

**บมจ. อี ฟอรั แอล เอ็ม (EFORL)**

**ปรับลดคำแนะนำเป็น ถือ เนื่องจากการฟื้นตัวต้องใช้เวลา**

จากการอนุมัติงบประมาณของรัฐบาลที่ล่าช้าออกไปและสถานะเศรษฐกิจที่อ่อนด้อยส่งผลให้ผลประกอบการของ EFORL ออกมาอย่างน่าผิดหวังในไตรมาส 1/59 แม้บริษัทฯ มีการออกมาตรการต่างๆ ออกมาแก้ไขเพื่อให้การเติบโตของบริษัทเป็นไปอย่างต่อเนื่อง มาตรการดังกล่าวต้องใช้เวลานานอีกสักกระยะหนึ่งถึงจะเห็นผล แม้ราคาหุ้นยังไม่มีปัจจัยอะไรมาหนุนในระยะใกล้ๆ นี้ แต่ downside ก็มีค่อนข้างจำกัด เราจึงปรับลดคำแนะนำเป็น ถือ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 0.50 บาทขณะที่จุดซื้อกลับอยู่ที่ 0.40 บาท

**เหตุการณ์ใหม่**

- **ธุรกิจขายอุปกรณ์ทางการแพทย์กลับมาสู่ภาวะปกติ** เนื่องจากบริษัทฯ ปิดยอดขายอุปกรณ์ทางการแพทย์เร็วกว่ากำหนดคือเมื่อช่วงปลายปี 58 (กำหนดการเดิมคือช่วงต้นปี 59) เพื่อเป็นการทำยอดขายให้สูงในปี 58 ประกอบกับการอนุมัติงบประมาณของรัฐบาลที่ล่าช้าในช่วงต้นปี (งบประมาณในการจัดซื้ออุปกรณ์ทางการแพทย์) ทำให้ยอดขายอุปกรณ์ทางการแพทย์ของ EFORL ลดลง 10% yoy ในไตรมาส 1/59 อย่างไรก็ตาม บริษัทฯ คาดว่ายอดขายจะกลับมาอยู่ในระดับปกติและขยายตัวขึ้นในไตรมาสต่อไป ซึ่งสอดคล้องกับงบประมาณของรัฐบาลที่ได้ทยอยออกมา นอกจากนี้ บริษัทฯ มีแผนที่จะพัฒนาประสิทธิภาพของแผนกขายด้วยการเคลียร์สต็อกเก่าและเพิ่ม incentive ให้ลูกค้า เพื่อให้มีการชำระเงินที่เร็วขึ้น ซึ่งจะช่วยให้ต้นทุนลดลงและเพิ่ม margin ของธุรกิจอุปกรณ์ทางการแพทย์ให้สูงขึ้น
- **ธุรกิจคลินิกเสริมความงามจะกลับมาเติบโตได้ในไตรมาส 4/59** จากสถานะเศรษฐกิจที่อ่อนด้อยก็ส่งผลให้ยอดขายของวุฒิศักดิ์ (ธุรกิจคลินิกเสริมความงาม: WCIH, ซึ่ง EFORL ถือหุ้นอยู่ 50%) หดตัวลง 38% yoy ในไตรมาส 1/59 โดยจากจำนวนวุฒิศักดิ์ คลินิก ทั้งหมด 121 สาขาทั่วประเทศ มีเพียง 30 สาขา มีลักษณะ stand alone ที่ตั้งอยู่นอกห้างสรรพสินค้า ทำให้ยอดขายตกลงค่อนข้างมาก ซึ่งทางบริษัทมีแผนการแก้ไข โดยจะย้ายสาขาเหล่านี้เข้าไปในห้างสรรพสินค้า นอกจากนี้ วุฒิศักดิ์ก็มีจำนวนแพทย์ที่น้อย โดยแพทย์จะเป็นองค์ประกอบที่สำคัญในการสร้างรายได้ให้กับบริษัท โดยจำนวนแพทย์ของบริษัทฯ ทั้งหมดในขณะนี้อยู่ที่ 101 คน ซึ่งยังห่างกับจำนวนแพทย์ที่ตั้งเป้าไว้ที่ 159 คน บริษัทฯ อยู่ระหว่างคัดเลือกแพทย์เข้ามาทำงานในคลินิก เนื่องจากการหาทำเลที่ตั้งใหม่รวมทั้งการคัดเลือกแพทย์ต้องใช้เวลามากพอสมควร เราจึงคาดว่าผลการดำเนินงานของบริษัทฯ ยังน่าจะอ่อนตัวต่อเนื่อง นอกจากนี้ ทางบริษัทยังอยู่ระหว่างการพูดคุยกับผู้ตรวจสอบบัญชีเพื่อให้ทำการบันทึกค่าเช่าเป็นช่วงๆ เหมือนค่าเสื่อมราคามากกว่าที่จะเป็น one-off expense ดังนั้น เราคาดว่าผลประกอบการของวุฒิศักดิ์จะเริ่มปรับตัวดีขึ้นและกลับมาเติบโตอีกครั้งตั้งแต่ไตรมาส 4/59 เป็นต้นไป
- **เลื่อนการนำวุฒิศักดิ์เข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ออกไป** จากผลประกอบการของวุฒิศักดิ์ที่คาดว่าจะออกมาไม่สู้ดีนักในปี 59 เราจึงคาดว่าบริษัทฯ น่าจะเลื่อนการนำวุฒิศักดิ์เข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ออกไปจากกำหนดการเดิมคือปีนี้เป็นปีหน้าเพื่อที่ว่าราคา public offering จะออกมาดีตอนที่เข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งทางบริษัทคาดว่าผลประกอบการของวุฒิศักดิ์จะกลับมาเติบโตอีกครั้งในปีหน้า เมื่อวุฒิศักดิ์เข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ EFORL จะได้รับเงินมากขึ้นเพื่อนำไปชำระหนี้จากการซื้อหุ้น WCIH เมื่อสองปีที่แล้ว

