

16 กันยายน 2559

พลังงานและสาธารณูปโภค

**IRPC**

**บมจ. ไออาร์พีซี**

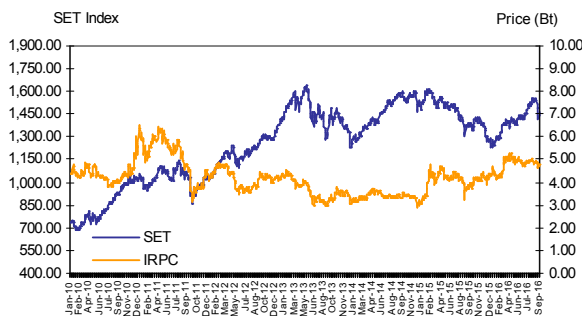
|                |                 |              |                |                   |                     |                 |
|----------------|-----------------|--------------|----------------|-------------------|---------------------|-----------------|
| <b>Current</b> | <b>Previous</b> | <b>Close</b> | <b>2017 TP</b> | <b>Exp Return</b> | <b>Anti-corrupt</b> | <b>CGR 2015</b> |
| <b>BUY</b>     | -               | 4.72         | 5.80           | + 22.9%           | 4                   | 5               |

| Consolidated earnings         |         |        |        |        |
|-------------------------------|---------|--------|--------|--------|
| BT (mn)                       | 2014    | 2015   | 2016E  | 2017E  |
| Normalized earnings           | -10,919 | 5,112  | 11,405 | 9,846  |
| Net profit                    | -5,234  | 9,402  | 9,980  | 9,055  |
| Normalized EPS (Bt)           | -0.53   | 0.25   | 0.56   | 0.48   |
| % growth Y-Y                  | nm      | nm     | 123.1  | -13.7  |
| EPS (Bt)                      | -0.26   | 0.46   | 0.49   | 0.44   |
| % growth Y-Y                  | nm      | nm     | 6.1    | -9.3   |
| EPS (Bt) - full dilution      | -0.26   | 0.46   | 0.49   | 0.44   |
| % growth Y-Y                  | nm      | nm     | 6.1    | -9.3   |
| Dividend (Bt)                 | 0.10    | 0.08   | 0.22   | 0.20   |
| BV/share (Bt)                 | 3.32    | 3.71   | 3.98   | 4.23   |
| EV/EBITDA (x)                 | -50.4   | 8.1    | 7.2    | 6.5    |
| Normalized PER (x)            | -8.8    | 18.9   | 8.5    | 9.8    |
| PER (x)                       | -18.4   | 10.3   | 9.7    | 10.7   |
| PBV (x)                       | 1.4     | 1.3    | 1.2    | 1.1    |
| Dividend yield (%)            | 2.1     | 1.7    | 4.7    | 4.1    |
| YE No. of shares (million)    | 20,434  | 20,434 | 20,434 | 20,434 |
| No. of shares - full dilution | 20,434  | 20,434 | 20,434 | 20,434 |
| Par (Bt)                      | 1.00    | 1.00   | 1.00   | 1.00   |

Source: Company data, FSS estimates

| Share data                      |                  |
|---------------------------------|------------------|
| Close (15/09/2016)              | 4.72             |
| SET Index                       | 1,463.39         |
| Foreign limit/actual (%)        | 49.00/13.41      |
| Paid up shares (million)        | 20,434.42        |
| Free float (%)                  | 51.90            |
| Market cap (Bt m)               | 96,450.46        |
| Avg daily T/O (Bt m) (2016 YTD) | 643.88           |
| hi, lo, avg (Bt) (2016 YTD)     | 5.30, 4.10, 4.83 |

Source: Setsmarts



Source: SET

**Analyst: Jitra Amornthum**  
 Register No.: 014530  
**Assistant Analyst: Parinth Nikornkittikosol**  
 Tel.: +662 646 9966  
 email: jitra.a@fnsyrus.com  
 www.fnsyrus.com

**เตรียมเห็นผลของโครงการ UHV**

เรากลับมาเริ่ม Coverage หุ้น IRPC อีกครั้งด้วยคำแนะนำซื้อ ประเมินราคาเป้าหมายปี 2017 ที่ 5.80 บาท อิง EV/EBITDA 7.5 เท่า สูงกว่าคู่แข่งเพราะอัตราการเติบโตของกำไรในช่วง 3 ปีข้างหน้าสูงกว่า จากการเริ่มเก็บเกี่ยวประโยชน์จากโครงการ UHV ที่เดินเครื่องเชิงพาณิชย์ไปเมื่อเดือน ก.ค. และถ้าเดินเครื่องเต็มที่ (คาด 4Q16) จะเพิ่ม GIM ให้ราว US\$2/บาร์เรล บริษัทยังมีแผนต่อยอดจาก UHV ในปี 2017 คือโครงการ PPE+PPC โดยการนำผลิตภัณฑ์จาก UHV มาสร้างมูลค่าเพิ่ม ซึ่งคาดว่าจะเพิ่ม GIM ให้อีก US\$1/บาร์เรล เราคาดกำไรปี 2016 +6.1% Y-Y โดยกำไรจะชะลอใน 2H16 เพราะกำไรจากสต็อกน้ำมันลดลง และคาดกำไรปีหน้า -9.3% Y-Y จากการปิดซ่อมบำรุงโรงงาน ซึ่งชดเชยไม่ได้จากการเดินเครื่องเต็มปีของ UHV และการเริ่มโครงการ PPE+PPC แต่ในปีถัดๆ ไปจะเห็นการเติบโตของกำไรได้เต็มที่ แม้กำไรปีหน้าจะชะลอแต่ Forward PE ต่ำเพียง 10.7 เท่าและมี PBV เพียง 1.1 เท่า ยัง laggard กลุ่มพลังงาน

**จากนี้ไปเตรียมเห็นผลโครงการ UHV**

แม้ผลประกอบการ 2H16 อาจชะลอจาก 1H16 ที่มีกำไร 6.7 พันล้านบาท โดยมีกำไรต่อควอเตอร์ 1.5 พันล้านบาท เพราะมองว่าการปรับขึ้นของราคาน้ำมันใน 2H16 อาจเป็นไปได้ยาก อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าโครงการ UHV ที่ COD ไปแล้วเดือน ก.ค. จะช่วยสร้างกำไรมาชดเชยได้บางส่วน โดย UHV จะนำผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมมูลค่าต่ำมาเพิ่มมูลค่าเป็นปิโตรเคมีมูลค่าสูง หากเดินเครื่องเต็มกำลังผลิต ซึ่งเราคาดว่าในช่วง 4Q16 จะสามารถเพิ่ม GIM ให้ IRPC ราว \$2/บาร์เรล ดังนั้น กำไรช่วง 2H16 น่าจะชะลอตามกำไรต่อควอเตอร์ แต่จะชดเชยได้จาก UHV คาดทั้งปี 2016 มีกำไรที่ 1.0 หมื่นล้านบาท +6.1% Y-Y

**ปีหน้าเป็นช่วงเตรียมก่อนการกระโดดครั้งยิ่งใหญ่**

เราคาดกำไรสุทธิปีหน้าจะยังไม่สดใสนัก เนื่องจากแม้ว่าปีหน้า IRPC จะรับรู้ประโยชน์จากโครงการ UHV ได้เต็มที่ และ ยังมี COD โครงการ PPE+PPC ช่วงกลางปี 2017 ต่อยอดจาก UHV ซึ่งเป็นการนำปิโตรเคมีจาก UHV มาเพิ่มมูลค่า คาดทั้ง 2 โครงการนำจะหนุน GIM ให้สูงขึ้นราว \$3/บาร์เรล แต่ปี 2017 จะเป็นช่วงหยุดซ่อมบำรุงโรงงานระยะเวลา 1 เดือน ทำให้กำลังการผลิตน่าจะลดลงจากปกติที่ราว 85% เป็น 80% บวกกับค่าเสื่อมราคาเพิ่มขึ้น ทิศทางราคาน้ำมันที่เพิ่มขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไปทำให้กำไรจากสต็อกน้ำมันจะต่ำลง ค่าใช้จ่ายภาษีที่สูงขึ้น จากเหตุผลข้างต้นเราคาดกำไรปี 2017 จะชะลอลง มาอยู่ที่ 9.1 พันล้านบาท -9.3% Y-Y ทั้งนี้ ปีถัดไปน่าจะเติบโตได้อย่างเต็มที่ เนื่องจากไม่มีปัจจัยหยุดซ่อมโรงงาน ส่วนเป้าหมายระยะยาวผู้บริหารตั้งเป้าเพิ่ม EBITDA เป็น 2.9 หมื่นล้านบาทในปี 2020 จาก 1.8 หมื่นล้านบาทในปี 2015

