

28 กันยายน 2559

พลังงานและสาธารณูปโภค

BCPG

บมจ. บีซีพีจี

Current	Previous	IPO Price	2016 TP	Exp Return	Anti-corrupt	CGR 2015
--	--	10.00	12.00	20.0 %	--	N/R

## IPO details

ผู้ออกหลักทรัพย์	BCPG
จำนวนหุ้น IPO (ล้านหุ้น)	590.00
ราคาเสนอขาย (บาท)	10.00
มูลค่าหุ้นที่ตราไว้ (บาท)	5.00
วันที่เริ่มทำการซื้อขาย	28 กันยายน 2016
แกนนำการจัดจำหน่าย	FNS, KS, TISCO
ที่ปรึกษาทางการเงิน	FNS, KS, TISCO

## Consolidated earnings

(Bt mn)	2014	2015	2016E	2017E
Normalized profit	1,861	2,086	1,685	2,222
Net profit	1,861	2,084	1,860	2,222
EPS (Bt)-Normalized	5.03	5.64	0.95	1.12
EPS (Bt)	5.07	5.63	0.93	1.12
% growth Y-Y	109.8	12.0	-10.8	19.5
Dividend (Bt)	4.89	6.90	0.37	0.45
BV/share (Bt)	13.08	10.62	7.16	7.83
EV/EBITDA (x)	3.9	3.6	8.7	7.3
PER (x) - Normalized	2.0	1.8	10.6	9.0
PER (x)	2.0	1.8	10.7	9.0
PBV (x)	0.8	0.9	1.4	1.3
Dividend yield (%)	48.9	69.0	3.7	4.5
YE no. of shares (mn)	370	370	1,990	1,990
No. of share-fully diluted	370	370	1,990	1,990
Par (Bt)	10.00	10.00	5.00	5.00

Source: Company data, FSS estimates

**หมายเหตุ :** บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) เป็นผู้จัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่ายหุ้นสามัญของบริษัท บีซีพีจี จำกัด (มหาชน) ที่เสนอขายต่อประชาชนเป็นครั้งแรก

### นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนก่อนตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์

Analyst: Jitra Amorntum

Register No.: 014530

Assistant Analyst: Parinth Nikornkittikosol

Tel: 0-2646-9966

Email: jitra.a@fnsyrus.com

www.fnsyrus.com

## โรงไฟฟ้า Margin สูงกำลังเติบโต

BCPG ดำเนินธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน ซึ่งอยู่ในธุรกิจที่กำลังเติบโต ปัจจุบัน Portfolio ประกอบด้วยโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ทั้งหมด ทำให้ Margin สูงกว่าโรงไฟฟ้าแบบทั่วไป (Conventional) บริษัทมีกำลังการผลิตตามสัญญาประมาณ 138 MW และจะเพิ่มเป็น 239 MW ปี 2018 เราคาดว่าจะเพิ่มเป็น 1,000 MW ในปี 2020 ซึ่งเราเชื่อว่าจะมีความเป็นไปได้ เนื่องจากมีเงินทุนเพียงพอ ประกอบกับนโยบายภาครัฐที่จะสนับสนุนให้เกิดการลงทุนดังกล่าว เราประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธี SOTP เฉพาะโครงการที่ COD แล้ว และโครงการที่มีความเป็นไปได้สูงเท่านั้น ได้มูลค่าพื้นฐาน 12.00 บาท

### เกาะกระแสความต้องการใช้ไฟฟ้าขยายตัว

บริษัทอยู่ในธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน ซึ่งอุตสาหกรรมมีแนวโน้มเติบโตจากทั้งความต้องการใช้ไฟฟ้าในอนาคต และ นโยบายการเพิ่มกำลังการผลิตไฟฟ้าของภาครัฐ โดยในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา (2004-2014) ความต้องการใช้ไฟฟ้าในประเทศเพิ่มจาก 19,326 MW เป็น 26,942 MW (+3.4% CAGR) นอกจากนี้ สนม. ยังประเมินว่าความต้องการใช้ไฟฟ้าสูงสุดช่วง 22 ปีข้างหน้า (2014-2036) จะเพิ่มจาก 27,633 MW เป็น 49,655 MW (+2.7% CAGR) โดยโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนจะเป็นสัดส่วนสูงสุดของกำลังการผลิตที่เกิดขึ้นใหม่

### โรงไฟฟ้าที่กำลังก่อสร้างจะหนุนกำไร 3 ปีข้างหน้าเติบโต 7.3% CAGR

เราคาดว่าจะมีกำไรในช่วง 3 ปีข้างหน้า (2016 - 2018) จะเติบโต +7.3% CAGR ตามกำลังการผลิตไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้น โดยประมาณการของเราเฉพาะโครงการที่ดำเนินการแล้วและโครงการในอนาคตที่มีความเป็นไปได้สูง ซึ่งคาดว่าจะกำลังการผลิตไฟฟ้าตามสัญญาจะเพิ่มขึ้นจาก 118 MW ในปี 2015 เป็น 239 MW ในปี 2018 ทั้งนี้ ปี 2016 เราคาดว่าจะมีกำไรสุทธิลดลงมาที่ 1,860 ล้านบาท -10.8% Y-Y เนื่องจากมีค่าใช้จ่ายสูงขึ้นจากการเข้าไปลงทุนในญี่ปุ่น ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายในการนำหุ้นเข้าตลาด แต่ทั้งนี้บางรายการเป็นค่าใช้จ่ายที่ไม่เกิดขึ้นซ้ำ

### เป้าหมาย 1,000 MW ไม่ไกลเกินเอื้อม เป็น Upside ต่อประมาณการ

นอกจากนี้ BCPG ยังมี Upside จากโครงการในอนาคต ที่เราไม่รวมไว้ในประมาณการ BCPG ตั้งเป้าเพิ่มกำลังการผลิตติดตั้งเป็น 1,000 MW ในปี 2020 โดยเราเชื่อว่า BCPG จะสามารถบรรลุเป้าหมายดังกล่าวได้โดยไม่ต้องเพิ่มทุนหลังจากการ IPO ในครั้งนี้ เนื่องจากมีเงินทุนเพียงพอ ประกอบกับนโยบายของภาครัฐที่สนับสนุนให้เกิดการลงทุน ล่าสุดรัฐบาลญี่ปุ่นมีนโยบายเร่งให้ผู้ได้รับสัญญาซื้อขายไฟฟ้าดำเนินการผลิต ซึ่งเป็นโอกาสแก่ BCPG ในการเข้าซื้อโครงการจากผู้ที่ได้รับสัญญาซื้อขายไฟฟ้าแต่ไม่มีศักยภาพในการพัฒนาโครงการ

### โรงไฟฟ้าใน Portfolio ของบริษัทมี Margin สูง

เนื่องจาก BCPG มีเป้าหมายการลงทุนในโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน ซึ่งมี Margin สูงกว่าโรงไฟฟ้าแบบทั่วไป (Conventional) นอกจากนี้ โรงไฟฟ้าใน Portfolio ยังได้อัตรารับซื้อไฟฟ้าที่สูง ส่วนใหญ่ได้อัตรารับซื้อ Adder 8 บาท/หน่วย (ในประเทศ) และ 32-40 เยน/หน่วย (ญี่ปุ่น) ทำให้อัตราการทำกำไรของ BCPG สูงกว่าคู่แข่งอย่างมีนัยสำคัญ

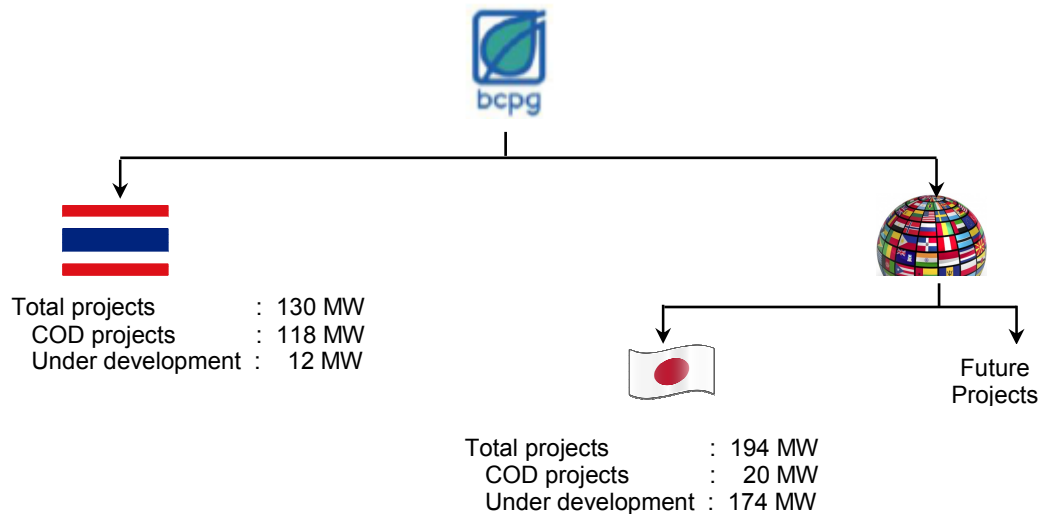
### ประเมินราคาเป้าหมายที่ 12.00 บาท

เราประเมินมูลค่าหุ้นด้วย SOTP โดยคิดมูลค่าเฉพาะโครงการที่ COD แล้ว และโครงการในอนาคตที่มีความเป็นไปได้สูง ได้แก่ โครงการในประเทศทั้งหมดและโครงการที่ 1-7 9-10 และ 15-16 ในญี่ปุ่น ได้ราคาเหมาะสมปี 2016 ที่ 12.00 บาท/หุ้น คิดเป็น Implied PE เพียง 12.8 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมที่ 19.6 เท่า เนื่องจาก BCPG มีอัตราการเติบโตที่ต่ำกว่า ดังนั้น ที่ระดับราคาดังกล่าวจึงมีความเหมาะสม อย่างไรก็ตาม ราคาเป้าหมายของเรายังมี Upside จากโครงการในอนาคตที่ไม่ได้ถูกรวมไว้ในประมาณการ