**KEY FINANCIALS**

Year to 31 Dec (Btm)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Net turnover	1,450	4,504	4,400	4,958	5,780
EBITDA	300	817	697	1,130	1,378
Operating profit	266	565	429	849	1,083
Net profit (rep./act.)	259	210	229	376	523
Net profit (adj.)	231	208	229	376	523
EPS (Bt)	0.017	0.015	0.017	0.027	0.038
PE (x)	29.3	32.5	29.5	18.0	12.9
P/B (x)	7.1	5.2	4.1	3.6	3.1
EV/EBITDA (x)	27.9	10.3	12.0	7.4	6.1
Dividend yield (%)	1.4	2.8	2.0	3.3	4.6
Net margin (%)	17.9	4.7	5.2	7.6	9.0
Net debt/(cash) to equity (%)	314.5	175.2	137.2	97.3	56.6
Interest cover (x)	16.7	3.4	2.9	12.0	16.3
ROE (%)	49.2	30.0	26.2	37.9	45.8
Consensus net profit			375	447	387

ข้อมูลทางการเงินของบริษัทฯ ที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ ในบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำข้อมูลนี้ขอสงวนสิทธิ์ในข้อมูลที่มีอยู่และจะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากข้อมูลนี้โดยไม่ตั้งใจและขอสงวนสิทธิ์ในการใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะหรือการรับประกันใดๆ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Source: F. (a) L. (a) M. (a) Bloomberg, UOB Kay Hian

ขั้วกันขึ้นต้นหลังทศนิยม 3 หลักยกเว้นค่าเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

n.m. : not meaningful; negative P/E, EV/EBITDA reflected as "n.m."

**ถือ**

**(Downgraded)**

ราคาปัจจุบัน	0.49 บาท
ราคาเป้าหมายปี'59	0.50 บาท
Upside	+2.0%
(ราคาเป้าหมายเดิม)	1.00 บาท)

**รายละเอียดบริษัทฯ**

EFORL เป็นหนึ่งในผู้นำเข้าและจัดจำหน่ายเครื่องมือและอุปกรณ์ทางการแพทย์รายใหญ่ที่สุดของประเทศ บริษัทฯ ได้ขยายธุรกิจไปยังการให้บริการด้านความงามโดยเข้าถือหุ้น 60% ใน WGIC ซึ่งเป็นคลินิกเสริมความงามรายใหญ่ที่สุดของประเทศภายใต้แบรนด์วุฒิศักดิ์

**Stock Data**

GICS sector	Consumer Discretionary
Bloomberg ticker:	EFORL TB
Shares issued (m):	9,200.0
Market cap (Btm):	4,508.0
Market cap (US\$m):	127.8
3-mth avg daily turnover (US\$m):	1.2

**Price Performance (%)**

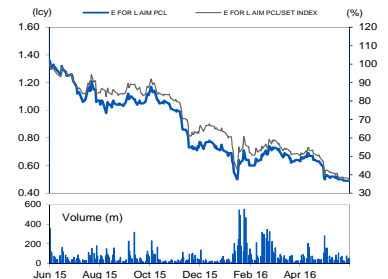
52-week high/low	BT1.36BT0.490			
<b>1mth</b>	<b>3mth</b>	<b>6mth</b>	<b>1yr</b>	<b>YTD</b>
19.7	31.0	31.0	60.5	36.4

**Major Shareholders**

Management	%
Lohacharoensap Family	9.0
Mr. Supachai Wattanasuwisit	7.6
	5.9

FY16 NAV/Share (Bt)	0.12
FY16 Net Debt/Share (Bt)	0.16

**Price Chart**



Source: Bloomberg

**นักวิเคราะห์**

โกวิท พงศ์วิญญู

02-659-8304

kowitz@uobkayhian.co.th

### ผลกระทบในอนาคต

- **อาจจะมียอดขายจากการ exercise warrants** EFORL มี warrants อยู่ 4,600 ล้านบาท ที่รอการ exercise โดยมี exercise ratio ที่ 1 warrant ต่อ 1 หุ้นใหม่ที่ exercise price ที่หุ้นละ 0.10 บาท จากราคาตลาดปัจจุบันอยู่ที่ 0.49 บาทใน ขณะที่วัน exercise ครั้งสุดท้ายคือวันที่ 23 ส.ค.59 เราจึงคาดว่า warrants ทั้งหมดจะถูก exercise ซึ่งจะทำให้เกิด dilution หลัง exercise warrants ที่ 33% นอกจากนี้ เราคาดว่าหุ้นอาจจะมียอดขายเมื่อหุ้นใหม่ดังกล่าวเข้ามาในตลาดอีก 1 เดือนถัดมา
- **คาดผลประกอบการอ่อนแอในไตรมาส 2/59** แม้ธุรกิจซื้อมาอุปกรณ์ทางการแพทย์จะพลิกฟื้นในไตรมาส 2/59 แต่ธุรกิจคลินิกเสริมความงามซึ่งคิดเป็น 56% ของรายได้รวมคาดว่าจะใช้เวลาอีกครึ่งปีถึงจะฟื้นตัวขึ้น ดังนั้น เราคาดว่ายอดขายของ EFORL ในไตรมาส 2/59 จะอ่อนตัวลงต่อเนื่องที่ 10% yoy อยู่ที่ 995 ล้านบาทและคาด gross และ EBITDA margins ในไตรมาส 2/59 จะยังอยู่ในระดับต่ำที่ 22% (ไตรมาส 2/58 อยู่ที่ 30%) และ 10% (ไตรมาส 2/58 อยู่ที่ 15%) ตามลำดับ ดังนั้น เราคาดว่า EFORL จะยังคงรับมูลค่าหุ้นสุทธิที่ 20 ล้านบาทในไตรมาส 2/59 เทียบกับกำไรสุทธิที่ 20 ล้านบาทในไตรมาส 2/58

### การปรับกำไรสุทธิ/ปัจจัยเสี่ยง

- **ปรับลดประมาณการกำไรสุทธิ** เพื่อสะท้อนยอดขายและกำไรสุทธิที่ลดลงจาก 2 ธุรกิจของ EFORL เราจึงปรับลดประมาณการยอดขายและกำไรสุทธิในปี 56 และ 60 ลงโดยเราคาดว่ายอดขายในปี 59 จะอ่อนตัวลง 2% yoy อยู่ที่ 4,400 ล้านบาทก่อนที่จะเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 4,958 ล้านบาท (+13%) ในปี 60 และเนื่องจากมาตรการแก้ไขของทางวุฒิสภาจะต้องใช้เวลาก่อนจะเห็นผล เราจึงคาดว่ากำไรสุทธิของ EFORL ในปี 59 จะเพิ่มขึ้น 9% yoy อยู่ที่ 229 ล้านบาท และคาดว่ากำไรสุทธิในปี 60 จะพุ่งขึ้น 64% yoy อยู่ที่ 376 ล้านบาทเมื่อธุรกิจคลินิกเสริมความงามกลับมาแข็งแกร่งอีกครั้ง

### คำแนะนำ

- **ปรับลดราคาเป้าหมายลงอยู่ที่ 0.50 บาท** เพื่อให้สอดคล้องกับการปรับลดประมาณการกำไรสุทธิและอิงจาก 2016F PE ที่ 31 เท่าซึ่งเป็น PE เฉลี่ยของกลุ่มผู้บริโภคและโรงพยาบาล
- **ปรับลดคำแนะนำเป็น ถือ** จากการที่คาดว่าธุรกิจของ EFORL กำลังเข้าสู่ช่วง consolidation ในไตรมาส 4/59 และการเลื่อนการนำวุฒิสภาเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ออกไปเป็นปี 60 เราจึงปรับลดคำแนะนำหุ้น EFORL เป็น ถือ เนื่องจากราคาหุ้นมี upside จำกัด ถ้าหากมีแรงขายหุ้นในเดือน ก.ย. จากการที่มีหุ้นใหม่ที่เกิดจากการ exercise warrants เข้าตลาด และทำให้ราคาหุ้นลดลงมาใกล้กับจุดซื้อกลับของเราที่ 0.40 บาทน่าจะเป็นโอกาสที่ดีที่นักลงทุนจะซื้อหุ้นเก็บสะสมไว้จากการเติบโตในระยะยาว

### เหตุการณ์สำคัญที่อาจส่งผลกระทบต่อราคาหุ้น

- ธุรกิจคลินิกเสริมความงามฟื้นตัวเร็วกว่าคาด

### 2Q16 RESULTS

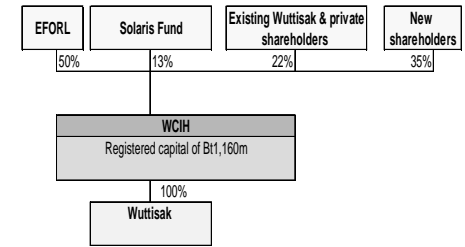
Year to 31 Dec (Btm)	2Q16F	yoy % chg	qoq % chg	1H16F	yoy % chg
Sales	995	(10.2)	17.3	1,843	(19.2)
Gross Profit	221	(34.4)	31.5	389	(45.2)
EBITDA	98	(42.4)	133.3	140	(69.2)
Net Profit	(20)	(200.0)	(37.5)	(52)	(142.3)
EPS (Bt)	(0.00)	(165.9)	(37.5)	(0.00)	(128.1)
Gross margin (%)	22.2			21.1	
EBITDA margin (%)	9.8			7.6	

### PEER COMPARISON

Company	Ticker	Price (Bt)	Target Price (Bt)	Market Cap (US\$m)	-----PE-----			-----P/B-----			ROE 2016F (%)	Yield (%) 2016F	Net Gearing 2016F (%)	-----EV/EBITDA-----		
					2015 (x)	2016F (x)	2017F (x)	2015 (x)	2016F (x)	2017F (x)				2015 (x)	2016F (x)	2017F (x)
Big C Supercentre	BIGC	208.00	191.00	4,861	24.9	21.9	20.3	3.7	3.3	2.9	15.8	1.4	0.1	14.4	12.7	11.7
Cp All Pcl	CPALL	47.75	51.00	12,151	31.3	27.3	22.4	11.5	9.5	7.8	34.5	2.2	3.3	33.0	28.9	24.9
Siam Global House	GLOBAL	12.80	10.40	1,327	50.6	34.1	29.3	3.0	2.8	2.5	8.4	0.1	0.2	26.1	18.9	16.4
Home Product Cen	HMPRO	9.00	8.30	3,353	32.8	30.1	26.8	7.0	6.7	6.5	22.9	3.2	0.6	33.9	35.9	33.5
Mega Lifescience	MEGA	17.20	17.60	422	21.4	19.5	17.1	3.4	3.2	2.9	16.9	2.8	(0.1)	16.9	15.1	13.0
Robinson Dept St	ROBINS	62.00	59.00	1,951	32.0	26.7	24.2	5.1	4.6	4.2	16.9	1.9	n.a.	19.8	18.3	16.3
<b>COMMERCE</b>				<b>24,064</b>	<b>31.2</b>	<b>26.8</b>	<b>23.0</b>	<b>8.2</b>	<b>7.0</b>	<b>6.0</b>	<b>25.9</b>	<b>2.0</b>	<b>1.8</b>	<b>27.6</b>	<b>25.0</b>	<b>22.1</b>
Bangkok Chain Ho	BCH	12.20	14.00	862	57.7	40.5	32.7	7.0	6.3	5.6	14.5	1.2	0.7	24.8	19.9	16.9
Bangkok Dusit Md	BGH	24.00	27.70	10,532	47.0	39.3	33.2	6.9	6.4	5.8	16.1	1.3	0.3	31.2	26.9	23.2
Bumrungrad Hospi	BH	185.00	235.00	3,819	39.2	34.7	29.7	10.6	9.1	7.7	27.4	1.4	(0.2)	25.6	22.3	19.1
<b>HEALTHCARE</b>				<b>15,213</b>	<b>45.6</b>	<b>38.2</b>	<b>32.3</b>	<b>7.8</b>	<b>7.0</b>	<b>6.3</b>	<b>18.9</b>	<b>1.3</b>	<b>0.2</b>	<b>29.4</b>	<b>25.3</b>	<b>21.9</b>
<b>Average Commerce and Healthcare</b>				<b>39,277</b>	<b>36.8</b>	<b>31.2</b>	<b>26.6</b>	<b>8.0</b>	<b>7.0</b>	<b>6.1</b>	<b>23.2</b>	<b>1.7</b>	<b>1.2</b>	<b>28.3</b>	<b>25.1</b>	<b>22.0</b>

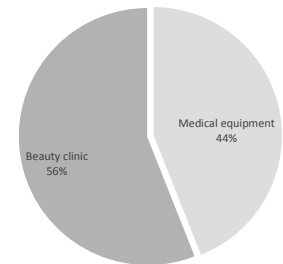
Source: Bloomberg, UOB Kay Hian

### OWNS 50% OF WUTTISAK VIA WCIH



Source: EFORL

### SALES BREAKDOWN



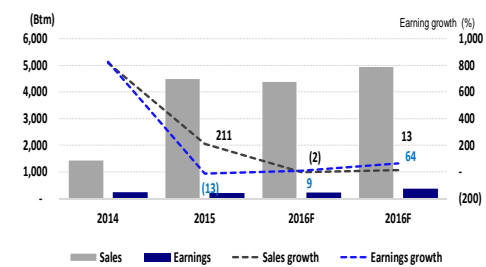
Source: UOB Kay Hian

### EARNINGS FORECASTS

(Btm)	2016F			2017F		
	Old	New	% chg	Old	New	% chg
Sales	5,368	4,400	-18%	6,038	4,958	-18%
Net profits	474	229	-52%	557	376	-32%

Source: UOB Kay Hian

### SALES AND CORE EARNINGS GROWTH



Source: EFORL, UOB Kay Hian

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่เชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮีเนียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะให้ท่านลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน