

ซ้ำของ โชน โชน ในธุรกิจเครื่องกรองน้ำ มานานกว่า 30 ปี

▶ ผู้จำหน่ายเครื่องกรองน้ำรายใหญ่ พร้อมต่อยอดสู่เช่าซื้อด้วย Yield ระดับ 30%

TSR ประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายเครื่องกรองน้ำและไส้กรองน้ำยี่ห้อ "Safe" จำหน่ายผ่านช่องทางทางการขายตรง จับกลุ่มลูกค้าเป้าหมายระดับกลาง – ล่าง โดยมีประสบการณ์อย่างโชกโชนในธุรกิจมานานกว่า 30 ปี พร้อมทั้งงานที่มีประสิทธิภาพ ทำให้บริษัทมียอดขายและส่วนแบ่งการตลาดอันดับ 2 ของประเทศ แต่มี Gross margin สูงสุดที่ระดับกว่า 81% พร้อมกันนี้ ได้ต่อยอดไปสู่การให้บริการเช่าซื้อ (ขายแบบผ่อนชำระ) (คิดเป็น 78% ของรายได้รวม) ถือเป็นจุดแข็งและจุดต่างจากผู้ประกอบการรายอื่น โดยมีส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยรับ (Average spread) กว่า 30% ขณะที่ คุณภาพลูกหนี้อยู่ในระดับบริหารจัดการได้ โดยมี NPL ราว 4% (ใกล้เคียงกับ SINGER)

▶ คาดกำไรปี 2557 เพิ่ม 32% และต่อเนื่องอีก 14% ปีหน้า

คาดแนวโน้มกำไรในช่วง 2 ปีนี้ ยังทำจุดสูงสุดต่อเนื่องเกิดจาก 1) การเตรียมเปิดตัวผลิตภัณฑ์ใหม่ๆ อีกราว 5-6 ชนิด ผ่านช่องทางจำหน่ายเดิม โดยสินค้าชุดใหม่ยังคงเป็นเครื่องกรองน้ำที่เพิ่มคุณสมบัติการทำน้ำต่าง (น้ำอัลคาไลน์) ซึ่งมีราคาสูงกว่าท้องตลาดมากและเป็นโอกาสในการปรับขึ้นราคาสินค้าราวปีละ 7% ขณะที่กำหนดปริมาณจำหน่ายเท่าเดิม 2) การเพิ่มช่องทางจำหน่ายใหม่ผ่านบริษัทขายออนไลน์รายใหญ่ของประเทศและผ่านโมเดิร์น เทรด รววงวด 2H57 โดยคาดว่าจะสร้างรายได้ในปีไม่ต่ำกว่า 90 ล้านบาท (ต่ำกว่าเป้าหมายของบริษัทค่อนข้างมาก) กอปรกับมีอัตราการทำกำไรที่สูง และหนุนให้อัตราการทำการกำไรโดยรวมปี 2557 ปรับขึ้นราว 100 bps มาอยู่ที่ 9% และเป็นผลให้กำไรปกติในปีนี้จะเพิ่มขึ้นราว 32% และต่อเนื่องอีก 14% ในปี 2558 อย่างไรก็ตาม EPS ปี 2557 คาดจะเพิ่มเพียง 12% จากผลกระทบของ Dilution effect ที่เกิดขึ้นจากการขายหุ้น IPO 86 ล้านหุ้น

▶ Fair value ถึง PER 12 – 13 เท่า ได้ Equity value ปี 2557 อยู่ที่ 1,200 – 1,300 ลบ.

ในการประเมิน Fair value ถึง PER เฉลี่ย 12 - 13 เท่า ใกล้เคียงกับ SINGER ซึ่งประกอบธุรกิจใกล้เคียงกันสุด จะได้ Equity value อยู่ที่ 1.2 – 1.3 พันล้านบาท โดยรวมมูลค่าเพิ่มที่เกิดจากการเพิ่มช่องทางจำหน่ายใหม่แล้ว ซึ่งมีมูลค่าราว 170 ล้านบาท (คิดเป็น 0.5 บาท/หุ้น)

ข้อมูลการกระจายหุ้น IPO		โครงสร้างผู้ถือหุ้น	ก่อน IPO	หลัง IPO
หุ้น IPO (ล้านหุ้น)				
- ประชาชนทั่วไป	86	กลุ่มแจ้งอยู่	93.37%	70.02%
ราคาพาร์ (บาท)	1.0	อื่นๆ	6.63%	4.98%
จำนวนหุ้น (ล้านหุ้น)		ประชาชน		25%
- ก่อน IPO	258	รวม	100%	100%
- หลัง IPO	344			
ทุนเรียกชำระแล้ว (ล้านบาท)		นโยบายจ่ายเงินปันผล		
- ก่อน IPO	258	ไม่น้อยกว่า 40% ของกำไรสุทธิ		
- หลัง IPO	344			

Key Data (ล้านบาท)	FY54A	FY55A	FY56A	FY57F	FY58F
FY: ปี 31 ธ.ค.					
รายได้จากการขายและบริการ	881	974	954	1,113	1,225
Norm Profit	21	80	76	100	114
กำไรสุทธิ	24	93	67	100	114
Norm EPS (บาท)	0.09	0.34	0.29	0.29	0.33
EPS	0.10	0.40	0.26	0.29	0.33
DPS (บาท)	N/A	N/A	0.00	0.12	0.13
BVS (บาท)	N/A	N/A	1.80	2.36	2.61
ROE (%)	8.7	29.1	16.2	15.7	13.3

ที่มา: ประมาณการโดยฝ่ายวิจัย

หมวดของใช้ในครัวเรือน

ดัชนี SET : 1,405.21

บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส จำกัด (มหาชน) จะเข้าร่วมเป็นผู้จัดจำหน่าย และรับประกันการจำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่มทุนของ TSR ในครั้งนี้ โดยการจัดทำเอกสารฉบับนี้เพื่อวัตถุประสงค์ในการนำเสนอข้อมูลและบทความวิเคราะห์เท่านั้น การตัดสินใจลงทุนขึ้นกับดุลยพินิจของนักลงทุน

ระยะเวลาห้ามเผยแพร่รายงานฉบับนี้ (Black out period) เริ่ม 26 พ.ศ.2557 จนถึงวันสุดท้ายของระยะเวลาของข้อผู้ลงทุน ควรอ่านรายละเอียดในหนังสือชี้ชวน ก่อนตัดสินใจลงทุน

กวี มานิตสุภวงษ์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 003974

[✉ kawee.re@asiaplus.co.th](mailto:kawee.re@asiaplus.co.th)

อนุวัฒน์ ศรีจักรรัตน์กุล

[✉ anuwat@asiaplus.co.th](mailto:anuwat@asiaplus.co.th)

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 045698

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ อย่างไรก็ดี บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใด ๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้นโดยอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมีได้เป็นการชี้แนะ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับพันธะผูกพันใด ๆ กับ บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่มีการฉ้อโกง