**ลักษณะการประกอบธุรกิจ**

บริษัท บีซีพีจี จำกัด (มหาชน) (BCPG) ก่อตั้งขึ้นเมื่อเดือน ก.ค. 2015 โดยมี BCP เป็นผู้ถือหุ้น 99.9% และรับ โอนสิทธิทรัพย์สินและกิจการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ทั้งหมดจาก BCP รวมถึงจากบริษัทย่อยของ BCP บริษัท BCPG มีเป้าหมายที่จะลงทุนในโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนรูปแบบต่างๆ เช่น โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ โรงไฟฟ้าชีวมวล โรงไฟฟ้าก๊าซชีวภาพ โรงไฟฟ้าพลังงานลม โรงไฟฟ้าจากเชื้อเพลิงขยะ เป็นต้น โดยตั้งเป้าลงทุนโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนรวมทั้งสิ้น 1,000 เมกะวัตต์ (MW) ภายในปี 2020 ทั้งในและต่างประเทศ ปัจจุบัน BCPG ลงทุนในโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน โดยมีกำลังการผลิตไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ตามสัญญาทั้งในและต่างประเทศรวมทั้งสิ้น 324 MW (กำลังการผลิตติดตั้งรวมประมาณ 418 MW) ดังนี้

1. โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในประเทศไทย มีกำลังผลิตไฟฟ้าตามสัญญารวมทั้งสิ้น 130 MW แบ่งเป็น
  - 118 MW ดำเนินการเชิงพาณิชย์แล้ว มีทั้งหมด 8 โครงการกระจายอยู่ในจ.อุตรดิตถ์ บุรีรัมย์ และชัยภูมิ สัญญาซื้อขายไฟฟ้าเป็นสัญญาประเภท Non-firm มีอายุสัญญา 5 ปี ต่อได้ครั้งละ 5 ปี BCPG มีนโยบายต่ออายุสัญญาจนสิ้นอายุโครงการซึ่งมีอายุประมาณ 25 ปี สัญญาทั้งหมดได้ Adder 8 บาทต่อกิโลวัตต์-ชั่วโมง เป็นเวลา 10 ปีนับจากวันจ่ายไฟฟ้าเข้าระบบเชิงพาณิชย์ หลังจากนั้น บริษัทจะได้รับเป็นอัตราค่าพลังงานไฟฟ้าเท่านั้น
  - 12 MW อยู่ระหว่างการพัฒนา เป็นโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์แบบติดตั้งบนพื้นดินสำหรับสหกรณ์ภาคการเกษตรจำนวน 3 โครงการ เป็นการรับซื้อไฟฟ้าแบบ Feed-in tariff (FiT) 5.66 บาทต่อหน่วย คงที่ตลอดเวลา 25 ปี
2. โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในประเทศญี่ปุ่น มีกำลังผลิตไฟฟ้าตามสัญญารวมทั้งสิ้น 194 MW แบ่งเป็น
  - 20 MW ดำเนินการเชิงพาณิชย์แล้ว มีทั้งหมด 5 โครงการอยู่ในเมืองคาโงชิมะ คумаโมโตะ มียาซากิ และอากิตะ สัญญาซื้อขายไฟฟ้ามีอายุ 20 ปีนับจากวันที่อานมิเตอร์ขายไฟฟ้าครั้งแรก มีอัตรารับซื้อแบบ FiT 40 เยนต่อกิโลวัตต์-ชั่วโมง
  - 174 MW อยู่ระหว่างการพัฒนา

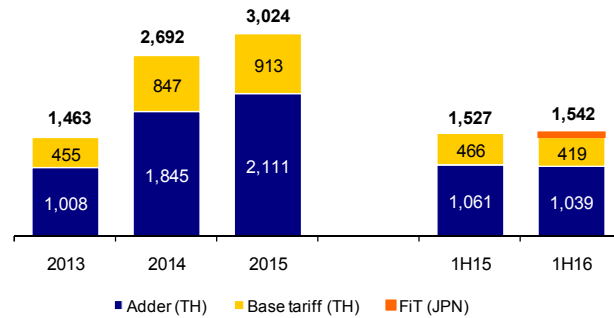


Source: BCPG filing

**โครงสร้างรายได้**

นับตั้งแต่ปี 2013 ถึง 2015 รายได้จากการจำหน่ายไฟฟ้าของ BCPG มาจากกิจการโรงไฟฟ้าในประเทศไทยเท่านั้น โดยในปี 2015 BCPG มีกำลังผลิตไฟฟ้าตามสัญญารวมทั้งสิ้น 118 MW มีรายได้จากการจำหน่ายไฟฟ้ารวม 3,024.2 ล้านบาท รายได้ส่วนใหญ่ประมาณ 70% มาจาก Adder อีกประมาณ 30% มาจากค่าไฟฟ้าพื้นฐานสำหรับ 1H16 บริษัทมีรายได้จากการจำหน่ายไฟฟ้ารวม 1,542.2 ล้านบาท เพิ่มขึ้นจากช่วงเดียวกันของปีก่อน 15.1 ล้านบาท เนื่องจาก BCPG เริ่มรับรู้รายได้จากโรงไฟฟ้าในญี่ปุ่น 4 โครงการรวม 11 MW โดยสัดส่วนรายได้จากโรงไฟฟ้าที่ญี่ปุ่นคิดเป็น 5.5% ส่วนที่เหลือ 94.5% มาจากโรงไฟฟ้าในไทย

**โครงสร้างรายได้ (ล้านบาท)**



Source: BCPG's Pro-forma statements

**ภาวะอุตสาหกรรม**

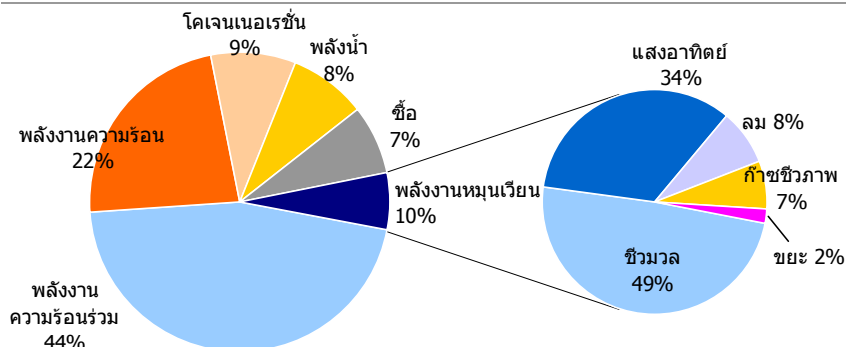
**ภาวะอุตสาหกรรมในไทย**

**ภาครัฐมีแผนเพิ่มสัดส่วนการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนเป็น 20% ในปี 2036 จากปัจจุบัน 10%**

ความต้องการใช้ไฟฟ้าในประเทศไทยเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องตามการขยายตัวของเศรษฐกิจ โดยในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา (ปี 2004 – 2014) ความต้องการใช้ไฟฟ้าเพิ่มขึ้นเฉลี่ย 3.4% ต่อปี จาก 19,326 MW เป็น 26,942 MW สอดคล้องกับการขยายตัวของ GDP ที่เติบโตเฉลี่ย 3.4% ต่อปี ตามแผน PDP 2015 มีการคาดการณ์ว่าความต้องการใช้ไฟฟ้าของประเทศจะเพิ่มสูงขึ้นเป็น 49,655 MW ในปี 2036 หรือเพิ่มขึ้นเฉลี่ย 2.7% ต่อปี จึงต้องมีการจัดสรรกำลังการผลิตไฟฟ้าและกำหนดสัดส่วนเชื้อเพลิงให้เพียงพอกับความต้องการใช้ไฟฟ้า จากสิ้นปี 2014 ที่มีกำลังการผลิตไฟฟ้า 37,612 เมกะวัตต์ (เป็นพลังงานหมุนเวียนเพียง 10%) ตั้งเป้าเพิ่มอีก 32,723 MW เป็น 70,335 MW ในปี 2036 ในจำนวนนี้ภาครัฐต้องการเพิ่มสัดส่วนของพลังงานหมุนเวียนให้เป็น 20%

ในจำนวนกำลังการผลิตสุทธิที่จะเพิ่มอีก 32,723 MW ในระหว่างปี 2015 – 2036 จะมาจากกำลังการผลิตของโรงไฟฟ้าใหม่ 57,459 MW หักล้างกับกำลังการผลิตของโรงไฟฟ้าเก่าที่จะหมดอายุในช่วงดังกล่าว 24,736 MW

**สัดส่วนกำลังการผลิตไฟฟ้าตามสัญญาแบ่งตามประเภทโรงไฟฟ้าและเชื้อเพลิงปี 2014**

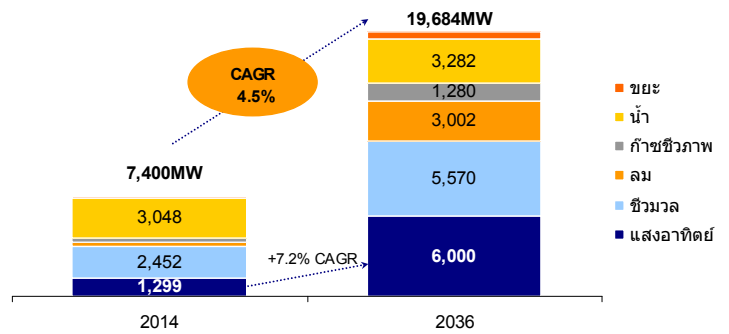


Source: สำนักงานนโยบายและแผนพลังงาน กระทรวงพลังงาน

**โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์จะมีส่วนแบ่งสูงสุดในบรรดาพลังงานหมุนเวียนทั้งหมด**

ตามแผนพัฒนาพลังงานทดแทนและพลังงานทางเลือกปี 2015 – 2036 (AEDP 2015) ที่ตั้งเป้าเพิ่มสัดส่วนการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนให้เป็น 20% (19,684 MW) ในปี 2036 จาก 10% (7,400 MW) ในปี 2014 นั้น โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์จะมีกำลังการผลิตเพิ่มขึ้นสูงที่สุดจาก 1,299 MW ในปี 2014 เป็น 6,000 MW ในปี 2036 (+7.2% CAGR) และมีส่วนแบ่งสูงที่สุดคือ 30% ของพลังงานหมุนเวียนทั้งหมด รองลงมาคือพลังงานชีวมวล (+3.8% CAGR) และพลังงานลม (+12.5% CAGR)

**สัดส่วนการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนตามแผน AEDP 2015**



Source: แผนพัฒนาพลังงานทดแทนและพลังงานทางเลือกปี 2015-2036 (AEDP 2015)

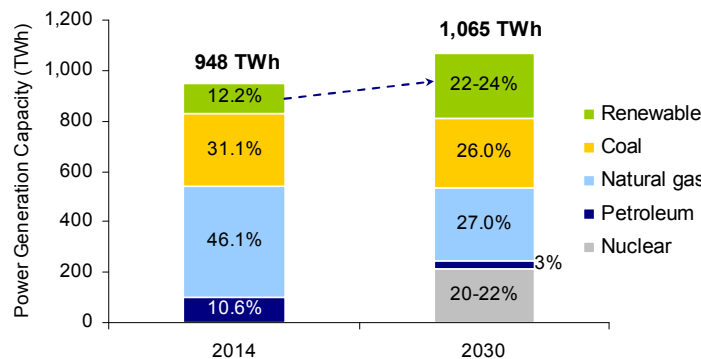
**ภาวะอุตสาหกรรมในญี่ปุ่น**

**ญี่ปุ่นตั้งเป้าเพิ่มสัดส่วนของพลังงานหมุนเวียนเป็น 22-24% ภายในปี 2030**

แผนพลังงานระยะยาวของญี่ปุ่นที่จัดทำโดย METI (Ministry of Economy, Trade and Industry) มีเป้าหมายเพื่อสร้างความมั่นคง สร้างสมดุล และเสถียรภาพทางพลังงานของประเทศ และเพื่อแก้ปัญหาค่าไฟฟ้าในประเทศที่สูงขึ้นมาก (ภาคอุตสาหกรรมต้องจ่ายค่าไฟสูงขึ้น 30% และภาคครัวเรือนจ่ายค่าไฟสูงขึ้น 20%) เพราะต้องพึ่งพาการนำเข้าเชื้อเพลิงจากต่างประเทศ ทดแทนเชื้อเพลิงนิวเคลียร์ หลังญี่ปุ่นปิดโรงไฟฟ้านิวเคลียร์ทั้ง 54 โรงซึ่งเคยผลิตไฟฟ้าได้ 30% หลังเกิดภัยพิบัติกับโรงไฟฟ้านิวเคลียร์ฟูกูชิมะไดอิจิในปี 2011

ตามแผนพลังงานฉบับใหม่ METI วางเป้าหมายเพิ่มสัดส่วนการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนให้เป็น 22-24% ของปริมาณกำลังการผลิตไฟฟ้าทั้งหมดในปี 2030 จากที่มีสัดส่วน 12.2% ในปี 2014

**สัดส่วนการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนในปี 2014 และเป้าหมายในปี 2030**

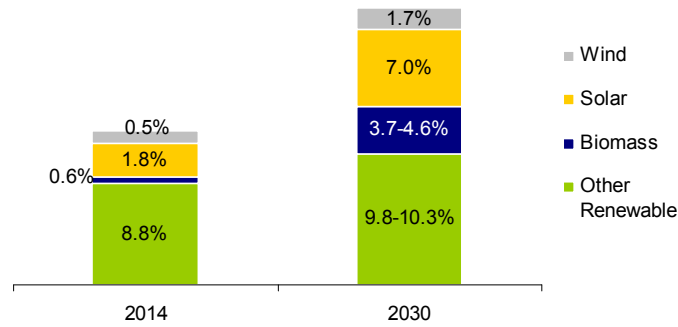


Source: Japan's Electricity Market Reform and Beyond (7-Jul-2015), METI

**ตลาดธุรกิจโรงไฟฟ้าแสงอาทิตย์ที่ญี่ปุ่นยังเปิดกว้างสำหรับผู้ประกอบการไทย**

จากเป้าสัดส่วนการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียน 22-24% ในปี 2030 ประกอบด้วยพลังงานน้ำมากที่สุดประมาณ 8-9% ตามมาด้วยพลังงานแสงอาทิตย์ 7% ชีวมวล 3.7-4.6% และลม 1.7% ขณะที่นโยบาย FIT ที่ญี่ปุ่นประกาศใช้เมื่อเดือน ก.ค. 2012 เป็นมาตรการที่ส่งเสริมการรับซื้อไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนอย่างมาก โดยเฉพาะพลังงานแสงอาทิตย์ที่มีค่า FIT ค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับพลังงานหมุนเวียนอื่น

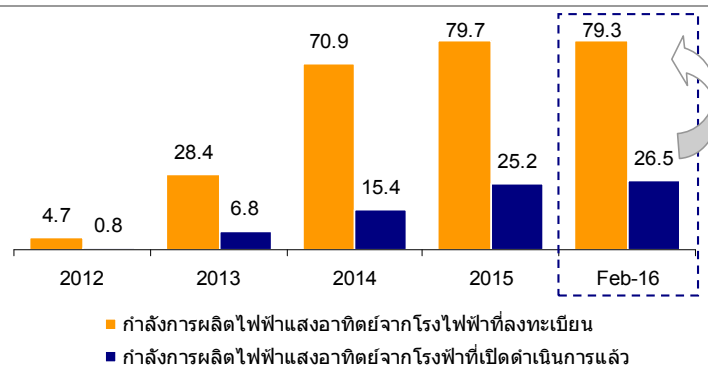
**สัดส่วนการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนตามประเภทเชื้อเพลิงปี 2014 และเป้าหมายในปี 2030**



Source: Japan Renewable Energy Foundation, Long-term Energy Supply and Demand Outlook (July 2015) by METI

และเนื่องจากค่า FIT ที่ค่อนข้างสูงสำหรับการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานแสงอาทิตย์ ทำให้กำลังการผลิตขยายตัวเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว โดยกำลังการผลิตที่ลงทะเบียนเพิ่มขึ้นจาก 5 กิกะวัตต์ (GW) ในปี 2012 เป็น 79 GW ในเดือน ก.พ. 2016 ในขณะที่โรงไฟฟ้าที่เปิดดำเนินการแล้วมีเพียง 27 GW ในเดือน ก.พ. 2016 เพราะข้อจำกัดทางด้านความสามารถของโครงข่ายไฟฟ้าในการรับปริมาณไฟฟ้า และความไม่สมดุลระหว่างปริมาณการผลิตและความต้องการไฟฟ้าในแต่ละพื้นที่ ซึ่งกลายเป็นโอกาสสำหรับผู้ประกอบการไทยอย่าง BCPG ในการซื้อกิจการไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในญี่ปุ่นในอนาคต

**โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่เปิดดำเนินการแล้ว มีจำนวนน้อยมากเมื่อเทียบกับที่ลงทะเบียน**



Source: Japan Renewable Energy Foundation

**ผลการดำเนินงานในอดีต**

เนื่องจากบริษัทมีการปรับโครงสร้างธุรกิจในช่วงเดือน ต.ค - ธ.ค. 2015 โดยได้เข้าซื้อธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ทั้งหมดจาก BCP และ ใน 1Q16 ได้เข้าลงทุนในโครงการโรงไฟฟ้าที่ประเทศญี่ปุ่นกำลังการผลิตไฟฟ้าตามสัญญารวมประมาณ 164 MW (กำลังการผลิตติดตั้งรวมประมาณ 200 MW) ณ ปัจจุบันแบ่งเป็นโครงการที่ดำเนินการแล้วประมาณ 20 MW และโครงการที่อยู่ระหว่างการพัฒนาประมาณ 144 MW และ ใน 2Q16 บริษัทย่อยของ BCPG ได้ลงนาม ในสัญญาซื้อขายสินทรัพย์ (Asset Purchase Agreement) เพื่อซื้อใบอนุญาตและที่ดินที่เกี่ยวข้องกับการพัฒนาโรงไฟฟ้าแสงอาทิตย์ที่ประเทศญี่ปุ่น 2 โครงการ กำลังการผลิตไฟฟ้าตามสัญญารวมประมาณ 30 MW (กำลังการผลิตติดตั้งรวมประมาณ 36 MW) ทั้งนี้ เพื่อให้นักลงทุนเข้าใจธุรกิจและสามารถเปรียบเทียบผล

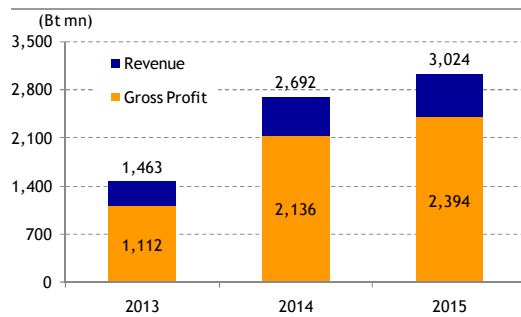
การดำเนินงานและฐานะการเงินในอดีตได้ การวิเคราะห์ผลการดำเนินงานและฐานะการเงินสำหรับปี 2013 – 2015 จะอ้างอิงข้อมูลจากงบการเงินรวมเสมือน

ในช่วงปี 2013 – 2015 บริษัทมีรายได้รวมเท่ากับ 1,473 ล้านบาท 2,720 ล้านบาท และ 3,038 ล้านบาท ตามลำดับ ซึ่งส่วนใหญ่เป็นรายได้จากการขายไฟฟ้า โดยปี 2014 เพิ่มขึ้น 84.6% เนื่องจากโรงไฟฟ้าเฟส 3 สามารถเริ่มจำหน่ายไฟฟ้าได้ และ โรงไฟฟ้าเฟส 2 สามารถจำหน่ายไฟฟ้าได้เต็มปี ประกอบกับในปี 2014 อัตราค่า Ft สูงขึ้น ทำให้อัตราค่าพลังงานไฟฟ้าพื้นฐานเฉลี่ยเพิ่มขึ้น 2.2% ขณะที่ปี 2015 รายได้เพิ่มขึ้น 11.7% เนื่องจากโรงไฟฟ้าเฟส 3 สามารถจำหน่ายไฟฟ้าได้เต็มปี แต่อัตราค่าพลังงานไฟฟ้าพื้นฐานเฉลี่ยลดลง 5.5% ตามค่า Ft จะเห็นว่ารายได้มีความสัมพันธ์กับจำนวนกำลังการผลิตใน Portfolio ของบริษัท ด้านต้นทุนขาย ส่วนใหญ่จะอยู่ในรูปค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายในการบำรุงรักษา โดยมีต้นทุนขายเท่ากับ 351 ล้านบาท 556 ล้านบาท และ 630 ล้านบาท ตามลำดับ เพิ่มขึ้นตามจำนวนโครงการโรงไฟฟ้าที่เริ่มดำเนินการจ่ายไฟฟ้า ทำให้กำไรขั้นต้นปี 2013 – 2015 เท่ากับ 1,112 ล้านบาท 2,136 ล้านบาท และ 2,394 ล้านบาท คิดเป็นอัตรากำไรขั้นต้นเท่ากับ 76.0% 79.4% และ 79.2% ตามลำดับ ส่วนค่าใช้จ่ายในการบริหารปี 2013 – 2015 เท่ากับ 17 ล้านบาท 27 ล้านบาท และ 45 ล้านบาท ซึ่งเป็นสัดส่วนเพียงเล็กน้อยเนื่องจากการบริหารโรงไฟฟ้าแสงอาทิตย์ไม่ต้องใช้บุคลากรมาก ทำให้บริษัทมีกำไรสุทธิปี 2013 – 2015 เท่ากับ 887 ล้านบาท 1,861 ล้านบาท และ 2,084 ล้านบาท คิดเป็นอัตรากำไรสุทธิเท่ากับ 60.2% 68.4% และ 68.6% ตามลำดับ

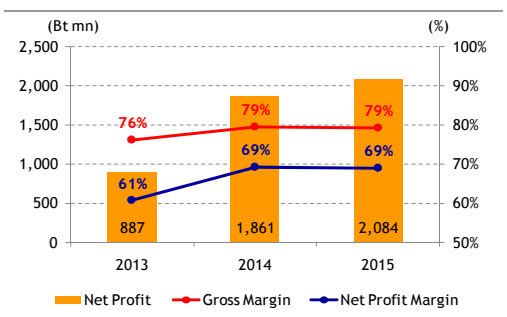
สำหรับช่วง 1H16 บริษัทมีรายได้รวมเท่ากับ 1,709 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 11.3% Y-Y เนื่องจาก 1H16 มีกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน 145 ล้านบาท ขณะที่รายได้จากการขายไฟฟ้าทรงตัว ด้านต้นทุนขายปรับเพิ่มขึ้นเป็น 369 ล้านบาท เนื่องจากค่าเสื่อมราคาเพิ่มสูงขึ้น ทำให้กำไรขั้นต้นเท่ากับ 1,173 ล้านบาท ลดลง 3.8% Y-Y ส่วนค่าใช้จ่ายการบริหารปรับตัวเพิ่มขึ้นมาจาก 15 ล้านบาท เป็น 321 ล้านบาท สาเหตุหลักจากค่าใช้จ่ายพนักงานที่เพิ่มขึ้นเนื่องจากการเข้าไปลงทุนในประเทศญี่ปุ่น และ ค่าที่ปรึกษาเกี่ยวกับการซื้อกิจการในญี่ปุ่นซึ่งเป็นรายการที่ไม่เกิดขึ้นซ้ำ นอกจากนี้ ต้นทุนการเงินเพิ่มขึ้นเป็น 173 ล้านบาท +68.3% Y-Y เนื่องจากการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินและผู้ถือหุ้นในการลงทุนในโครงการโรงไฟฟ้าที่ประเทศญี่ปุ่น ส่งผลให้อัตรากำไรสุทธิเท่ากับ 850 ล้านบาท ลดลง 23.5% Y-Y

สำหรับด้านอัตราส่วนทางการเงิน BCPG มีอัตราส่วนการทำกำไรค่อนข้างสูง โดยปี 2013 – 2015 มี ROE เท่ากับ 20.7% 40.9% และ 47.7% ตามลำดับ ROA เท่ากับ 9.0% 16.8% และ 17.4% ตามลำดับ ขณะที่อัตราส่วนสภาพคล่องมีแนวโน้มลดลงแต่ยังอยู่ในเกณฑ์ดี ปี 2013 – 2015 มี Current ratio เท่ากับ 2.9 เท่า 2.9 เท่า และ 1.8 เท่า ตามลำดับ ด้านโครงสร้างเงินทุนปี 2013 – 2015 มีแนวโน้มอ่อนแอลง D/E ratio เท่ากับ 1.3 เท่า 1.6 เท่า และ 2.0 เท่า ตามลำดับ อย่างไรก็ตาม สัดส่วน D/E ratio ณ มิ.ย. 2016 ปรับตัวดีขึ้นเป็น 1.1 เท่า เนื่องจากส่วนของผู้ถือหุ้นสูงขึ้น จากการเพิ่มทุนจดทะเบียนชำระแล้วจาก 3,700 ล้านบาท ณ ธ.ค. 2015 เป็น 7,000 ล้านบาท

**รายได้ และ กำไรขั้นต้น ปี 2013 – 2015**



**อัตรากำไรขั้นต้น และ กำไรสุทธิ ปี 2013 – 2015**



Source : Company Data

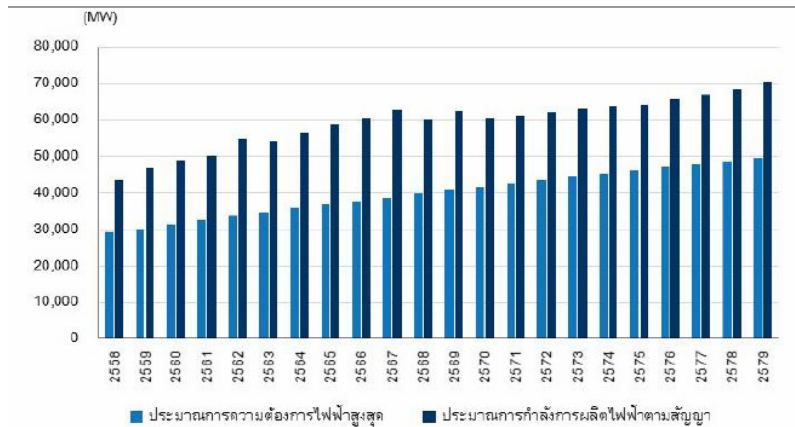
ประเด็นการลงทุนและคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคต

อุตสาหกรรมกำลังขยายตัวตามความต้องการใช้ไฟฟ้า

BCPG อยู่ในอุตสาหกรรมพลังงานและสาธารณูปโภค โดยเป็นผู้ดำเนินการและลงทุนในโรงไฟฟ้าเอกชนรายเล็ก (SPP) และ รายเล็กมาก (VSPP) ซึ่งเป็นอุตสาหกรรมที่มีแนวโน้มเติบโต เนื่องจากความต้องการใช้ไฟฟ้าของประเทศมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องตามการเพิ่มขึ้นของมูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) โดยระหว่างปี 2004 – 2014 ความต้องการใช้ไฟฟ้าของระบบเพิ่มขึ้นจาก 19,326 MW เป็น 26,942 MW หรือคิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี หรือ CAGR ที่ 3.4% และจากประมาณการของสำนักนโยบายและแผนพลังงาน (สนพ.) กระทรวงพลังงาน ได้คาดการณ์ว่า ในปี 2014 – 2036 ความต้องการใช้ไฟฟ้าสูงสุดจะเพิ่มขึ้นจาก 27,633 MW เป็น 49,655 MW หรือคิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี หรือ CAGR ที่ 2.7% นอกจากนี้ เพื่อเป็นการกระจายสัดส่วนการใช้เชื้อเพลิงเพื่อลดความเสี่ยง แผนพัฒนากำลังการผลิตไฟฟ้าของประเทศปี 2015 – 2036 (PDP 2015) จึงกำหนดแนวทางให้โรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนเป็นสัดส่วนสูงสุดของกำลังการผลิตที่จะเกิดขึ้นใหม่ โดยตามแผนพัฒนาพลังงานทดแทนและพลังงานทางเลือกปี 2015-2036 (AEDP 2015) ตั้งเป้าเพิ่มสัดส่วนการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนจากกำลังการผลิตตามสัญญาที่ 7,400 MW เป็น 19,684 MW หรือคิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี หรือ CAGR ที่ 4.5%

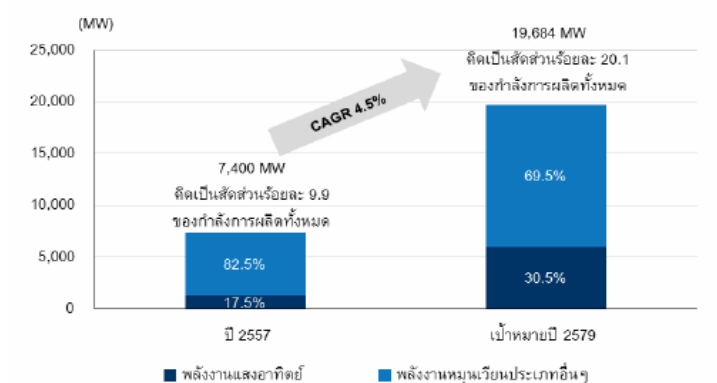
นอกจากนี้ อุตสาหกรรมผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนในประเทศญี่ปุ่นที่ BCPG เข้าไปลงทุนยังมีแนวโน้มเติบโต เนื่องจากอุบัติเหตุโรงไฟฟ้านิวเคลียร์ฟูกูชิมะไดอิจิปี 2011 ทำให้ญี่ปุ่นต้องปิดทดสอบโรงไฟฟ้านิวเคลียร์ที่เหลือ ส่งผลให้ต้องนำเข้าเชื้อเพลิงประเภทอื่นทดแทน ทำให้อัตราค่าไฟฟ้าปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมาก รัฐบาลญี่ปุ่นจึงมีมาตรการพัฒนาแหล่งพลังงานภายในประเทศโดยการส่งเสริมการใช้พลังงานหมุนเวียน

ประมาณการความต้องการใช้ไฟฟ้าสูงสุดและกำลังการผลิตไฟฟ้าตามสัญญาปี 2015 – 2036



Source : Company Data

กำลังการผลิตไฟฟ้าตามสัญญาจากพลังงานหมุนเวียนปี 2014 กับเป้าหมายปี 2036 ตามแผน AEDP 2015



Source : Company Data

**คาดการณ์ 3 ปีข้างหน้าเติบโต 7.3% CAGR จากโรงไฟฟ้าที่กำลังก่อสร้าง**

เรคาดกำไรสุทธิปี 2016-2018 ของ BCPG จะมีอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี หรือ CAGR ที่ 7.3% ต่อปี โดยคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2016 จะลดลง -10.8% Y-Y มาอยู่ที่ 1,860 ล้านบาท สาเหตุจากค่าใช้จ่ายสูงขึ้นจากการเข้าลงทุนในบริษัทลูกที่ญี่ปุ่น ค่าเสื่อมราคา-ต้นทุนการเงินสำหรับโรงไฟฟ้าที่กำลังเริ่มผลิตไฟฟ้า และมีค่าใช้จ่ายสำหรับการนำหุ้นเข้าตลาดซึ่งเป็นรายการที่ไม่เกิดขึ้นซ้ำ ส่วนปีถัดๆไปเรคาดว่าปริมาณจำหน่ายไฟฟ้าที่มากขึ้นตามกำลังการผลิตไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้นจากการ COD ของโรงไฟฟ้าที่กำลังก่อสร้าง และ ต้นทุนการเงินที่ต่ำลง จะทำให้กำไรสุทธิเติบโตขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ทั้งนี้ ประเมินการของเรรวมเฉพาะโครงการโรงไฟฟ้าที่ดำเนินการจ่ายไฟฟ้าแล้ว และโครงการในอนาคตที่มีความเป็นไปได้สูง กล่าวคือ สำหรับโครงการโรงไฟฟ้าที่ประเทศญี่ปุ่นนอกจากต้องมีสัญญาซื้อขายไฟฟ้าแล้ว ต้องมีแนวโน้มที่จะได้รับใบอนุญาตเชื่อมต่อกับระบบสายส่งด้วย โดยโครงการที่รวมอยู่ในประมาณการของเรา ได้แก่

**1. สำหรับโครงการโรงไฟฟ้าในประเทศไทย**

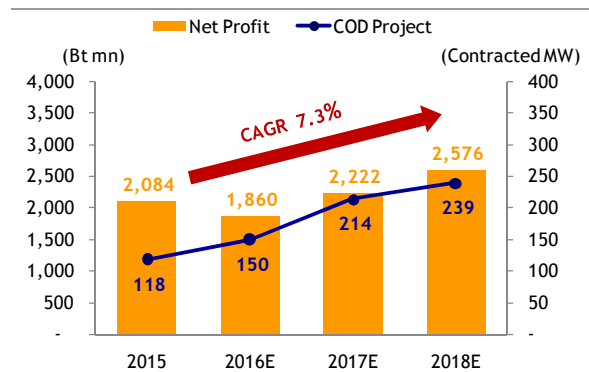
- 1.1 โครงการโรงไฟฟ้าที่ดำเนินการจ่ายไฟฟ้าแล้ว คือ โครงการ BCPG1-2 โครงการ BSE-BNN โครงการ BSE-BPH โครงการ BSE-BRM โครงการ BSE-BRM1 โครงการ BSE-CPM1 โครงการ BSE-NMA และ โครงการ BSE-PRI กำลังการผลิตตามสัญญาประมาณ 118 MW
- 1.2 โครงการโรงไฟฟ้าในอนาคต คือ โครงการที่ร่วมมือกับสหกรณ์การเกษตรวิเศษชัยชาญ โครงการที่ร่วมมือกับสหกรณ์การเกษตรบางปะอิน โครงการที่ร่วมมือกับสหกรณ์การเกษตรพระนครศรีอยุธยา กำลังการผลิตตามสัญญาประมาณ 12 MW

**2. โครงการโรงไฟฟ้าในประเทศญี่ปุ่น**

- 2.1 โครงการโรงไฟฟ้าที่ดำเนินการจ่ายไฟฟ้าแล้ว คือ โครงการที่ 1-5 กำลังการผลิตตามสัญญาประมาณ 20 MW
- 2.2 โครงการโรงไฟฟ้าในอนาคต คือ โครงการที่ 6-7 9-10 และ 15-16 กำลังการผลิตตามสัญญาประมาณ 89 MW

ดังนั้น กำลังการผลิตไฟฟ้าตามสัญญาจะเพิ่มจาก 118 MW ในปี 2015 เป็น 239 MW ในปี 2018

**COD Capacity VS Performance**



Source : Company Data and FSS Estimates



**โครงการโรงไฟฟ้าในมือทั้งหมดที่ดำเนินงานแล้ว และ อยู่ระหว่างพัฒนา**

TYPE	Project	Location	% of investment	Capacity (Contracted MW)	Tariff	PPA (Year)	COD
Operating	BCPG-1	Thailand	BCPG	8	Adder THB8/kWh	10	Aug-11
	BCPG-2			30			Jul-12
	BSE-BNN	Thailand	99.9%	16	Adder THB8/kWh	10	Mar-13
	BSE-BPH	Thailand	99.9%	16	Adder THB8/kWh	10	Apr-13
	BSE-BRM	Thailand	99.9%	8	Adder THB8/kWh	10	Mar-14
	BSE-BRM1	Thailand	99.9%	8	Adder THB8/kWh	10	Apr-14
	BSE-CPM1	Thailand	99.9%	8	Adder THB8/kWh	10	Apr-14
	BSE-NMA	Thailand	99.9%	8	Adder THB8/kWh	10	Apr-14
	BSE-PRI	Thailand	99.9%	16	Adder THB8/kWh	10	Apr-14
	Project-1	Japan	100.0%	0.7	FiT JPY 40/kWh	20	Aug-14
	Project-2	Japan	100.0%	1	FiT JPY 40/kWh	20	Feb-15
	Project-3	Japan	100.0%	0.9	FiT JPY 40/kWh	20	Feb-15
	Project-4	Japan	100.0%	8.1	FiT JPY 40/kWh	20	Aug-15
	Project-5	Japan	100.0%	8.8	FiT JPY 40/kWh	20	Jul-16
Underdevelopment	BSE-PRI-Wiset Chai Chan	Thailand	99.9%	5	FiT THB 5.66/Unit	25	4Q16
	BSE-PRI-Bang pa in	Thailand	99.9%	5	FiT THB 5.66/Unit	25	4Q16
	BSE-PRI-Ayutthaya	Thailand	99.9%	2	FiT THB 5.66/Unit	25	4Q16
	Project-6	Japan	99.9%	10.5	FiT JPY 36/kWh	20	1Q17
	Project-7	Japan	99.9%	20	FiT JPY 36/kWh	20	3Q17
	Project-8	Japan	99.9%	43.6	FiT JPY 36/kWh	20	4Q17
	Project-9	Japan	99.9%	4	FiT JPY 32/kWh	20	1Q17
	Project-10	Japan	99.9%	25	FiT JPY 36/kWh	20	3Q18
	Project-11	Japan	99.9%	24	FiT JPY 36/kWh	20	2-3Q17
	Project-12	Japan	99.9%	3.5	FiT JPY 36/kWh	20	2Q17
	Project-13	Japan	99.9%	8	FiT JPY 36/kWh	20	3Q17
	Project-14	Japan	99.9%	6	FiT JPY 36/kWh	20	3Q17
	Project-15	Japan	99.9%	20	FiT JPY 36/kWh	20	3Q17
	Project-16	Japan	99.9%	10	FiT JPY 32/kWh	20	3Q17

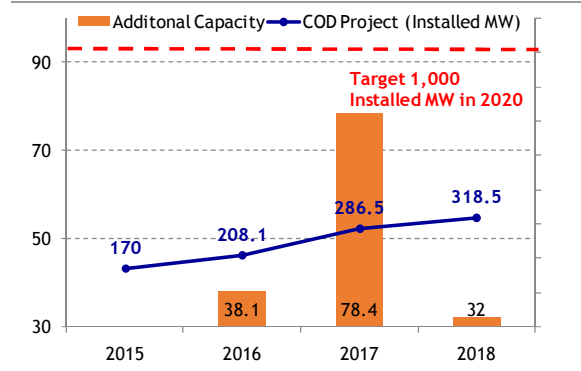
Source : Company Data and FSS Estimates

**เป้าหมาย 1,000 MW ไม่ไกลเกินเอื้อม ช่วยเพิ่ม Upside จากประมาณการ**

ทั้งนี้ BCPG ยังมีเป้าหมายการเพิ่มกำลังการผลิตติดตั้งสู่ระดับ 1,000 MW ภายในปี 2020 ซึ่งหมายถึงการเพิ่มกำลังการผลิตติดตั้งจากปัจจุบันที่ 319 MW (รวมโครงการที่อยู่ระหว่างก่อสร้าง) เป็น 1,000 MW หรือคิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี หรือ CAGR ที่ 33.2% โดยบริษัทมีเงินทุนเพียงพอรองรับการขยายตัวดังกล่าวไว้แล้ว โดยจากประมาณการของเราสิ้นปี 2016 BCPG จะมีเงินสดในมือรวมกว่า 9.5 พันล้านบาท ทำให้ไม่ต้องเพิ่มทุนเพื่อขยายธุรกิจ อีกทั้ง ปัจจุบันบริษัทยังมีโครงการในมือที่อยู่ระหว่างการพัฒนาแล้ว (แต่ไม่รวมอยู่ในประมาณการของเรา เนื่องจากยังอยู่ระหว่างดำเนินการเจรจาข้อสรุปเกี่ยวกับใบอนุญาตเชื่อมต่อการเข้ากับระบบสายส่งไฟฟ้า) อีก 5 โครงการ โดยเป็นโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ทั้งหมด กำลังการผลิตติดตั้งรวม 99 MW มีอัตรารับซื้อค่าไฟฟ้า 36 เยนต่อหน่วย (อย่างไรก็ตาม 1 ใน 5 โครงการดังกล่าวเป็นโครงการที่อยู่ระหว่างข้อพิพาททางกฎหมาย ตรารายละเอียดเพิ่มเติมที่หัวข้อความเสี่ยง) นอกเหนือจากนี้ บริษัทยังเล็งเห็นโอกาสจากการเข้าลงทุนในโครงการ

เริ่มดำเนินการเพียง 26.5 GW ขณะที่มิใบอนุญาตให้ดำเนินการโรงไฟฟ้าถึง 79.3 GW ซึ่งล่าสุดรัฐบาลญี่ปุ่นมีนโยบายหากผู้ที่ได้รับใบอนุญาตให้ดำเนินการโรงไฟฟ้าไม่สามารถพัฒนาโครงการได้ตามเวลาที่กำหนดจะทำให้ใบอนุญาตดังกล่าวสิ้นอายุ ดังนั้น หลังจากนั้นจะเป็นโอกาสแก่ BCPG ในการเข้าลงทุนแทนผู้ที่ได้รับใบอนุญาตเดิมแต่ไม่มีศักยภาพในการพัฒนาโครงการ ซึ่งการเข้าไปลงทุนในประเทศญี่ปุ่นจะได้ประโยชน์จากต้นทุนการเงินที่ต่ำราว 1.5-2.0% มีสัดส่วนหนี้สินต่อทุนสูง 85:15 และมีสิทธิประโยชน์ด้านภาษีจากโครงสร้างการลงทุนแบบจีเค-ทีเค

**กำลังการผลิตติดตั้งสำหรับโครงการที่อยู่ในประมาณการเรา VS เป้าหมายปี 2020**

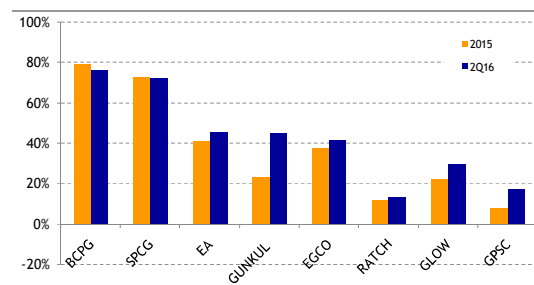


Source : Company Data and FSS Estimates

**Portfolio ประกอบด้วยโรงไฟฟ้าที่ Margin สูง**

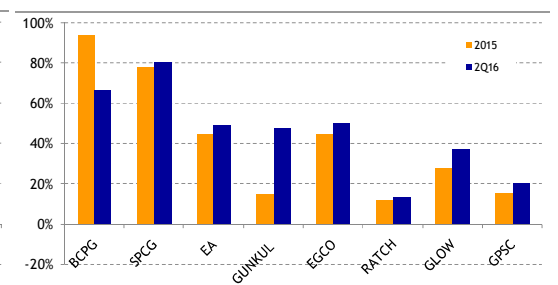
จากการที่ Portfolio ของ BCPG ประกอบด้วยโครงการโรงไฟฟ้าแสงอาทิตย์ทั้งหมด ซึ่งมี Margin สูงกว่าโรงไฟฟ้าแบบทั่วไป (Conventional) นอกจากนี้ ค่าไฟฟ้าสำหรับโครงการโรงไฟฟ้าที่ BCPG เข้าไปดำเนินการ และ เข้าไปลงทุนยังอยู่ในเกณฑ์สูง โดยโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในประเทศที่ดำเนินการแล้วทั้งหมดได้ อัตรารับซื้อค่าไฟฟ้าฐาน บวกส่วนเพิ่ม (Adder) 8.0 บาท/หน่วย ทุกโครงการ ส่วนโครงการโรงไฟฟ้าสหกรณ์ได้อัตรารับซื้อค่าไฟฟ้าคงที่ 5.66 บาทต่อหน่วย ส่วนโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่ดำเนินการแล้วที่ประเทศญี่ปุ่น (โครงการที่ 1-5) และ โครงการในอนาคตที่มีความเป็นไปได้สูง (โครงการที่ 6-7 9-10 และ 15-16) ได้อัตรารับซื้อค่าไฟฟ้าคงที่ 32-40 เยนต่อหน่วย ทำให้ที่ผ่านมา BCPG มีอัตราการทำกำไรที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมอย่างมีนัยสำคัญ

**อัตรากำไรขั้นต้น ปี 2015-2Q16**

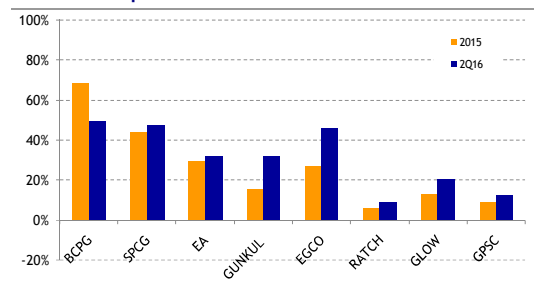


Source : Public Sources and FSS Estimates

**EBITDA Margin ปี 2015-2Q16**

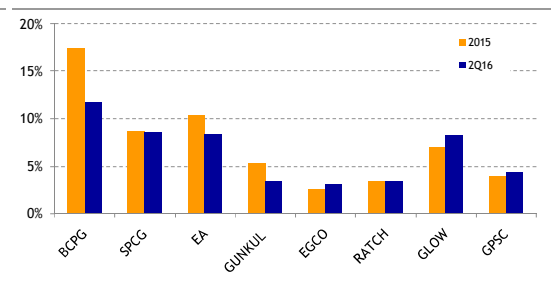


**อัตรากำไรสุทธิ ปี 2015-2Q16**

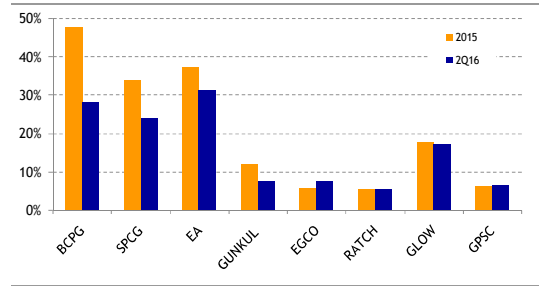


Source : Public Sources and FSS Estimates

**Return on Asset ปี 2015-2Q16**



Return on Equity ปี 2015-2Q16



Source : Public Sources and FSS Estimates

การประเมินมูลค่าหุ้น

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ BCPG ด้วยวิธี Sum of the part (SOTP) แยกตามโครงการโรงไฟฟ้า โดยเราคิดมูลค่าของ BCPG เฉพาะโครงการโรงไฟฟ้าที่ดำเนินการแล้ว และ โครงการในอนาคตที่มีความเป็นไปได้สูง ซึ่งต้องมีสัญญาซื้อขายไฟฟ้าแล้ว และ หากเป็นโครงการในประเทศญี่ปุ่นต้องมีแนวโน้มที่จะได้รับใบอนุญาตเชื่อมต่อกับระบบสายส่งไฟฟ้าด้วย จากนั้นเราคิดมูลค่าปัจจุบันสำหรับส่วนของผู้ถือหุ้น โดยทำประมาณการกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นของโรงไฟฟ้าแต่ละโรงจนครบอายุสัญญา จากนั้นคิดลดหามูลค่าปัจจุบันด้วย Cost of equity ที่ 6.0-8.0% และรวมมูลค่าปัจจุบันของส่วนของผู้ถือหุ้นของทุกโครงการเข้าด้วยกัน **คำนวณได้ราคาเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐานปี 2016 ที่ 12.00 บาท/หุ้น**

ณ ระดับราคาเหมาะสมของเรา คิดเป็น Implied PE ปี 2016 ที่ 12.8 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอุตสาหกรรมอยู่ที่ 19.6 เท่า เนื่องจากการเติบโตเฉลี่ยของกำไรสุทธิของอุตสาหกรรมในช่วง 3 ปีข้างหน้าอยู่ที่ 46% ขณะที่ BCPG มีอัตราการเติบโตเฉลี่ยที่ 8.2% ดังนั้น เราจึงมองว่าราคาเป้าหมายที่ 12.00 บาท/หุ้น มีความสมเหตุสมผล ทั้งนี้ประมาณการของเรายังมี Upside จากโครงการในอนาคตที่เราไม่ได้รวมไว้ในประมาณการ

Peer's valuation and growth

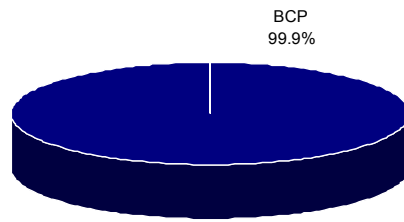
Ticker	Mkt Cap (Bn THB)	EV/EBITDA 2016	EV/EBITDA 2017	P/E 2016	P/E 2017	Growth 2016	Growth 2017	Growth 2018
GPSC	56.19	16.18	13.03	22.20	18.43	18%	18%	24%
RATCH	76.13	11.09	11.49	11.50	10.89	107%	6%	5%
EGCO	105.82	24.18	18.39	12.74	11.09	97%	15%	5%
GLOW	126.90	9.70	9.85	14.53	14.90	5%	-4%	0%
TPCH	7.38	21.38	11.49	31.89	19.89	361%	57%	86%
EA	94.18	16.67	14.21	20.66	16.63	59%	22%	40%
SPCG	20.33	8.30	8.03	8.67	7.47	12%	10%	6%
GUNKUL	34.02	24.94	13.33	34.97	19.11	24%	83%	41%
<b>Average</b>		<b>16.56</b>	<b>12.48</b>	<b>19.65</b>	<b>14.80</b>	<b>86%</b>	<b>26%</b>	<b>26%</b>

Source : FSS estimates and Bloomberg

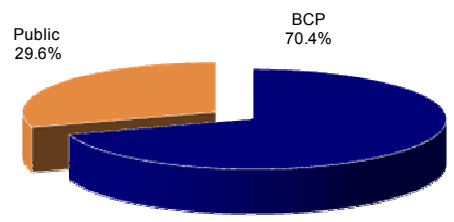
โครงสร้างการถือหุ้น, การเพิ่มทุน และนโยบายการจ่ายเงินปันผล

ก่อน IPO บริษัทมีทุนจดทะเบียนชำระแล้ว 7,000 ล้านบาท แบ่งเป็น 1,400 ล้านหุ้น พาร์ 5 บาท บริษัทมีแผนขายหุ้นเพิ่มทุนให้กับประชาชนในครั้งนี้ 590 ล้านหุ้น (พาร์ 5 บาท) (คิดเป็นประมาณ 29.6% ของจำนวนหุ้นที่ออกและเรียกชำระแล้วหลัง IPO) แบ่งเป็น Pre-emptive rights ไม่เกิน 68.85 ล้านหุ้นขายให้กับผู้ถือหุ้นของ BCP และเสนอขายต่อประชาชนทั่วไป (IPO) ประมาณ 521.15 ล้านหุ้น โดยภายหลัง IPO บริษัทจะมีทุนจดทะเบียนชำระแล้วเพิ่มขึ้นเป็น 9,950 ล้านบาท แบ่งเป็น 1,990 ล้านหุ้น (พาร์ 5 บาท)

**โครงสร้างผู้ถือหุ้น Pre IPO**



**Post IPO**



Source: BCPG

**นโยบายการจ่ายเงินปันผล**

บริษัทมีนโยบายการจ่ายเงินปันผลไม่ต่ำกว่า 40% ของกำไรสุทธิในงบการเงินเฉพาะกิจการ หลังหักสำรองตามกฎหมายกำหนด รวมถึงเงินสำรองอื่นๆ (ถ้ามี)

**ปัจจัยความเสี่ยง**

**ความเสี่ยงจากการหยุดชะงักการดำเนินงาน**

การดำเนินงานของบริษัทอาจหยุดชะงักกรณีเกิดภัยพิบัติทางธรรมชาติ เกิดเหตุขัดข้องของระบบไฟฟ้า พายุ อัดศึภัย น้ำท่วม จากบทเรียนในปี 2011 ที่เกิดน้ำท่วมใหญ่ที่ อ.บางปะอิน จ.อยุธยา ส่งผลให้โรงไฟฟ้าของบริษัทต้องหยุดดำเนินการชั่วคราวประมาณ 7 เดือน บริษัทได้ก่อสร้างคั่นกันคอนกรีตป้องกันน้ำท่วม ว่าจ้างผู้เชี่ยวชาญศึกษาทิศทางของน้ำท่วม ได้ทำประกันภัยคุ้มครองความเสียหายต่อทรัพย์สิน ประกันภัยธุรกิจหยุดชะงัก รวมถึงประกันภัยความรับผิดชอบต่อบุคคลภายนอก

**ความเสี่ยงจากที่มาของเอกสารสิทธิ น.ส. 3ก ของ BSE-BRM1**

โรงไฟฟ้าแสงอาทิตย์ของ BSE-BRM1 (บจ.บางจากโซลาร์เอ็นเนอร์ยี บุรีรัมย์1) กำลังการผลิต 8 MW ซึ่งเริ่มดำเนินการเชิงพาณิชย์ 11 เม.ย. 2014 ตั้งอยู่บนที่ดินซึ่งมีเอกสารสิทธิเป็น น.ส. 3ก จำนวน 3 แปลง ซึ่งในขั้นตอนการตรวจสอบความถูกต้องของกระบวนการออกเอกสารสิทธิ น.ส. 3ก ของที่ดินดังกล่าว ไม่สามารถสืบค้นที่มาของเอกสารสิทธิ น.ส. 3ก สำหรับที่ดินจำนวน 1 แปลงได้ หากในอนาคตปรากฏข้อเท็จจริงเพิ่มเติมที่มีผลกระทบทางลบทำให้ BSE-BRM1 ไม่สามารถใช้ประโยชน์จากที่ดินดังกล่าวได้ อาจกระทบรายได้และกำไรของบริษัท อย่างไรก็ตาม จากบทวิเคราะห์ทางกฎหมาย แม้มีความไม่ชัดเจนเกี่ยวกับที่มาของเอกสารแสดงการครอบครอง (สค.1) ที่ใช้ประกอบในการออกเอกสารสิทธิ น.ส.3ก แต่ไม่ได้หมายความว่า เอกสารสิทธิ น.ส.3ก จะมีการออกโดยมิชอบตามกฎหมาย และ ข้อมูลเท่าที่สามารถตรวจสอบได้ไม่ได้กระทบต่อความสมบูรณ์ของ น.ส.3ก ฉบับดังกล่าว จากงบการเงินงวด 1H16 รายได้จากโรงไฟฟ้าแสงอาทิตย์ของ BSE-BRM1 คิดเป็น 6.3% ของรายได้รวมของบริษัท และมีกำไรสุทธิ 10.8% ของกำไรสุทธิรวม ส่วนที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์มีสัดส่วน 3.8% ของสินทรัพย์รวม

**ความเสี่ยงจากการพัฒนาโรงไฟฟ้าในญี่ปุ่นไม่เป็นไปตามแผนที่วางไว้**

การดำเนินโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในญี่ปุ่นขึ้นอยู่กับหลายปัจจัย เช่น การขอใบอนุญาต การขออนุญาตเชื่อมโยงกับโครงข่ายไฟฟ้า (Grid connection) การจัดหาที่ดิน การจัดหาแหล่งเงินทุน เป็นต้น หากบริษัทไม่สามารถดำเนินการตามที่วางแผนไว้ จะส่งผลให้การเปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ต้องล่าช้าออกไป ผลตอบแทนจากการลงทุนอาจไม่ได้ตามคาดหวัง เป็นต้น บริษัทได้จำกัดความเสี่ยงดังกล่าวโดยคัดเลือกพันธมิตรที่มีประสบการณ์และเชื่อถือได้ จัดหาที่ปรึกษาด้านต่างๆ ทั้งด้านเทคนิค กฎหมาย ทางการเงิน เป็นต้น และมีการวิเคราะห์ Sensitivity analysis ของโครงการอย่างละเอียดให้ครอบคลุมกรณี Worst case

### ความเสี่ยงจากการบริหารโรงไฟฟ้าในญี่ปุ่น

การลงทุนในโรงไฟฟ้าในญี่ปุ่นของบริษัทเป็นการลงทุนแบบจี้เค-ทีเค ซึ่งบริษัทจะไม่มีส่วนร่วมในการบริหารหรือดำเนินกิจการโรงไฟฟ้า (Silent investor) แต่จะได้รับส่วนแบ่งกำไรจากกิจการ โดยผู้ดำเนินการ (Operator) จะทำหน้าที่เป็นผู้บริหารงานตามที่กำหนดในสัญญาลงทุน และ Operator อาจเข้าทำสัญญาบริหารจัดการทรัพย์สินกับ Asset Management Company ให้บริหารจัดการโรงไฟฟ้า ทำให้บริษัทมีความเสี่ยงจากการพึ่งพา Asset Management Company อย่างไรก็ตาม ภายใต้โครงสร้างแบบจี้เค-ทีเค บริษัทมีสิทธิตามกฎหมายในการตรวจสอบการทำงานของ Operator และสิทธิในการคัดค้านการตัดสินใจเกี่ยวกับการประกอบธุรกิจ

### ความเสี่ยงจากการมีข้อพิพาททางกฎหมาย

ใน 1Q16 บริษัทได้ซื้อกิจการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในญี่ปุ่น 14 โครงการจากผู้ถือหุ้นเดิม หากโครงการดังกล่าวมีข้อพิพาททางกฎหมายใดๆ ที่อยู่ระหว่างการฟ้องร้อง ที่บริษัทไม่รู้ บริษัทอาจถูกฟ้องร้องดำเนินคดีและมีภาระต้องชดเชยค่าเสียหายจากโครงการดังกล่าว อย่างไรก็ตาม ตามเงื่อนไขในสัญญาซื้อขายกิจการ ผู้ขายได้ให้คำรับรองว่าหากมีการฟ้องร้องดำเนินคดีเกิดขึ้น บริษัทจะสามารถเรียกร้องค่าชดเชยความเสียหายจากผู้ขายได้

### ความเสี่ยงจากการถูกยกเลิกการซื้อกิจการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในญี่ปุ่นจากกลุ่ม SunEdison

เมื่อวันที่ 29 ม.ค. 2016 บริษัทได้ลงนามในสัญญาซื้อขายหุ้นกับ SunEdison International LLC (SEI) และ SunEdison Energy Holding (Singapore) (SHE) เพื่อซื้อหุ้นทั้งหมดใน BCPGJ และหุ้นทั้งหมดใน Greenergy Holdings และ Greenergy Power เพื่อลงทุนในโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในญี่ปุ่น 14 โครงการ หนึ่งในโครงการดังกล่าวซึ่งคือโครงการที่ 8 มีข้อพิพาททางกฎหมาย โดยโจทก์อ้างว่ามีกรรมสิทธิ์เหนือโครงการดังกล่าวและเรียกร้องค่าเสียหายประมาณ 2.2 พันล้านเยน หรือประมาณ 761 ล้านบาท และเบี้ยปรับล่าช้า 6% ต่อปี คิดเป็นประมาณ 4.4% ของสินทรัพย์รวมของบริษัท การดำเนินคดีอาจทำให้บริษัทมีค่าใช้จ่ายสูงขึ้นในการต่อสู้คดีความหรืออาจต้องชดเชยค่าเสียหายหากศาลตัดสินให้โจทก์ชนะคดี

และหลังจากที่บริษัทได้ลงนามเข้าซื้อหุ้นกับ SEI และ SHE ต่อมากลุ่ม SunEdison รวมถึง SEI ได้ยื่นคำร้องต่อศาลล้มละลายในสหรัฐฯ ขอเข้ากระบวนการฟื้นฟูกิจการ (Chapter 11) ซึ่งทำให้ SEI สามารถใช้สิทธิยกเลิกธุรกรรมที่สร้างขึ้นภายใน 90 วันก่อนยื่นคำร้องได้ หากปรากฏว่าเป็นธุรกรรมที่สร้างขึ้นเพื่อให้บริษัทได้เปรียบเจ้าหน้าที่รายอื่น ดังนั้น บริษัทจึงมีความเสี่ยงจากการถูกยกเลิกการซื้อกิจการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในญี่ปุ่นจาก SEI อย่างไรก็ดี บริษัทเชื่อว่าความเสี่ยงดังกล่าวมีจำกัด

### ความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยน

บริษัทมีความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยอย่างมีนัยสำคัญและความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน อย่างไรก็ตาม บริษัทมีการตั้งคณะกรรมการบริหารความเสี่ยงทั้งองค์กรเพื่อดูแลและให้คำแนะนำในการบริหารจัดการความเสี่ยงต่างๆ รวมถึงความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยนเพื่อให้อยู่ในระดับที่ยอมรับได้

Income Statement (Consolidated)					
(Bt mn)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Revenue	2,692	3,024	3,276	4,096	4,935
Cost of sales	556	630	806	1,170	1,529
Gross profit	2,136	2,394	2,471	2,927	3,406
SG&A costs	27	45	412	326	450
Operating profit	2,109	2,349	2,059	2,600	2,956
Other income	28	14	0	0	0
EBIT	2,137	2,363	2,059	2,600	2,956
EBITDA	2,566	2,840	2,674	3,468	4,059
Interest charge	272	266	362	347	287
Tax on income	4	11	11	30	91
Earnings after tax	1,861	2,084	1,861	2,224	2,578
Minority interests	0	0	-1	-2	-2
Net profit	1,861	2,084	1,860	2,222	2,576
Extraordinary items	0	-2	175	0	0
Normalized Profit	1,861	2,086	1,685	2,222	2,576

Cash Flow Statement (Consolidated)					
(Bt mn)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Net Profit	1,861	2,084	1,861	2,224	2,578
Depreciation etc.	429	477	616	868	1,103
Change in working capital	-311	116	-1,117	-120	-122
Other CF from operations	486	204	187	347	287
Cash flow from operations	2,465	2,881	1,547	3,319	3,846
Capital expenditure	3,456	-532	6,500	4,200	1,000
Other CF from investing	121	-59	0	0	0
Cash flow from investing	-3,577	591	-6,500	-4,200	-1,000
Free cash flow	-1,112	3,472	-4,953	-881	2,846
Net borrowings	2,082	279	5,485	-1,613	-1,613
Equity capital raised	464	41	9,200	0	0
Dividends paid	-1,810	-2,552	-744	-889	-1,031
Others CF from financing	-270	-335	83	-349	-289
Cash flow from financing	466	-2,567	14,024	-2,850	-2,932
Other adjustments	0	-339	-270	2	2
Net change in cash	-646	566	8,801	-3,729	-84

Balance Sheet (Consolidated)					
(Bt mn)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Cash	409	975	9,776	6,046	5,962
ST investment	608	0	0	0	0
Accounts receivable	531	441	478	597	720
Inventory	0	0	0	0	0
Other current assets	29	15	15	15	15
Total current assets	1,577	1,431	10,268	6,659	6,697
Plant, property & equipment	10,656	10,220	16,104	19,437	19,333
Other assets	21	20	1,100	1,100	1,100
Total assets	12,254	11,671	27,473	27,195	27,130
Short-term loans	0	210	210	210	210
Accounts payable	0	0	0	0	0
Current maturities	437	446	1,613	1,613	1,613
Other current liabilities	110	146	146	146	146
Total current liabilities	547	802	1,969	1,969	1,969
Long-term debt	6,879	6,939	11,257	9,644	8,031
Other non-current liab.	25	0	0	0	0
Total non-current liab.	6,904	6,939	11,257	9,644	8,031
Total liabilities	7,451	7,741	13,226	11,613	10,000
Paid up capital	3,700	3,700	9,950	9,950	9,950
Share premium	0	41	2,991	2,991	2,991
Unappropriated	1,103	189	1,305	2,638	4,184
Others	0	0	0	0	0
Minority Interests	0	0	1	3	5
Shareholders' equity	4,803	3,930	14,247	15,582	17,130

Important Ratios (Consolidated)					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>Growth (%)</b>					
Sales	84.0	12.3	8.3	25.0	20.5
EBITDA	132.0	10.7	-5.8	29.7	17.0
Net profit	109.8	12.0	-10.8	19.5	16.0
Normalized profit	109.8	12.1	-9.6	17.9	16.0
<b>Profitability Ratios (%)</b>					
Gross profit margin	79.3	79.2	75.4	71.4	69.0
EBITDA margin	95.3	93.9	81.6	84.7	82.2
EBIT margin	79.4	78.1	62.8	63.5	59.9
Normalized profit margin	69.1	69.0	51.4	54.2	52.2
Net profit margin	69.1	68.9	56.8	54.2	52.2
Normalized ROA	15.2	17.9	6.1	8.2	9.5
Normalize ROE	38.7	53.1	11.8	14.3	15.0
Normalized ROCE	18.3	21.7	8.1	10.3	11.7
<b>Risk (x)</b>					
D/E	1.55	1.97	0.93	0.75	0.58
Net D/E	1.34	1.72	0.24	0.36	0.24
Net debt/EBITDA	2.51	2.38	1.29	1.61	0.99
<b>Per share data (Bt)</b>					
EPS - Reported	5.07	5.63	0.93	1.12	1.29
EPS - Normalized	5.07	5.63	0.93	1.12	1.29
EBITDA	5.03	5.64	0.95	1.12	1.29
FCF	6.94	7.68	1.34	1.74	2.04
Book value	13.08	10.62	7.16	7.83	8.61
Dividend	4.89	6.90	0.37	0.45	0.52
Par	10.00	10.00	5.00	5.00	5.00
<b>Valuations (x)</b>					
P/E	2.0	1.8	10.7	9.0	7.7
P/E - Normalized	2.0	1.8	10.6	9.0	7.7
P/BV	0.8	0.9	1.4	1.3	1.2
EV/EBTDA	3.9	3.6	8.7	7.3	5.9
Dividend yield (%)	48.9	69.0	3.7	4.5	5.2

Source: Company data, FSS research

**บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)**

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

**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 บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ลงทุน 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 และเป็นข้อมูลที่สามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟิลินเซีย ไชรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

**การเปิดเผยข้อมูล Anti-corruption Progress Indicator**

ระดับ 5	Extended	ขยายผลสู่ผู้ที่เกี่ยวข้อง	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 แต่ไม่ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วมโครงการ 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)