**Valuation น่าสนใจ แนะนำซื้อ**

เราเริ่มต้นบทวิเคราะห์ด้วยคำแนะนำซื้อ สะท้อนแนวโน้มผลประกอบการในอนาคตที่ กำลังจะเติบโตตามการรับรู้ประโยชน์จากโครงการลงทุนที่ผ่านมา นอกจากนี้ ราคาหุ้นปัจจุบันยังมี Valuation ที่น่าสนใจ โดย YTD IRPC +9.8% ขณะที่กลุ่มพลังงาน +21.3% และ PTTGC +14.0% เราเชื่อว่าสาเหตุที่หุ้นยังไม่ปรับตัวขึ้นไปน่าจะมาจากความล่าช้าของโครงการ UHV อย่างไรก็ตาม ปัจจุบัน UHV สามารถเดินเครื่องได้แล้ว ความกังวลดังกล่าวน่าจะลดลง เราประเมินราคาหุ้นอ้างอิง EV/EBITDA ที่ 7.5 เท่า ได้มูลค่าพื้นฐานปี 2017 ที่ 5.80 บาท/หุ้น ที่ TP Implied เป็น P/E ปี 2017 ที่ 13.1 เท่า คาดเงินปันผลที่ 0.20 บาท/หุ้น คิดเป็น Yield 4.1%

**ประเด็นการลงทุน**

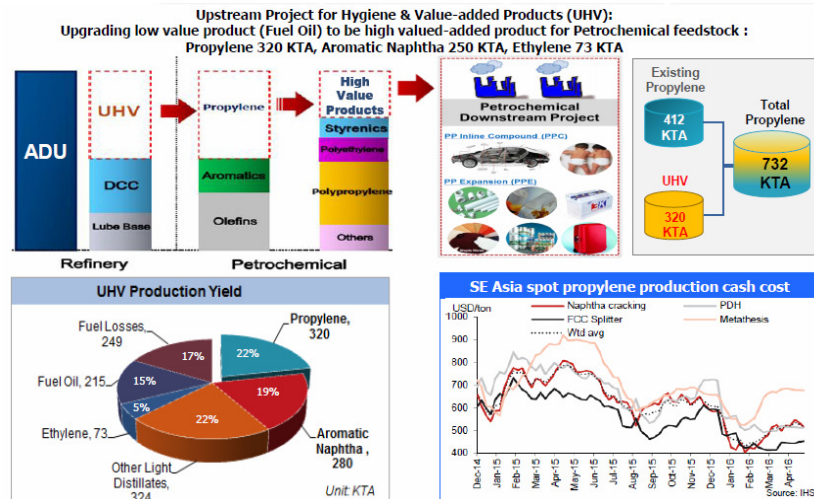
**เห็นผลโครงการ UHV เป็นเพียงภาคแรก**

เนื่องจากที่ผ่าน IRPC มีโครงการลงทุนเพิ่มประสิทธิภาพให้โรงงานโดยการนำน้ำมันเตาซึ่งเป็นผลิตภัณฑ์มูลค่าต่ำมาอัพเกรดเป็น Propylene ซึ่งเป็นผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีโอเลฟินส์ขั้นต้น โดยโครงการ UHV เริ่ม COD แล้วเมื่อช่วงเดือนก.ค.ที่ผ่านมา ปัจจุบันเดินเครื่องตามกำลังการผลิตราว 75% เราคาดว่าจะสามารถเดินเครื่องเต็มกำลังการผลิตได้ภายใน 4Q16 ซึ่งหากโครงการ UHV เดินเครื่องได้เต็มที่ จะทำให้ IRPC มีกำลังการผลิต Propylene เพิ่มอีก 320 KTA แนฟทาเพิ่มอีก 250 KTA และ เอทิลีนเพิ่มอีก 73 KTA ซึ่งหากเดินเครื่องเต็มกำลังการผลิตจะช่วยเพิ่ม GIM ราว \$2/บาร์เรล อย่างไรก็ตาม ประโยชน์จาก UHV เป็นเพียงจุดเริ่มต้นเท่านั้น เนื่องจากปีหน้า IRPC เตรียม COD โครงการ PPC+PPE ซึ่งจะนำผลิตภัณฑ์จาก UHV ไปต่อยอดให้ได้มูลค่ามากขึ้น

**2H16 UHV จะชดเชยกำไรสต็อก**

ผลประกอบการ 1H16 อยู่ที่ 6.7 พันล้านบาท ทั้งนี้ มาจากกำไรสต็อกน้ำมันราว 1.5 พันล้านบาท ซึ่งเรามองว่าแนวโน้ม 2H16 ราคาน้ำมันคงปรับขึ้นแบบค่อยเป็นค่อยไป ทำให้กำไรสต็อกน้ำมันที่สูงใน 2H16 น่าจะลดลง H-H ทั้งนี้ การ COD ของโครงการ UHV จะสร้าง GIM ชดเชยกับผลกำไรจากสต็อกน้ำมันที่หายไป ดังนั้น เราคาดว่ากำไร 2H16 จะชะลอลง ส่วนกำไรทั้งปี 2016 จะอยู่ที่ 1.0 หมื่นล้านบาท +6.1% Y-Y

**Figure 1: Upstream Project for Hygiene & Value-added Products (UHV)**



Source: Company data

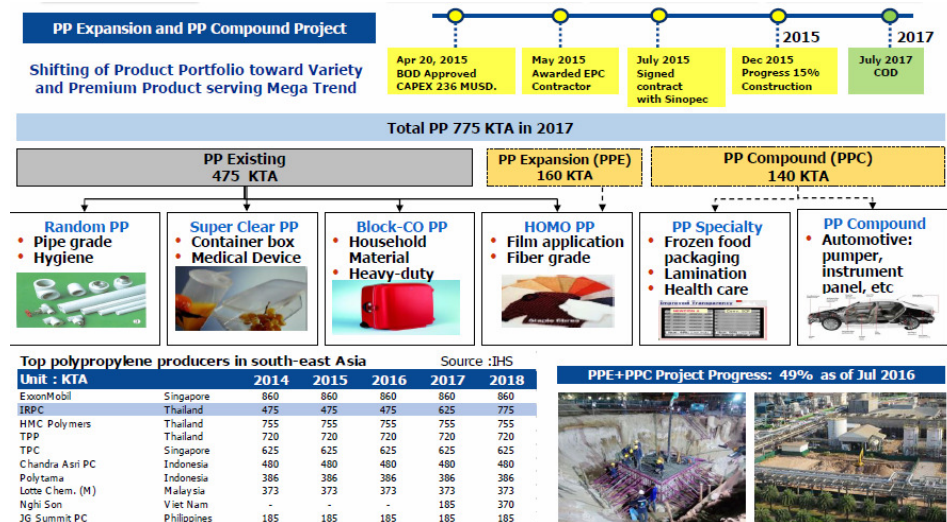
**Figure 2: Upstream Project for Hygiene & Value-added Products (UHV)**



**ต่อยอดจาก UHV ด้วยโครงการ PPC+PPE**

จากการ COD โครงการ UHV ทำให้ IRPC สามารถผลิต Propylene มากขึ้น 320 KTA ซึ่งช่วงกลางปี 2017 IRPC จะสามารถ COD โครงการ PPC และ PPE ซึ่งเป็นการนำ Propylene ที่ผลิตได้จากโครงการ UHV มาเพิ่มมูลค่าเป็นผลิตภัณฑ์ที่มีมูลค่าสูงยิ่งขึ้น ซึ่งจะทำให้ GIM สูงขึ้น \$1/บาร์เรล นอกจากนี้ ปี 2017 IRPC จะรับรู้ประโยชน์จากโครงการ UHV เต็มที่ ทั้งนี้ การ COD โครงการทั้ง 2 น่าจะทำให้ค่าเสื่อมราคาปรับตัวสูงขึ้นบวกกับช่วงต้นปี 2017 จะเป็นช่วงหยุดซ่อมบำรุงโรงงานตามแผนที่ขยับมาจากช่วงปลายปี 2016 ซึ่งโรงงานจะหยุดการผลิต 1 เดือน ดังนั้น เราคาดผลประกอบการปี 2017 น่าจะชะลอลงมาที่ 9.1 พันล้านบาท -9.3% Y-Y แต่จะสามารถกลับมาเติบโตได้เต็มที่ในปีถัดไป

**Figure 3: PP Expansion and PP Compound Project**



Source: Company data

**วางเป้าหมาย EBITDA บทยอดเขา Everest**

ตามโครงการ Everest ผู้บริหารตั้งเป้ามี EBITDA เติบโตจาก 1.8 หมื่นล้านบาทในปี 2015 เป็น 2.9 หมื่นล้านบาทในปี 2020 เท่ากับความสูงภูเขา Everest โดยที่ผ่านมามีการลงทุนเพิ่มประสิทธิภาพ-ขยายกำลังการผลิตและผลิตภัณฑ์ตามโครงการต่างๆแล้ว หลังจากนั้นจะเน้นการเพิ่มศักยภาพการทำการค้า ดังนั้น ปัจจุบัน IRPC ถือว่าผ่านการลงทุนใหญ่มาแล้ว ต่อจากนี้จะเป็นช่วงของการเก็บเกี่ยวผลผลิต เป็นบวกต่อผลประกอบการและกระแสเงินสดที่น่าจะทยอยปรับตัวดีขึ้น ส่งผลให้การจ่ายเงินปันที่สม่ำเสมอขึ้น

**Figure 4: Project EVEREST**



Source: Company data



**เหนือกว่า Everest ด้วย Victory**

IRPC ได้รับมอบหมายจากกลุ่ม PTT ให้เป็นผู้ดูแลโครงการ Victory ปิโตรเคมี คอมเพล็กซ์ ที่เวียดนาม เนื่องจากผู้บริหารมองว่าเวียดนามมีศักยภาพในการบริโภคปิโตรเลียม-ปิโตรเคมี เนื่องจากมีจำนวนประชากรราว 90 ล้านคน ขณะที่โรงกลั่นของเวียดนามเองมีกำลังผลิตเพียง 300 KBD ดังนั้น ปัจจุบันเวียดนามจึงเป็นผู้นำเข้าปิโตรเลียม-ปิโตรเคมี โดยโครงการ Victory จะเป็นโครงการที่ครอบคลุมการผลิตตั้งแต่โรงกลั่นยังโรงปิโตรเคมี มีกำลังการผลิตปิโตรเคมีระดับ World Scale ซึ่ง IRPC ถือว่ามีแต้มต่อเนื่องจากมีประสบการณ์ในการเป็น Integrated refinery and petrochemical company อยู่แล้ว ปัจจุบันอยู่ระหว่างการศึกษาค่าความเป็นไปได้ของโครงการ เบื้องต้นคาดมูลค่าลงทุนราว 1.2 หมื่นล้านเหรียญ

**การประเมินมูลค่าหุ้น**

**ประเมินมูลค่าพื้นฐานที่ 5.80 บาท แนะนำซื้อ**

เราประเมินราคาหุ้นด้วยวิธี Relative Valuation อ้างอิง EV/EBITDA ที่ 7.5 เท่า สูงกว่า PTTGC ที่ 7.0 เท่า สาเหตุจากเรามองว่าอัตราเติบโตจากนี้ไปจะโดดเด่นกว่า ได้มูลค่าพื้นฐานปี 2017 ที่ 5.80 บาทต่อหุ้น เราจึงเริ่มต้นบทวิเคราะห์หุ้น IRPC ด้วยคำแนะนำซื้อ

ที่ราคาพื้นฐาน 5.80 บาทต่อหุ้น คิดเป็น Implied P/E ปี 2017 ที่ 13.1 เท่า และ Implied P/BV ปี 2017 ที่ 1.4 เท่า สูงกว่าเมื่อเทียบกับ PTTGC อย่างไรก็ดีตาม กำไรของ IRPC แนวโน้มเติบโตสูงกว่า ดังนั้น IRPC ควรซื้อด้วย P/E ที่สูงกว่า เราคาดเงินปันผลที่ 0.20 บาทต่อหุ้น (Payout 40%) คิดเป็น Yield 4.1%

**Figure 5: Peer comparison**

| Company                    | Market Capitalization | P/E (2016)  | P/E (2017)  | EV/EBITDA (2016) | EV/EBITDA (2017) | Dividend Yield (%) |
|----------------------------|-----------------------|-------------|-------------|------------------|------------------|--------------------|
| IRPC PCL                   | 96,859                | 9.29        | 8.99        | 7.56             | 7.39             | 4.64               |
| THAI OIL PCL               | 134,642               | 8.56        | 9.09        | 5.64             | 5.54             | 5.00               |
| PTT GLOBAL CHEMICAL PCL    | 256,467               | 10.70       | 9.05        | 6.49             | 5.92             | 4.09               |
| INDORAMA VENTURES PCL      | 139,614               | 14.63       | 14.38       | 9.75             | 8.81             | 2.07               |
| ESSO THAILAND PCL          | 19,208                | 11.17       | 10.22       | 9.17             | 8.45             | -                  |
| CALTEX AUSTRALIA LTD       | 221,144               | 16.53       | 15.15       | 9.09             | 8.64             | 5.28               |
| FORMOSA PETROCHEMICAL CORP | 941,700               | 16.24       | 17.54       | 10.50            | 11.07            | 4.46               |
| SK INNOVATION CO LTD       | 434,778               | 7.38        | 7.59        | 4.28             | 4.62             | 3.17               |
| S-OIL CORP                 | 260,318               | 6.59        | 7.14        | 5.94             | 6.16             | 2.42               |
| BHARAT PETROLEUM CORP LTD  | 434,975               | 10.98       | 10.01       | 7.71             | 6.84             | 1.30               |
| RELIANCE INDUSTRIES LTD    | 1,778,360             | 12.04       | 10.55       | 9.92             | 8.08             | 1.00               |
| INDIAN OIL CORP LTD        | 714,683               | 9.35        | 8.72        | 6.58             | 6.16             | 1.51               |
| HINDUSTAN PETROLEUM CORP   | 211,419               | 9.18        | 9.00        | 6.64             | 6.31             | 1.34               |
| <b>Average</b>             |                       | <b>11.1</b> | <b>10.7</b> | <b>7.6</b>       | <b>7.2</b>       | <b>2.9</b>         |

Source: Bloomberg and FSS Research

**ความเสี่ยง**

ราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียม-ปิโตรเคมี เนื่องจากผลกำไรขึ้นอยู่กับส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ ซึ่งมีลักษณะเป็นวัฏจักร และ ขึ้นอยู่กับหลายปัจจัยซึ่งอยู่เหนือการควบคุมของบริษัท เช่น ภาวะเศรษฐกิจ สภาพอากาศ อุปสงค์และอุปทานของผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมและปิโตรเคมี การเพิ่มกำลังการผลิตของโรงกลั่น-โรงงานปิโตรเคมีอื่น ปัจจัยทางการเมือง อุบัติเหตุ โครงสร้างการกำหนดราคา นโยบายของรัฐบาลและกฎหมาย เป็นต้น

ราคาน้ำมันดิบ ความเสี่ยงจากราคาน้ำมันที่ผันผวน ทำให้เกิดผลกำไร/ขาดทุนจากสต็อกน้ำมัน

การหยุดเดินเครื่องจักรนอกแผนที่วางไว้ โดยทั่วไป จะมีแผนการหยุดเพื่อซ่อมบำรุงใหญ่ และอาจมีการหยุดเดินเครื่องจักรบางส่วนระหว่างการตามความจำเป็น ทั้งนี้ การหยุดเดินเครื่องจักรนอกแผนกำหนดเป็นเวลานานอาจทำให้ปริมาณผลิตภัณฑ์ที่ได้น้อยลง ส่งผลให้ผลประกอบการไม่เป็นไปตามคาดหมาย

| Income Statement (Consolidated) |         |         |         |         |         | Cash Flow Statement (Consolidated) |        |         |         |        |         |
|---------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|------------------------------------|--------|---------|---------|--------|---------|
| (Bt mn)                         | 2013    | 2014    | 2015    | 2016E   | 2017E   | (Bt mn)                            | 2013   | 2014    | 2015    | 2016E  | 2017E   |
| Revenue                         | 292,592 | 281,589 | 214,172 | 194,524 | 222,906 | Net profit                         | 827    | -5,234  | 9,402   | 9,980  | 9,055   |
| Cost of sales                   | 287,695 | 287,930 | 197,913 | 174,614 | 202,640 | Depre. & amortization              | 4,687  | 4,956   | 5,198   | 5,937  | 7,006   |
| Gross profit                    | 4,897   | -6,341  | 16,259  | 19,910  | 20,267  | Change in working capital          | 12,767 | 8,778   | 14,646  | -1,217 | 2,869   |
| SG&A                            | 5,494   | 5,444   | 6,172   | 6,351   | 6,684   | Other operating CF                 | -1,431 | -4,153  | -1,661  | 2,493  | 2,398   |
| Operating profit                | -597    | -11,785 | 10,087  | 13,559  | 13,583  | Cash flow from operations          | 16,850 | 4,347   | 27,585  | 17,192 | 21,329  |
| Other income                    | 86      | -17     | -127    | 0       | 0       | Capital expenditure                | 14,760 | 23,018  | 18,915  | 9,800  | 9,010   |
| EBIT                            | -511    | -11,802 | 9,960   | 13,559  | 13,583  | Other investing CF                 | -1,837 | -1,978  | -7,644  | 2,500  | 0       |
| EBITDA                          | 7,489   | -3,083  | 18,122  | 20,796  | 21,989  | Cash flow from investing           | 12,923 | 21,040  | 11,271  | 12,300 | 9,010   |
| Interest charge                 | 2,469   | 1,494   | 2,481   | 1,045   | 1,582   | Free cash flow                     | 3,927  | -16,693 | 16,314  | 4,892  | 12,319  |
| Tax on income                   | 7       | -2,398  | 2,346   | 1,087   | 2,130   | Net borrowings                     | -1,176 | 17,759  | -7,086  | 2,735  | -7,000  |
| Earnings after tax              | -2,987  | -10,898 | 5,133   | 11,428  | 9,871   | Equity capital raised              | 0      | 0       | 0       | 0      | 0       |
| Minority interest               | 22      | 21      | 21      | 23      | 25      | Dividends paid                     | -1,632 | -2,041  | -1,633  | -4,490 | -3,992  |
| Net profit                      | 827     | -5,234  | 9,402   | 9,980   | 9,055   | Other CF from financing            | -2,785 | -2,389  | -6,283  | -3,015 | -2,374  |
| Extraordinary items             | 3,836   | 5,685   | 4,290   | -1,425  | -791    | Cash flow from financing           | -5,593 | 13,329  | -15,002 | -4,770 | -13,365 |
| Normalized earnings             | -3,009  | -10,919 | 5,112   | 11,405  | 9,846   | Net change in cash                 | -1,666 | -3,364  | 1,312   | 122    | -1,047  |

| Balance Sheet (Consolidated) |         |         |         |         |         | Important Ratios (Consolidated) |        |        |       |       |       |
|------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------------------------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| (Bt mn)                      | 2013    | 2014    | 2015    | 2016E   | 2017E   |                                 | 2013   | 2014   | 2015  | 2016E | 2017E |
| Cash and equivalent          | 5,124   | 2,009   | 3,576   | 3,698   | 2,651   | <b>Growth (%)</b>               |        |        |       |       |       |
| ST investment                | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | Revenue                         | 0.1    | -3.8   | -23.9 | -9.2  | 14.6  |
| Accounts receivable          | 20,767  | 11,192  | 8,942   | 8,842   | 9,288   | EBITDA                          | 81.6   | nm     | nm    | 14.8  | 5.7   |
| Inventory                    | 34,798  | 25,344  | 21,306  | 21,827  | 22,516  | Net profit                      | nm     | nm     | nm    | 6.1   | -9.3  |
| Other current asset          | 3,082   | 5,597   | 2,160   | 2,160   | 2,160   | Normalized earnings             | nm     | nm     | nm    | 123.1 | -13.7 |
| Total current assets         | 63,771  | 44,142  | 35,984  | 36,527  | 36,614  | <b>Profitability (%)</b>        |        |        |       |       |       |
| PPE                          | 83,141  | 100,872 | 114,807 | 119,171 | 121,129 | Gross profit margin             | 1.7    | -2.3   | 7.6   | 10.2  | 9.1   |
| Other assets                 | 15,696  | 17,784  | 12,383  | 14,929  | 14,975  | EBITDA margin                   | 2.6    | -1.1   | 8.5   | 10.7  | 9.9   |
| Total Assets                 | 162,608 | 162,798 | 163,174 | 170,626 | 172,718 | EBIT margin                     | -0.2   | -4.2   | 4.7   | 7.0   | 6.1   |
| Short-term loans             | 148     | 8,846   | 204     | 204     | 9,204   | Normalized profit margin        | -1.0   | -3.9   | 2.4   | 5.9   | 4.4   |
| Account payable              | 36,337  | 25,815  | 25,741  | 24,945  | 28,949  | Net profit margin               | 0.3    | -1.9   | 4.4   | 5.1   | 4.1   |
| Current maturities           | 9,000   | 7,701   | 4,265   | 16,000  | 11,000  | Normalized ROA                  | -1.9   | -6.7   | 3.1   | 6.7   | 5.7   |
| Other current lia.           | 4,045   | 4,467   | 6,000   | 6,000   | 6,000   | Normalize ROE                   | -4.0   | -16.1  | 6.7   | 14.0  | 11.4  |
| Total current lia.           | 49,530  | 46,829  | 36,210  | 47,149  | 55,153  | Normalized ROCE                 | -0.5   | -10.2  | 7.9   | 11.0  | 11.6  |
| Long-term debt               | 33,883  | 44,243  | 49,235  | 40,235  | 29,235  | <b>Risk (x)</b>                 |        |        |       |       |       |
| Other LT liabilities         | 3,668   | 3,822   | 1,851   | 1,851   | 1,851   | D/E                             | 1.15   | 1.40   | 1.15  | 1.10  | 1.00  |
| Total LT liabilities         | 37,551  | 48,065  | 51,086  | 42,086  | 31,086  | Net D/E                         | 1.09   | 1.37   | 1.10  | 1.05  | 0.97  |
| Total liabilities            | 87,081  | 94,894  | 87,296  | 89,235  | 86,239  | Net debt/EBITDA                 | 10.94  | -30.13 | 4.62  | 4.11  | 3.80  |
| Paid-up capital              | 20,434  | 20,434  | 20,434  | 20,434  | 20,434  | <b>Per share data (Bt)</b>      |        |        |       |       |       |
| Share premium                | 28,554  | 28,554  | 28,554  | 28,554  | 28,554  | Reported EPS                    | 0.04   | -0.26  | 0.46  | 0.49  | 0.44  |
| Legal reserve                | 2,048   | 2,048   | 2,048   | 2,048   | 2,048   | EPS - Full Dilution             | 0.04   | -0.26  | 0.46  | 0.49  | 0.44  |
| Unappropriated               | 24,684  | 17,253  | 24,909  | 30,399  | 35,462  | Normalized EPS                  | -0.15  | -0.53  | 0.25  | 0.56  | 0.48  |
| Others                       | -261    | -455    | -140    | -140    | -140    | EBITDA                          | 0.37   | -0.15  | 0.89  | 1.02  | 1.08  |
| Minority Interest            | 68      | 70      | 73      | 96      | 122     | Book value                      | 3.69   | 3.32   | 3.71  | 3.98  | 4.23  |
| Shareholders' equity         | 75,527  | 67,904  | 75,878  | 81,391  | 86,479  | Dividend                        | 0.08   | 0.10   | 0.08  | 0.22  | 0.20  |
|                              |         |         |         |         |         | Par                             | 1.00   | 1.00   | 1.00  | 1.00  | 1.00  |
|                              |         |         |         |         |         | <b>Valuations (x)</b>           |        |        |       |       |       |
|                              |         |         |         |         |         | P/E                             | 116.63 | -18.43 | 10.26 | 9.66  | 10.65 |
|                              |         |         |         |         |         | Norm P/E                        | -32.05 | -8.83  | 18.87 | 8.46  | 9.80  |
|                              |         |         |         |         |         | P/BV                            | 1.28   | 1.42   | 1.27  | 1.19  | 1.12  |
|                              |         |         |         |         |         | EV/EBITDA                       | 17.95  | -50.37 | 8.09  | 7.18  | 6.52  |
|                              |         |         |         |         |         | Dividend yield (%)              | 1.7    | 2.1    | 1.7   | 4.7   | 4.1   |

Source: Company data, FSS research

**บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)**

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

**คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน**

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

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

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

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

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

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

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

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

**IOD (IOD Disclaimer)**

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

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

**การเปิดเผยข้อมูล Anti-corruption Progress Indicator**

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

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