

22 ธันวาคม 2559

MAI

AMA

บมจ. อามา มารีน

Current	Previous	IPO Price	2017 Target	Exp Return	Support	Resistance
--	--	9.99	15.10	51%	--	--

IPO details

ผู้ออกหลักทรัพย์	AMA
จำนวนหุ้น IPO (ล้านหุ้น)	108 ล้านหุ้น
ราคาเสนอขาย (บาท)	9.99
มูลค่าหุ้นที่ตราไว้ (บาท)	0.50
ระยะเวลาจองซื้อ	8-14 ธ.ค. 16
วันที่เริ่มทำการซื้อขาย	22 ธ.ค. 16
ที่ปรึกษาทางการเงิน	บริษัท เซจ แคปปิตอล จำกัด
การจัดจำหน่าย	บมจ. เคจีไอ (ประเทศไทย)

Consolidated earnings

(Bt mn)	2014	2015	2016E	2017E
Normalized profit	85	130	159	282
Net profit	85	130	159	282
EPS (Bt)-Norm	0.39	0.59	0.37	0.65
EPS (Bt)	0.39	0.59	0.37	0.65
% EPS growth	318.63	52.36	-37.74	77.74
Dividend (Bt)	0.01	0.13	0.00	0.26
BV/share (Bt)	1.83	2.28	4.03	4.43
EV/EBITDA (x)	15.2	9.1	10.6	6.5
PER (x) - Norm	25.7	16.9	27.1	15.3
PER (x)	25.7	16.9	27.1	15.3
PBV(x)	5.5	4.4	2.5	2.3
Dividend yield (%)	0.1	1.3	0.0	2.6
No. of shares- full dilution	220	220	432	432
Par (Bt)	0.50	0.50	0.50	0.50

Source: Company data, FSS estimates

หมายเหตุ : บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) เป็นผู้ร่วมจัดจำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัท อามา มารีน จำกัด (มหาชน) ที่เสนอขายต่อประชาชนเป็นครั้งแรก

นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนก่อนตัดสินใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์

Analyst: Natapon Khamthakrue
 Register No.: 026637
 Tel: 0-2646-9820
 Email: natapon.k@fnsyrus.com

www.fnsyrus.com

AMA เติบโตอย่างมั่นคงด้วยพันธมิตรที่แข็งแกร่ง

AMA ผู้ให้บริการขนส่งสินค้าทางเรือและรถ สินค้าที่ขนส่งทางเรือส่วนใหญ่คือ น้ำมันปาล์ม ให้กับผู้ผลิตรายใหญ่ของโลกจากมาเลเซียและอินโดนีเซีย ไปยังประเทศต่างๆ ในภูมิภาคเอเชีย ส่วนธุรกิจขนส่งทางรถ ดำเนินการผ่านบริษัทย่อย AMAL (ถือหุ้น 100%) ส่วนใหญ่เป็นการขนส่งน้ำมันเชื้อเพลิงให้กับ PTG แม้ว่าภาวะอุตสาหกรรมทั้งปริมาณนำเข้า-ส่งออกน้ำมันปาล์มทั่วโลก และปริมาณการใช้น้ำมันเชื้อเพลิงในประเทศจะเติบโตไม่สูงเพียง 3-5% ต่อปี แต่ด้วยกลยุทธ์การค้าเงินธุรกิจเชิงรุกของ AMA โดยการขยายกองเรือและรถกว่าเท่าตัวในปี 2017-2018 เพื่อรองรับความต้องการของลูกค้า และเพิ่มศักยภาพในการขนส่งสินค้าประเภทสารเคมีที่อันตรายไม่สูง รวมถึงการเพิ่มเส้นทางขนส่งสินค้าขากลับของทั้งเรือและรถเพื่อลดจำนวนเที่ยวเปล่า ทำให้คาดว่ากำไรสุทธิปี 2017-2018 จะเติบโตเฉลี่ยสูงถึง 45% ต่อปี ขณะที่ ฐานะทางการเงินแข็งแกร่ง โดยคาดว่าจะมีสถานะเป็นเงินสดสุทธิหลัง IPO ส่วน ROE คาดว่าจะฟื้นกลับมาขึ้นเหนือระดับ 20% ตั้งแต่ปี 2018 เป็นต้นไป ประเมินมูลค่าที่เหมาะสมปี 2017 ได้เท่ากับ 15.10 บาท อิง PEG ของกลุ่มโลจิสติกส์ในประเทศที่ 0.5 เท่า

AMA ผู้ขนส่งสินค้าทางเรือและรถที่มีศักยภาพการเติบโตสูง

AMA ดำเนินธุรกิจให้บริการขนส่งสินค้าทางเรือและรถที่มีสินทรัพย์เป็นของตัวเอง โดย ณ 1H16 มีเรือทั้งสิ้น 7 ลำ และรถบรรทุกน้ำมัน 80 คัน ขนส่งน้ำมันปาล์มและสารเคมีอันตรายไม่สูงทางเรือ ให้กับผู้ผลิตรายใหญ่ของโลกในมาเลเซียและอินโดนีเซียไปยังประเทศต่างๆ ในภูมิภาคเอเชีย ส่วนการขนส่งทางรถ เป็นการขนส่งน้ำมันดีเซล B100 และน้ำมันเชื้อเพลิงในประเทศ ซึ่งเกือบทั้งหมดคือการขนส่งให้กลุ่ม PTG (ถือหุ้น AMA ก่อน IPO อยู่ 32.01%) โดยใน 1H16 มีสัดส่วนรายได้จากธุรกิจขนส่งทางเรือ 72% และขนส่งทางรถ 28% ของรายได้รวม

ภาวะอุตสาหกรรมน้ำมันปาล์มโลกและน้ำมันเชื้อเพลิงในประเทศเติบโตต่อเนื่อง ปริมาณการนำเข้า-ส่งออกน้ำมันปาล์มทั่วโลกเติบโตใกล้เคียงกับ GDP ของโลกที่ประมาณ 3% ต่อปี ส่วนปริมาณการใช้น้ำมันเชื้อเพลิงในประเทศเติบโตเฉลี่ย 5% ต่อปี แม้การเติบโตจะไม่สูง แต่ด้วยความที่ทั้ง 2 อุตสาหกรรมถือเป็นสินค้าจำเป็น การเติบโตที่ต่อเนื่องและมั่นคง จึงเหมือนเป็นการการันตีอัตราเติบโตขั้นต่ำให้กับผู้ขนส่งสินค้าดังกล่าว ซึ่งในส่วนของอุตสาหกรรมการขนส่งน้ำมันปาล์มและน้ำมันเชื้อเพลิงโดยตรง เราคาดว่าจะโตได้ไม่ต่ำกว่า 10% ต่อปี เพราะมีจุดเด่นตรงที่มีคู่แข่งน้อยราย และผู้ประกอบการสามารถขนส่งสินค้าขากลับชนิดอื่นที่ไม่กระทบสินค้าหลักได้

ขยายธุรกิจเชิงรุก เพื่อเพิ่มศักยภาพการเติบโตในระยะยาว

AMA มีแผนขยายกองเรือที่มีขนาดใหญ่ขึ้น เพื่อเพิ่มน้ำหนักการขนส่งและเส้นทางระยะไกล ควบคู่ไปกับการเพิ่มจำนวนรถบรรทุกน้ำมันในช่วง 2 ปีข้างหน้า เรามองว่าน้ำหนักบรรทุกของเรือและรถรวมกันที่เพิ่มกว่าเท่าตัว นอกจากจะช่วยรักษาฐานลูกค้าเดิมไว้ได้แล้ว ยังเพิ่มโอกาสในการขนส่งสินค้าใหม่หรือสินค้าขากลับเพื่อลดเที่ยวเปล่า ซึ่งจะช่วยเพิ่มอัตรากำไรได้อย่างมีนัยสำคัญ พร้อมไปกับผลของ Economy of scale จากการใช้ต้นทุนคงที่ ซึ่งเราคาดว่าจะอยู่ที่ราว 40% ของต้นทุนรวม จึงคาดว่ากำไรสุทธิในปี 2017-2018 จะเติบโตโดดเด่นในอัตราเฉลี่ย 48% ต่อปี

ประเมินมูลค่าเหมาะสมปี 2017 ที่ 15.10 บาท อิง PEG ที่ 0.5 เท่า

เราประเมินมูลค่าที่เหมาะสมโดยอิง PEG เฉลี่ยของ JWD WICE ATP30 และ PTG ที่ 0.5 เท่า คิดเป็น Implied PE ที่ 23 เท่า อิงกำไรต่อหุ้นปี 2017 ที่ 0.65 บาท/หุ้น ได้ราคาที่เหมาะสมเท่ากับ 15.10 บาท

ลักษณะการประกอบธุรกิจ

บริษัท อาม่า มารีน จำกัด (มหาชน) หรือ AMA เป็นผู้ให้บริการขนส่งสินค้าทางเรือและรถ โดยสินค้าที่ขนส่งทางเรือหลักๆคือ สินค้าเหลว ซึ่งส่วนใหญ่เป็นน้ำมันปาล์มและน้ำมันพืช โดยเส้นทางขนส่งสำคัญยังอยู่ในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ แต่มีแผนที่จะขยายไปยังเอเชียตะวันออกและเอเชียใต้มากขึ้น

ส่วนการให้บริการขนส่งทางรถดำเนินการโดยบริษัท เอ็ม เอ โลจิสติกส์ จำกัด (AMAL) (ถือหุ้น 100%) เพื่อขนส่งน้ำมันเชื้อเพลิงและไบโอดีเซล B100 ในประเทศ และมีแผนที่จะขนส่งสินค้าประเภทอื่นเช่น ผลิตภัณฑ์น้ำมันปาล์มและเอทานอล โดย ณ 1H16 สัดส่วนของรายได้จากบริการขนส่งทางเรือคิดเป็น 72% ของรายได้รวม ส่วนรายได้จากบริการขนส่งทางรถคิดเป็น 28% ของรายได้รวม

ผลิตภัณฑ์และบริการของ AMA

ธุรกิจขนส่งทางเรือ

AMA ให้บริการขนส่งน้ำมันพืชโดยเฉพาะน้ำมันปาล์มเป็นหลัก ซึ่งจะขนส่งสินค้าจากผู้ผลิตรายใหญ่ของโลกในมาเลเซียและอินโดนีเซีย เพื่อไปส่งให้กับประเทศผู้นำเข้าแถบเอเชียตะวันออกเฉียงใต้เช่น พม่า เวียดนาม และฟิลิปปินส์ โดยรูปแบบการขนส่งจะเป็นลักษณะรายเที่ยวหรือ Voyage Charter ที่ AMA จะเป็นผู้รับผิดชอบค่าขนส่งสินค้าทั้งหมด ซึ่งเส้นทางที่ให้บริการปัจจุบันมี 4 เส้นทางคือ

- เส้นทางเมียนมา รับสินค้าจากฝั่งตะวันตกของมาเลเซียและอินโดนีเซียไปส่งที่ย่างกุ้งในเมียนมา
- เส้นทางเวียดนาม รับสินค้าจากฝั่งตะวันออกของมาเลเซียไปส่งที่ท่าเรือในเวียดนาม
- เส้นทางฟิลิปปินส์ รับสินค้าจากฝั่งตะวันออกของมาเลเซียไปส่งที่ท่าเรือในฟิลิปปินส์ และบางครั้งอาจรับสินค้าจากฝั่งตะวันออกของอินโดนีเซียไปส่งที่ท่าเรือในฟิลิปปินส์
- เส้นทางเอเชียตะวันออก รับสินค้าจากฝั่งตะวันออกของมาเลเซียไปส่งที่ท่าเรือในประเทศจีนและเกาหลีใต้

โดย ณ 1H16 สัดส่วนการขนส่งสินค้าไปประเทศแถบเอเชียตะวันออกเฉียงใต้คิดเป็น 86% ของปริมาณการขนส่งสินค้าทางเรือทั้งหมด ที่เหลืออีก 14% คือเส้นทางเอเชียตะวันออก มีจำนวนเรือดำเนินการทั้งสิ้น 7 ลำ



เรือ "ญานี" (M.T. YANEE)



เรือ "พริมโรส" (M.T. PRIMROSE)



เรือ "เบิร์กไพร" (M.T. BERGPRAI)



เรือ "อาม่า" (M.T. AMA)



เรือ "จ้าวโนมา" (M.T. CHAO ANOMA)



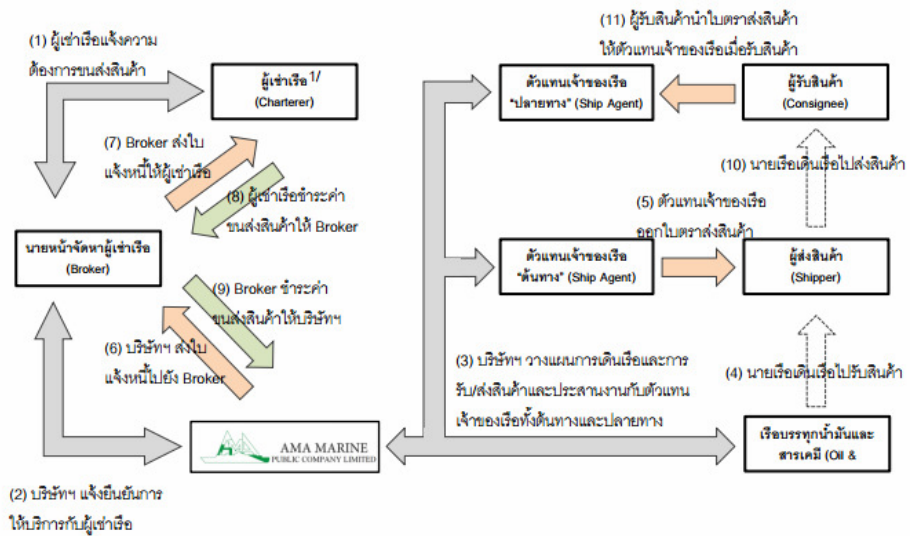
เรือ "เมซอนร์" (M.T. MESON)



เรือ "เมญา" (M.T. MEYA)

Source: AMA

ขั้นตอนการให้บริการขนส่งสินค้าทางเรือ



Source: AMA

ธุรกิจขนส่งทางรถ

AMAL ขนส่งสินค้าที่ใช้เป็นเชื้อเพลิงหรือส่วนผสมในเชื้อเพลิง ซึ่งได้แก่

- กลุ่มผลิตภัณฑ์น้ำมันเชื้อเพลิง เช่น น้ำมันเบนซินออกเทน 95, น้ำมันแก๊สโซฮอล์ 95, น้ำมันแก๊สโซฮอล์ 91, และน้ำมันดีเซลที่ใช้เป็นเชื้อเพลิงสำหรับรถยนต์และเครื่องจักรอุตสาหกรรม ซึ่ง ณ 1H16 คิดเป็นสัดส่วน 88% ของการขนส่งเชื้อเพลิงทางรถทั้งหมด
- ไบโอดีเซล B100 เป็นผลิตภัณฑ์ที่ได้จากการนำน้ำมันพืชไปผ่านกระบวนการทางเคมีเพื่อให้ได้ผลิตภัณฑ์ที่มีคุณสมบัติคล้ายดีเซล โดยผู้ใช้ B100 จะไปผสมกับน้ำมันดีเซลพื้นฐาน เพื่อผลิตเป็นน้ำมันดีเซล (B7) ทำให้รถบรรทุกสามารถขนส่งทั้ง B100 และน้ำมันดีเซลสลับกันได้โดยไม่มีปัญหาการปนเปื้อน

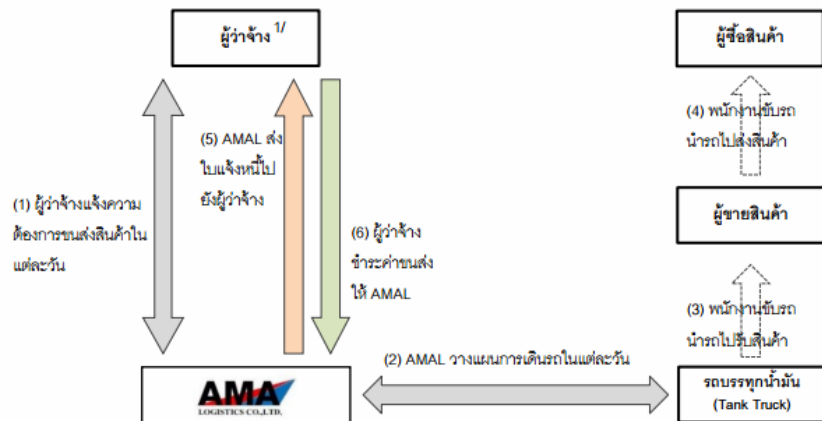
AMAL ให้บริการขนส่งเป็นลักษณะรายเที่ยวที่รับผิดชอบค่าใช้จ่ายให้กับลูกค้าเองทั้งหมด โดยจะรับสินค้าจากลูกค้าไปส่งยังพื้นที่ที่ลูกค้ากำหนด ขณะเดียวกัน ก็มีการขนส่งสินค้าทั้งขาไปและกลับบางส่วนเพื่อลดการเดินรถเที่ยวเปล่าในการกลับมารับสินค้า โดยจะขนส่งไบโอดีเซล B100 ให้กับผู้ผลิตรายหนึ่งไปส่งที่โรงกลั่นน้ำมันของบริษัท ไทยออยล์ จำกัด (มหาชน) หรือ TOP แล้วรับน้ำมันเชื้อเพลิงจากโรงกลั่นดังกล่าวไปส่งให้กับบริษัท พีทีจี เอ็นเนอยี จำกัด (มหาชน) หรือ PTG โดย ณ 1H16 มีจำนวนรถบรรทุกน้ำมันทั้งสิ้น 80 คัน



รถบรรทุกน้ำมัน (รถเทรลเลอร์ทัง 22 ล้อ)

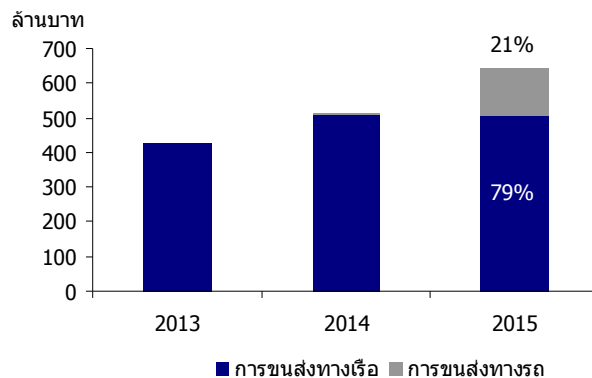
Source: AMA

ขั้นตอนการให้บริการขนส่งสินค้าทางรถ



Source: AMA

โครงสร้างรายได้แบ่งตามประเภทของการขายและบริการปี 2013-2015



Source: AMA, FSS Research

โครงสร้างผู้ถือหุ้น / การเสนอขายหุ้น IPO



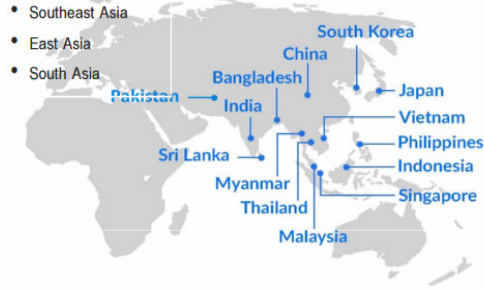
Source: AMA, FSS Research

กลยุทธ์และโอกาสการเติบโตในอนาคต

- AMA มีความสัมพันธ์ที่ตึกับผู้ผลิตและจำหน่ายน้ำมันปาล์มรายใหญ่ของโลกมายาวนาน** กว่า 15-20 ปี ซึ่งกลุ่มลูกค้าของ AMA เป็นผู้ผลิตรายใหญ่อันดับ 1 และ 2 ของโลก และการขนส่งน้ำมันปาล์มก็เป็นสินค้าที่ความต้องการเพิ่มขึ้นต่อเนื่องเฉลี่ย 2-3% ต่อปีตามการขยายตัวของ GDP โลก ทำให้ความเสี่ยงในการทำตลาดอยู่ในระดับต่ำ
- การเห็นตลาดเฉพาะ (Nice Market) โดยเฉพาะการขนส่งน้ำมันปาล์ม** ทำให้การแข่งขันในอุตสาหกรรมไม่รุนแรงเหมือนธุรกิจเรือเทกองที่ประสบปัญหาอุปทานส่วนเกินอย่างหนัก
- ขยายกองเรือและรถเพื่อรองรับความต้องการของลูกค้าที่สูงขึ้น** แม้การให้บริการแก่ลูกค้ารายจะมีความเสี่ยงหากลูกค้ารายนั้นๆยกเลิกการขนส่งสินค้ากับบริษัท แต่อีกด้านหนึ่งกลับทำให้ภาพการเติบโตในอนาคตมีความชัดเจน เพราะบริษัทจะขยายหรือลดกองเรือและรถตามความต้องการของลูกค้าเท่านั้น จึงไม่เกิดปัญหาการจอดเรือหรือรถไว้โดยไม่มีภาระขนส่ง และด้วยความที่สินค้าที่ขนส่งนั้นเป็นปัจจัยสำคัญต่อการดำรงชีวิต การขยายกองเรือและรถตามวัตถุประสงค์การใช้เงินจาก IPO จึงส่งผลบวกกับผลการดำเนินงานในปี 2017-2018 อย่างมีนัยสำคัญ
- ปรับกลยุทธ์เพิ่มการขนส่งสินค้าจากกลับมากขึ้น** ปัจจุบันการขนส่งทางเรือของ AMA แทบไม่มีการขนส่งสินค้าจากกลับ เพราะจำนวนเรือไม่พอจอดรอรับสินค้าจากกลับในเวลานาน และเส้นทางยังกระจุกตัวอยู่ในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ ซึ่งมีธุรกรรมไม่หนาแน่นเหมือนเอเชียเหนือและใต้ การขยายกองเรือและตลาดไปยังภูมิภาคอื่นมากขึ้น ทำให้มีโอกาสนขนส่งสินค้าจากกลับเพิ่มขึ้นตามมา ซึ่งจะส่งผลดีต่ออัตรากำไรเพราะต้นทุนส่วนใหญ่ถูกคิดอยู่ในขาไปเรียบร้อยแล้ว ส่วนการขนส่งน้ำมันทางรถของ AMAL ก็เช่นกัน การขยายจำนวนรถมากขึ้นจะเพิ่มโอกาสในการขนส่งน้ำมันทั้งขาเข้าและออกจากโรงกลั่นมากขึ้นด้วย
- AMAL มีพันธมิตรที่แข็งแกร่งคือ PTG ซึ่งจะถือหุ้นใน AMA หลัง IPO อยู่ 24%** ผลจากการได้ PTG เป็นพันธมิตรในลักษณะผู้ถือหุ้น (ก่อน IPO อยู่ที่ 32.01%) จะทำให้ AMAL เติบโตเร็วตามกลยุทธ์การขยายตลาดเชิงรุกของ PTG และยังทำให้ AMAL ได้ประโยชน์จากการใช้ต้นทุนบางอย่างร่วมกัน ซึ่งจะเป็นผลดีต่อการขยายตัวของอัตรากำไรและกำไรสุทธิในระยะยาว

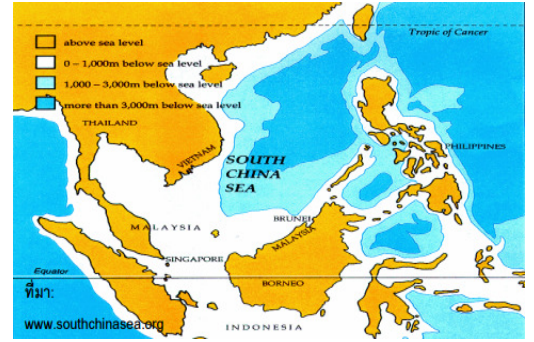
เส้นทางเดินเรือ

Trading Regions



Source: AMA

ขนาดเรือที่เหมาะสมในแต่ละพื้นที่



ภาวะอุตสาหกรรม – ขนส่งน้ำมันปาล์มทางเรือ เติบโตไม่สูงแต่มีความมั่นคง

ปริมาณนำเข้า-ส่งออกน้ำมันปาล์มเพิ่มขึ้นเฉลี่ย 3% ต่อปี

จากข้อมูลของหน่วยงานด้านการเกษตรของสหรัฐคาดว่ากลุ่มผู้ผลิตน้ำมันปาล์มมีปริมาณรวมกัน 65 ล้านตันต่อปีในปี 2016 เติบโตเฉลี่ยเฉลี่ย 4% ต่อปี ในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา ส่วนปริมาณการส่งออกน้ำมันปาล์มอยู่ที่ 48 ล้านตันต่อปี เพิ่มขึ้นเฉลี่ย 3% ต่อปี ขณะที่ ปริมาณนำเข้าของกลุ่มผู้ใช้น้ำมันปาล์มอยู่ที่ 47 ล้านตันต่อปี เพิ่มขึ้นเฉลี่ย 3% ต่อปี ซึ่งการขยายตัวใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยการเติบโตของ GDP โลกที่ประมาณ 3% ต่อปี แม้อัตราการเติบโตจะไม่โดดเด่น แต่มีการเติบโตอย่างต่อเนื่องและมั่นคง เพราะเป็นสินค้าจำเป็นเพื่อใช้ในชีวิตประจำวัน

โดยผู้ส่งออกรายใหญ่อยู่ในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ แอฟริกา และอเมริกา เช่น อินโดนีเซีย มาเลเซีย เบนิน ปาปัวนิวกินี และกัวเตมาลา ส่วนประเทศผู้นำเข้ารายใหญ่คือ อินเดีย ยุโรป จีน ปากีสถาน อียิปต์ บังคลาเทศ สหรัฐอเมริกา พม่า และเวียดนาม เส้นทางขนส่งส่วนใหญ่จึงกระจุกตัวในแถบเอเชียตะวันออกเฉียงใต้และเอเชียใต้

ธุรกิจขนส่งน้ำมันและสารเคมีที่มีอันตรายไม่สูงทางเรือมีการแข่งขันต่ำ

เนื่องจากผู้ผลิตน้ำมันปาล์มรายใหญ่ของโลกมีจำนวนไม่มาก ความสัมพันธ์ที่ดีกับผู้ผลิตจึงเหมือนเป็นกำแพงป้องกันการเข้ามาของกลุ่มรายใหม่โดยปริยาย ทำให้ธุรกิจให้บริการขนส่งทางเรือมีการแข่งขันที่ไม่สูงนัก โดยมีผู้ประกอบการที่มีขนาดกองเรือใกล้เคียงกันและให้บริการในภูมิภาคเอเชียเพียง 2 รายคือ

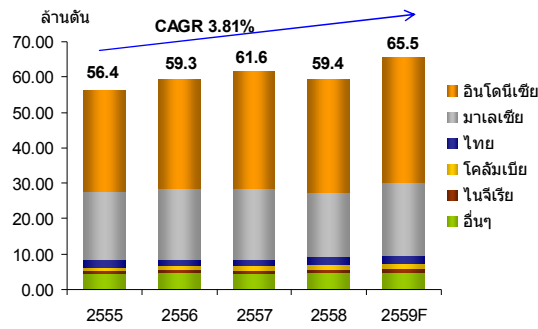
(1) Raffles ประเทศสิงคโปร์ มีจำนวนเรือ 8 ลำ น้ำหนักรวม 108,266 DWT คิดเป็นสัดส่วนการขนส่งราว 34% ของทั้งเอเชียตะวันออกเฉียงใต้

(2) AMA ประเทศไทย มีจำนวนเรือ 6 ลำ น้ำหนักรวม 23,699 DWT คิดเป็นสัดส่วนการขนส่งราว 7% ของทั้งเอเชียตะวันออกเฉียงใต้

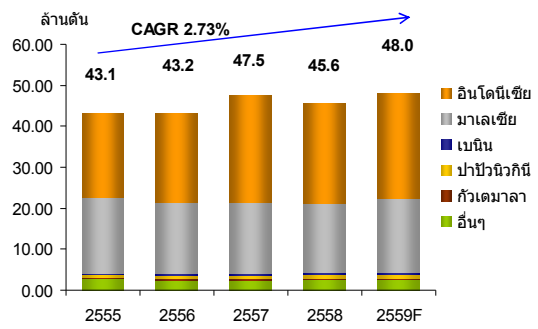
การเติบโตของอุตสาหกรรมขึ้นอยู่กับ การเพิ่มเส้นทางใหม่และการเพิ่มสินค้าที่ขนส่ง คาดโตเฉลี่ย 10% ต่อปี

เนื่องจากการเติบโตของปริมาณการขนส่งน้ำมันปาล์มอยู่ในระดับต่ำ ทำให้การเติบโตของอุตสาหกรรมขนส่งน้ำมันปาล์มทางเรืออยู่ในระดับต่ำด้วย ซึ่งก็ขึ้นอยู่กับความสามารถของผู้ประกอบการในการปรับเส้นทางการเดินเรือ การเพิ่มสินค้าที่จะขนส่งอื่นที่มีลักษณะคล้ายน้ำมันปาล์มเพื่อเพิ่มโอกาสในการขนส่งสินค้าขากลับ รวมถึงการขยายกองเรือของตัวเอง ตัวเลขการเติบโตของปริมาณการขนส่งน้ำมันปาล์มจึงเป็นตัวเลขวางอิงสำหรับการเติบโตขั้นต่ำเท่านั้น ในมุมมองของเรา ถ้าพิจารณาจากการเติบโตของรายได้ AMA ประกอบ ซึ่งในรอบ 3 ปีที่ผ่านมาโตเฉลี่ย 23% ต่อปี เราคาดว่าอุตสาหกรรมการขนส่งน้ำมันและสารเคมีอันตรายไม่สูงมีศักยภาพพอที่จะเติบโตได้ไม่ต่ำกว่า 10% ต่อปี

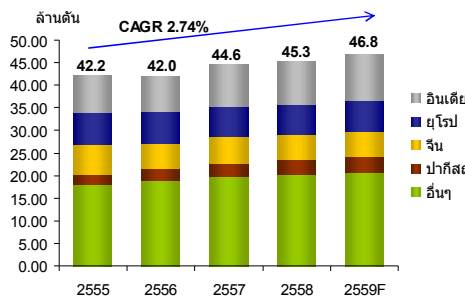
ผู้ผลิตน้ำมันปาล์ม



ผู้ส่งออกน้ำมันปาล์ม



ผู้นำเข้าน้ำมันปาล์ม



Source: U.S. Department of Agriculture, Index Mundi, AMA, FSS Research

ภาวะอุตสาหกรรม – ขนส่งน้ำมันเชื้อเพลิงทางรถเติบโตแรงตามการขยายตัวของผู้ค้าน้ำมัน

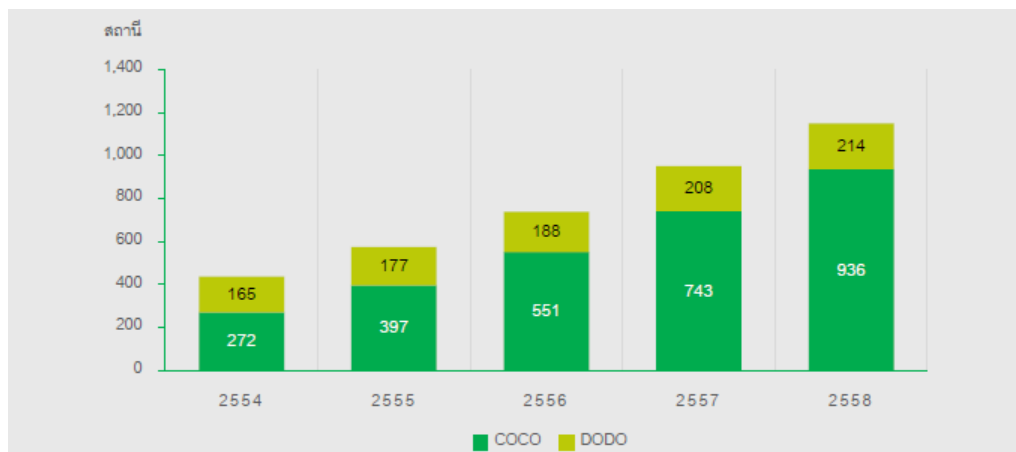
จากข้อมูลของกรมธุรกิจพลังงาน กระทรวงพลังงาน พบว่าปริมาณการใช้น้ำมันเชื้อเพลิงกลุ่มน้ำมันเบนซิน และดีเซลในรอบ 5 ปีที่ผ่านมาเติบโตเฉลี่ย 8% ต่อปีและ 2% ต่อปี โดย ณ สิ้นปี 2015 มีสัดส่วนการใช้อยู่ที่ 30% และ 70% ของปริมาณการใช้เชื้อเพลิงรวมตามลำดับ

ส่วนปริมาณการขนส่งสินค้าทางถนน จากการเก็บรวบรวมข้อมูลของศูนย์เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร กระทรวงคมนาคม พบว่าการขนส่งผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมเฉลี่ยราว 30 ล้านตันต่อปี คิดเป็นประมาณ 7% ของการขนส่งสินค้าทางถนนทั้งหมด

ทั้งนี้ การเติบโตของผู้ให้บริการขนส่งน้ำมันเชื้อเพลิง นอกจากจะขึ้นอยู่กับปริมาณการใช้น้ำมันเชื้อเพลิงในประเทศแล้ว ยังขึ้นอยู่กับกลยุทธ์ในการดำเนินธุรกิจของผู้ประกอบการสถานีบริการน้ำมัน และทิศทางของราคาน้ำมันในตลาดโลกด้วย ถ้าราคาน้ำมันดิบลดลง ราคาน้ำมันในประเทศก็จะลดลงตาม ความต้องการใช้น้ำมันแทนแก๊สก็จะเพิ่มสูงขึ้น

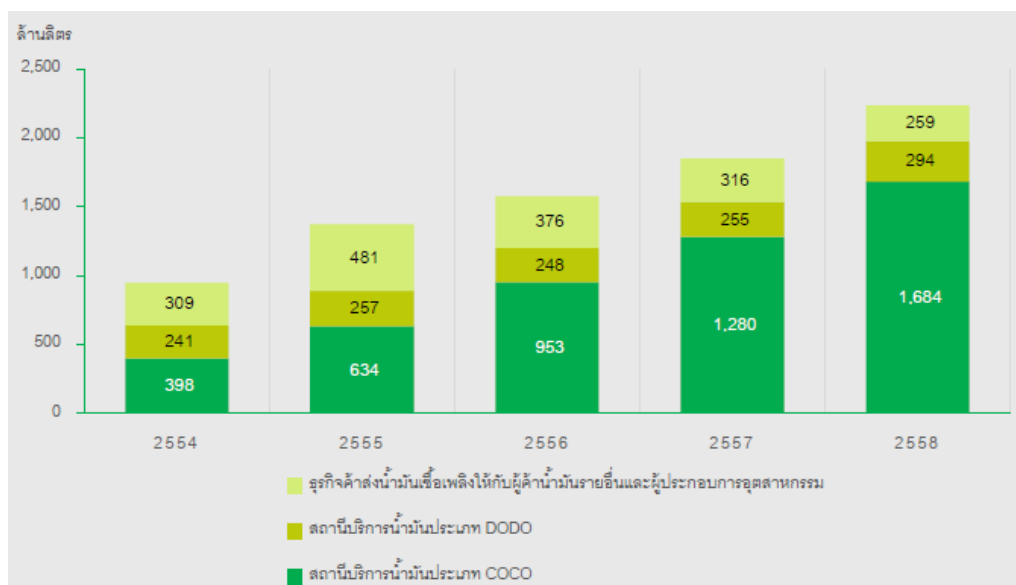
และด้วยความที่รายได้ส่วนใหญ่จากการขนส่งน้ำมันเชื้อเพลิงทางรถมาจาก PTG ซึ่งคิดเป็นสัดส่วน 90% ของรายได้จากการขนส่งทางรถ ณ 1H16 (เพิ่มขึ้นจาก 85% ในปี 2015) การขยายตัวของสถานีบริการน้ำมันและปริมาณการจำหน่ายน้ำมันเชื้อเพลิงของกลุ่ม PTG จึงกระทบรายได้จากการขนส่งทางรถของ AMA อย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ ซึ่งการขยายตัวของสถานีบริการน้ำมันกลุ่ม PTG ช่วง 5 ปีที่ผ่านมาเฉลี่ยสูงถึง 27% ต่อปี ขณะที่ ปริมาณการจำหน่ายน้ำมันเชื้อเพลิงในช่วงเวลาเดียวกันเพิ่มขึ้นใกล้เคียงกันเฉลี่ย 24% ต่อปี ซึ่งถือว่าสูงกว่าการเติบโตของปริมาณการใช้น้ำมันเชื้อเพลิงโดยรวมอยู่มาก การเติบโตของธุรกิจให้บริการขนส่งน้ำมันทางรถของ AMA ในช่วง 3-5 ปีข้างหน้าจึงมีแนวโน้มสูงกว่าภาวะอุตสาหกรรมโดยรวม

จำนวนสถานีบริการน้ำมันแยกตามประเภทสถานีบริการของ PTG



Source: PTG

ปริมาณการจำหน่ายน้ำมันเชื้อเพลิงของธุรกิจค่าน้ำมันเชื้อเพลิงแยกตามช่องทางการจัดจำหน่ายของ PTG



Source: PTG

ผลการดำเนินงานในอดีต

กำไรสุทธิปี 2014-2015 เติบโตอย่างก้าวกระโดดเฉลี่ย 153% ต่อปี

รายได้รวมในช่วงปี 2014-2015 เติบโตโดดเด่นเฉลี่ย 26% ต่อปีอยู่ที่ 509 ล้านบาทในปี 2015 ตามจำนวนเรือและน้ำหนักบรรทุกที่เพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 23,699 DWT ในปี 2015 จาก 18,876 DWT ในปี 2013-2014 ขณะที่ รายได้จากการขนส่งทางรถก็เริ่มรับรู้อย่างมีนัยสำคัญในปี 2015 ที่ 134 ล้านบาท หรือราว 21% ของรายได้รวม โดยมีจำนวนรถบรรทุกน้ำมัน 43 คัน คิดเป็นปริมาณการบรรทุกทั้งสิ้น 1,935,000 ลิตร ซึ่งเข้ามาชดเชยรายได้จากการขนส่งทางเรือปี 2015 ที่เติบโตชะลอตัวเล็กน้อยพอดี (+0.4%) จากการนำเรือ 2 ลำขึ้นอยู่เพื่อบำรุงรักษาตามกำหนดการ 2 ปีครั้ง

ส่วนความสามารถในการบริหารต้นทุนก็ถือว่าทำได้ดีเช่นกัน โดยอัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้นต่อเนื่องจาก 15.1% ในปี 2013 เป็น 32.0% ในปี 2015 จากผลของต้นทุนน้ำมันเชื้อเพลิงในการเดินรถและเรือที่ลดลงในปี 2015 และผลของ Economy of scale ด้วยความที่ต้นทุนกว่า 30-40% คือต้นทุนค่าเสื่อมราคาและพนักงาน ซึ่งไม่แปรผันตามรายได้โดยตรง

ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารคิดเป็น 10.7% ของรายได้รวมในปี 2014-2015 สะท้อนการควบคุมค่าใช้จ่ายได้ดีขึ้น โดยเฉพาะค่าเหนื่อยหน้าที่เพิ่มขึ้นสอดคล้องกับการเพิ่มขึ้นของรายได้

ด้วยรายได้ที่ขยายตัวทั้งจากรัฐกิจเดิมและรัฐกิจใหม่ รวมถึงประสิทธิภาพในการดำเนินธุรกิจที่สูงขึ้น ทำให้กำไรสุทธิปี 2013-2015 เพิ่มขึ้นเฉลี่ยสูงถึง 153% ต่อปี จากเพียง 20 ล้านบาทในปี 2013 มาอยู่ที่ 130 ล้านบาทในปี 2015

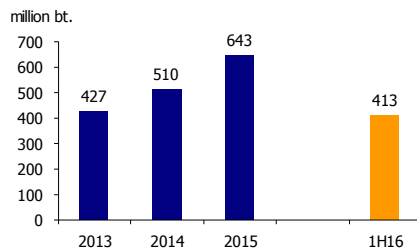
สามารถสร้างผลตอบแทนได้น่าประทับใจภายใต้ความเสี่ยงทางการเงินที่อยู่ในระดับต่ำ

AMA สามารถสร้าง ROE และ ROA ได้ในระดับที่น่าประทับใจ โดยเพิ่มขึ้นต่อเนื่องจากเพียง 7.0% และ 4.1% ในปี 2013 มาอยู่ที่ 28.8% และ 16.6% ในปี 2015 ตามลำดับ ซึ่งเป็นการขยายตัวภายใต้ฐานะทางการเงินที่แข็งแกร่ง โดย D/E Ratio แม้จะเพิ่มขึ้นจาก 0.55 เท่าในปี 2013 มาอยู่ที่ 0.97 เท่าในปี 2015 ตามแผนการขยายกองเรือและรถ แต่ก็ถือว่ายังต่ำเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยกลุ่มขนส่งที่ 1.4 เท่า

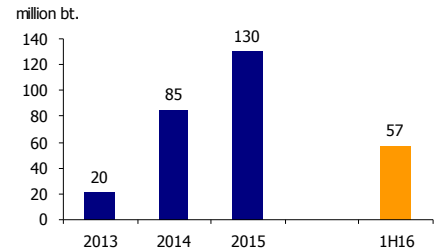
กำไรสุทธิ 1H16 เพิ่มขึ้น 27% Y-Y อยู่ที่ 57 ล้านบาท จากการขยายกองเรือและรถ

รายได้รวม 1H16 เพิ่มขึ้น 48% Y-Y อยู่ที่ 413 ล้านบาท จากการขยายกองเรือเพิ่มอีก 1 ลำ ทำให้น้ำหนักบรรทุกเพิ่มขึ้นเป็น 33,641 DWT จาก 23,699 DWT ในปี 2015 และการขยายกองรถเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 80 คัน จาก 38 คันใน 1H15 ส่วนอัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้นเล็กน้อยมาอยู่ที่ 28.9% จาก 28.1% ใน 1H15 แต่อัตรากำไรสุทธิลดลงเหลือ 13.8% จาก 16.0% ใน 1H15 เนื่องจากค่าใช้จ่ายพนักงานเพิ่มขึ้นเพื่อรอการขยายธุรกิจเชิงรุก และมีผลขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน 6 ล้านบาท จากที่มีกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน 5 ล้านบาทใน 1H15 ส่งผลให้กำไรสุทธิเพิ่มขึ้น 27% Y-Y อยู่ที่ 57 ล้านบาท ซึ่งน้อยกว่าอัตราการเพิ่มขึ้นของรายได้ แต่ถ้าหากไม่รวมกำไรขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน กำไรปกติจะอยู่ที่ 63 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 59% Y-Y

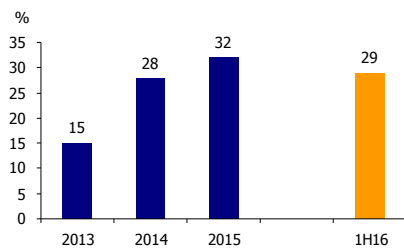
รายได้รวม



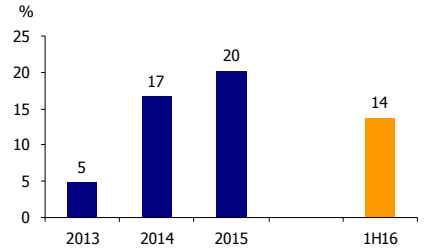
กำไรสุทธิ



อัตรากำไรขั้นต้น



อัตรากำไรสุทธิ



Source: AMA, FSS Research

คาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคต

คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2016 ที่ 159 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 22% Y-Y โดยกำไรสุทธิ 1H16 ที่ 57 ล้านบาท คิดเป็นเพียง 36% ของประมาณการดังกล่าว แต่เพราะในภาวะปกติ กำไรครึ่งปีหลังจะดีกว่าครึ่งปีแรก อีกทั้ง ยังเป็นการรับรู้รายได้จากกองเรือและรถที่เพิ่มขึ้นในช่วง 1H16 เป็น 7 ลำและ 80 คันเต็มกำลังด้วย (จากสิ้นปี 2015 ที่ 6 ลำ และ 43 คัน) เราจึงคาดว่ากำไรสุทธิ 2H16 จะเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ H-H

โดยเราคาดการณ์รายได้รวมปี 2016 ที่ 894 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 39% Y-Y ภายใต้สมมติฐาน

- (1) คาดรายได้จากธุรกิจขนส่งทางเรือเพิ่มขึ้น 23% Y-Y อยู่ที่ 625 ล้านบาท ตามการขยายตัวของปริมาณการขนส่งน้ำมันปาล์มและการเพิ่มขึ้นของจำนวนเรือจากเดิม 7 ลำใน 1H16 จะเป็น 8 ลำ ณ สิ้นปี 2016 ซึ่งทำให้น้ำหนักบรรทุกจากเพิ่มขึ้นอีก 93% จากสิ้นปี 2015 เป็น 45,641 DWT
- (2) คาดรายได้จากธุรกิจขนส่งทางรถเพิ่มขึ้น 101% Y-Y อยู่ที่ 269 ล้านบาท จากจำนวนรถที่เพิ่มขึ้นกว่าเท่าตัวเป็น 100 คันในสิ้นปี 2016 จากสิ้นปี 2015 ที่ 43 คัน และ 1H16 ที่ 80 คัน

อัตรากำไรขั้นต้นเฉลี่ยคาดชะลอลงมาอยู่ที่ 29.4% จาก 31.9% ในปี 2015 จากผลของค่าเสื่อมราคาและค่าพนักงานที่เร่งตัวขึ้นรองรับจำนวนเรือและรถที่เพิ่มขึ้น

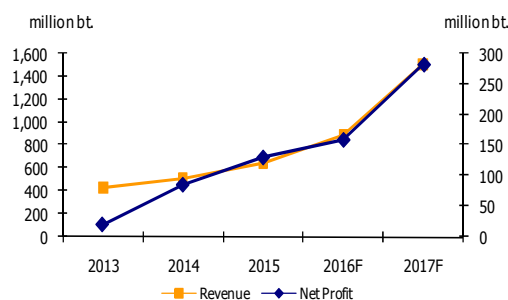
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารคาดว่าจะอยู่ที่ 12% ของรายได้รวม เพิ่มขึ้นจาก 10.7% ของรายได้รวมในปี 2015 ตามการเพิ่มขึ้นของค่าธรรมเนียมหน้าเรือ ค่าพนักงาน และค่าใช้จ่ายในการเข้าตลาด MAI

แนวโน้มปี 2017-2018 เราคาดการณ์กำไรสุทธิเพิ่มขึ้นในอัตราเฉลี่ย 45% ต่อปี อยู่ที่ 282 ล้านบาท และ 333 ล้านบาท ตามลำดับ โดยคาดการณ์รายได้รวมโตเฉลี่ย 45% ต่อปี อยู่ที่ 1,511 ล้านบาท และ 1,884 ล้านบาท ตามแผนการขยายกองเรือขนาดใหญ่ (12,000-14,000 DWT) อีก 2 ลำในปี 2017 เพื่อเปิดเส้นทางใหม่ไปยังเอเชียใต้ รวมถึงแผนการขยายกองเรืออีก 50 คันในปี 2017 และอีก 30 คันในปี 2018

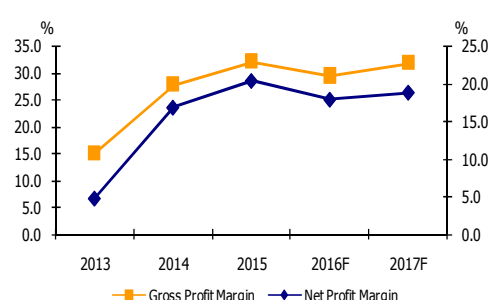
ส่วนอัตรากำไรขั้นต้น คาดว่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้นต่อเนื่องเป็น 31.8% และ 32.4% จากแผนการเพิ่มสินค้าขนส่งทางเรือในกลุ่มสารเคมีที่มีอัตรายไม่สูง และการเพิ่มบริการขนส่งสินค้าจากกลับทั้งการขนส่งทางเรือและรถ รวมถึงผลของ Economy of Scale เนื่องจากบริการขนส่งสินค้าจากกลับที่สามารถให้บริการได้จากกองเรือและรถที่เพียงพอ (ไม่กระทบการขนส่งสินค้าของลูกค้ารายสำคัญ) แทบไม่กระทบกับค่าใช้จ่ายคงที่เช่น ค่าพนักงานและค่าเสื่อมราคา ในทำนองเดียวกัน ค่าใช้จ่ายผันแปร เช่น ต้นทุนน้ำมันเชื้อเพลิงก็คาดว่าจะไม่เพิ่มจากเดิมมากนัก เพราะเป็นเส้นทางใกล้เคียงการขนส่งแบบเที่ยวเดียวในช่วงก่อนหน้านี้ ซึ่งต้นทุนน้ำมันเชื้อเพลิง ค่าเสื่อมราคา และค่าพนักงานรวมกันมีสัดส่วนราว 70-80% ของต้นทุนรวม

นัยสำคัญของการเติบโตในช่วง 2-3 ปีข้างหน้าจึงมาจากการขยายกองเรือและรถที่มีความต้องการของลูกค้ารองรับเป็นหลัก

แนวโน้มรายได้และกำไรสุทธิ



แนวโน้มอัตรากำไรขั้นต้นและอัตรากำไรสุทธิ



Source: AMA, FSS Research

ประเมินมูลค่าเหมาะสมปี 2017 เท่ากับ 15.10 บาท (อิง PE Multiplier ที่ 23 เท่า)

เนื่องจากธุรกิจของ AMA ต่างจากธุรกิจที่มีอยู่ทั้งใน SET และ MAI โดยเฉพาะธุรกิจขนส่งสินค้าทางเรือที่ต่างจากธุรกิจเรือท่องเที่ยวโดยสิ้นเชิง ขณะที่ ธุรกิจขนส่งทางรถก็ไม่มีบริษัทใดที่ให้บริการขนส่งน้ำมันในสัดส่วนที่มากเหมือน AMAL เราจึงเลือกเทียบเคียงกับบริษัทที่ทำธุรกิจด้านโลจิสติกส์ที่พออ้างอิงได้คือ JWD WICE และ ATP30 ซึ่งซื้อขายบน PE Multiplier 35-45 เท่า และ PTG ที่เป็นพันธมิตรหลักของ AMAL ซึ่งก็ซื้อขายบน PE Multiplier ในระดับใกล้เคียงกัน แต่ส่วนใหญ่จะมี PEG เฉลี่ยที่ 0.5 เท่า

ถ้าอิงอัตราการเติบโตเฉลี่ยในช่วง 2 ปีข้างหน้า (2017-2018) ที่ 45% ต่อปี และ PEG เฉลี่ยข้างต้นที่ 0.5 เท่า จะได้ PE Multiplier ที่เหมาะสมเท่ากับ 23 เท่า ราคาเป้าหมายปี 2017 บนประมาณการกำไรต่อหุ้นที่ 0.65 บาท/หุ้น จึงอยู่ที่ 15.10 บาท

โครงสร้างการถือหุ้น การเพิ่มทุน และนโยบายการจ่ายเงินปันผล

AMA เพิ่มทุนจดทะเบียนจาก 54 ล้านบาท เป็น 215.80 ล้านบาท มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 0.50 บาท โดยการออกหุ้นเพิ่มทุนเพื่อเสนอขายให้กับประชาชนจำนวน 108 ล้านหุ้น หรือ 25.02% ของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้แล้ว ภายหลังการเสนอขายครั้งนี้

มีวัตถุประสงค์ในการใช้เงินเพิ่มทุนครั้งนี้เพื่อ

- (1) เพื่อลงทุนขยายกองเรือบรรทุกน้ำมันและสารเคมี เพื่อเพิ่มศักยภาพการให้บริการขนส่งสินค้าเหลวระหว่างประเทศ 295-348 ล้านบาท
- (2) เพื่อลงทุนขยายกองรถบรรทุกน้ำมัน เพื่อเพิ่มศักยภาพการให้บริการขนส่งสินค้าเหลวในประเทศ 44-55 ล้านบาท
- (3) เพื่อใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนและใช้ในการลงทุนเพื่อขยายธุรกิจการให้บริการด้านโลจิสติกส์

โครงสร้างผู้ถือหุ้นใหญ่

	ก่อน IPO	หลัง IPO
กลุ่มนายพัฒนา รัชกิจประการ และญาติสนิท	52.53%	39.39%
บริษัท พีทีจี โลจิสติกส์ จำกัด	32.01%	24.00%
กลุ่มนายพิศาล รัชกิจประการ และญาติสนิท	7.73%	5.79%
นายชูศักดิ์ ภูซ้วนิชกุล และครอบครัว	4.94%	3.71%
นายอัครศักดิ์ ธีระศักดิ์	1.85%	1.39%
นางสาวอารยา หฤธรรม์ปรการ	0.93%	0.70%
เสนอขายให้ประชาชนทั่วไป	-	25.02%
จำนวนหุ้นรวม	323.60 ล้านหุ้น	431.60 ล้านหุ้น

นโยบายการจ่ายเงินปันผล

บริษัทมีนโยบายจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นในอัตราไม่น้อยกว่าร้อยละ 25 ของกำไรสุทธิหลังหักภาษีเงินได้นิติบุคคลของงบการเงินเฉพาะและหลังหักสำรองตามกฎหมาย

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

- (1) ความเสี่ยงจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลกและเศรษฐกิจในประเทศ** เนื่องจากสินค้าที่บริษัทขนส่งทั้งน้ำมันปาล์มและน้ำมันเชื้อเพลิง ซึ่งเป็นสินค้าโภคภัณฑ์ที่ปริมาณการใช้ขึ้นอยู่กับขยายตัวของเศรษฐกิจและราคาของผลิตภัณฑ์นั้นๆ การชะลอตัวของเศรษฐกิจโลกจึงกระทบกับปริมาณการขนส่งสินค้าทางเรือ ขณะที่ การชะลอตัวของเศรษฐกิจในประเทศจะกระทบปริมาณการขนส่งทางรถ อย่างไรก็ตาม เนื่องจากสินค้าดังกล่าวเป็นปัจจัยสำคัญต่อการดำรงชีวิต ผลกระทบเชิงลบจึงอยู่ในกรอบจำกัด
- (2) ความผันผวนของราคาเชื้อเพลิง** ซึ่งน้ำมันเชื้อเพลิงที่เป็นต้นทุนในการดำเนินธุรกิจที่สำคัญ ของทั้งการให้บริการขนส่งทางเรือและขนส่งทางรถ โดย ณ สิ้น 1H16 มีสัดส่วนคิดเป็น 28% และ 35% ของต้นทุนการให้บริการขนส่งทางเรือและรถตามลำดับ ความผันผวนของราคาน้ำมันที่เกิดขึ้นจึงส่งผลกระทบต่อประกอบการอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ แต่ด้วยความที่ AMA มีความสัมพันธ์ที่ใกล้ชิดกับลูกค้า จึงสามารถปรับเปลี่ยนค่าบริการให้สอดคล้องกับราคาน้ำมันในช่วงเวลานั้นๆ ได้ระดับหนึ่ง
- (3) ความเสี่ยงจากการพึ่งพาลูกค้ารายใหญ่** AMA ให้บริการขนส่งทางเรือกับลูกค้าที่เป็นผู้ผลิตน้ำมันปาล์มรายใหญ่ของโลก 1 ราย และรายใหญ่ของภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้และตะวันออกอีก 1 ราย ซึ่งทั้ง 2 รายดังกล่าวคิดเป็นสัดส่วนรายได้รวมกัน 76% ของรายได้จากการขนส่งทางเรือ ณ สิ้น 1H16 ส่วนธุรกิจขนส่งทางรถของ AMAL ก็ขนส่งสินค้าน้ำมันให้กับลูกค้าเพียง 2 ราย คือผู้ผลิตไบโอดีเซล B100 และบริษัท พีทีจี เอ็นเนอยี จำกัด (มหาชน) หากสูญเสียลูกค้ารายใดรายหนึ่งไปจะกระทบกับการเติบโตในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ เพราะเป็นการยากที่จะหาลูกค้ากลุ่มใหม่ที่มีขนาดใกล้เคียงกันมาชดเชย
- (4) ความเสี่ยงจากอุบัติเหตุที่เกิดขึ้นในระหว่างขนส่งสินค้า** ด้วยความที่สินค้าที่ขนส่งทั้งทางเรือและรถมีมูลค่าสูงและเป็นสินค้าประเภทสารเคมีและวัตถุอันตราย หากเกิดความผิดพลาดหรืออุบัติเหตุที่กระทบต่อปัจจัยแวดล้อมในวงกว้าง อาจกระทบกับความน่าเชื่อถือของกลุ่ม AMA จนทำให้สูญเสียลูกค้ารายสำคัญได้
- (5) ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน** เนื่องจากรายได้จากการขนส่งสินค้าทางเรือมาจากธุรกรรมนอกประเทศทั้งหมด ขณะที่ รายได้จากการขนส่งทางรถเป็นธุรกรรมในประเทศ ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนจึงส่งผลต่อการรับรู้รายได้และต้นทุนเป็นเงินบาทในงบการเงิน
- (6) ความเสี่ยงจากมาตรการและข้อกำหนดของหน่วยงานราชการในประเทศที่ตั้งท่าเรือ** รวมถึงความเสี่ยงจากการไม่พร้อมของท่าเรือ หากข้อกำหนดเปลี่ยนแปลงไปจากเดิม อาจกระทบกับต้นทุนและผลประกอบการของ AMA ได้ ในทำนองเดียวกัน ความไม่พร้อมของท่าเรือหรือลูกค้า จะทำให้เรือของ AMA ต้องจอดรอโดยไม่สามารถเปลี่ยนไปขนส่งสินค้าชนิดอื่นได้

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2014	2015	2016F	2017E	2018E
Revenue	510	643	894	1,512	1,884
Costs of sales	368	437	631	1,031	1,273
Gross profit	142	206	263	480	610
SG&A costs	55	69	107	181	226
Operating profit	87	137	156	299	384
Other income	4	16	36	23	0
EBIT	92	153	191	321	384
EBITDA	146	229	321	540	656
Interest charge	6	17	25	22	29
Tax on income	0	6	8	17	21
Earnings after tax	85	130	159	282	333
Minority interests	0	0	0	0	0
Normalized earnings	85	130	159	282	333
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Net profit	85	130	159	282	333

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2014	2015	2016F	2017E	2018E
Cash& equivalents	111	36	706	311	267
Account receivable	20	35	45	76	94
Inventory	19	20	27	45	57
Other current asset	0	0	0	0	0
Total current asset	149	91	778	432	417
Investment	388	822	1,138	2,031	2,430
PPE	0	2	2	3	3
Other asset	27	72	78	116	136
Total assets	565	987	1,996	2,583	2,986
Short term loan loans	0	0	0	0	0
Accounts payable	21	28	41	69	86
Current maturities	32	95	36	39	57
Other current liabilities	1	5	7	12	15
Total current liabilities	54	129	84	120	157
Long-term debt	97	344	153	520	678
Other LT liabilities	11	14	19	32	40
Total LT liabilities	108	357	172	552	718
Total liabilities	162	486	255	672	875
Registered capital	110	110	216	216	216
Paid up capital	110	110	216	216	216
Share premium	0	0	1,025	1,025	1,025
Legal reserve	0	11	19	22	22
Retained earnings	288	330	481	649	849
Minority Interest	0	0	0	0	0
Shareholders' equity	402	501	1,740	1,911	2,111

Source: Company data, FSS research

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2014	2015	2016F	2017E	2018E
Net profit	85	130	159	282	333
Depreciation & amortization	54	76	129	219	272
Change in working capital	-3	-9	-4	-21	-13
Other adjustments	-4	4	2	5	3
Cash flow from operation	132	202	286	485	596
Capital expenditure	-37	-538	-445	-1,117	-669
Others	-2	-18	-6	-35	-21
Cash flow from investing	-39	-557	-451	-1,152	-690
Free cash flow	93	-355	-165	-667	-94
Net borrowings	-11	311	-245	383	183
Equity capital raised	0	0	1,131	0	0
Dividends paid	0	-77	0	-112	-133
Others	0	0	0	0	1
Cash flow from financing	-11	234	886	271	50
Net change in cash	83	-121	721	-396	-44

Important Ratios (Consolidated)

	2014	2015	2016F	2017E	2018E
Growth (%)					
Revenues	19.7	26.0	39.0	69.0	24.6
Net profit	318.6	52.4	22.1	77.7	18.0
Norm profit	351.0	41.1	7.5	111.0	28.3
Profitability Ratios (%)					
Gross profit margin	27.8	32.0	29.4	31.8	32.4
EBIT margin	17.1	21.3	17.4	19.8	20.4
Normalized profit margin	15.9	17.8	13.8	17.2	17.7
Net profit margin	16.7	20.2	17.8	18.7	17.7
Normalized ROA	16.3	16.8	10.7	12.3	12.0
Normalized ROE	23.8	28.8	14.2	15.5	16.6
Risk (x)					
D/E (x)	0.40	0.97	0.15	0.35	0.41
Net D/E (x)	0.07	0.83	cash	cash	cash
Per share data (Bt)					
Reported EPS	0.39	0.59	0.37	0.65	0.77
Norm EPS	0.39	0.59	0.37	0.65	0.77
FCF	0.42	-1.61	-0.38	-1.55	-0.22
Book value	1.83	2.28	4.03	4.43	4.89
Dividend	0.01	0.13	0.00	0.26	0.31
Par	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
Valuations (x)					
P/E	25.74	16.89	27.13	15.26	12.93
Norm P/E	25.74	16.89	27.13	15.26	12.93
P/BV	5.46	4.39	2.48	2.26	2.04
EV/EBTDA	15.15	9.12	10.63	6.52	6.44
Dividend yield (%)	0.12	1.30	0.00	2.60	3.09

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สำนักงานไทยซัมมิท ทาวเวอร์ (สายงานสนับสนุน) 1768 อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 5, 31 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา อัลมาลิงค์ 25 อาคารอัลมาลิงค์ ชั้น 9,14,15 ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา อัมรินทร์ ทาวเวอร์ 496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา เซ็นทรัลพลาซ่า 1 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ทาวเวอร์ ปิ่นเกล้า ชั้นที่ 14 ห้อง 1404 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร
สาขา บางกระบือ 3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา บางนา 1093 อาคารเซ็นทรัลพลาซ่าทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 1093/105 หมู่ 12 ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา เขตบางนา จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา ลินธอร์ 1 130-132 อาคารลินธอร์ ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา เคียนหงวน (ลินธอร์ 2) 140/1 อาคารเคียนหงวน 2 ชั้น 18 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา ลินธอร์ 3 130-132 อาคารลินธอร์ ทาวเวอร์ 3 ชั้น 19 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร
สาขา ลาดพร้าว 555 อาคารรสา ทาวเวอร์ 2 ยูนิค 1106 ชั้น 11 ถ.พหลโยธิน แขวงจตุจักร เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา ประชาชื่น 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา รังสิต 1/832 พหลโยธิน 60 ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี	สาขา ไทยซัมมิท 1768 อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 2 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา รัตนาธิเบศร์ 68/127 หมู่ 8 ถ.รัตนาธิเบศร์ ต.บางกระสอบ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี
สาขา ศรีราชา 135/99 (ตึกคอม ชั้น G) ถนนสุขุมวิท ต.ศรีราชา อ.ศรีราชา จ.ชลบุรี	สาขา ขอนแก่น 1 311/16 ถ.กลางเมือง ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น	สาขา ขอนแก่น 3 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่ง) ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น	สาขา อุดรธานี 104/6 ชั้น 2 อาคาร ธนาคารไอซีบีซี(ไทย)จำกัด(มหาชน) ถ.อุดรบุรี ต.หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี	สาขา เชียงใหม่ 1 308 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่
สาขา เชียงใหม่ 2 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่	สาขา เชียงใหม่ 3 อาคารมะลิเพลส 32/4 หมู่ที่ 2 ชั้น 1 ห้อง B1-1, B1-2 ต.แม่เหียะ อ.เมืองเชียงใหม่ เชียงใหม่	สาขา เชียงราย 353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย	สาขา แม่สาย 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย	สาขา นครราชสีมา 1242/2 ห้อง A3 ชั้น 7 สำนักงานเดอะมอลล์ นครราชสีมา ถ.มิตรภาพ ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา
สาขา สมุทรสาคร 1045/16-17 ถ.วิเชียรโชฎก ต.มหาชัย อ.เมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร	สาขา นครปฐม 28/16-17 ถ.ยิงเป้า ต.สนามจันทร์ อ.เมือง จ.นครปฐม	สาขา ภูเก็ต 22/18 ศูนย์การค้าวานิชพลาซ่า ถ.หลวงพ่อดำ ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต	สาขา หาดใหญ่ 1 200/221, 200/223 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา	สาขา หาดใหญ่ 2 106 ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา
สาขา หาดใหญ่ 3 200/222, 200/224, 200/226 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา	สาขา กระบี่ 223/20 ถ.มหาพรต ต.ปากน้ำ อ.เมือง จ.กระบี่	สาขา ตรัง 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง	สาขา สุราษฎร์ธานี 173/83-84 หมู่ 1 ถ.รัตนโกสินทร์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี	สาขา บิดดาดี 300/69-70 หมู่ 4 ต.สุระนิแล อ.เมือง จ.บิดดาดี

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน

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

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

DISCLAIMER: รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) “บริษัท” ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เราเชื่อหรือควรเชื่อว่ามีคุณภาพ เชื่อถือได้ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดๆ ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

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

Thai Institute of Directors Association (IOD) - Corporate Governance Report Rating 2016

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	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 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)