MAJOR	OISHI	SEAFCO	SYMC	TPCORP	YUASA
AMATA	CGS	GLOW	MAKRO	PACE	SEAOIL	SYNEX	TRT	ZMICO
AP	CHOW	GOLD	MATCH	PATO	SFP	SYNTEC	TRU	
APCO	CI	HOTPOT	MBK	PB	SIAM	TASCO	TSC	
APCS	CKP	HTC	MBKET	PDI	SIRI	TBSP	TTCL	
AQUA	CM	HTECH	MEGA	PICO	SKR	TEAM	TUF	
ARIP	CMR	HYDRO	MFC	PPM	SMG	TFD	TVD	
AS	CSC	IFS	MFEC	PPP	SMK	TFI	TWFP	
ASIA	CSP	IHL	MJD	PREB	SMPC	THANA	UMI	
AYUD	CSS	INET	MODERN	PRG	SMT	THIP	UP	
BEAUTY	DCC	IRC	MONO	PRIN	SOLAR	THREL	UPF	

สัญลักษณ์ N/R หมายถึง “ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR”

ช่วงคะแนน

- 100-90
- 80-89
- 70-79
- 60-69
- 50-59
- <50

สัญลักษณ์



ความหมาย

- ดีเลิศ
- ดีมาก
- ดี
- ดีพอใช้
- ผ่าน
- n/a

IOD (IOD Disclaimer)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด