

1 มิถุนายน 2560

ปิโตรเคมีและเคมีภัณฑ์

GGC

บมจ. โกลบอลกรีนเคมิคอล

Current	Previous	Close	2017 TP	Exp Return	THAI CAC	CGR 2016
HOLD	--	14.50	15.00	+ 3.4%	--	--

Consolidated earnings

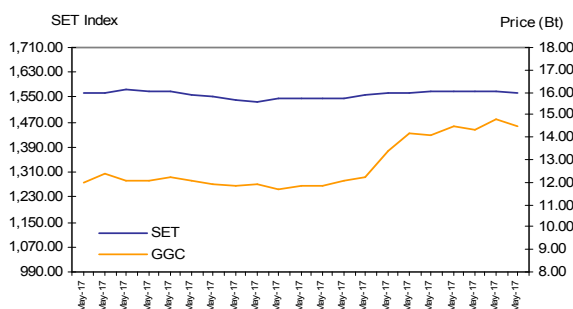
BT (mn)	2015	2016	2017E	2018E
Normalized earnings	844	928	1,074	1,217
Net profit	905	961	1,074	1,217
Normalized EPS (Bt)	1.14	1.25	1.05	1.19
% growth Y-Y	-21.6	10.0	15.7	13.3
EPS (Bt)	1.22	1.30	1.05	1.19
% growth Y-Y	-18.0	6.2	11.8	13.3
Dividend (Bt)	0.55	1.94	0.47	0.53
BV/share (Bt)	11.35	10.71	11.38	12.09
EV/EBITDA (x)	8.1	8.5	7.5	6.8
Normalized PER (x)	12.7	11.6	13.8	12.2
PER (x)	11.9	11.2	13.8	12.2
PBV (x)	1.3	1.4	1.3	1.2
Dividend yield (%)	3.8	13.3	3.3	3.7
YE No. of shares (million)	740	740	1,024	1,024
No. of shares - full dilution	740	740	1,024	1,024
Par (Bt)	10.00	10.00	10.00	10.00

Source: Company data, FSS estimates

Share data

Close (31/05/2017)	14.50
SET Index	1,561.66
Foreign limit/actual (%)	37.00/0.55
Paid up shares (million)	986.67
Free float (%)	28.75
Market cap (Bt m)	14,306.67
Avg daily T/O (Bt m) (2017 YTD)	699.90
hi, lo, avg (Bt) (2017 YTD)	15.00, 11.50, 12.88

Source: SetSMARTs



Source: SET

หมายเหตุ : บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันซ่า จำกัด เป็นที่ปรึกษาทางการเงิน และเป็นผู้จัดการการจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่าย และ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) เป็นผู้ร่วมผู้จัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่ายหุ้นสามัญของบริษัท โกลบอลกรีนเคมิคอล จำกัด (มหาชน) ที่เสนอขายต่อประชาชนเป็นครั้งแรก

นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนก่อนตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์

Analyst: Parinth Nikornkittikosol

Register No.: 085699

Tel.: +662 646 9817

email: parinth.n@fnsyrus.com

www.fnsyrus.com

แนวทางในธุรกิจผลิตภัณฑ์เพื่อสิ่งแวดล้อม

GGC เป็นแนวทางในธุรกิจผลิตภัณฑ์เคมีเพื่อสิ่งแวดล้อม ปัจจุบันเป็นผู้ผลิตแพคเกจจิ้งแอลกอฮอล์รายเดียวในประเทศไทย และ เป็นผู้ผลิตเมทิลเอสเทอร์รายใหญ่ของประเทศ มีแต้มต่อคู่แข่งจากการเป็นบริษัทในเครือ PTT และเป็น Flagship ในธุรกิจผลิตภัณฑ์เคมีเพื่อสิ่งแวดล้อมของ PTTGC เราประเมินการเติบโตปี 2017 – 2019 ในอัตรา +11.4% CAGR สอดคล้องกับการเพิ่มสัดส่วนผสมเมทิลเอสเทอร์ของภาครัฐ และการขยายกำลังการผลิตอีก 200,000 ตันต่อปี ใน 4Q18 ส่วนหลังจากนั้น บริษัทฯ มีแผนขยายการผลิตไปสู่ผลิตภัณฑ์ Downstream และการเพิ่มไลน์ไปสู่ผลิตภัณฑ์จากอ้อยภายใต้โครงการ Biocomplex ประเมินราคาเหมาะสมที่ 15.0 บาท อ้างอิง PE 14.0 เท่า ทั้งนี้ ราคาหุ้นปัจจุบันปรับตัวขึ้นมาสะท้อนปัจจัยพื้นฐานจนมี Upside จำกัด ดังนั้น เราจึงแนะนำเพียงถือ

Flagship ด้านผลิตภัณฑ์เพื่อสิ่งแวดล้อมของ PTTGC

ปัจจุบัน บริษัทฯ จัดว่าเป็นผู้ประกอบการระดับแนวทางในธุรกิจผลิตภัณฑ์เคมีเพื่อสิ่งแวดล้อม โดยเป็นผู้ผลิตแพคเกจจิ้งแอลกอฮอล์รายเดียวในประเทศไทย และ เป็นหนึ่งในผู้ผลิตเมทิลเอสเทอร์รายใหญ่ จุดเด่นที่สำคัญ คือ ความสัมพันธ์กับกลุ่ม PTT และ PTTGC ซึ่งทำให้เกิดแต้มต่อทั้งด้านการจำหน่ายผลิตภัณฑ์ และการจัดหาวัตถุดิบ-สารธารณูปโภคต่างๆ ทำให้เกิด Synergy ที่คู่แข่งยากจะเลียนแบบได้ อีกทั้ง บริษัทฯ ยังถูกกำหนดให้เป็น Flagship ด้านผลิตภัณฑ์เพื่อสิ่งแวดล้อมของ PTTGC ซึ่ง PTTGC มีนโยบายการรวมธุรกิจเคมีภัณฑ์เพื่อสิ่งแวดล้อมในกลุ่ม PTTGC เข้าไปอยู่ภายใต้บริษัทฯ ในอนาคต

โรงงานเมทิลเอสเทอร์แห่งที่ 2 เพื่อรองรับความต้องการในอนาคต

เนื่องจากภาครัฐมีแผนที่จะส่งเสริมการผสมเมทิลเอสเทอร์ในน้ำมันดีเซลมากขึ้น ความต้องการเมทิลเอสเทอร์จึงมีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้นในอนาคต เพื่อรองรับความต้องการนี้ ปัจจุบันบริษัทฯ อยู่ระหว่างก่อสร้างโรงงานเมทิลเอสเทอร์แห่งที่ 2 คาดว่าจะ COD ได้ 4Q18 กำลังการผลิตติดตั้ง 200,000 ตันต่อปี ทำให้บริษัทฯ จะมีกำลังการผลิตเมทิลเอสเทอร์รวม 500,000 ตันต่อปี สูงสุดในประเทศ

ผลิตภัณฑ์ Downstream และ แดกไลน์สู่ผลิตภัณฑ์จากอ้อย

นอกเหนือจากการผลิตเมทิลเอสเทอร์ และ แพคเกจจิ้งแอลกอฮอล์ บริษัทฯ มีแผนขยายไลน์ผลิตภัณฑ์ในสายแพคเกจจิ้งแอลกอฮอล์ไปสู่ผลิตภัณฑ์ Downstream มากขึ้น รวมถึงการเพิ่มสายการผลิตไปสู่ผลิตภัณฑ์จากอ้อย ภายใต้โครงการ Biocomplex ซึ่งมีแผนจะผลิตเชื้อเพลิงชีวภาพ และ เคมีชีวภาพ สอดคล้องกับนโยบาย Bioeconomy ของภาครัฐ โดยปัจจุบันโครงการดังกล่าวอยู่ระหว่างการศึกษาค่าความเป็นไปได้และรายละเอียดร่วมกับ บมจ.เกษตรไทย อินเตอร์เนชั่นแนล ชูการ์ คอร์ปอเรชั่น (KTIS) คาดว่าจะ FID ใน 4Q17

คาดการณ์เติบโตปี 2017 – 2019 ที่ 11.4% CAGR

เราประเมินการเติบโตของกำไรปกติช่วงปี 2017 - 2019 ที่ระดับ 11.4% CAGR โดยการเติบโตจะมาจากการกำหนดส่วนผสมขั้นต่ำของเมทิลเอสเทอร์ การเติบโตของอุปสงค์น้ำมันดีเซล และความต้องการผลิตภัณฑ์สุชนอนามัย ส่วนปี 2017 ประเมินกำไรปกติที่ 1.1 พันล้านบาท +16% Y-Y โดยกำไรปกติ 1Q17 เท่ากับ 169 ล้านบาท แม้คิดเป็น 16% ของกำไรทั้งปี แต่เชื่อว่าช่วงที่เหลือของปีจะเร่งตัวขึ้น โดยมีปัจจัยสนับสนุนจากการปรับอัตราส่วนผสมขั้นต่ำของน้ำมันดีเซลจาก B5 เป็น B7 เมื่อวันที่ 8 พ.ค.ที่ผ่านมา

ประเมินราคาเหมาะสมที่ 15.0 บาท แนะนำถือ

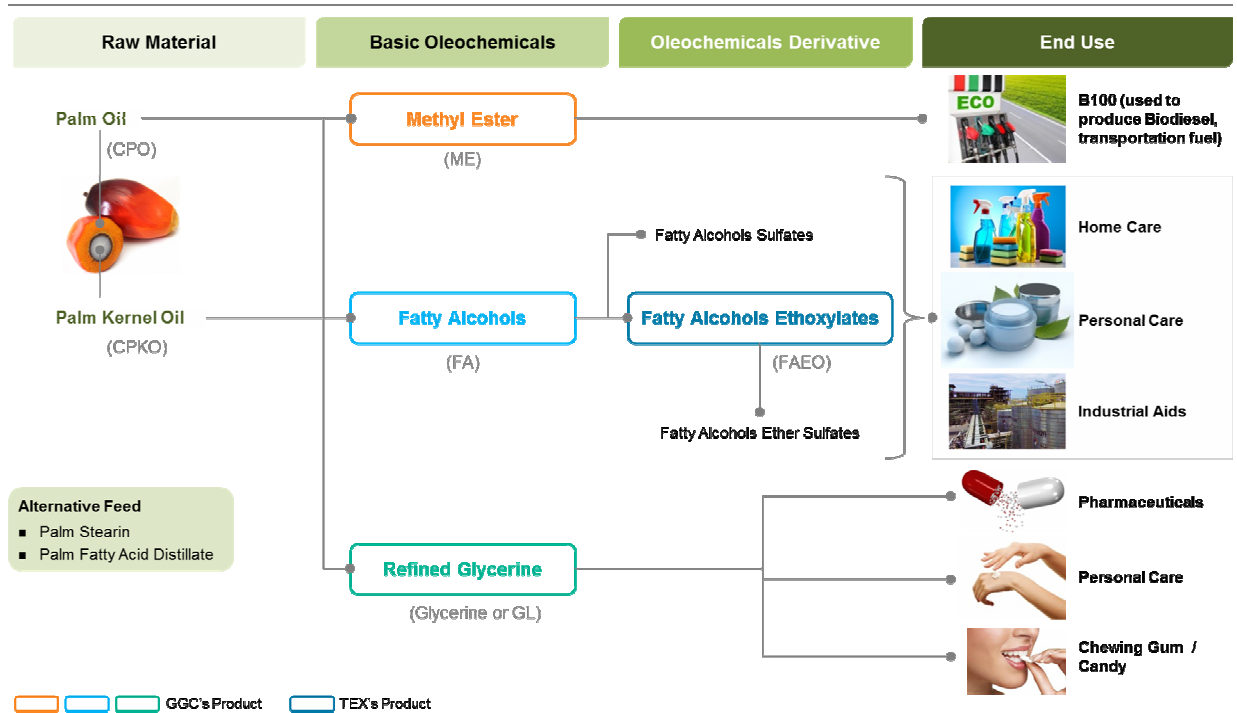
ประเมินราคาเหมาะสมปี 2017 ที่ 15.0 บาท อ้างอิง PE 14.0 เท่า จากคู่แข่งในอุตสาหกรรมทั้งในประเทศและต่างประเทศ ทั้งนี้ ราคาหุ้นปรับตัวสะท้อนปัจจัยพื้นฐานของบริษัทฯ ไปแล้ว จนที่ราคาปัจจุบันมี Upside ไม่สูงนัก ดังนั้น เราจึงแนะนำเพียงถือ

ลักษณะการประกอบธุรกิจ

บริษัท โกลบอลกรีนเคมิคอล จำกัด (มหาชน) (บริษัทฯ) ก่อตั้งขึ้นเมื่อ ก.ค. 2005 โดยบริษัท ไทยโอเลฟินส์ (ภายหลังได้ควบรวมเป็น PTTGC) โรงงานตั้งอยู่ในนิคมอุตสาหกรรมเหมราชตะวันออก (มาบตาพุด) จังหวัดระยอง ประกอบธุรกิจในอุตสาหกรรมโอเลโอเคมี โดยบริษัทฯ ได้รับการกำหนดให้เป็นแกนนำในธุรกิจผลิตภัณฑ์เคมีเพื่อสิ่งแวดล้อม (Green Flagship Company) ของกลุ่ม PTTGC ซึ่ง PTTGC ได้มีนโยบายที่จะรวมธุรกิจผลิตภัณฑ์เคมีเพื่อสิ่งแวดล้อมในกลุ่ม PTTGC เข้าไปอยู่ภายใต้บริษัทฯ ในอนาคต

ผลิตภัณฑ์เคมีเพื่อสิ่งแวดล้อมของบริษัทฯ ได้แก่ เมทิลเอสเทอร์ แฟตตี้แอลกอฮอล์ กลีเซอริน และผลิตภัณฑ์พลอยได้ (By product) อื่นๆ ซึ่งผลิตภัณฑ์เหล่านี้ผลิตมาจากน้ำมันปาล์ม ("CPO") และ น้ำมันเมล็ดในปาล์ม ("CPKO") ตามรายละเอียดดังต่อไปนี้

Value chain ของ Oleochemical



Source: Company data

เมทิลเอสเทอร์

ปัจจุบันบริษัทฯ เป็นหนึ่งในผู้ผลิตเมทิลเอสเทอร์รายใหญ่ของประเทศ โดยปัจจุบันมีกำลังการผลิตติดตั้งที่ 300,000 ตันต่อปี ซึ่งคิดเป็น 15.8% ของกำลังการผลิตทั้งประเทศ (ข้อมูล ณ พฤศจิกายน 2016) ซึ่งเมทิลเอสเทอร์ หรือ บี 100 จะนำไปใช้ผสมในน้ำมันดีเซลหมุนเร็วเพื่อการค้าปลีกในประเทศ โดยกรมธุรกิจพลังงานจะพิจารณาปรับอัตราส่วนของเมทิลเอสเทอร์ที่จะผสมในน้ำมันดีเซล เพื่อให้เหมาะสมและสอดคล้องกับอุปสงค์และอุปทานของน้ำมันปาล์มในประเทศในแต่ละช่วง ซึ่งโดยปกติแล้ว ภาครัฐจะปรับลดอัตราส่วนขั้นต่ำของเมทิลเอสเทอร์ที่ต้องนำไปผสมในน้ำมันดีเซลในช่วงฤดูแล้งเพื่อไม่ให้ขาดแคลนน้ำมันปาล์มสำหรับบริโภค ทั้งนี้ในปี 2016 บริษัทฯมีการขายเมทิลเอสเทอร์คิดเป็นประมาณ 27% ของเมทิลเอสเทอร์ที่ถูกนำมาผสมในน้ำมันดีเซลหมุนเร็วเพื่อการค้าปลีกในประเทศ โดยคู่แข่งรายใหญ่ของบริษัทฯ ได้แก่ บจ.น้ำมันพืชหุ้ม บมจ.พลังงานบริสุทธิ์ บมจ.เอ ไอ เอนเนอร์จี บจ.บางจากไบโอฟูเอล และ บจ.นิวไบโอดีเซล

แฟตตี้แอลกอฮอล์

นอกจากนี้ บริษัทฯ ยังเป็นผู้ผลิตแฟตตี้แอลกอฮอล์รายเดียวในประเทศ กำลังการผลิตติดตั้ง 100,000 ตันต่อปี โดยแฟตตี้แอลกอฮอล์ที่บริษัทฯ ผลิต จะถูกจัดจำหน่ายภายใต้ตราสินค้า "THAIOL" แบ่งออกเป็น 3 กลุ่มแยกตามความยาวของโมเลกุล ได้แก่ C₆₋₁₀ (โมเลกุลสั้น) C₁₂₋₁₄ (โมเลกุลกลาง) และ C₁₆₋₁₈ (โมเลกุลยาว) ซึ่งแต่ละประเภทจะถูกนำไปใช้เป็นส่วนผสมของผลิตภัณฑ์ที่ต่างกันในการนำไปใช้ในการผลิตผลิตภัณฑ์สุขอนามัยส่วนบุคคลและในภาคอุตสาหกรรม เช่น ใช้

เป็นส่วนผสมในการผลิตเครื่องสำอาง เป็นสารลดแรงตึงผิว และ เป็นส่วนผสมในการผลิตเภสัชภัณฑ์ต่างๆ โดยแพตตี แอลกอฮอล์โมเลกุลกลางซึ่งเป็นส่วนประกอบของสารชำระล้างและสารลดแรงตึงผิวมักมีอุปสงค์สูงในฤดูร้อน ส่วนแพตตี แอลกอฮอล์โมเลกุลยาวซึ่งเป็นส่วนประกอบของเครื่องสำอางและโลชั่นมักมีอุปสงค์สูงในฤดูหนาว ปัจจุบันบริษัทฯ ยังอยู่ในระหว่างการศึกษาผลิตภัณฑ์ต่อเนื่องของแพตตีแอลกอฮอล์ เช่น อัลคิลโพลีกลูโคไซด์ เป็นต้น สำหรับคู่แข่งรายใหญ่ของบริษัท ได้แก่ บริษัทที่ประกอบธุรกิจโพลิเอไมด์ครบวงจรในต่างประเทศ เช่น Musim Mas Holdings, Kuala Lumpur Kepong Bhd, Wilmar International Limited, PT Ecogreen Oleochemicals และ Emery ซึ่งเป็นบริษัทที่ PTTGC ถือหุ้น 50% นอกจากนี้บริษัทฯ ยังแข่งขันกับผู้ผลิตแพตตีแอลกอฮอล์สังเคราะห์อีกด้วย

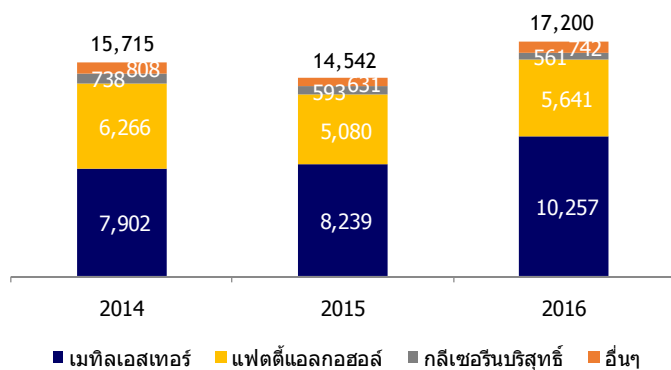
บริษัทร่วมค้า ไทยอิตอกซีเลท (TEX)

ในเดือนมีนาคม 2016 บริษัทฯ ได้เข้าซื้อหุ้นบริษัท ไทย อิตอกซีเลท จำกัด (TEX) จาก PTTGC คิดเป็นสัดส่วนการถือหุ้น 50% ของจำนวนหุ้นทั้งหมด ทำให้ TEX เป็นบริษัทร่วมค้าระหว่างบริษัทฯ และ บริษัท บีเอเอสเอฟ (ไทย) จำกัด โดย TEX เป็นผู้ผลิตแพตตีแอลกอฮอล์อิตอกซีเลทรายเดียวในประเทศ โดยมีกำลังการผลิตติดตั้ง 50,000 ตันต่อปี และเป็นลูกค้ารายใหญ่ที่ซื้อแพตตีแอลกอฮอล์จากบริษัทฯ ซึ่งการเข้าซื้อ TEX เป็นการสร้างโอกาสสำหรับบริษัทฯ ในการขยายธุรกิจไปสู่ผลิตภัณฑ์ต่อเนื่องของแพตตีแอลกอฮอล์อิตอกซีเลท ยกตัวอย่างเช่น แพตตีแอลกอฮอล์อีเทอร์ซิลเฟต เป็นต้น ปัจจุบัน TEX อยู่ระหว่างขยายกำลังการผลิตติดตั้งเพิ่มอีก 65,000 ตันต่อปี เป็น 115,000 ตันต่อปี โดยคาดว่าจะแล้วเสร็จในเดือนกรกฎาคม ปี 2017

โครงสร้างรายได้

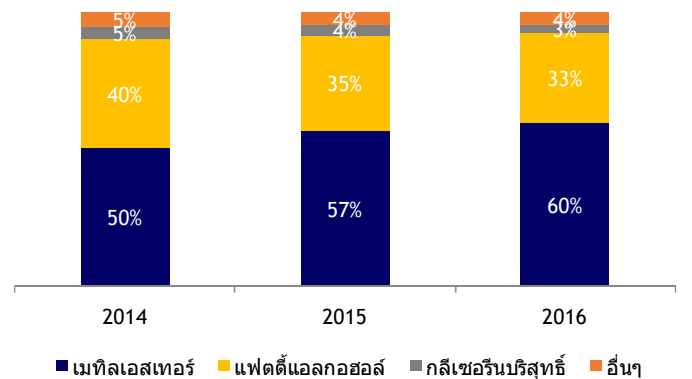
รายได้หลักของบริษัทฯ มาจากการจำหน่ายเมทิลเอสเทอร์ และ แพตตีแอลกอฮอล์ ซึ่งรวมกันคิดเป็นกว่า 90% ของยอดขายรวมทั้งหมด โดยช่วงปี 2014 - 2016 บริษัทฯ มีสัดส่วนรายได้จากการจำหน่ายเมทิลเอสเทอร์ เท่ากับ 50.3% 56.7% และ 59.6% ตามลำดับ และ มีสัดส่วนรายได้จากการจำหน่ายแพตตีแอลกอฮอล์ เท่ากับ 39.9% 34.9% และ 32.8% ตามลำดับ นอกจากนี้ บริษัทฯ ยังมีรายได้จากการจำหน่ายกลีเซอรินบริสุทธิ์ และ ผลิตภัณฑ์ผลพลอยได้อื่น เช่น กลีเซอรินดิบ กลีเซอรินสีเหลือง โพแทสเซียมซิลเฟต กากเมทิลเอสเทอร์ และกากแพตตีแอลกอฮอล์ และรายได้จากการขายวัตถุดิบ ซึ่งส่วนใหญ่คือน้ำมันปาล์มดิบ

โครงสร้างรายได้จากการขาย (ล้านบาท)



Source: Company data

สัดส่วนรายได้แยกตามผลิตภัณฑ์ (%)



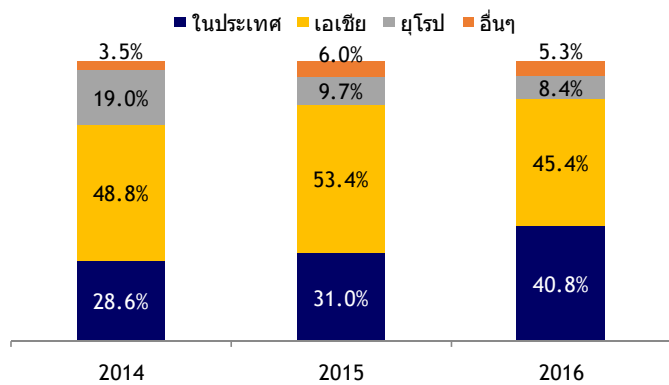
Source: Company data

กลุ่มลูกค้า

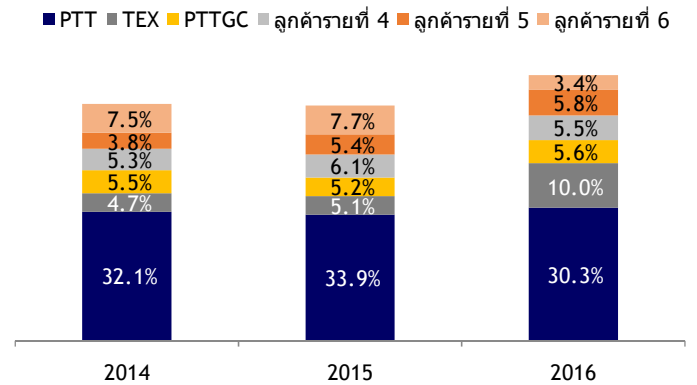
บริษัทฯ จำหน่ายเมทิลเอสเทอร์เกือบทั้งหมดให้แก่ลูกค้าในประเทศ โดยกลุ่มลูกค้าหลักคือ ผู้ผลิตหรือจำหน่ายน้ำมันดีเซลหมุนเร็ว ซึ่งรวมถึงบริษัทในเครือ PTT ส่วนแพตตีแอลกอฮอล์จะจำหน่ายให้แก่ลูกค้าทั้งในประเทศและต่างประเทศโดยตลาดต่างประเทศส่วนใหญ่ได้แก่ จีน อินเดีย ยุโรป แอฟริกาใต้ อเมริกาใต้ และกลีเซอรินจะจำหน่ายให้แก่ลูกค้าทั้งในประเทศและต่างประเทศโดยตลาดต่างประเทศส่วนใหญ่ได้แก่ อินเดีย บังคลาเทศ นิวซีแลนด์

แหล่งรายได้จากการจำหน่ายแฟตตี้แอลกอฮอล์ (%)

แหล่งรายได้จากลูกค้ารายใหญ่ที่มีสัดส่วนยอดขายสูงกว่า 5% ของรายได้รวม (%)



Source: Company data



Source: Company data

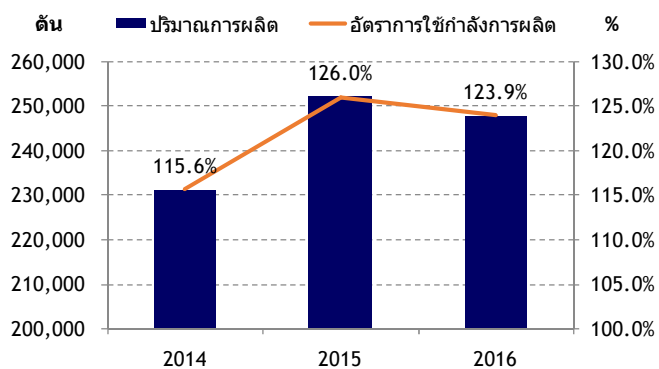
อัตราการใช้กำลังการผลิต

การใช้ประโยชน์จากสินทรัพย์ของบริษัท เพื่อให้ได้ปริมาณผลผลิตสูงสุดเป็นปัจจัยสำคัญที่มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งบริษัทได้เล็งเห็นความสำคัญและมีการปรับปรุงโรงงานเพื่อให้สามารถใช้อัตราการผลิตในระดับที่สูงได้ โดยช่วงปี 2014 - 2016 บริษัท มีการใช้อัตราการผลิตเมทิลเอสเทอร์ เท่ากับ 115.6% 126.0% และ 123.9% ตามลำดับ (ประเมินจากกำลังการผลิตติดตั้งเดิมที่ 200,000 ตัน โดยหากคิดจากกำลังการผลิตใหม่ ณ วันที่ 14 พฤศจิกายน 2016 ที่ 300,000 ตันต่อปี บริษัท จะมีอัตราการใช้กำลังการผลิตในปี 2016 ที่ ประมาณ 82.6%) แฟตตี้แอลกอฮอล์ เท่ากับ 113.2% 104.4% และ 97.8% ตามลำดับ (ประเมินจากกำลังการผลิตติดตั้งที่ 100,000 ตัน) และ กลีเซอรินบริสุทธิ์ เท่ากับ 95.5% 96.6% และ 102.9% ตามลำดับ (ประเมินจากกำลังการผลิตติดตั้งที่ 31,000 ตัน)

ปริมาณการผลิต

สืบเนื่องจากการใช้อัตราการผลิตที่สูงทำให้ช่วงปี 2014 - 2016 บริษัท มีปริมาณการผลิตเมทิลเอสเทอร์ เท่ากับ 231,195 ตัน 252,046 ตัน และ 247,857 ตัน ตามลำดับ แฟตตี้แอลกอฮอล์ เท่ากับ 113,248 ตัน 104,362 ตัน และ 97,850 ตัน ตามลำดับ กลีเซอรินบริสุทธิ์ เท่ากับ 29,620 ตัน 29,946 ตัน และ 31,888 ตัน ตามลำดับ

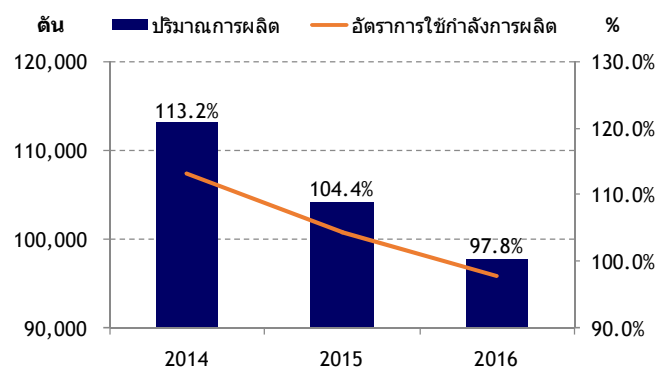
อัตราการใช้กำลังการผลิต และ ปริมาณการผลิตของเมทิลเอสเทอร์



Source: Company data

หมายเหตุ: อัตราการใช้กำลังการผลิตของโรงงานเมทิลเอสเทอร์ คำนวณจากกำลังการผลิตติดตั้งเดิมที่ 200,000 ตันต่อปี ทั้งนี้ตั้งแต่เดือน พ.ย. 2559 บริษัท ได้จัดระเบียบกำลังการผลิตติดตั้งใหม่สำหรับโรงงานเมทิลเอสเทอร์อย่างเป็นทางการ จากเดิมที่ 200,000 ตันต่อปี เพิ่มขึ้นเป็น 300,000 ตันต่อปี

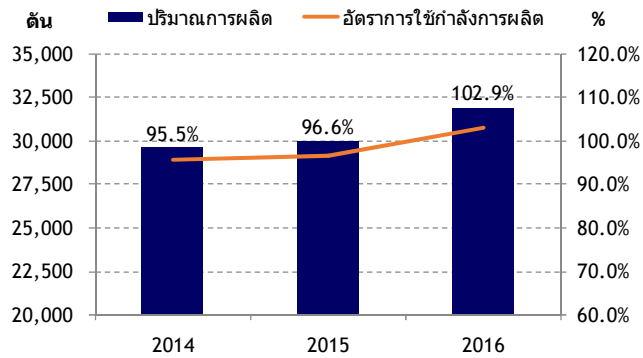
อัตราการใช้กำลังการผลิต และ ปริมาณการผลิตของแฟตตี้แอลกอฮอล์



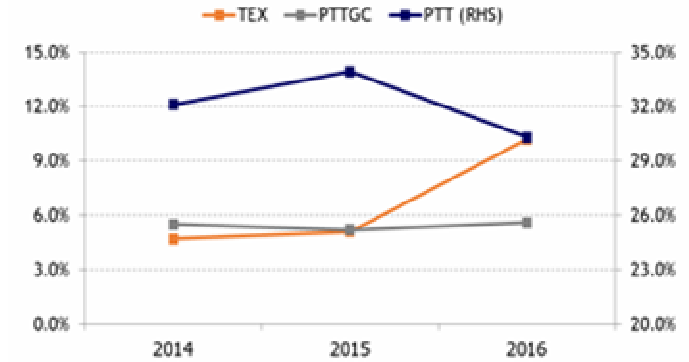
Source: Company data

อัตราการใช้กำลังการผลิต และ ปริมาณการผลิตของกลีเซอรินบริสุทธิ์

กลุ่มลูกค้าหลัก



Source: Company data



Source: Company data

ภาวะอุตสาหกรรม

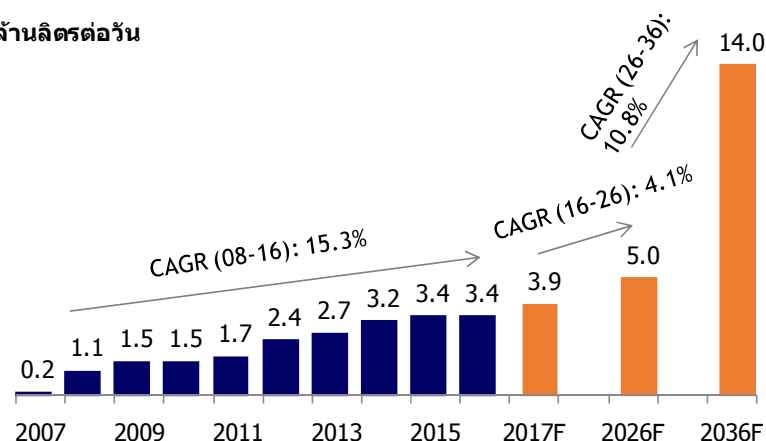
ภาวะอุตสาหกรรมเมทิลเอสเทอร์

อุตสาหกรรมเติบโตถึง 16 เท่า ในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา

เนื่องจากภาครัฐมีนโยบายสนับสนุนการใช้เชื้อเพลิงชีวภาพเพื่อลดมลพิษ สนับสนุนเกษตรกร และ ส่งเสริมความมั่นคงทางพลังงาน โดยหากดูในอดีตช่วงปี 2008 – 2016 ความต้องการเมทิลเอสเทอร์ได้เพิ่มขึ้นจาก 1.1 ล้านลิตรต่อวัน เป็น 3.4 ล้านลิตรต่อวัน หรือคิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปีเท่ากับ 15.3% โดยความต้องการที่เพิ่มสูงขึ้นประเด็นหลักมาจาก 1. การกำหนดสัดส่วนการผสมเมทิลเอสเทอร์ในน้ำมันดีเซล ซึ่งภาครัฐมีนโยบายเพิ่มสัดส่วนการผสมจาก 1.5% ในปี 2008 เป็น 5% ณ สิ้นปี 2016 2. ปริมาณการบริโภคน้ำมันดีเซล ซึ่งมีแนวโน้มเติบโตตามอัตราการเพิ่มขึ้นของ GDP ซึ่งช่วงปี 2009 – 2015 มีอัตราการเติบโตเฉลี่ยที่ 2.9% ต่อปี ทำให้ที่ผ่านมามีการผลิตเมทิลเอสเทอร์ในประเทศเพิ่มขึ้น 16 เท่าในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา ส่วนในอนาคต ด้วยความพร้อมด้านวัตถุดิบและสอดคล้องกับแผนพัฒนาพลังงานทดแทนปี 2015 ซึ่งรัฐบาลคาดการณ์ว่าการบริโภคเมทิลเอสเทอร์จะเท่ากับ 14.0 ล้านลิตรต่อวัน ในปี 2036 ทำให้ LMC International คาดว่าประเทศไทยจะเพิ่มการผลิตเมทิลเอสเทอร์จากปี 2015 ที่ 928,000 ตัน เป็น 1,435,000 ตันในปี 2025 คิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ที่ 4.5%

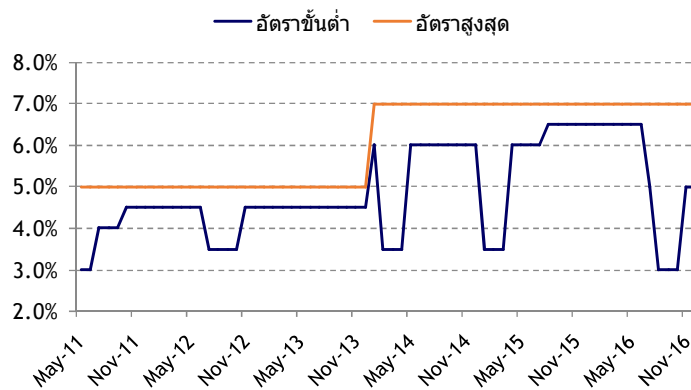
ปริมาณการบริโภคเมทิลเอสเทอร์ในอดีตปี 2007 – 2015 และ ประมาณการปี 2016 - 2036

ล้านลิตรต่อวัน



Source: Company data

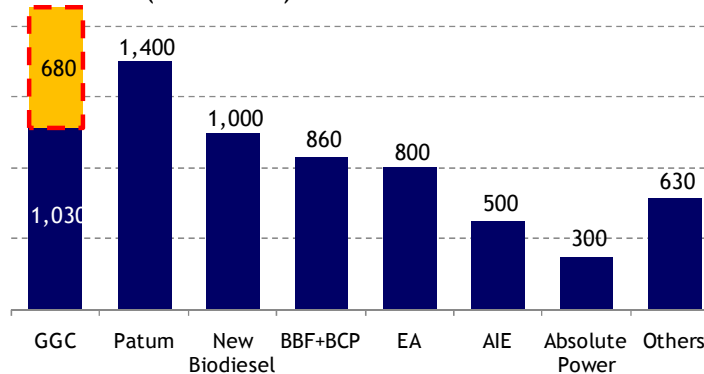
ปริมาณของเมทิลเอสเทอร์ที่กำหนดให้ต้องผสมในน้ำมันดีเซลช่วงปี 2011 - 2016



Source: Company data

ผู้ผลิตเมทิลเอสเทอร์ที่ได้รับรองในประเทศไทย

กำลังการผลิต (พันลิตรต่อวัน)



Source: Company data

ภาวะอุตสาหกรรมแฟตตี้แอลกอฮอล์

แฟตตี้แอลกอฮอล์สังเคราะห์มีความได้เปรียบในยุคราคาน้ำมันถูก

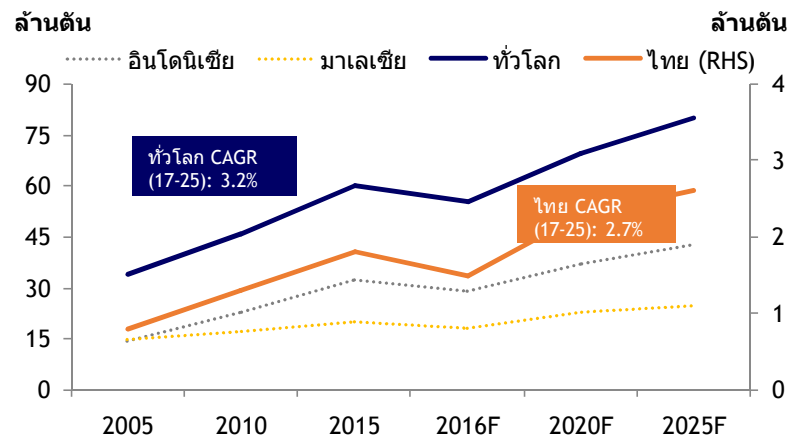
แฟตตี้แอลกอฮอล์สามารถแบ่งเป็นแบบธรรมชาติ และ แบบสังเคราะห์ โดยแบบธรรมชาติจะผลิตมาจากน้ำมันเมล็ดในปาล์มดิบ หรือ น้ำมันมะพร้าว ส่วนแบบสังเคราะห์จะผลิตมาจากเอทิลีน ซึ่งเป็นผลิตภัณฑ์ที่ได้มาจากปิโตรเลียม โดยตั้งแต่ช่วงกลางปี 2014 ซึ่งถือว่าเป็นยุคราคาน้ำมันถูก เนื่องจากเกิดปัญหาอุปทานล้นตลาด ส่งผลให้ผู้ผลิตแฟตตี้แอลกอฮอล์สังเคราะห์ได้รับประโยชน์ จึงมีการเพิ่มกำลังการผลิต และ อัตราการใช้กำลังการผลิตขึ้น เป็นผลให้กำลังการผลิตแฟตตี้แอลกอฮอล์โดยรวมมีมากเกินไปเกินความต้องการและกดดันราคาขายแฟตตี้แอลกอฮอล์ทั้ง 2 ประเภทลดลงในปี 2014 และ 2015 ซึ่งส่งผลลบต่อผู้ผลิตแฟตตี้แอลกอฮอล์โดยเฉพาะผู้ผลิตแฟตตี้แอลกอฮอล์แบบธรรมชาติ อย่างไรก็ตามแฟตตี้แอลกอฮอล์สังเคราะห์ไม่สามารถทดแทนแฟตตี้แอลกอฮอล์ธรรมชาติได้ในการนำไปใช้ในอุตสาหกรรมสุชนาามัยส่วนบุคคล โดยจากคาดการณ์ของ LMC International ภูมิภาคเอเชียจะเป็นศูนย์กลางการเติบโตของความต้องการใช้แฟตตี้แอลกอฮอล์แบบธรรมชาติเพราะอุปสงค์ด้านสุชนาามัยส่วนบุคคล และ ผงซักฟอกมากขึ้น ทั้งนี้ราคาแฟตตี้แอลกอฮอล์โมเลกุลกลาง เริ่มปรับตัวสูงขึ้นตั้งแต่ช่วงปี 2016 ตามราคาวัตถุดิบที่เพิ่มขึ้น

ภาวะอุตสาหกรรมน้ำมันปาล์มดิบและน้ำมันเมล็ดในปาล์มดิบ

ปัจจุบัน ประเทศไทยสามารถผลิตน้ำมันปาล์มดิบ และ น้ำมันเมล็ดในปาล์มดิบได้ประมาณ 1.8 ล้านตันต่อปี และ 0.2 ล้านตันต่อปี ตามลำดับ โดยผลผลิตส่วนใหญ่จะถูกนำมาบริโภคภายในประเทศ และ การผลิตเป็นสินค้าอุตสาหกรรม ประเทศไทยเริ่มประกาศใช้นโยบายอัตราการผลิตเมทิลเอสเทอร์ในน้ำมันดีเซลตั้งแต่ปี 2006 โดยเริ่มต้นที่ปี 2 และ กรมพัฒนาพลังงานทดแทนและอนุรักษ์พลังงานประมาณการว่าการบริโภคเมทิลเอสเทอร์จะสูงขึ้นถึง 5.0 ล้านลิตรต่อวันในปี 2026 และ 14.0 ล้านลิตรต่อวันภายในปี 2036 :ซึ่งเมื่อคำนึงถึงประมาณการการบริโภคน้ำมันดีเซลหมุนเร็วของกรมพัฒนาพลังงานทดแทนและอนุรักษ์พลังงานนั้น เทียบเท่ากับการเพิ่มอัตราการผลิตเป็นปี 10 ในปี 2026 และ ปี 25 ในปี 2036 ซึ่ง

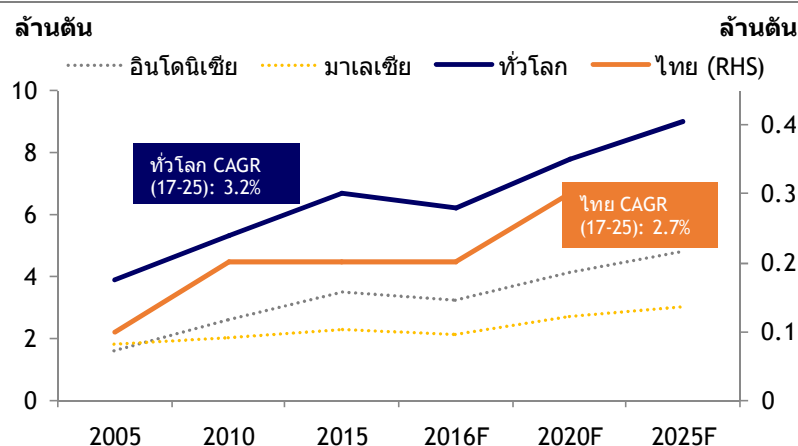
ปัจจัยนี้จะเป็นส่วนสำคัญที่จะสนับสนุนการเติบโตของการผลิตน้ำมันปาล์มดิบ และ น้ำมันเมล็ดในปาล์มดิบในอนาคต โดยอ้างอิง LMC International คาดว่าในปี 2025 การผลิตของไทยจะเพิ่มเป็น 2.6 ล้านตัน และ 0.3 ล้านตัน ตามลำดับ ส่วนด้านราคา โดยปกติแล้วราคาน้ำมันปาล์มจะมีเคลื่อนไหวสอดคล้องราคาน้ำมันดิบ เนื่องจากจะถูกนำมาใช้เป็นเชื้อเพลิงชีวภาพเพื่อผสมกับน้ำมันดิบ ซึ่งในช่วงที่ราคาน้ำมันดิบอยู่ในระดับต่ำ อุปสงค์ของเชื้อเพลิงชีวภาพจะลดลงเพราะถูกแทนที่ด้วยน้ำมันดิบ ส่งผลให้ราคาเชื้อเพลิงชีวภาพลดต่ำลง

ปริมาณการผลิตน้ำมันปาล์มดิบช่วงปี 2005 – 2014 และ คาดการณ์ช่วงปี 2015 - 2025



Source: Company data

ปริมาณการผลิตน้ำมันเมล็ดในปาล์มดิบช่วงปี 2005 – 2014 และ คาดการณ์ช่วงปี 2015 - 2025



Source: Company data

นโยบายพัฒนาอุตสาหกรรมไทย

ภาครัฐมีนโยบายมุ่งส่งเสริมให้ภาคอุตสาหกรรมของไทยโดยจะเปลี่ยนการพึ่งพาการผลิตจากอุตสาหกรรมหนัก (Manufacturing and Asset-based Industry) ไปสู่อุตสาหกรรมที่เน้นการใช้ความรู้ขั้นสูง (Knowledge-based Industry) เพื่อให้โครงสร้างเศรษฐกิจของไทยปรับตัวเข้ากับสถานการณ์ของโลกได้ โดยจะผลักดันการเติบโตทางเศรษฐกิจ 2 รูปแบบ โดย 1.) First S-Curve เป็นการลงทุนเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีอยู่แล้ว และ 2.) New S-Curve เป็นการลงทุนในอุตสาหกรรมใหม่ ซึ่งจะเป็นกลไกสำคัญ (New Growth Engine) ในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจในอนาคต โดยรัฐบาลเสนอ 10 อุตสาหกรรมเป้าหมาย ได้แก่

1. อุตสาหกรรมยานยนต์สมัยใหม่
2. อุตสาหกรรมอิเล็กทรอนิกส์อัจฉริยะ
3. อุตสาหกรรมท่องเที่ยวกลุ่มรายได้ดี และการท่องเที่ยวเชิงสุขภาพ
4. การเกษตรและเทคโนโลยีชีวภาพ
5. อุตสาหกรรมแปรรูปอาหาร
6. อุตสาหกรรมหุ่นยนต์เพื่อการอุตสาหกรรม

7. อุตสาหกรรมการบินและโลจิสติกส์
8. อุตสาหกรรมเชื้อเพลิงชีวภาพและเคมีชีวภาพ
9. อุตสาหกรรมดิจิทัล
10. อุตสาหกรรมการแพทย์ครบวงจร

นอกจากนี้ ยังมีการจัดทำแผนพัฒนาอุตสาหกรรมแห่งอนาคต (New S-Curve) ซึ่ง Bioeconomy เป็น 1 ใน 5 กรอบการดำเนินงาน โดยจะเน้นพัฒนาเศรษฐกิจฐานเกษตรกรรม ให้สามารถเป็นศูนย์กลาง Bio-hub ของอาเซียน เนื่องจากไทยมีความพร้อมด้านวัตถุดิบ

ผลการดำเนินงานในอดีต

ในช่วงปี 2014 – 2016 บริษัทมีรายได้รวมเท่ากับ 15,715 ล้านบาท 14,542 ล้านบาท และ 17,200 ล้านบาท ตามลำดับ โดยปี 2015 รายได้รวมลดลงสาเหตุมาจากธุรกิจแพตตี้แอลกอฮอล์ที่ถูกกดดันจากทั้งปริมาณจำหน่าย และ ราคาจำหน่ายที่ลดลง เนื่องจากผลิตภัณฑ์แพตตี้แอลกอฮอล์สังเคราะห์ซึ่งเป็นผลิตภัณฑ์ที่สามารถทดแทนแพตตี้แอลกอฮอล์ธรรมชาติได้ในอุตสาหกรรมอื่นๆ นอกจากในอุตสาหกรรม สุขอนามัยส่วนบุคคล อย่างไรก็ตาม รายได้จากเมทิลเอสเทอร์ปรับตัวเพิ่มขึ้นตามปริมาณจำหน่ายเนื่องจากการปรับปรุงหน่วยผลิตทำให้สามารถใช้อัตราการผลิตสูงขึ้น ส่วนปี 2016 รายได้กลับมาเติบโตจากทั้งธุรกิจเมทิลเอสเทอร์ และ ธุรกิจแพตตี้แอลกอฮอล์ ซึ่งมีราคาขายสูงขึ้นตามราคาวัตถุดิบ โดยธุรกิจเมทิลเอสเทอร์มีปริมาณจำหน่ายเพิ่มขึ้นตามความต้องการใช้น้ำมันดีเซล มีส่วนแบ่งการตลาดมากขึ้น และ รับรู้อัตราการผลิตที่สูงขึ้นเต็มปีหลังผ่านการเพิ่มประสิทธิภาพโรงงานช่วงเดือนสิงหาคม 2015 ขณะที่ ธุรกิจแพตตี้แอลกอฮอล์มีปริมาณจำหน่ายลดลงเพราะอุปสงค์ส่วนหนึ่งถูกซัดเซด้วยแพตตี้แอลกอฮอล์สังเคราะห์ที่มีราคาต่ำลง ส่วนด้านต้นทุนขายช่วงปี 2014 – 2016 ต้นทุนขายเท่ากับ 14,297 ล้านบาท 13,371 ล้านบาท และ 15,716 ล้านบาท ตามลำดับ ทำให้บริษัท มีกำไรขั้นต้น เท่ากับ 1,418 ล้านบาท 1,171 ล้านบาท และ 1,484 ล้านบาท ตามลำดับ คิดเป็นอัตรากำไรขั้นต้นเท่ากับ 9.0% 8.1% และ 8.6% ตามลำดับ และมีกำไรสุทธิปี 2014 – 2016 เท่ากับ 1,103 ล้านบาท 905 ล้านบาท และ 961 ล้านบาท คิดเป็นอัตรากำไรสุทธิเท่ากับ 7.0% 6.2% และ 5.6% ตามลำดับ

สำหรับด้านอัตราส่วนทางการเงินช่วงปี 2014 - 2016 บริษัท มีอัตราส่วน ROA และ ROE อยู่ในช่วงเท่ากับ 8.7% - 10.7% และ 10.4% - 13.7% ตามลำดับ ขณะที่อัตราส่วนสภาพคล่องอยู่ในระดับสูง มี Current ratio เท่ากับ 10.6 เท่า 9.7 เท่า และ 5.2 เท่า ตามลำดับ ด้านโครงสร้างเงินทุนถือว่ามั่นคงดี มี D/E ratio ต่ำเพียง 0.2 เท่า 0.1 เท่า และ 0.5 เท่า ตามลำดับ

ประเด็นการลงทุนและคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคต

ความนิยมของผลิตภัณฑ์เพื่อสิ่งแวดล้อมจากทั่วโลกและการส่งเสริมของภาครัฐจะผลักดันอุตสาหกรรมให้เติบโตสูง

ในช่วงที่ผ่านมาผลิตภัณฑ์เพื่อสิ่งแวดล้อมได้รับความนิยมเป็นอย่างมากทั้งในระดับโลก และในระดับประเทศ ซึ่งจะเห็นได้จาก ในช่วง 10 ปีที่ผ่านมาอุตสาหกรรมการผลิตเมทิลเอสเทอร์ในประเทศไทยได้เติบโตขึ้นถึง 16 เท่า โดยปัจจัยการเติบโตหลักมาจากการสนับสนุนของภาครัฐ ที่ส่งเสริมการให้มีการใช้เชื้อเพลิงชีวภาพเพื่อลดมลพิษ สนับสนุนเกษตรกร และ เพิ่มความมั่นคงทางพลังงาน ผ่านการกำหนดสัดส่วนการผสมขั้นต่ำของเมทิลเอสเทอร์ หรือ ไบโอดีเซล (บี100) ในน้ำมันดีเซลที่กำหนดในประเทศที่เริ่มอย่างเป็นทางการตั้งแต่ปี 2008 ที่สัดส่วนเริ่มต้น 1.5% จนกระทั่งปัจจุบันเป็น 5% ทำให้การบริโภคเมทิลเอสเทอร์ช่วงปี 2008 – 2016 เพิ่มขึ้นจาก 1.1 ล้านลิตรต่อวัน เป็น 3.4 ล้านลิตรต่อวัน และ กรมพัฒนาพลังงานทดแทนและอนุรักษ์พลังงานประมาณการว่าการบริโภคเมทิลเอสเทอร์จะสูงขึ้นถึง 5.0 ล้านลิตรต่อวันในปี 2026 และ 14.0 ล้านลิตรต่อวันภายในปี 2036 ซึ่งเมื่อคำนึงถึงประมาณการการบริโภคน้ำมันดีเซลหมุนเร็วของกรมพัฒนาพลังงานทดแทนและอนุรักษ์พลังงานนั้น เทียบเท่ากับการเพิ่มสัดส่วนผสมเมทิลเอสเทอร์ขั้นต่ำในน้ำมันดีเซลเป็น 10% ภายในปี 2026 และ เป็น 25% ภายในปี 2036

นอกจากการขยายตัวของอุตสาหกรรมการผลิตเมทิลเอสเทอร์ ผลิตภัณฑ์เพื่อสิ่งแวดล้อมก็ได้รับความนิยมมากขึ้นโดยจากการศึกษาของ Euro Monitor Beauty Survey และ Organic Monitor ในปี 2016 พบว่าผู้บริโภคมีความต้องการเพิ่มขึ้นในการใช้สินค้าสุขอนามัยส่วนบุคคล ที่ผลิตจากผลิตภัณฑ์เพื่อสิ่งแวดล้อม ซึ่งรวมถึงสารลดแรงตึงผิวอย่าง แพตตี้

แอลกอฮอล์ และ ผลิตภัณฑ์ต่อเนื่องของแพตตี้แอลกอฮอล์ เช่นอัลคิลโพลีกลูโคไซด์ และ แพตตี้แอลกอฮอล์อีเทอร์ซิลเฟต เป็นต้น เนื่องจากผู้บริโภคในปัจจุบันมีความตระหนักถึงวัตถุดิบที่นำมาใช้เป็นส่วนประกอบในการผลิตสินค้าอุปโภคบริโภค รวมถึงผลกระทบต่อสุขภาพอนามัยของผู้บริโภค และสภาพสิ่งแวดล้อม

พร้อมก้าวเป็นเบอร์หนึ่งในธุรกิจไบโอดีเซล

บริษัทฯ ถือเป็นผู้ประกอบการระดับผู้นำประเทศในการผลิตเมทิลเอสเทอร์ ทั้งด้านสัดส่วนการผลิต โดยบริษัทฯ มีกำลังการผลิตติดตั้งเดิมที่ 200,000 ตันต่อปี ซึ่งเมื่อประกอบกับอัตราการผลิตได้สูงถึง 150% จากการ Debottleneck ทำให้ปัจจุบันมีกำลังการผลิตติดตั้งที่ 300,000 ตันต่อปี ซึ่งสูงสุดเป็นลำดับที่ 2 คิดเป็น 15.8% ของกำลังการผลิตทั้งประเทศ (ข้อมูล ณ พฤศจิกายน 2016) และมี Market Share ที่ประมาณ 27% (ข้อมูลปี 2016) นอกจากนี้ บริษัทฯ ยังอยู่ระหว่างก่อสร้างโรงงานใหม่ ซึ่งจะทำให้กำลังการผลิตเพิ่มขึ้นอีก 200,000 ตันต่อปี และ จะทำให้บริษัทฯ เป็นผู้ประกอบการที่มีกำลังการผลิตสูงสุดในประเทศ อีกทั้ง บริษัทฯ ยังมีความสามารถในการรักษา Margin ได้อย่างสม่ำเสมอ เนื่องจากการจำหน่ายโดยอ้างอิงสูตรต้นทุนบวกกำไร (Cost-Plus) ที่ประกาศโดยภาครัฐ และ จัดหาวัตถุดิบเมื่อมีการตกลงคำสั่งซื้อแล้ว อีกทั้ง โรงงานของบริษัทฯ ยังใช้เครื่องจักรที่มีประสิทธิภาพสูงโดยการใช้เทคโนโลยีมาตรฐานสากล ส่งผลให้การดำเนินงานที่ผ่านมา บริษัทฯ สามารถใช้อัตราการผลิตที่สูง คุณภาพได้มาตรฐาน และ มีความยืดหยุ่นในการใช้วัตถุดิบ นอกจากนี้โรงงานเมทิลเอสเทอร์แห่งที่ 2 ยังจะทำให้บริษัทฯ สามารถบริหารการผลิตได้อย่างมีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น และ ทำให้ margin โดยรวมดีขึ้น

แพตตี้แอลกอฮอล์รายเดียวในประเทศ

ปัจจุบันบริษัทฯ ถือเป็นผู้ผลิตแพตตี้แอลกอฮอล์รายเดียวในประเทศ ทำให้คู่แข่งของบริษัทฯ คือผู้ผลิตผลิตภัณฑ์แพตตี้แอลกอฮอล์นำเข้า ซึ่งบริษัทฯ เชื่อว่าราคาแพตตี้แอลกอฮอล์ที่บริษัทฯ ผลิตมีราคาต่ำกว่าราคาแพตตี้แอลกอฮอล์ที่นำเข้าจากต่างประเทศอันเนื่องมาจากค่าขนส่งที่ต่ำกว่า และบริษัทฯ ยังใช้ระยะเวลาขนส่งสั้นกว่าซึ่งทำให้ลูกค้าภายในประเทศสามารถบริหารจัดการสินค้าคงคลังได้ดีขึ้น จึงทำให้มีข้อได้เปรียบในด้านโลจิสติกส์ทั้งด้านต้นทุนการขนส่ง และ ระยะเวลาขนส่งทำให้ลูกค้าสามารถควบคุมวัตถุดิบได้ดีกว่าการนำเข้า นอกจากนี้ บริษัทฯ ยังมีการจำหน่ายไปสู่ลูกค้าในต่างประเทศซึ่งลูกค้าหลัก คือ ประเทศจีน อินเดีย ยุโรป แอฟริกาใต้ อเมริกาใต้ ซึ่งอุปสงค์กำลังเติบโต

ความสัมพันธ์กับกลุ่ม PTT และ กลุ่ม PTTGC

ความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่ม PTT และ กลุ่ม PTTGC ยังเป็นอีกจุดเด่นของบริษัทฯ โดยนอกจาก กลุ่ม PTT และ กลุ่ม PTTGC จะเป็นกลุ่มลูกค้าหลักของผลิตภัณฑ์เมทิลเอสเทอร์ บริษัทฯ ยังได้ประโยชน์จาก Group Synergy ของกลุ่ม PTTGC โดยสามารถจัดหาวัตถุดิบ และ สารฐานปิโตรเคมีสำหรับการผลิตได้ด้วยต้นทุนที่มีแข่งขันได้เพราะได้ประโยชน์จากการประหยัดจากขนาด อีกทั้งในอนาคต เนื่องจากบริษัทฯ ได้รับการกำหนดให้เป็น Flagship ด้านผลิตภัณฑ์เคมีเพื่อสิ่งแวดล้อมของ PTTGC ซึ่ง PTTGC มีโอกาสที่จะรวมธุรกิจผลิตภัณฑ์เคมีเพื่อสิ่งแวดล้อมเข้ามาอยู่ภายใต้บริษัทฯ ในอนาคต โดยเราคาดว่าหาก PTTGC รวมธุรกิจผลิตภัณฑ์เคมีเพื่อสิ่งแวดล้อมเข้ามาอยู่ภายใต้บริษัทฯ ในมูลค่าและระยะเวลาที่เหมาะสม จะส่งผลที่ดียิ่งขึ้นต่อบริษัทฯ

ทำเลที่ตั้งในเชิงยุทธศาสตร์

นอกจากนี้ ทำเลที่ตั้งของบริษัทฯ ที่อยู่ในนิคมอุตสาหกรรมมาบตาพุด ซึ่งเป็นแหล่งอุตสาหกรรมปิโตรเคมีทำให้บริษัทฯ ได้ประโยชน์ในด้านการขนส่งวัตถุดิบ และ ผลิตภัณฑ์ไม่ว่าส่งให้ลูกค้าโดยตรง หรือ ส่งออกผ่านท่าเรือน้ำลึก ซึ่งทำให้คู่แข่งรายอื่นยากที่จะเลียนแบบ นอกจากนี้บริษัทฯ ยังอยู่ใกล้ผู้ผลิตและผู้ผสมน้ำมันดีเซลที่เป็นลูกค้าของบริษัทฯ อีกด้วย

โรงงานเมทิลเอสเทอร์แห่งที่ 2 จะรองรับการเติบโตในระยะยาวตามนโยบายรัฐบาล

บริษัทฯ อยู่ระหว่างการก่อสร้างโรงงานเมทิลเอสเทอร์แห่งที่ 2 ที่ จ.ชลบุรี ซึ่งมีกำลังการผลิตติดตั้ง เมทิลเอสเทอร์ 200,000 ตันต่อปี คาดว่าสามารถ COD ได้ช่วง 4Q18 ซึ่งจะช่วยให้กำลังการผลิตเมทิลเอสเทอร์สูงถึง 500,000 ตันต่อปี นับเป็นผู้ประกอบการที่มีกำลังการผลิตสูงสุดในประเทศ ซึ่งเราคาดว่าจะเป็นตัวขับเคลื่อนผลประกอบการภายหลังปี 2019 ให้เติบโตได้ในระยะยาว เนื่องจากมีกำลังการผลิตเพื่อรองรับความต้องการเมทิลเอสเทอร์ในอนาคตที่จะเพิ่มสูงขึ้นตามนโยบายรัฐบาลที่ต้องการเพิ่มสัดส่วนการผลิตเมทิลเอสเทอร์ขั้นต้นในน้ำมันดีเซล นอกจากนี้บริษัทฯ คาดว่าโรงงานแห่งที่ 2 จะทำให้บริษัทฯ มีต้นทุนในการผลิตที่ต่ำกว่าเดิม

ขยายไปสู่ผลิตภัณฑ์ Downstream และ แดกไลน์สู่ผลิตภัณฑ์จากอ้อยด้วยโครงการ Biocomplex

นอกเหนือจากเติบโตตามทิศทางอุตสาหกรรมของเชื้อเพลิงชีวภาพผ่านการเพิ่มสัดส่วนผสมเมทิลเอสเทอร์ในน้ำมันดีเซล และ ความต้องการผลิตภัณฑ์สุชนาที่มีเพิ่มขึ้น บริษัท ยังมีแผนขยายผลิตภัณฑ์ในสายแพลตฟอร์มไปสู่ผลิตภัณฑ์ Downstream มากขึ้น เช่น แพลตฟอร์มแอลกอฮอล์อีเทอร์ซิลเฟต ซึ่งเป็นสารลดแรงตึงผิวชนิดอ่อน เพื่อนำไปผลิตผลิตภัณฑ์อ้อยส่วนบุคคล รวมถึงการแตกไลน์ธุรกิจไปสู่การใช้วัตถุดิบจากอ้อยในการผลิตเชื้อเพลิงชีวภาพซึ่งจะเกิดขึ้นภายใต้โครงการ Biocomplex เฟส 1 และ เพื่อให้มีการลงทุนต่อเนื่อง บริษัท อยู่ระหว่างการศึกษาความเป็นไปได้ในการขยายธุรกิจไปสู่ผลิตภัณฑ์เคมีชีวภาพ และ ไบโอพลาสติกซึ่งจะเกิดขึ้นภายใต้โครงการ Biocomplex เฟส 2 โดยบริษัท คาดว่าในฐานะเป็นบริษัทในเครือ PTTGC บริษัท อาจใช้องค์ความรู้และเทคโนโลยีจากบริษัทอื่นในเครือที่ดำเนินธุรกิจในด้านผลิตภัณฑ์เคมีชีวภาพ และ ไบโอพลาสติกมาต่อยอดให้เกิดประสิทธิภาพมากขึ้น

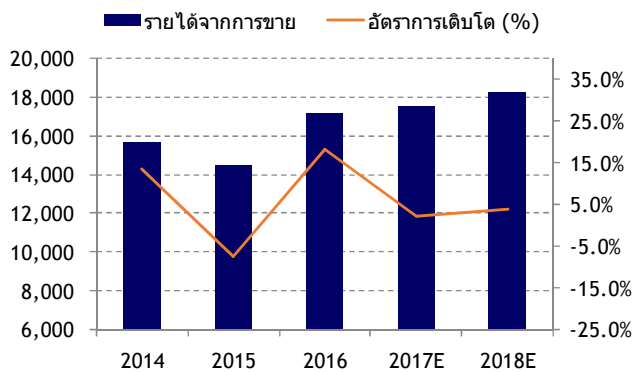
คาดการณ์ประกอบการเติบโต 11.4% CAGR ในช่วงปี 2017 - 2019

เราคาดการณ์การเติบโตในช่วงปี 2017 – 2019 ที่ระดับ 11.4% CAGR โดยธุรกิจเมทิลเอสเทอร์จะเติบโตตามอุปสงค์น้ำมันดีเซล และ การกำหนดสัดส่วนการผสมขั้นต่ำของเมทิลเอสเทอร์ในน้ำมันดีเซล ส่วนธุรกิจแพลตฟอร์มแอลกอฮอล์จะเติบโตตามอุปสงค์ผลิตภัณฑ์สุชนา มีส่วนปี 2017 ประเมินกำไรปกติที่ 1.1 พันล้านบาท +16% Y-Y โดยกำไรปกติ 1Q17 เท่ากับ 169 ล้านบาท แม้คิดเป็น 16% ของกำไรทั้งปี แต่เชื่อว่าช่วงที่เหลือของปีจะเร่งตัวขึ้น โดยมีปัจจัยสนับสนุนจากการปรับอัตราส่วนผสมขั้นต่ำของน้ำมันดีเซลจาก B5 เป็น B7 เมื่อวันที่ 8 พ.ค.ที่ผ่านมา

โครงการ Biocomplex เป็น Upside จากประมาณการ

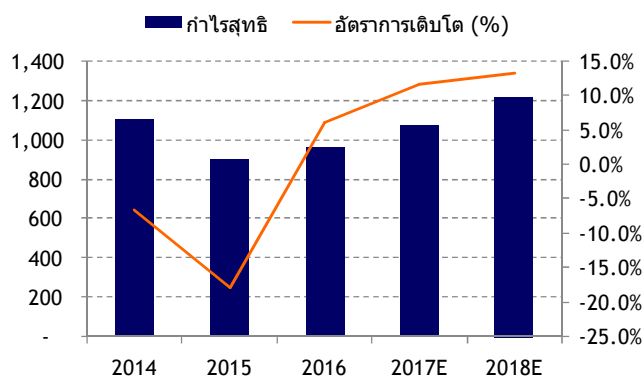
ปัจจุบันบริษัท อยู่ระหว่างการศึกษาความเป็นไปได้และรายละเอียดเกี่ยวกับการลงทุนในโครงการ Biocomplex โดยโครงการจะแบ่งเป็น 2 เฟส ในระยะที่ 1 จะเป็นการผลิตเชื้อเพลิงชีวภาพจากอ้อย รวมถึงระบบสาธารณูปโภคต่างๆ เพื่อรองรับโครงการในระยะที่ 2 ซึ่งจะดำเนินการผลิตเคมีชีวภาพ และ ไบโอพลาสติก ซึ่งเป็นปัจจัยหนุนการเติบโตในระยะยาวของบริษัท โครงการดังกล่าวยังสอดคล้องกับนโยบาย Bioeconomy ของภาครัฐที่สนับสนุนให้มีการเพิ่มมูลค่าของสินค้าเกษตรกรรม ซึ่งเป็นตัวขับเคลื่อนเศรษฐกิจใหม่ เพื่อเป็น Bio-hub ของอาเซียน เนื่องจากประเทศไทยได้เปรียบด้านวัตถุดิบเพราะเป็นผู้ส่งออกอ้อยอันดับ 2 ของโลก

รายได้จากการขาย (ล้านบาท) และอัตราการเติบโต (%)



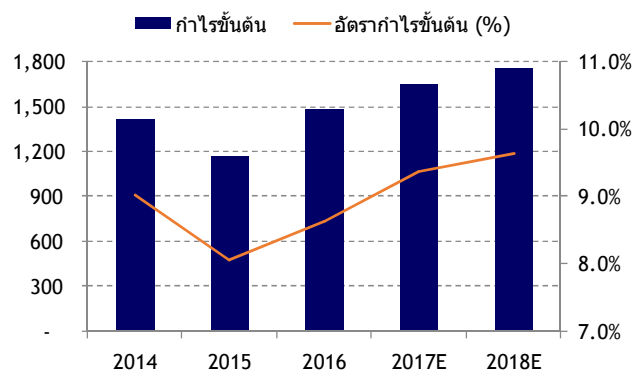
Source : Company data, FSS research

กำไรสุทธิ (ล้านบาท) และ อัตราการเติบโต (%)



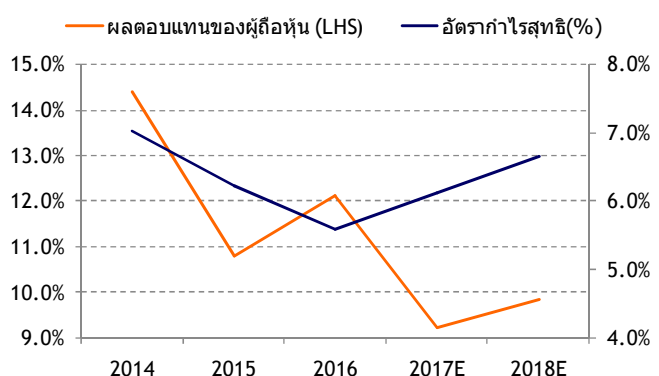
Source : Company data, FSS research

กำไรขั้นต้น (ล้านบาท) และ อัตรากำไรขั้นต้น (%)



Source : Company data, FSS research

ผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (%) และ อัตรากำไรสุทธิ (%)



Source : Company data, FSS research

การประเมินมูลค่าหุ้น

สำหรับการประเมินมูลค่าหุ้น เราใช้วิธีการประเมินมูลค่าแบบวิธีเปรียบเทียบ โดยใช้การเปรียบเทียบกับ P/E โดยอ้างอิงตัวคูณ (Multiplier) ของหลักทรัพย์ในตลาดที่มีธุรกิจใกล้เคียงกับบริษัทฯ ซึ่งมีค่า P/E ในช่วง 11.7 – 21.4 เท่า จากนั้นคิด Premium และ Discount ตามความเหมาะสม ได้ตัวคูณ P/E ที่เหมาะสม เท่ากับ 14.0 เท่า คำนวณได้มูลค่าหุ้นที่เหมาะสม ปี 2017 เท่ากับ 15.0 บาท คิดเป็น Implied P/E 14.3 เท่า ใกล้เคียงหุ้นที่ดำเนินธุรกิจคล้ายกันซึ่งมีค่า P/E ในช่วง 11.7 – 21.4 เท่า

ทั้งนี้ เราได้ทำการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีคิดลดกระแสเงินสดด้วย โดยใช้ทั้งการคิดลดกระแสเงินสดของบริษัท (FCFF) และ ของผู้ถือหุ้น (FCFE) แล้วคิดลดด้วยอัตราคิดลด WACC เท่ากับ 9.7% และ Ke เท่ากับ 11.0% อ้างอิงด้วย Beta ที่ 1.0 และมี Terminal Growth Rate ที่ 1% ประเมินได้มูลค่าหุ้น เท่ากับ 17.6 บาท และ 15.5 บาท ตามลำดับ

อย่างไรก็ตาม ประเมินการของเรายังไม่ได้รวมผลกระทบจากโครงการ Biocomplex ที่ปัจจุบันบริษัทฯ อยู่ระหว่างการศึกษความเป็นไปได้และรายละเอียดเกี่ยวกับการลงทุนโดยคาดว่าจะสามารถได้ข้อสรุป และ FID ภายใน 4Q17 โดยเบื้องต้นเราประเมิน Upside ของโครงการ Biocomplex ระยะที่ 1 จากประมาณการเราที่ 1.5 พันล้านบาท หรือ 1.5 บาทต่อหุ้น

Contribution from Biocomplex (mn THB)

Cost of Equity / IRR	13%	15%	17%
10%	1,237	1,758	2,294
11%	1,021	1,496	1,985
12%	837	1,272	1,719

Source : FSS research

Peer's valuation and growth

Company	Mkt Cap (bn THB)	EV/EBITDA 2017	EV/EBITDA 2018	P/E 2017	P/E 2018	Growth 2017	Growth 2018	ROE
Kuala Lumpur Kepong	204.01	13.88	12.80	21.35	19.57	-23.1%	10.3%	10.8%
Wilmar International Limited	570.21	11.77	11.18	12.94	12.03	29.0%	6.8%	6.6%
PTT Global Chemical	325.64	7.31	6.96	11.68	10.64	7.7%	10.4%	10.7%
Thai Agro Energy	2.88	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	11.6%
KPX Green Chemical	2.59	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	2.5%
JC Chemical	3.00	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	14.2%
Vereinigte BioEnergie AG	30.04	7.45	9.87	15.18	22.25	0.0%	-31.7%	21.1%
Godrej Industries	86.05	27.63	23.30	41.23	33.19	16.5%	-5.1%	14.4%

Source : Bloomberg

นโยบายการจ่ายเงินปันผล

บริษัทฯ มีนโยบายการจ่ายเงินปันผลไม่ต่ำกว่า 30% ของกำไรสุทธิหลังหักภาษีและทุนสำรองต่างๆ ทั้งหมดของบริษัท โดยเงื่อนไขว่าการจ่ายเงินปันผลดังกล่าวขึ้นอยู่กับแผนการลงทุน ความจำเป็นและความเหมาะสมอื่นๆ ในอนาคตด้วย

ปัจจัยความเสี่ยง

ราคาสถิติภัณฑ์มีความผันผวน และ ขึ้นอยู่กับหลายปัจจัย

ราคาสถิติภัณฑ์ของบริษัท มีความผันผวนจากทั้งราคาวัตถุดิบ อุปสงค์และอุปทานทั้งตลาดในประเทศและตลาดโลก ซึ่งความผันผวนดังกล่าวถูกกระทบมาจากปัจจัยที่อยู่นอกเหนือความควบคุมของบริษัท เช่น สภาพอากาศ สกปรกเงิน เศรษฐกิจ มาตรการภาษี การถูกทดแทนด้วยผลิตภัณฑ์อื่น โดยความผันผวนของราคาสถิติภัณฑ์นอกจากจะส่งผลต่อผลการ

ดำเนินงานของบริษัทฯ ยังอาจส่งผลต่อผลประกอบการผ่านการเปลี่ยนแปลงมูลค่าของสินค้าคงคลังด้วย อย่างไรก็ตาม สำหรับราคาเมทิลเอสเทอร์ บริษัทฯ กำหนดราคาขายในประเทศโดยอ้างอิงราคาอ้างอิงเมทิลเอสเทอร์ที่สำนักงาน EPPO ประกาศเป็นรายสัปดาห์ซึ่งคำนวณโดยวิธีต้นทุนบวกกำไรส่วนเพิ่ม (Cost Plus) ส่วนความผันผวนของสินค้าคงเหลือ โดยหลักบริษัทฯ จะจัดหาวัตถุดิบหลังจากที่ได้ตกลงไปคำสั่งซื้อหรือลูกค้ายืนยันคำสั่งซื้อพร้อมราคาแล้ว

การจัดหาวัตถุดิบ

ต้นทุนการผลิตหลักของบริษัทฯ (ประมาณ 89%) มาจากวัตถุดิบซึ่งคือ น้ำมันปาล์ม และ น้ำมันเมล็ดในปาล์ม ดังนั้น เพื่อการจัดหาวัตถุดิบให้เพียงพอในราคาที่เหมาะสม จึงส่งผลต่อความสามารถในการแข่งขันของบริษัทฯ โดยหากบริษัทฯ ไม่สามารถจัดหาวัตถุดิบในประเทศได้เพียงพอ อาจต้องนำเข้าวัตถุดิบจากต่างประเทศ ซึ่งประเทศไทยเรียกเก็บภาษีศุลกากรในอัตราที่สูง อีกทั้ง บริษัทฯ ไม่ได้มีการจัดทำสัญญาระยะยาวจึงมีความเสี่ยงด้านราคาวัตถุดิบของการซื้อแบบรายครั้ง (Spot Market) นอกจากนี้ ปัจจุบันบริษัทฯ พึ่งพาไฮโดรเจนซึ่งเป็นวัตถุดิบหลักในการผลิตพลาสต์แอลกอฮอล์จาก PTTGC ภายใต้สัญญาระยะยาว 15 ปี เพียงรายเดียว ซึ่งหากในอนาคตหากบริษัทฯ ไม่สามารถซื้อไฮโดรเจนจาก PTTGC อาจส่งผลต่อต้นทุนการผลิตอย่างมีนัยสำคัญ

ความต้องการผลิตภัณฑ์ขึ้นอยู่กับนโยบายของภาครัฐ

เนื่องจากความต้องการใช้เมทิลเอสเทอร์ขึ้นอยู่กับอัตราส่วนผสมขั้นต่ำของเมทิลเอสเทอร์ในน้ำมันดีเซลที่กรมธุรกิจพลังงานจะประกาศ ดังนั้น การเปลี่ยนแปลงนโยบายของภาครัฐจะส่งผลต่อความต้องการใช้เมทิลเอสเทอร์ในตลาดอย่างมีนัยสำคัญ

การกระจุกตัวของแหล่งรายได้

กลุ่มลูกค้ารายใหญ่ของบริษัทฯ ได้แก่ กลุ่ม PTT ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนราว 40% - 55% ของรายได้ของบริษัทฯ ดังนั้น การสูญเสียลูกค้ารายใหญ่รายหนึ่งอาจส่งผลต่อผลประกอบการอย่างมีนัยสำคัญ

ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน

เนื่องจากรายได้จากการจำหน่ายพลาสต์แอลกอฮอล์ส่วนใหญ่มาจากการส่งออกซึ่งเป็นการขายในสกุลเงินต่างประเทศ อีกทั้ง ราคาวัตถุดิบส่วนใหญ่จะอยู่ในสกุลเงินบาทยังมีความสัมพันธ์กับสกุลเงินริงกิตมาเลเซีย ดังนั้น บริษัทฯ จึงได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน

การหยุดชะงักของเครื่องจักรโรงงานนอกเหนือจากแผนที่วางไว้

โดยปกติโรงงานเมทิลเอสเทอร์จะหยุดเดินเครื่องจักรเพื่อซ่อมบำรุงเดือนละครั้ง ครั้งละ 2 - 3 วัน ส่วนโรงงานพลาสต์แอลกอฮอล์จะหยุดเดินเครื่องจักรทุก 4 - 6 เดือน ครั้งละ 2 สัปดาห์ และ จะมีการหยุดเดินเครื่องจักรเพื่อซ่อมบำรุงครั้งใหญ่ซึ่งจะทำทุก 5 ปี ครั้งละ 1 เดือน ทั้งนี้ หากมีการหยุดชะงักของเครื่องจักรโรงงานนอกเหนือจากแผนที่วางไว้ (Unplanned Shutdown) อาจด้วยปัจจัยหลายอย่าง เช่น สภาพอากาศ ภัยธรรมชาติ อัคคีภัย ความบกพร่องของอุปกรณ์ อาจให้เกิดผลด้านลบต่อความสามารถการผลิต ค่าใช้จ่ายในการซ่อมบำรุง ซึ่งส่งผลต่อผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญ

PTTGC อาจไม่ดำเนินการรวมธุรกิจผลิตภัณฑ์เคมีเพื่อสิ่งแวดล้อมเข้ามาอยู่ภายใต้บริษัทฯ ในอนาคต

แม้บริษัทฯ จะได้รับการกำหนดให้เป็นแกนนำในธุรกิจผลิตภัณฑ์เคมีเพื่อสิ่งแวดล้อมของกลุ่ม PTTGC และ PTTGC ได้มีนโยบายรวมธุรกิจผลิตภัณฑ์เคมีเพื่อสิ่งแวดล้อมเข้ามาอยู่ภายใต้บริษัทฯ อย่างไรก็ตาม PTTGC อาจไม่ดำเนินการตามนโยบายดังกล่าวในอนาคต

บริษัทฯ อาจไม่สามารถดำเนินโครงการ Biocomplex ได้

แม้เบื้องต้นปัจจุบันบริษัทฯ ได้เตรียมการกับพันธมิตรเพื่อพัฒนาโครงการ Biocomplex เพื่อดำเนินธุรกิจเกี่ยวกับผลิตภัณฑ์เพื่อสิ่งแวดล้อมโดยใช้ถ้อยเป็นวัตถุดิบหลัก อย่างไรก็ตาม ปัจจุบันยังมีความไม่ชัดเจนเกี่ยวกับการตีความการใช้ประโยชน์จากถ้อยนอกเหนือจากน้ำตาล ซึ่งกฎหมายและกฎเกณฑ์ดังกล่าวอยู่ระหว่างการแก้ไข ทั้งนี้ บริษัทฯ ไม่สามารถรับรองว่ากฎหมายและกฎเกณฑ์ดังกล่าวจะได้รับการแก้ไข ซึ่งอาจส่งผลต่อการดำเนินโครงการ Biocomplex

Income Statement					
(Bt mn)	2014	2015	2016	2017E	2018E
Revenue	15,715	14,542	17,200	17,584	18,306
Cost of sales	14,297	13,371	15,716	15,938	16,544
Gross profit	1,418	1,171	1,484	1,646	1,762
SG&A costs	483	469	618	600	636
Operating profit	935	702	866	1,046	1,126
Other income	104	98	55	55	55
EBIT	1,039	800	921	1,101	1,181
EBITDA	1,633	1,376	1,511	1,809	1,943
Interest charge	86	55	67	52	2
Tax on income	-4	-2	30	105	118
Earnings after tax	983	808	857	944	1,061
Minority interests	0	0	0	0	0
Profit Sharing	120	97	104	130	156
Net profit	1,103	905	961	1,074	1,217
Extraordinary items	26	61	33	0	0
Normalized profit	1,077	844	928	1,074	1,217

Balance Sheet					
(Bt mn)	2014	2015	2016	2017E	2018E
Cash	98	1,038	528	1,244	1,718
ST investment	914	0	0	0	0
Accounts receivable	1,247	1,231	1,510	1,544	1,607
Inventory	1,892	2,599	4,374	4,436	4,604
Other current assets	238	247	234	234	234
Total current assets	4,389	5,115	6,646	7,457	8,163
Plant, property & equipment	4,936	4,520	4,166	4,417	4,471
Other assets	829	773	819	862	862
Total assets	10,154	10,408	11,631	12,736	13,497
Short-term loans	0	0	60	60	60
Accounts payable	223	269	712	722	749
Current maturities	1	42	234	0	0
Other current liabilities	191	216	270	270	270
Total current liabilities	415	527	1,276	1,052	1,079
Long-term debt	1,359	790	2,396	0	0
Other non-current liab.	27	33	36	36	36
Total non-current liab.	1,386	823	2,432	36	36
Total liabilities	1,801	1,350	3,708	1,088	1,115
Paid up capital	7,400	7,400	7,400	10,237	10,237
Share premium	0	0	0	247	247
Unappropriated	164	857	297	939	1,672
Others	0	0	-4	-4	-4
Minority Interests	688	662	0	0	0
Shareholders' equity	8,353	9,058	7,923	11,648	12,381

Source: Company data, FSS research

Cash Flow Statement					
(Bt mn)	2014	2015	2016	2017E	2018E
Earnings after tax	983	808	857	944	1,061
Depreciation etc.	474	479	486	578	606
Change in working capital	-579	-592	-1,537	-85	-204
Other CF from operations	48	46	71	115	91
Cash flow from operations	926	741	-123	1,552	1,554
Capital expenditure	84	39	205	872	661
Other CF from investing	883	-897	549	-55	-55
Cash flow from investing	-967	858	-754	-817	-606
Free cash flow	-41	1,599	-877	735	948
Net borrowings	-430	-528	1,858	-2,630	0
Equity capital raised	0	0	0	3,083	0
Dividends paid	-414	-77	-1,406	-432	-483
Others CF from financing	-87	-54	-85	725	-2
Cash flow from financing	-931	-659	367	746	-486
Other adjustments	0	0	0	-765	12
Net change in cash	-972	940	-510	716	474

Important Ratios					
	2014	2015	2016	2017E	2018E
Growth (%)					
Sales	13.6	-7.5	18.3	2.2	4.1
EBITDA	-7.2	-15.0	4.4	19.8	7.4
Net profit	-6.6	-18.0	6.2	11.8	13.3
Normalized profit	-6.3	-21.6	10.0	15.7	13.3
Profitability Ratios (%)					
Gross profit margin	9.0	8.1	8.6	9.4	9.6
EBITDA margin	10.4	9.5	8.8	10.3	10.6
EBIT margin	6.6	5.5	5.4	6.3	6.4
Normalized profit margin	6.9	5.8	5.4	6.1	6.6
Net profit margin	7.0	6.2	5.6	6.1	6.6
Normalized ROA	10.6	8.1	8.0	8.4	9.0
Normalize ROE	14.1	10.1	11.7	9.2	9.8
Normalized ROCE	10.7	8.1	8.9	9.4	9.5
Risk (x)					
D/E	0.2	0.1	0.5	0.1	0.1
Net D/E	0.1	0.0	0.4	-0.0	-0.0
Net debt/EBITDA	0.5	0.2	2.1	-0.1	-0.3
Per share data (Bt)					
EPS - Reported	1.49	1.22	1.30	1.05	1.19
EPS - Normalized	1.49	1.22	1.30	1.05	1.19
EBITDA	1.46	1.14	1.25	1.05	1.19
FCF	2.21	1.86	2.04	1.77	1.90
Book value	10.36	11.35	10.71	11.38	12.09
Dividend	0.10	0.55	1.94	0.47	0.53
Par	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00
Valuations (x)					
P/E	9.7	11.9	11.2	13.8	12.2
P/E - Normalized	10.0	12.7	11.6	13.8	12.2
P/BV	1.4	1.3	1.4	1.3	1.2
EV/EBTDA	7.2	8.1	8.5	7.5	6.8
Dividend yield (%)	0.7	3.8	13.3	3.3	3.7

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สำนักงานไทยซัมมิท ทาวเวอร์ (สาขางานสนับสนุน) 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 เซ็นทรัลปิ่นเกล้า 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 อาคารเซ็นทรัลซิตี้ทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 1093/105 หมู่ 12 ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา เขตบางนา จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา ลินธ 1 130-132 อาคารลินธ ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา เคียนหงวน (ลินธ 2) 140/1 อาคารเคียนหงวน 2 ชั้น 18 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา ลินธ 3 130-132 อาคารลินธ ทาวเวอร์ 3 ชั้น 19 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร
สาขา ลาดพร้าว 555 อาคารสา 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 รัตนธิเบศร์ 68/127 หมู่ 8 ถ.รัตนธิเบศร์ ต.บางกระสอ 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 (หิรัญบึง) ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น	สาขา อุดรธานี 104/6 ชั้น 2 อาคาร ธนาคารไอซีบีซี(ไทย)จำกัด(มหาชน) ถ.อุดรชัย ๓. หมากรัง 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.แม่เหิยะ 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.หลวงพ่อดิลล่อง 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.มหาราช 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.วิโรจน์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี	สาขา บิดธานี 300/69-70 หมู่ 4 ต.รุสะมิแล อ.เมือง จ.ปัตตานี

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” ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูล ที่เชื่อว่าหรือควรเชื่อว่ามีค่าน่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ใน รายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้นำให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือ ขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ 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 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

โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)

- ข้อมูล CG Score ประจำปี 2559 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 28 ตุลาคม 2559) มี 2 กลุ่ม คือ
 - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
 - ได้รับการรับรอง CAC