ผู้ผลิตและจำหน่ายเครื่องกรองน้ำขายตรงรายใหญ่

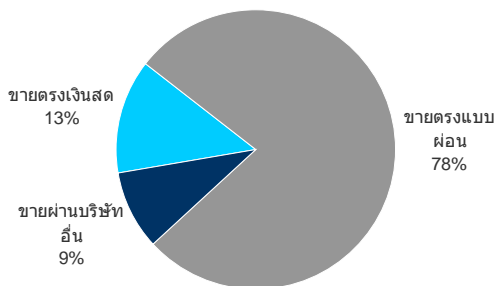
บมจ. เทียร์สแตรนด์ (TSR) จัดทะเบียนจัดตั้งตั้งแต่ปี 2535 ด้วยทุนจดทะเบียนเริ่มต้น 1 ล้านบาท (ปัจจุบัน 258 ล้านบาท) โดยเป็นผู้ผลิตและจำหน่ายเครื่องกรองน้ำยี่ห้อ “Safe” เน้นช่องทางจัดจำหน่าย แบบขายตรงชั้นเดียว (Single Level Direct Sale) เพื่อเข้าถึงกลุ่มผู้บริโภคโดยตรง โดยมีกลุ่มลูกค้าเป้าหมายระดับกลาง – ล่าง โดยเฉพาะเขตกรุงเทพฯและปริมณฑล รวมทั้งต่อยอดบริการไปสู่ธุรกิจเข้าซื้อผ่านการขายสินค้าแบบผ่อนชำระ ช่วยเสริมรายได้จากดอกเบีย้อีกทางหนึ่ง นอกจากนี้ บริษัทยังจำหน่ายเครื่องกรองน้ำและผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้อง อาทิ เครื่องทำน้ำแร่, เหยือกกรองน้ำและน้ำดื่มผสมแร่ธาตุ ฯลฯ ในรูปแบบการขายส่งผ่านบริษัทขายตรงรายใหญ่ ทั้งนี้ ด้วยประสบการณ์ในธุรกิจของบริษัทที่โชกโชกมา นานกว่า 30 ปี ทำให้บริษัทถือเป็นหนึ่งในผู้จัดจำหน่ายเครื่องกรองน้ำรายใหญ่ของประเทศไทย

ผู้จัดจำหน่ายเครื่องกรองน้ำ ขวัญ
ใจคนรากหญ้า

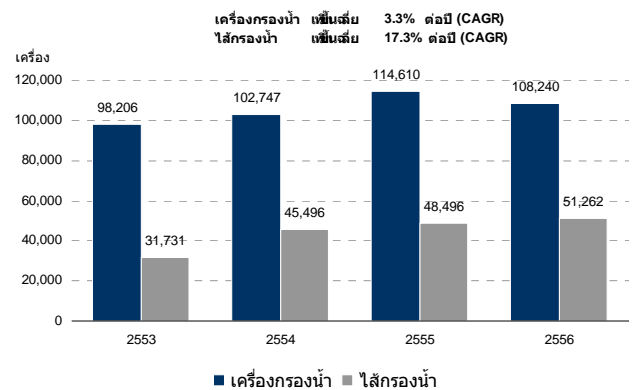
โครงสร้างรายได้ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา องค์ประกอบหลักเกิดจากการขายสินค้าแบบผ่อนชำระ คิดเป็นสัดส่วน 76% - 79% สอดคล้องกับกลุ่มลูกค้าเป้าหมายที่กำลังซื้ออย่างจำกัด ขณะที่ การขายแบบเงินสด และการขายผ่านบริษัทอื่นๆ คิดเป็นราว 13% และ 10% ของรายได้ ตามลำดับ โดยสัดส่วนรายได้ในช่วงต่อจากนี้ เชื่อว่ายังคงเป็นรูปแบบเดิม และไม่มีการเปลี่ยนแปลงสัดส่วนอย่างมีนัยฯ

ขณะที่ สินค้าชูโรงของบริษัทมี 2 แบบ คือ 1) เครื่องกรองน้ำ (ราคาขาย 7,500 บาท/เครื่อง) และ 2) ไล้กรองน้ำ (ราคาขาย 2,700 บาท/ชุด) โดยคิดเป็นสัดส่วนรายได้ราว 80 : 20 โดยไล้กรองน้ำมียอดขายเพิ่มขึ้นในอัตราที่สูงกว่าเครื่องกรองน้ำ คืออยู่ที่ 17.3% ต่อปี เทียบกับ เครื่องกรองน้ำที่ 3.3% ต่อปี เนื่องจาก อายุการใช้งานของไล้กรองน้ำที่สั้นกว่ามาก (อายุเพียง 6 เดือน – 2 ปี) รวมทั้ง ได้ประโยชน์จากเหตุการณ์น้ำท่วมปลายปี 2554 (ยอดจำหน่ายปี 2554 เพิ่มขึ้น 40% yoy) ขณะที่ คาดยอดขายของสินค้าทั้ง 2 ชนิดจะกลับมาอยู่ในระดับการเติบโตที่ใกล้เคียงกัน ตามปกติ

โครงสร้างรายได้ปี 2556



ยอดขายตามประเภทสินค้า ปี 2556



ที่มา : บริษัท และฝ่ายวิจัย ASP

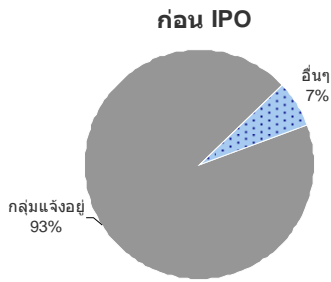
ที่มา : บริษัท และฝ่ายวิจัย ASP

ระดมทุนจาก IPO เพื่อเป็นเงินทุนหมุนเวียนในกิจการ

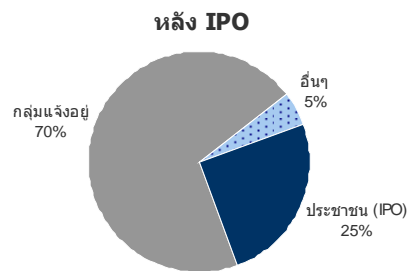
ก่อนเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ บริษัทได้มีการเพิ่มทุนหลายครั้งจนปัจจุบันมีทุนจดทะเบียนและทุนจดทะเบียนเรียกชำระแล้ว 258 ล้านบาท (จำนวนหุ้นทั้งหมด 258 ล้านหุ้น, PAR 1 บาท) และครั้งนี้ระดมทุนผ่านการเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนให้แก่ประชาชนอีก 86 ล้านหุ้น คิดเป็น 25% ของทุนชำระแล้ว ภายหลัง IPO โดยจะนำเงินจาก IPO ไปใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนในกิจการเป็นหลัก และใช้เป็นเงินทุนเพื่อรองรับการขยายกิจการในอนาคต โดยมีแผนจะเปิดสาขา (ศูนย์บริการลูกค้า) เพิ่มขึ้นอีก 3 แห่ง ในต่างจังหวัด (นครราชสีมา, ชลบุรีและนครสวรรค์) และเตรียมสำหรับการก่อสร้างโรงงานเพิ่มเติม

ทั้งนี้ ภายหลังจากระดมทุนดังกล่าว กลุ่มผู้ถือหุ้นเดิมรายใหญ่ คือ กลุ่มตระกูลแจ้จ้อย จะลดสัดส่วนการถือหุ้นเดิมจาก 94% เหลือ 70% ของทุนชำระแล้วทั้งหมดที่มีอยู่ 344 ล้านหุ้น โดยภายใต้หลักเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์ กำหนดให้กลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่ ห้ามขายหุ้น (Silent Period) สัดส่วน 55% ของทุนชำระแล้ว หรือเท่ากับ 189 ล้านหุ้น ภายหลังจากเสนอขายหุ้น IPO เป็นระยะเวลา 1 ปี นับจากวันแรกที่บริษัทเข้าซื้อขาย อย่างไรก็ตาม หากครบ 6 เดือนแรกหลังเข้าซื้อขาย จะยังสามารถขายได้จำนวน 25% ของส่วน 55% ที่ติดข้อกำหนด (หรือคิดเป็น 13.75% ของทุนชำระแล้ว) ส่วนที่เหลืออีก 75% จะขายได้เมื่อครบกำหนด 1 ปี

โครงสร้างการถือหุ้นก่อน IPO – 258 ล้านหุ้น



โครงสร้างการถือหุ้นหลัง IPO – 344 ล้านหุ้น



ที่มา : บริษัท และฝ่ายวิจัย ASP

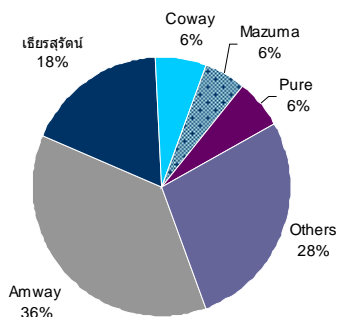
ที่มา : บริษัท และฝ่ายวิจัย ASP

ภาวะอุตสาหกรรม : ลงทุนต่ำ แข่งขันสูง แต่ยังมีศักยภาพเติบโต

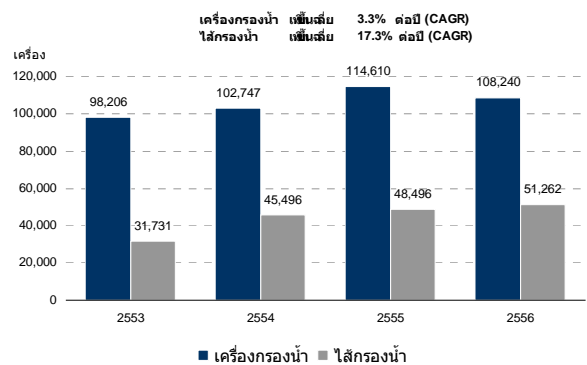
อุตสาหกรรมเครื่องกรองน้ำสำหรับใช้ในครัวเรือนถือเป็นธุรกิจที่ใช้เงินลงทุนไม่สูงมากนัก และไม่ได้ใช้เทคโนโลยีที่ซับซ้อน กอปรกับ อุปสรรคในการเข้าสู่ตลาดมีน้อย ทำให้ผู้ประกอบการในตลาดค่อนข้างมาก (มากกว่า 10 ราย) โดยมีมูลค่าตลาด (ยอดขาย) ราว 5,400 ล้านบาท แต่เนื่องจากบริษัทอยู่ในตลาดมานานกว่า 30 ปี จึงเป็นผู้ประกอบการรายใหญ่เป็นลำดับที่ 2 ในกลุ่มฯ เมื่อพิจารณาจากยอดขาย อย่างไรก็ตาม หากพิจารณาส่วนแบ่งตลาดจากจำนวนเครื่องกรองน้ำ เชื่อว่า บริษัทมียอดขายสูงที่สุดเป็นลำดับ 1 ในกลุ่ม เพราะผู้เล่นเบอร์ 1 ด้านยอดขาย (Amway) มีราคาขายต่อเครื่องค่อนข้างสูง (สูงกว่า TSR ราว 5 เท่า) แต่มียอดขายเครื่องกรองน้ำราว 6-7 หมื่นเครื่อง/ปี เทียบกับบริษัทมียอดขายจำหน่ายที่ราว 1 แสนเครื่อง/ปี (เฉลี่ยขายได้ 300 เครื่อง/วัน)

กระแสรัศมีสุขภาพ และครอบครัวที่เล็กลง เป็นปัจจัยหนุนความต้องการเครื่องกรองน้ำ

ส่วนแบ่งการตลาด - อุตสาหกรรมเครื่องกรองน้ำ



ยอดขายตามประเภทสินค้าของเฮอร์สตัน ปี 2556



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP และกรมพัฒนาธุรกิจการค้า กระทรวงพาณิชย์

ที่มา : บริษัท และฝ่ายวิจัย ASP

ทั้งนี้ เชื่อว่า อุตสาหกรรมดังกล่าวยังมีทิศทางการเติบโตที่ดี โดยมีปัจจัยขับเคลื่อนสำคัญ คือ

- 1) แนวโน้มพฤติกรรมผู้บริโภคที่ใส่ใจในเรื่องสุขภาพ ซึ่งน้ำประปาที่ผ่านการกรองจะมีคุณภาพสูง และราคาถูกกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับน้ำดื่มบรรจุขวด รวมทั้งยังถูกกว่าน้ำที่กักจากตู้หยอดเหรียญ โดยน้ำจากเครื่องกรองน้ำ โดยส่วนใหญ่จะมีต้นทุนเฉลี่ยเพียง 0.5 – 1 บาท/ลิตร เทียบกับ น้ำที่กักจากตู้หยอดเหรียญ และการซื้อน้ำดื่มทั่วไปที่ 1 บาท/ลิตร และ 2.5 – 10 บาท/ลิตร ตามลำดับ
- 2) ลักษณะครอบครัวในปัจจุบันที่มีขนาดเล็กลง และนิยมอยู่อาศัยคอนโดมิเนียม/ ทาวน์เฮาส์ มากขึ้น โดยเฉพาะพื้นที่เขตกรุงเทพและปริมณฑลที่มีอัตราการเติบโตของจำนวนที่อยู่อาศัยจดทะเบียนประเภทดังกล่าว สูงกว่าปีละ 10% ในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา และถือเป็นกลุ่มเป้าหมายสำคัญ
- 3) พิจารณาจากจำนวนครัวเรือนที่ใช้เครื่องกรองน้ำในปัจจุบัน เชื่อว่ายังมีศักยภาพสูงในการขยายตลาด กล่าวคือ จำนวนครัวเรือนที่ใช้เครื่องกรองน้ำในปัจจุบันอยู่ที่ราว 4.6 ล้านครัวเรือน จากจำนวนครัวเรือนทั่วประเทศกว่า 22 ล้านครัวเรือน หรือคิดเป็นอัตราการใช้เพียง 20%

สร้างจุดต่างโดยเน้นกลุ่มระดับล่าง

แม้จะมีการแข่งขันที่สูง แต่บริษัทพยายามสร้างจุดต่างในการแข่งขันที่สำคัญ คือ เน้นกลุ่มเป้าหมายเป็นลูกค้าระดับกลาง – ล่าง ซึ่งเป็นกลุ่มที่ไม่มีผู้ประกอบการรายใหญ่มุ่งทำตลาดมากนัก โดยบริษัทใช้กลยุทธ์การขายแบบขายตรง โดยทีมงานฝ่ายขายจะเข้าไปหาลูกค้าโดยตรง (Knock-door marketing) เพื่อแนะนำผลิตภัณฑ์ สาธิตวิธีการใช้ให้ดู และให้ความรู้ด้านผลิตภัณฑ์แก่ลูกค้า ทั้งนี้ แม้กลยุทธ์ดังกล่าวจะไม่เป็นที่นิยมของผู้ประกอบการส่วนใหญ่ ซึ่งเน้นจำหน่ายผ่านร้านโมเดิร์นเทรดและร้านค้าตัวแทนเป็นหลัก โดยมีข้อดีอยู่ในด้านของภาพลักษณ์และความน่าเชื่อถือของการขาย แต่ข้อดีที่ได้รับคือรับรู้ถึงความต้องการผู้บริโภคโดยตรง และประหยัดต้นทุนในด้านของการจำหน่ายผ่านตัวแทน โดยบริษัทมีทีมงานด้านการขายที่มีประสิทธิภาพการขายอย่างโดดเด่น ผ่านการลงมือทดลองูกมามาก เพื่อลดโอกาสในการปฏิเสธของลูกค้าให้ได้มากที่สุด โดย ณ สิ้นปี 2556 บริษัทมีทีมงานพนักงานขายเป็นจำนวนกว่า 600 คน และมีอัตราการขายของ พนักงาน/ราย/เดือน อยู่ในระดับที่น่าพอใจอยู่ที่ 14 เครื่องกรองน้ำ/เดือน/คน และมีเป้าหมายเพิ่มประสิทธิภาพของพนักงานขายอย่างต่อเนื่อง

กล่าวจับลูกค้ากลุ่มล่าง แม้จะยาก แต่ประสบการณ์โชกโชน 30 ปี ผลักดันตัวเองจนเป็นอันดับ 2 ในกลุ่ม

เปรียบเทียบข้อมูลระหว่าง บริษัท และผู้ประกอบการในกลุ่ม

แบรนด์	จำนวนสินค้า	ราคา (บาท)	กลุ่มลูกค้า	ช่องทางการจัดจำหน่าย
eSpring	1	36,370	กลาง - สูง	ขายตรง (หลายชั้นหรือผ่านระบบสมาชิก)
COWAY	12	6,900 - 10,990	กลาง - สูง	โมเดิร์นเทรดและร้านค้าตัวแทนจำหน่าย
Safe	1	7,500	กลาง - ล่าง	ขายตรง (ชั้นเดียว)
Pure	45	1,980 - 14,950	กลาง - สูง	โมเดิร์นเทรด, บ้านกรองน้ำ
MAZUMA	9	2,790 - 15,300	กลาง - สูง	โมเดิร์นเทรดและร้านค้าตัวแทนจำหน่าย
Clarte	15	1,290 - 12,900	กลาง - สูง	โมเดิร์นเทรดและร้านค้าตัวแทนจำหน่าย
Steilbel Eltron	16	4,990 - 11,900	กลาง - สูง	โมเดิร์นเทรดและร้านค้าตัวแทนจำหน่าย
Filtex	3	6.990 - 14.900	กลาง - สูง	โมเดิร์นเทรดและร้านค้าตัวแทนจำหน่าย

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

นอกจากนี้ อีกกลยุทธ์สำคัญที่เป็นจุดแข็งและเป็นจุดแตกต่างสำคัญ คือ การขายสินค้าแบบผ่อนชำระ ลูกค้าสามารถผ่อนชำระเป็นรายงวดได้ โดยเครื่องกรองน้ำสามารถผ่อนชำระได้นานสุด 11 เดือน (เหลือผ่อนงวดละ 700 – 800 บาท) ขณะที่ ใ้กรองน้ำ ผ่อนชำระได้ 5 เดือน ซึ่งตอบโจทย์ลูกค้าเป้าหมายที่เป็น

กลุ่มรากหญ้า ขณะที่ผู้ประกอบการอื่นไม่มีการขายแบบผ่อนชำระ หรืออาจจะผ่อนชำระได้ผ่านโปรโมชั่นของบัตรเครดิต แต่กลุ่มลูกค้าระดับล่างส่วนใหญ่ ยังไม่นิยมใช้บัตรเครดิตเป็นหลัก

ขณะที่เปรียบเทียบในด้านความหลากหลายของสินค้าและราคาขายนั้น (จากตารางหน้าก่อน) แม้สินค้าของบริษัทจะมีตัวเลือกน้อยกว่า เมื่อเปรียบเทียบกับคู่แข่ง แต่ถือเป็นกลยุทธ์ที่สอดคล้องกับการขายตรงเพื่อความคล่องตัวให้พนักงานเน้นแนะนำเฉพาะสินค้าหลักของบริษัทเท่านั้น บวกกับ เพื่อให้การผลิตสินค้าเกิดประสิทธิภาพสูงสุด ขณะที่ในด้านของราคาสินค้า แม้บริษัทจะไม่ได้ตั้งราคาต่ำตามกลุ่มลูกค้าเป้าหมาย แต่อย่างไรก็ตาม เชื่อว่ากลยุทธ์ดังกล่าว จะเห็นการเปลี่ยนแปลงในทางที่ดีขึ้นในช่วงจากนี้ไป จากการเริ่มทยอยเปิดตัวสินค้าใหม่ ๆ สุดตลาดในปีนี้อีกราว 5 – 6 ชนิด อาทิ เครื่องกรองน้ำ RO, เครื่องกรองน้ำ UV, เครื่องกรองน้ำขนาดเล็ก ฯลฯ และสินค้าใหม่ ๆ ซึ่งคาดว่าจะเป็สินค้าหลักของบริษัทต่อจากนี้ คือ “เครื่องกรองน้ำอัลคาไลน์/เครื่องทำน้ำด่าง (รุ่น “Safe Super Alkali”)" (เปิดตัวเดือน ก.พ. 2557) โดยมีคุณสมบัติที่เพิ่มมาจากเครื่องกรองน้ำรุ่นก่อน คือ สามารถปรับสภาพน้ำให้เป็นน้ำอัลคาไลน์ (ปรับสภาพน้ำให้เบด่าง ที่มีค่า PH มากกว่า 7 ขึ้นไปเพื่อลดความเป็นกรดและปรับสมดุลในร่างกาย) ช่วยป้องกันโรคหลายชนิด อาทิ โรคเมะเร็ง, หัวใจ, กระดูกพรุน, ลดคอเรสเตอรอล, โรคกรดไหลย้อน, ลดกรดในกระเพาะอาหาร ฯลฯ ซึ่งเหมาะสำหรับผู้รักสุขภาพ และตั้งราคาขายเครื่องละ 8,500 ล้านบาท (เพิ่มจากเครื่องกรองน้ำรุ่นก่อนซึ่งอยู่ที่ 7,500 บาท) แต่ถือว่าถูกกว่า ผลิตภัณฑ์เดียวกันในท้องตลาด ซึ่งปัจจุบันขายอยู่ที่ไม่ต่ำกว่าเครื่องละ 3 หมื่นบาท (ตามตารางด้านล่าง) และเชื่อว่าจะเป็นปัจจัยขับเคลื่อนการเติบโตของยอดขายในปี 2557 ซึ่งฝ่ายวิจัยตั้งสมมติฐานบนหลักอนุรักษ์นิยม กำหนดยอดขายเพิ่มขึ้นราว 7% ใกล้เคียงกับเป้าหมายของบริษัท โดยเกิดจากราคาขายต่อหน่วยที่สูงขึ้น ขณะที่จำนวนสินค้าที่ขายได้เท่าเดิม

เปรียบเทียบข้อมูล เครื่องทำน้ำอัลคาไลน์ (เครื่องทำน้ำด่าง)

รุ่น / ยี่ห้อ	ราคา	ช่องทางการจัดจำหน่าย
Safe Super Alkali	8,500	ขายตรง
V	38,000	ขายตรง (อินเตอร์เน็ต)
KI / Kangzen	32,500	ขายตรง (อินเตอร์เน็ต)
CL	37,000	โมเดิร์น เทรด
CH รุ่น 7 เพลต	33,500	ขายตรง (อินเตอร์เน็ต)
KK / Kinzei	39,000	อินเตอร์เน็ต / บ้านกรองน้ำ
KY	59,900	ขายตรง (อินเตอร์เน็ต)
Major fresh	12,000	ขายตรง (อินเตอร์เน็ต)
Maktang	7,700 - 24,000	ขายตรง (อินเตอร์เน็ต)

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

จากตารางด้านบน แม้เป็นที่สังเกตว่า จะมีสินค้าชนิดเดียวกัน ในราคาที่ถูกลงใกล้เคียงผลิตภัณฑ์ของบริษัท แต่จากการศึกษาและติดตามของฝ่ายวิจัย พบว่า สินค้ายี่ห้ออื่นส่วนใหญ่เน้นจำหน่ายโดยตรงผ่านอินเตอร์เน็ตเป็นหลัก ซึ่งเป็นลูกค้าคนละกลุ่มกับลูกค้าของบริษัท อีกทั้ง บริการหลังการขายยังมีข้อจำกัด โดยรับประกันได้กรองน้ำ ซึ่งเป็นอุปกรณ์สำคัญเพียง 1 – 3 เดือน เปรียบเทียบกับบริษัท ที่รับประกัน 1 ปี จึงยังไม่ใช่อุปกรณ์ที่น่ากังวล

นอกจากนี้ บริษัทยังมีแผนต่อยอดสินค้าที่สามารถทำน้ำอัลคาไลน์เพิ่มเติม อาทิ เครื่องกรองน้ำขนาดเล็ก (Compact) และเหยือกกรองน้ำ ฯลฯ โดยจำหน่ายผ่านช่องทางใหม่ ผ่านบริษัทขายออนไลน์ขนาดใหญ่ของประเทศและผ่านช่องทางโมเดิร์น เทรด ซึ่งถือเป็นการขยายฐานลูกค้าไปสู่ระดับกลาง – บน มากขึ้น

สินค้าชุดใหม่ เน้นกระแสรักสุขภาพ พร้อม ราคาที่ดึงดูด

ช่องทางจัดจำหน่ายใหม่ ช่วยขยายฐานลูกค้าไประดับกลาง – บน และหนุนการเติบโต

โดยคาดว่าจะเห็นความคืบหน้าต้น 2H57 โดยฝ่ายวิจัยตั้งสมมติฐานยอดขายจากช่องทางดังกล่าวบนหลักอนุรักษ์นิยม ใกล้เคียงยอดขายที่บริษัทขายให้บริษัทขายตรงรายใหญ่ในปัจจุบัน (150 ล้านบาทต่อปี) (ต่ำกว่าเป้าหมายของบริษัทค่อนข้างมาก) หรือคิดเป็นรายได้ที่เพิ่มขึ้นจากช่องทางดังกล่าวในปี 2557 รวมกันอีกราว 90 ล้านบาท นอกเหนือจากธุรกิจหลักที่ยอดขายเพิ่มขึ้น 7% ตามที่กล่าวข้างต้น และทำให้โดยภาพรวมรายได้ในปีนี้จะเพิ่มขึ้นราว 17% และเพิ่มต่อเนื่องอีก 10% ในปี 2558

ต่อยอดด้วย การขายผ่อนชำระ ด้วย Yield ที่สูงกว่า 30% คู่กับ NPL ที่มี

ด้วยโอกาสและทางเลือกที่มีจำกัดในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนของกลุ่มลูกค้า ทำให้บริษัทเพิ่มการให้บริการโดยเน้นการขายผ่อนชำระ และถือเป็นจุดแข็งสำคัญ ซึ่งตอบโจทย์กลุ่มลูกค้า โดยเครื่องกรองน้ำ สามารถเลือกผ่อนชำระได้สูงสุด 11 งวด (งวดละ 1 เดือน) ขณะที่ ใ้เครื่องน้ำผ่อนชำระได้ 5 งวด โดยคิดอัตราดอกเบี้ยเฉลี่ยราว 2% - 3% ต่อเดือน (Flat rate) สอดคล้องกับความเสี่ยงของฐานลูกค้า โดยมีอัตราดอกเบี้ยรับเฉลี่ยต่อปี (Average yield) ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา อยู่ที่ระดับ 36% - 37% โดยฝ่ายวิจัยคาดแนวโน้ม Yield ในช่วง 2 ปีนี้ อย่างระมัดระวังโดยคาดเพียงทรงตัวจากช่วงที่ผ่านมา

เน้นขายแบบผ่อน ตอบโจทย์รากหญ้า แต่มี Yield สูงกว่า 30%

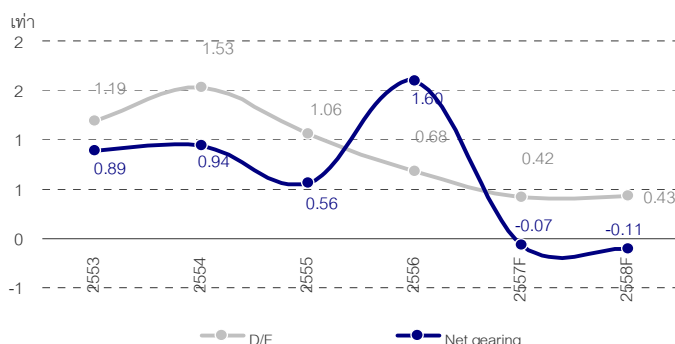
ประมาณการ Yield, Cost of fund และ Spread ปี 2557 – 2558

	2553	2554	2555	2556	2557F	2558F
ลูกหนี้การค้า (ก่อนหักคอกผลเช่าซื้อ)	195	374	362	327	415	417
% เติบโต (yoy)		91.96%	-3.42%	-9.45%	26.74%	0.48%
Average Yield		36.71%	37.24%	37.83%	37.91%	38.28%
Cost of fund		6.79%	6.59%	6.84%	6.59%	6.63%
Average Spread		29.9%	30.7%	31.0%	31.3%	31.6%

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

ในด้านของแหล่งเงินทุนนั้น ภาระหนี้สินที่มีดอกเบี้ย ณ สิ้นปี 2556 สัดส่วนราว 50 : 50 มาจากเงินกู้ระยะสั้นและระยะยาว โดยมี ต้นทุนดอกเบี้ยจ่าย (cost of fund) ช่วง 3 ปีที่ผ่านมาราว 6.6% - 6.8% ต่อปี และคาดทิศทางต้นทุนดอกเบี้ยจ่ายจะมีทิศทางทรงตัวในช่วงต่อจากนี้ ซึ่งฐานเงินกู้ของบริษัทราว 50% คิดอัตราดอกเบี้ยลอยตัว (MLR) ทั้งนี้ เมื่อรวมกับ Yield ที่ประเมินข้างต้น ประเมินว่าส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย (Spread) ที่ได้รับโดยเฉลี่ยยังสูงถึง 31% ในช่วง 2 ปีจากนี้ ขณะที่ สัดส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E) เชื่อว่าจะมีแนวโน้มลดลงเหลือเพียง 0.42 เท่าภายหลังจากจดทะเบียนในตลาด และมีสถานะเป็น Net cash ค่อนข้างแข็งแกร่งและยังมีความสามารถในการเพิ่มฐานเงินกู้เพื่อใช้เป็นเงินทุนในขยายฐานลูกค้าได้อีกมาก

ประมาณการระดับหนี้สิน ปี 2557 – 2558



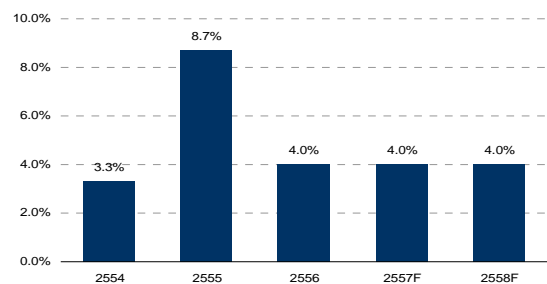
ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

สำหรับประเด็นเรื่องคุณภาพของสินทรัพย์นั้น แม้จะมีความกังวลเกี่ยวกับภาวะเศรษฐกิจโดยรวม ทำให้ อาจกระทบต่อกำลังซื้อและคุณภาพของลูกหนี้ แต่เชื่อว่า ยังอยู่ในจุดที่บริหารจัดการได้ โดยคุณภาพ ลูกหนี้จะยังคงใกล้เคียงกับช่วงที่ผ่านมา เนื่องจาก เป้าหมายของบริษัทในการสร้างรายได้ปีนี้จากการ แนะนำผลิตภัณฑ์ใหม่ “เครื่องทำน้ำอัลคาไลน์” นั้น สัดส่วนรายได้กว่า 40% จะเกิดจากลูกค้าเก่าที่ เปลี่ยนมาใช้สินค้าดังกล่าว ซึ่งมีฐานข้อมูล, ความเสี่ยงและคุณภาพใกล้เคียงเดิม ทั้งนี้ บริษัทมีระดับหนี้ ที่มีปัญหา (NPL -หนี้ค้างชำระตั้งแต่ 3 เดือนขึ้นไป) ณ สิ้นงวด 2556 ปรับลดลงมาเหลือที่ 4% ของลูกหนี้ รวม ใกล้เคียงกับ SINGER (รูปแบบธุรกิจใกล้เคียงกัน) และมีระดับการตั้งสำรองหนี้สูญสูงถึง 95% ของ หนี้ที่ค้างชำระเกิน 3 เดือนขึ้นไป (Coverage ratio)

เกณฑ์ในการบันทึกสำรองค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญ

	ร้อยละ			
	2553	2554	2555	2556
ลูกหนี้ปกติ	N/A	1	0	0
ลูกหนี้ค้างชำระ 1 งวด	N/A	5	5	5
ลูกหนี้ค้างชำระ 2 งวด	N/A	5	15	15
ลูกหนี้ค้างชำระ 3 งวด	N/A	25	30	30
ลูกหนี้ค้างชำระเกิน 3 งวด	N/A	100	100	100

NPL เทียบกับสินเชื่อบริษัท



ที่มา : หนังสือชี้ชวน

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

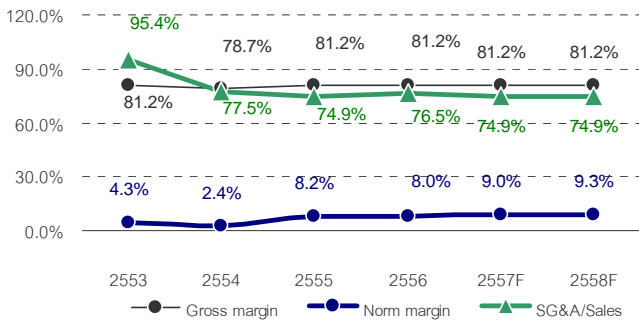
ส่วนต่างดอกเบี้ยสุทธิ

ส่วนต่างดอกเบี้ยสุทธิ	ปีบัญชี สิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม						งวด 9 เดือน สิ้นสุดวันที่ 30 กันยายน			
	2553		2554		2555		2555		2556	
	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ
ดอกเบี้ยตามสัญญาเช่าซื้อที่รับรู้	132.13	100.00	88.89	100.0	116.14	100.0	86.97	100.0	82.85	100.0
ต้นทุนทางการเงิน	(25.38)	(19.21)	(17.54)	(19.7)	(16.02)	(13.8)	(12.21)	(14.0)	(10.42)	(12.6)
ส่วนต่างดอกเบี้ยขั้นต้น	106.76	80.8	71.35	80.3	100.12	86.2	74.76	86.0	72.43	87.4
หัก หนี้สูญและหนี้สงสัยจะสูญ	(54.70)	(41.40)	(57.23)	(64.4)	(71.58)	(61.6)	(56.07)	(64.3)	(43.34)	(32.3)
บวก ค่าขายหน้าเรียกคืน	8.36	6.3	7.63	8.6	16.62	14.3	12.72	14.6	14.09	17.0
บวก หนี้สูญรับคืน	N/A	N/A	0.39	0.4	2.03	1.7	1.62	1.9	1.58	1.9
ส่วนต่างดอกเบี้ยสุทธิ	60.41	45.7	22.14	24.9	47.19	40.6	33.02	38.0	44.77	54.0

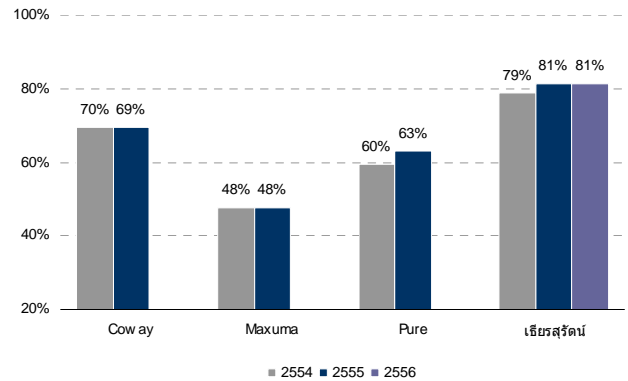
ที่มา : หนังสือชี้ชวน

คาดการณ์ประสิทธิภาพการทำกำไรจะสูงขึ้น จากช่องทางจำหน่ายใหม่

ประสิทธิภาพการทำกำไร



เปรียบเทียบ Gross margin กับคู่แข่งในกลุ่มเดียวกัน



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP และกรมธุรกิจการค้า กระทรวงพาณิชย์

ประสิทธิภาพการทำกำไร (Norm profit margin) เฉลี่ยที่ผ่านมาค่อนข้างผันผวนอยู่ที่ 2.4% - 8.2% โดยมีองค์ประกอบคือ 1) Gross margin ที่สูงมากระดับ 78% - 81% สูงสุดในกลุ่มฯ และมากกว่าคู่แข่ง ซึ่งอยู่ที่ราว 48% - 70% เนื่องจากบริษัทจำหน่ายโดยตรงให้ลูกค้า ขณะที่คู่แข่ง ต้องจำหน่ายผ่านโมเดิร์น เทคอีกต่อหนึ่ง

2) SG&A/Sales อยู่ในระดับสูงเช่นกันที่ 75% - 78% ซึ่งค่าใช้จ่ายหลักๆ คือ ค่าคอมมิชชั่นจ่ายให้พนักงานขายและค่าจ้างพนักงาน โดยสามารถแยกต้นทุน(Fixed cost) ต่อ ต้นทุนผันแปร (Variable cost) ได้ราว 10 : 90

โดดเด่นด้วย Gross margin สูงถึง 81% แต่ภาพรวมยังประเมิน Norm margin ในปีนี้ปรับขึ้นโดดเด่นจากการเพิ่มช่องทางจำหน่ายใหม่

ทั้งนี้ ฝ่ายวิจัยประเมินแนวโน้มอัตราการการทำกำไร (Norm margin) ในปี 2557 โดยเชื่อว่าจะปรับเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 9% จากผลบวกของการเพิ่มช่องทางการขายใหม่ๆ (ผ่านบริษัทขายออนไลน์รายใหญ่) ซึ่งมี Net margin ค่อนข้างสูงเกือบ 20% เทียบกับการขายผ่านช่องทางตรงปัจจุบันที่มี Net margin ราว 7% - 8% บวกกับ ผลของการปรับขึ้นราคาสินค้าจากการเปิดตัวผลิตภัณฑ์ใหม่ๆ ขณะที่ ยังคงสมมติฐาน Net margin จากช่องทางเดิมไว้ที่ราว 8%

คาดการณ์ในช่วง 2 ปีนี้ เติบโต 20% p.a.

ผลประกอบการย้อนหลัง

Key Data (ล้านบาท)	2Q55	3Q55	4Q55	1Q56	2Q56	3Q56	4Q56	%QoQ	%YoY	2556	2557F	% YoY
รายได้จากการขายและบริการ	244	227	253	225	243	230	255	10.8%	1.0%	954	1,023	7%
ต้นทุนขายและบริการ	47	43	45	44	52	44	39	-11.6%	-14.4%	179	192	7%
กำไรขั้นต้น	197	184	207	181	191	186	216	16.0%	4.4%	775	831	7%
ดอกเบี้ยรับจากการขายผ่อนชำระ	29	30	29	28	27	28	27	-3.1%	-6.7%	110	119	8%
ต้นทุนดอกเบี้ยจ่าย	3	4	4	4	3	3	3	-9.0%	-19.0%	14	11	-19%
รายได้ดอกเบี้ยสุทธิ	26	26	25	24	24	25	24	-2.3%	-4.9%	97	108	12%
รายได้อื่นๆ	13	5	(5)	5	6	3	2	-34.5%	-142.0%	16	17	5%
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	180	166	200	176	179	172	203	17.6%	1.1%	730	780	7%
Norm profit	29	22	13	10	23	21	22	1.9%	62.9%	76	82	8%
กำไรสุทธิ	39	22	14	0	24	21	22	3.1%	61.0%	67	82	22%
กำไรต่อหุ้น	0.14	0.10	0.08	0.00	0.09	0.08	0.08	5.5%	5.5%	0.26	0.24	-8%
Gross margin	80.6%	80.9%	82.0%	80.3%	78.6%	80.9%	84.8%			81.2%	81.2%	
SG&A/Sales	73.7%	73.2%	79.4%	78.1%	73.6%	74.8%	79.4%			76.5%	76.2%	
Yield	n.a.	n.a.	38.1%	36.8%	36.4%	37.7%	38.3%			37.8%	37.9%	
Cost of fund	n.a.	n.a.	6.7%	7.5%	6.7%	6.9%	6.8%			6.8%	6.6%	
Spread	n.a.	n.a.	31.4%	29.3%	29.6%	30.8%	31.5%			31.0%	31.3%	
Net margin	15.8%	9.9%	5.4%	0.0%	9.9%	9.2%	8.5%			7.0%	8.0%	
D/E	n.a.	n.a.	0.62	0.45	0.46	0.43	0.36			0.36	0.22	

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

ทิศทางกำไรในช่วง 2 ปีนี้ คาดยังเห็นการปรับขึ้นได้จากการเตรียมเปิดตัวผลิตภัณฑ์ใหม่ๆ อีกราว 5-6 ชนิดผ่านช่องทางจำหน่ายเดิม เพื่อช่วยกระตุ้นความต้องการและเพิ่มความหลากหลาย โดยสินค้าซูโรจยังคงเป็นเครื่องกรองน้ำที่เพิ่มคุณสมบัติการทำน้ำต่าง (น้ำอัลคาไลน์) ซึ่งมีราคาถูกกว่าท้องตลาดมาก แต่ยังสูงกว่าเครื่องกรองน้ำรุ่นก่อน และถือเป็นโอกาสในการปรับราคาสินค้าให้บริษัท ซึ่งอยู่บนสมมติฐานบนหลักอนุรักษ์นิยม กำหนดรายได้เพิ่มขึ้นราว 7% จากการปรับเพิ่มราคา ขณะที่ ปริมาณจำหน่ายเท่าเดิม ขณะที่ รายได้สำคัญอีกส่วนเกิดจากการเพิ่มช่องทางจัดจำหน่ายตั้งแต่งวด 2H57 ผ่านบริษัทขายออนไลน์ขนาดใหญ่และโมเดิร์น เทต ซึ่งคาดว่าจะสร้างรายได้ในปี 2557 ไม่ต่ำกว่า 90 ล้านบาท (น้อยกว่าเป้าหมายบริษัทค่อนข้างมาก) และมี Margin สูงกว่าช่องทางเดิม ทำให้อัตราการทำกำไรโดยรวมจะเพิ่มขึ้น รวมถึง Average yield และ Spread ซึ่งคาดว่าจะปรับเพิ่มขึ้นเล็กน้อยมาอยู่ที่ 37.9% และ 31.3% ตามลำดับ เป็นผลให้กำไรปกติ (Norm profit) ในปีนี้จะเพิ่มขึ้นโดดเด่น 32% และต่อเนื่องอีก 14% ในปี 2558 อย่างไรก็ตาม EPS ปี 2557 คาดจะเพิ่มเพียง 12% YoY จากผลกระทบของ Dilution effect ที่เกิดขึ้นจากการขายหุ้น IPO 86 ล้านหุ้น (ทั้งนี้ หากพิจารณาเฉพาะกำไรที่เกิดจากช่องทางขายเดิม เชื่อว่าจะเพิ่มขึ้นในช่วง 2 ปีนี้ราว 10% ต่อปี) ขณะที่ คุณภาพของลูกหนี้ เชื่อว่ายังอยู่ในเกณฑ์ที่สามารถบริหารจัดการได้ โดยมีระดับ NPL (หนี้ค้างชำระตั้งแต่ 3 เดือนขึ้นไป) ที่ราว 4% ใกล้เคียงกับปีก่อน

คาดการณ์ผลประกอบการ

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2554	2555	2556	2557F	2558F
รายได้จากการขายและบริการ	881	974	954	1,113	1,225
Norm Profit	21	80	76	100	114
กำไรสุทธิ	24	93	67	100	114
Norm EPS (บาท)	0.09	0.34	0.29	0.29	0.33
EPS	0.10	0.40	0.26	0.29	0.33
DPS (บาท)	N/A	N/A	0.00	0.12	0.13
BVS (บาท)	N/A	N/A	1.80	2.36	2.61
ROE (%)	8.7	29.1	16.2	15.7	13.3

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

กำหนด FV อิง PER 12 – 13 เท่า Equity value เท่ากับ 1,200 – 1,300 ลบ.

ในการประเมิน Fair value อิง PER เฉลี่ย 12 - 13 เท่า ใกล้เคียงกับ SINGER ซึ่งมีลักษณะธุรกิจใกล้เคียงที่สุด โดยจะได้ Equity value อยู่ที่ 1,200 – 1,300 ล้านบาท โดยได้รวมมูลค่าเพิ่มที่เกิดจากช่องทางจัดจำหน่ายใหม่ๆ ซึ่งมีมูลค่าอยู่ที่ราว 170 ล้านบาท (คิดเป็น 0.5 บาท/หุ้น)

Equity value ณ ระดับ PER ต่าง ๆ

2557 Net profit	100
Equity value ณ ระดับ PER ต่าง ๆ	2557F
PER 12 เท่า	1,200
PER 13 เท่า	1,300

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

ปัจจัยเสี่ยง

นอกเหนือจากที่ระบุไว้ในหนังสือชี้ชวนแล้ว ยังมีประเด็นที่นักลงทุนต้องพิจารณาคือ

- 1. ภาพลักษณ์ของการขายตรง** ซึ่งผู้บริโภครส่วนใหญ่ยังมีมุมมองค่อนข้างเป็นลบในแง่ความไว้วางใจต่อการที่พนักงานมาแนะนำสินค้าโดยตรงถึงบ้าน โดยเฉพาะกลุ่มลูกค้าระดับกลาง – สูง และอาจส่งผลกระทบต่อผลประกอบการของบริษัท อย่างไรก็ตาม เนื่องจากฐานลูกค้าบริษัทส่วนใหญ่เป็นกลุ่มระดับกลาง – ล่าง ซึ่งมีมุมมองต่อการขายดังกล่าวเชิงบวกมากขึ้น อีกทั้ง บริษัทบุกเบิกช่องทางดังกล่าวมากกว่า 30 ปี และมีทีมงานขายซึ่งมีประสิทธิภาพในการเข้าหาลูกค้าและปิดการขายได้ดี จึงยังไม่เป็นที่กังวล
- 2. ภาวะเศรษฐกิจโดยรวมและช่องทางการจัดจำหน่ายใหม่** กระทบต่อกำลังซื้อของกลุ่มลูกค้าเป้าหมาย และผลประกอบการให้อาจไม่เป็นไปตามคาด ซึ่งรายได้จากช่องทางจัดจำหน่ายใหม่ ถือว่าเป็นองค์ประกอบสำคัญในการผลักดันการเติบโตในช่วง 2 ปีนี้ อย่างไรก็ตาม ฝ่ายวิจัยได้ประเมินรายได้จากช่องทางดังกล่าว บนหลักอนุรักษนิยมโดยอยู่ที่ราว 90 ล้านบาท ซึ่งน้อยกว่าเป้าหมายของบริษัทค่อนข้างมาก
- 3. ความเสี่ยงเกี่ยวกับการขายหุ้นของผู้ถือหุ้นหลังเข้าจดทะเบียนในตลาด** โดยกลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่ (กลุ่มแจ้งอยู่) จะมีจำนวนหุ้นที่ถือหลังเข้าซื้อขายในตลาดที่ระดับ 70% ของทุนชำระแล้ว โดยมีสัดส่วนที่ อยู่เกณฑ์ห้ามซื้อขาย 55% ตามข้อกำหนดของตลาด ขณะที่อีก 15% ที่เหลือสามารถซื้อขายได้ตามปกติ

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)					งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2555	2556	2557F	2558F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2555	2556	2557F	2558F
รายได้จากการขายและบริการ	974	954	1,113	1,225	กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
ต้นทุนขายและบริการ	183	179	209	230	กำไรสุทธิ	93	67	100	114
กำไรขั้นต้น	790	775	904	995	รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด				
ดอกเบี้ยรับจากการขายผ่อนชำระ	116	110	119	136	ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	17	17	19	21
ต้นทุนดอกเบี้ยจ่าย	16	14	11	12	กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้				
รายได้ดอกเบี้ยรับสุทธิ	100	97	108	124	อื่นๆ				
รายได้อื่น	19	16	21	21	เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(6)	(2)	(79)	4
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	729	730	834	917	กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	104	82	41	139
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	109	98	128	146	กระแสเงินสดจากการลงทุน				
ภาษีเงินได้	29	22	28	32	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	-	-	-	-
Norm profit	80	76	100	114	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	(0)	6	-	-
รายการพิเศษอื่น ๆ	13	(9)	-	-	เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(22)	(87)	(71)	(71)
Net profit	93	67	100	114	กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	(23)	(81)	(71)	(71)
EPS	0.40	0.26	0.29	0.33	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
					เพิ่ม/ลด เงินกู้	-	-	-	-
					เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	25	260	-
การเติบโตของยอดขายและบริการ	10.5%	-2.0%	16.7%	10.0%	เพิ่ม/ลด ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	(3)	-	-	-
การเติบโตของกำไรสุทธิ	284.4%	-27.6%	49.2%	13.7%	ลด จ่ายปันผล	(3)	-	(14)	(26)
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	81.2%	81.2%	81.2%	81.2%	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	(58)	(18)	243	9
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	9.5%	7.0%	9.0%	9.3%	เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	23	(17)	212	76

งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)					งบดุล (ล้านบาท)				
	1Q56	2Q56	3Q56	4Q56	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2555	2556	2557F	2558F
รายได้จากการขายและบริการ	225	243	230	255	เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	25	8	220	297
ต้นทุนขายและบริการ	44	52	44	39	เงินลงทุนระยะสั้น	0	0	0	0
กำไรขั้นต้น	181	191	186	216	ลูกหนี้การค้า	17	13	20	21
ดอกเบี้ยรับจากการขายผ่อนชำระ	28	27	28	27	สินค้าคงเหลือ	46	53	69	76
ต้นทุนดอกเบี้ยจ่าย	4	3	3	3	สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	12	16	17	18
รายได้ดอกเบี้ยรับสุทธิ	24	24	25	24	ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	321	392	444	494
รายได้อื่น	5	6	3	2	สินทรัพย์รวม	746	782	1,150	1,286
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	166	179	172	213	เจ้าหนี้การค้า	78	71	87	96
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	27	29	28	13	หนี้สินหมุนเวียนอื่น	196	132	160	167
ภาษีเงินได้	7	6	7	2	หนี้สินรวม	383	318	340	388
Norm profit	21	23	21	11	ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	0	-	-	-
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	-	-	ทุนที่ชำระแล้ว	233	258	344	344
Net profit	21	23	21	2	ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	-	174	174
EPS	0.09	0.09	0.08	0.01	กำไรสะสม	131	198	284	371
					ส่วนของผู้ถือหุ้น	362	465	811	898
การเติบโตของยอดขาย (YoY)	-9.9%	-0.2%	1.3%	1.0%	หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	746	782	1,150	1,286
การเติบโตของกำไรสุทธิ (YoY)	32%	-20%	-6%	-91%					
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	80.3%	78.6%	80.9%	84.8%					
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	9.1%	9.5%	9.2%	0.9%					

อัตราส่วนทางการเงิน					สมมติฐานในการทำประมาณการ				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2555	2556	2557F	2558F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2555	2556	2557F	2558F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.39	1.74	2.67	2.83	การเติบโตของยอดขาย (YoY)	10%	-2%	17%	10%
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	53.70	63.41	67.72	59.75	Gross margin	81.2%	81.2%	81.2%	81.2%
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	4.96	3.63	3.44	3.19	SG&A/Saels	74.9%	76.5%	74.9%	74.9%
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	2.03	2.41	2.66	2.52	การเติบโตของดอกเบี้ยรับ	31%	-5%	8%	14%
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อส่วนผู้ถือหุ้น	0.62	0.36	0.20	0.22	Average yield	37.24%	37.83%	37.91%	38.28%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้น	29.1%	16.2%	15.7%	13.3%	Cost of fund	6.59%	6.84%	6.59%	6.63%
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์	12.9%	8.8%	10.4%	9.3%	Average spread	30.7%	31.0%	31.3%	31.6%

ที่มา: ASP Research