

5 ตุลาคม 2560

Re-Initial Coverage

พัฒนาอสังหาริมทรัพย์

AMATA

บมจ. อมตะ คอร์ปอเรชั่น

Current	Previous	Close	2018 TP	Exp Return	THAI CAC	CGR 2016
BUY	Hold	21.40	26.60	+ 24.3%	Declared	5

Consolidated earnings

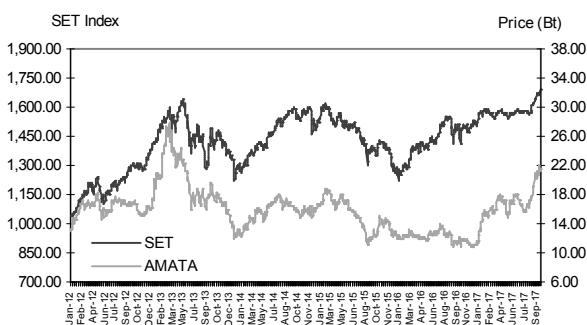
BT (mn)	2015	2016E	2017E	2018E
Normalized earnings	761	1,371	1,593	1,894
Net profit	1,216	1,198	1,580	1,894
Normalized EPS (Bt)	0.71	1.29	1.49	1.78
% Norm EPS growth Y-Y	-65.8	80.2	16.2	18.9
EPS (Bt)	1.14	1.12	1.48	1.78
% EPS growth Y-Y	-45.3	-1.5	31.8	19.9
Dividend (Bt)	1.35	0.54	0.73	0.87
BV/share (Bt)	12.65	13.35	14.89	16.71
EV/EBITDA (x)	10.8	14.7	12.4	10.5
Normalized PER (x)	30.0	16.7	14.3	12.1
PER (x)	18.8	19.1	14.5	12.1
PBV (x)	1.7	1.6	1.4	1.3
Dividend yield (%)	6.3	2.5	3.4	4.1
YE No. of shares (million)	1,067	1,067	1,067	1,067
No. of shares - full dilution	1,067	1,067	1,067	1,067
Par (Bt)	1.0	1.0	1.0	1.0

Source: Company data, FSS estimates

Share data

Close (04/10/2017)	21.40
SET Index	1,687.77
Foreign limit/actual (%)	49.00/18.70
Paid-up shares (million)	1,067.00
Free float (%)	76.94
Market cap (Bt mn)	22,833.80
Avg daily T/O (Bt mn) (2017 YTD)	165.15
Hi, lo, avg (Bt) (2017 YTD)	22.30, 11.50, 16.79

Source: Setsmarts



Source: SET

Analyst: Jitra Amornthum

Register No.: 014530

Assistant Analyst : Ekaluck Boonpanya

Tel.: +662 646 9966

email: jitra.a@fnsyrus.com

www.fnsyrus.com

ที่ดินพร้อมขายล้นมือรองรับอานิสงส์ EEC

เราคาดว่ากำไรของ AMATA ใน 3Q17 จะเติบโตสดใสราว +60% Q-Q และ +123% Y-Y ทั้งจากการโอนที่ดินจำนวนมากของอมตะนครซึ่งมี Gross margin สูง ขณะที่รายได้ค่าสาธารณูปโภคและรายได้เช่ายังเติบโตอย่างต่อเนื่อง และน่าจะทำให้กำไรปกติทั้งปี 2017 ขยายตัวได้ 16.2% Y-Y สำหรับแนวโน้มปี 2018 ยิ่งสดใส แม้ยอดขายปัจจุบันจะยังไม่ถึงเป้าที่วางไว้ แต่ส่วนหนึ่งเป็นการชะลอเพื่อรอความชัดเจนของสิทธิประโยชน์จากโครงการ EEC กอปรกับโรงไฟฟ้า 3 แห่งซึ่ง AMATA ร่วมลงทุนเตรียมทยอยจ่ายไฟฟ้าเข้าสู่ระบบและ AMATAV เตรียมรับ Investment certificate เพิ่ม เราคาดว่ากำไรปกติปี 2018 +18.9% Y-Y เป็น 1.89 พันล้านบาท เป็นกำไรที่สูงที่สุดในรอบ 4 ปี เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2018 ที่ 26.6 บาท อิง PE ที่ 15 เท่า แนะนำ “ซื้อ”

คาดการณ์ 3Q17 เติบโตโดดเด่น +60% Q-Q และ +123% Y-Y

เราคาดว่ากำไร 3Q17 น่าจะเติบโตอย่างโดดเด่น 60% Q-Q และ 123% Y-Y เป็น 409 ล้านบาท จากการโอนที่ดินประมาณ 90 ไร่ ซึ่งส่วนใหญ่เป็นที่ดินอมตะนครซึ่งมีอัตรากำไรสูงกว่าอมตะซิตี้ เทียบกับ 2Q17 ที่โอนได้ 100 ไร่ แต่เป็นการโอนที่ดินอมตะซิตี้เป็นส่วนใหญ่ หากกำไรเป็นไปตามคาด จะคิดเป็นประมาณ 60% ของประมาณการกำไรทั้งปีที่เราคาด โดยแนวโน้มใน 4Q17 ยิ่งสดใส เราคาดว่ากำไรที่ดินที่อมตะเวียดนามน่าจะเร่งตัวมากขึ้นหลังจากปัญหาการเวนคืนที่ดินบรรเทาไป ประมาณการดังกล่าวจะมีความเป็นไปได้จาก Backlog ณ สิ้น 2Q17 ที่อยู่ที่ 2,070 ล้านบาท (แบ่งเป็นในประเทศประมาณ 1,380 ล้านบาท และเวียดนามอีก 690 ล้านบาท) คาดว่าจะทยอยรับรู้รายได้ประมาณครึ่งหนึ่งในปีนี้และที่เหลือปีหน้า

มีที่ดินพร้อมขายและรอพัฒนาอีก 14,147 ไร่รองรับความต้องการจาก EEC

ประมาณการกำไรปกติในปี 2017 ที่เราคาดเติบโต 16.2% Y-Y อยู่บนสมมติฐานการโอนที่ดิน 647 ไร่ (แบ่งเป็นไทย 500 ไร่ และเวียดนาม 147 ไร่) สูงกว่าปี 2016 ที่โอนที่ดินได้ 451 ไร่ (แบ่งเป็นไทย 373 ไร่ และเวียดนาม 78 ไร่) สำหรับบรรยากาศการขายที่ดินในช่วง 9M17 ยังเป็นไปอย่างช้าๆ โดยมียอดขายประมาณ 291 ไร่ ห่างจากการขายในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา (ปี 2015-16) ที่ขายได้ 600 ไร่เศษต่อปี เราเชื่อว่าเป็นผลมาจากการชะลอการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติเพื่อรอความชัดเจนของสิทธิประโยชน์ในโครงการ EEC ปัจจุบันโครงการ EEC อยู่ในการพิจารณาของ สนช. ซึ่งคาดว่าจะใช้เวลาอีก 3-4 เดือนจึงจะมีผลบังคับใช้ตั้งแต่ปี 2018 ประกอบกับการเมืองที่มีเสถียรภาพ เชื่อว่าบรรยากาศการขายที่ดินของ AMATA ซึ่งมีพร้อมขายและรอการพัฒนาอีกกว่า 1.4 หมื่นไร่ในจังหวัดชลบุรีและระยอง ซึ่งเป็นพื้นที่ใน EEC จะได้รับอานิสงส์เต็มที่

ประเมินราคาเหมาะสมปี 2018 ที่ 26.60 บาท แนะนำซื้อ

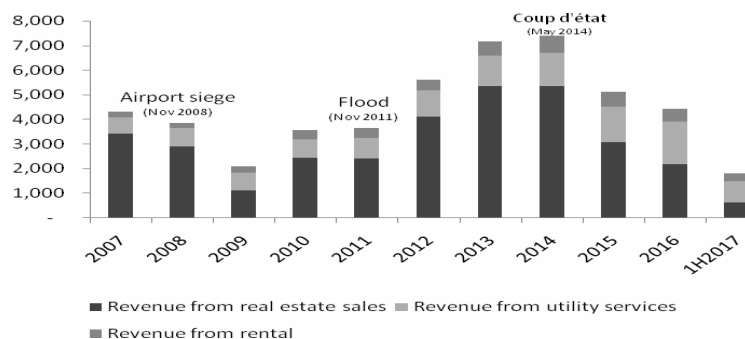
ด้วยบรรยากาศการลงทุนที่สดใสมากขึ้นในปีนี้ และการที่ AMATAV กำลังจะได้รับ Investment Certificate รวมถึงโรงไฟฟ้า SPP 3 โรงที่ AMATA ร่วมลงทุนจะทยอย COD ตั้งแต่ปี 2017-18 รวม 270 MW ทำให้เราคาดว่ารายได้ปี 2018 +12.3% Y-Y แต่กำไรปกติโตในอัตราเร่งกว่าคือ +18.9% Y-Y เป็น 1,894.4 ล้านบาท เราประเมินราคาเหมาะสมปี 2018 ที่ 26.60 บาทโดยอิง PER 15 เท่า ซึ่งคิดเป็น PEG 0.8 ยังต่ำกว่า PEG เฉลี่ยในช่วง 6 ปีที่ผ่านมาที่ 1.2 เท่า ราคาเหมาะสมดังกล่าวมี upside กว่า 20% จึงแนะนำซื้อ

ประเด็นการลงทุน

ธุรกิจอยู่ในพื้นที่ยุทธศาสตร์

บริษัท อมตะ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (AMATA) เป็นบริษัทซึ่งเน้นการดำเนินธุรกิจพัฒนานิคมอุตสาหกรรมเพื่อการขาย ให้บริการ และให้เช่า โดยบริษัทมีนิคมอุตสาหกรรมในประเทศไทยอยู่ 2 แห่ง คือนิคมอุตสาหกรรมอมตะนครซึ่งตั้งอยู่ที่จังหวัดชลบุรีมีพื้นที่รวมมากกว่า 27,000 ไร่ และอมตะซิตี้ซึ่งตั้งอยู่ที่จังหวัดระยองมีพื้นที่รวมมากกว่า 16,900 ไร่ และมีบริษัทย่อย (AMATAV) ซึ่งทำธุรกิจพัฒนานิคมอุตสาหกรรมที่เวียดนามอีก 1 แห่ง มีพื้นที่รวมในปี 2016 ประมาณ 12,300 ไร่ ทั้งนี้ รายได้ของบริษัทมาจาก 3 ธุรกิจหลัก ได้แก่ ธุรกิจขายที่ดินในนิคมอุตสาหกรรม ธุรกิจให้บริการและสาธารณูปโภค และธุรกิจให้เช่าโรงงาน มีสัดส่วน 49.4%, 38.6% และ 12.0% ของรายได้รวมปี 2016 ตามลำดับ

Figure 1: AMATA's revenue in 2011-1H2017



Source: Company Data

ยอดขายที่ดินมีพัฒนาการที่ดีขึ้นตามสถานการณ์ทางการเมือง

รายได้จากการขายที่ดินในนิคมอุตสาหกรรมเป็นรายได้หลักของบริษัท คิดเป็น 49.4% ของรายได้รวม ในปี 2016 กลุ่มลูกค้าหลักของ AMATA ส่วนใหญ่เป็นบริษัทข้ามชาติ ประกอบด้วยนักลงทุนจากประเทศญี่ปุ่นประมาณ 67.8% ที่อมตะนคร และ 35.5% ที่อมตะซิตี้ และยังมีลูกค้าจากประเทศจีนที่กำลังขยายตัว ทั้งนี้ รายได้จากการขายที่ดินของบริษัทเติบโตขึ้นอย่างเห็นได้ชัดตั้งแต่ปี 2011 – 2014 จนกระทั่งเกิดรัฐประหารในเดือน พ.ค. 2014 กระทั่งยอดขายในปีดังกล่าวและส่งผลให้รายได้ในปี 2015 ลดลง อย่างไรก็ดี จากความตึงเครียดทางการเมืองที่ผ่อนคลาย ยอดขายที่ดินกลับมามีพัฒนาการที่ดีขึ้นจากที่ขายได้ 617 ไร่ในปี 2015 เป็น 638 ไร่ในปี 2016 และในช่วง 9M17 บริษัทมียอดขายที่ดิน 291 ไร่ ห่างจากเป้า 1,000 ไร่ของผู้บริหารค่อนข้างมาก เราจึงคาดยอดขายที่ดินในปี 600 ไร่ แต่จะดีขึ้นมากในปี 2018 คาด 800 ไร่จากบรรยากาศการลงทุนที่สดใส บวกกับการเมืองที่มีเสถียรภาพ

อัตรากำไรขั้นต้นจากการขายที่ดินในปี 2011 – 2016 อยู่ในช่วง 50.8-67.8% โดยอัตรากำไรขั้นต้นที่มาจากการขายที่ดินที่อมตะนครอยู่ที่ประมาณ 75% และอมตะซิตี้ประมาณ 50% ความผันผวนของอัตรากำไรขั้นต้นในแต่ละปีขึ้นอยู่กับส่วนผสมในการโอนที่ดินแต่ละแห่ง เห็นได้จากอัตรากำไรขั้นต้นที่ลดลงเหลือ 50.8% ในปี 2015 เกิดจากการโอนที่ดินในอมตะซิตี้จำนวน 712 ไร่ หรือ 79.5% จากยอดโอนที่ดินทั้งหมด ตรงข้ามกับปี 2016 ที่การโอนที่ดินของอมตะซิตี้มีเพียง 190 ไร่ หรือ 42.1% จากการโอนที่ดินทั้งหมด ทำให้อัตรากำไรขั้นต้นสูงถึง 67.8%

Figure 2: Revenue from Real Estate Sales



Source: Company Data, FSS Research

ลามลอยจากโครงการระเบียงเขตเศรษฐกิจตะวันออก

โครงการระเบียงเขตเศรษฐกิจตะวันออก (EEC) เป็นแผนยุทธศาสตร์ที่ต่อยอดมาจากแผนพัฒนาเศรษฐกิจภาคตะวันออก โดยมีเป้าหมายที่จะยกพื้นที่เขตเศรษฐกิจตะวันออกให้อยู่ในระดับ World-Class Economic Zone เพื่อเป็นกลไกในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจในอีก 20 ปีข้างหน้า โดยให้สิทธิประโยชน์ทางภาษีต่างๆ เพื่อดึงดูดนักลงทุนทั้งในและต่างชาติ เช่นยกเว้นภาษีเงินได้นิติบุคคล 13 ปี ลดภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาเหลือ 17% จากเพดานเดิม 35% ให้สิทธิในการเช่าที่ดินสำหรับนักลงทุนต่างชาติ 50+49 ปี ในช่วงแรกพื้นที่นำร่องคือ 3 จังหวัด ได้แก่ ชลบุรี ระยอง และฉะเชิงเทรา ซึ่งเป็นประโยชน์ต่อ AMATA โดยตรงเพราะมีนิคมอุตสาหกรรมอมตะนครตั้งอยู่ในจังหวัดชลบุรี และอมตะซิตี้ตั้งอยู่ในจังหวัดระยอง รวมทั้งดินพร้อมขายและที่ดินรอการพัฒนาอีก 14,147 ไร่ ด้วยการเมืองที่มีเสถียรภาพ เราเชื่อว่ายอดขายที่ดินของ AMATA จะมีแนวโน้มที่ดีกว่าหลายปีที่ผ่านมา และยังได้อานิสงส์จากราคาที่ดินที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นตามความต้องการที่มากขึ้นของนักลงทุนอีกด้วย

Figure 3: Land Bank Statue

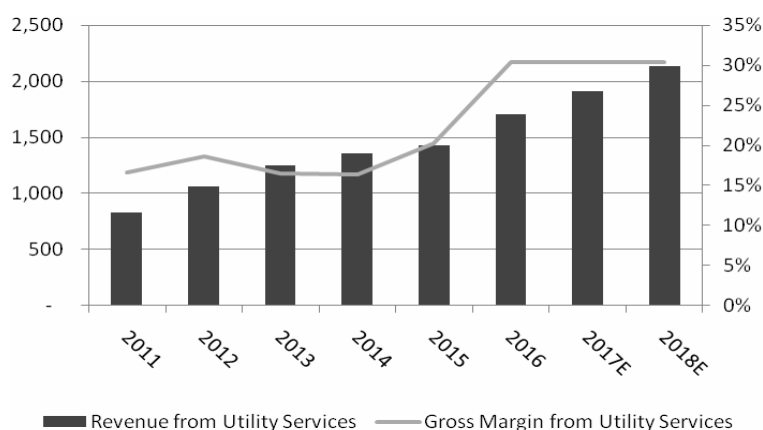
Unit in Rai	Amata Nakorn	Amata City	Total
Land available for sales	680	2,860	3,540
Pending for development	6,655	811	7,466
Land reserved for Commercial & Residential	800	479	1,279
Golf course & Reservoirs	1,432	429	1,861
Total	9,567	4,579	14,146

Source: Company Data, FSS Research

ประมาณ 50% ของรายได้มีความมั่นคงสม่ำเสมอจากค่าสาธารณูปโภคและค่าเช่า

รายได้จากค่าสาธารณูปโภคถือเป็นรายได้สำคัญรองจากการขายที่ดินและขยายตัวเพิ่มขึ้นทุกปีจากลูกค้าเดิมและลูกค้าใหม่ที่เพิ่มขึ้น โดยรายได้ในส่วนนี้ในช่วงปี 2011-2016 เติบโตเฉลี่ยปีละ 15.5% จนมีสัดส่วนถึง 38.6% ของรายได้รวมในปี 2016 นอกจากนี้ นโยบายปรับขึ้นค่าบริการและสาธารณูปโภคต่างๆ ทุกๆ 2-3 ปี ส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยในปี 2011 อยู่ที่ 16.6% เพิ่มขึ้นเป็น 30.4% ในปี 2016 และเป็น 30.2% ใน 1H17 AMATA เล็งเห็นความสำคัญของรายได้ในส่วนนี้ซึ่งเป็นรายได้ที่แน่นอนสม่ำเสมอ บริษัทจึงได้มีการขยายธุรกิจด้านนี้ โดยเน้นความครบวงจรทั้งการให้บริการ น้ำประปา บำบัดน้ำเสีย ไฟฟ้า จัดแต่งสวน กำจัดหรือขนถ่ายขยะ และเปิดสอนอบรมพนักงานโรงงานกรณีเกิดเหตุเพลิงไหม้ เป็นต้น

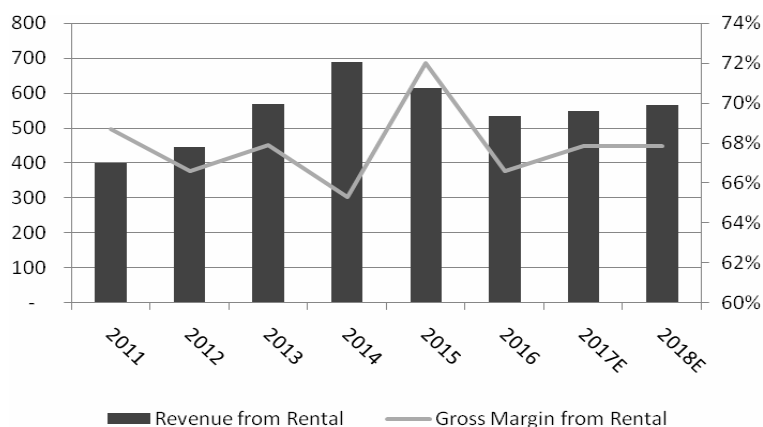
Figure 4: Revenue from Utility Services



Source: Company Data, FSS Research

นอกจากนี้ รายได้จากการให้เช่าโรงงานสำเร็จรูป (12.0% ของรายได้รวมในปี 2016) ก็ขยายตัวต่อเนื่องเฉลี่ย 5.9% ตั้งแต่ปี 2011-2016 แม้อัตราการเติบโตต่ำแต่ไม่ผันผวนตามสภาพเศรษฐกิจและการเมืองมากนัก อายุสัญญาเช่าเฉลี่ยในปัจจุบันอยู่ที่ 3-5 ปี ปรับขึ้นค่าเช่าประมาณ 3% ทุก 3 ปี

Figure 5: Revenue from Rental Services



Source: Company Data, FSS Research

ส่วนแบ่งกำไรจากโรงไฟฟ้า B.GRIMM จะมีนัยสำคัญมากขึ้นในช่วง 2 ปีข้างหน้า

AMATA ลงทุนในโรงไฟฟ้า B.GRIMM 8 แห่ง ในสัดส่วน 15.2-23.6% AMATA รับรู้กำไรจากโรงไฟฟ้า B.GRIMM เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจากประมาณ 100 ล้านบาทในปี 2013 เป็นกว่า 300 ล้านบาทในปี 2016 ตามการทยอย COD ของโรงไฟฟ้า ปัจจุบันโรงไฟฟ้าที่ทาง AMATA ลงทุนได้มีการ COD ไปแล้วทั้งสิ้น 5 แห่ง และเหลืออีก 3 แห่ง ซึ่งมีกำลังการผลิตไฟฟ้ารวม 270 MW จะทยอยเริ่มขายไฟฟ้าในปี 2017-2018 เราคาดว่ากำไรของโรงไฟฟ้า B.GRIMM จะเติบโตในอัตราเร่งมากขึ้นในช่วง 2-3 ปีข้างหน้า และคาดมีสัดส่วนประมาณ 29-32% ของกำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษีของ AMATA

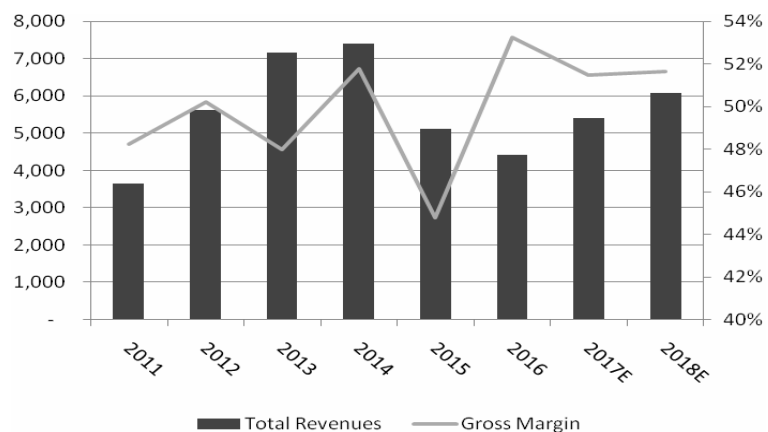
คาดการณ์กำไรสุทธิ ปี 2017-2018 ขยายตัว 16.2% และ 18.9% ตามลำดับ

ในช่วง 1H17 AMATA มีรายได้รวม 1,796.1 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 11.7% Y-Y โดยเป็นรายได้จากการขายที่ดินที่เพิ่มขึ้น 24.4% Y-Y รายได้จากธุรกิจให้บริการและสาธารณูปโภคเติบโตขึ้น 2.5% Y-Y และรายได้จากการให้เช่าโรงงานสำเร็จรูปเติบโตขึ้น 17.4% Y-Y อัตรากำไรขั้นต้นโดยรวมยังสามารถรักษาไว้ได้ที่ 47.3% เท่ากับ 1H16 ขณะที่การควบคุมค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารทำได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยลดลงจาก 26.8% ของรายได้ใน 1H16 เหลือ 23.6% ส่งผลให้กำไรจากการดำเนินงานปกติเพิ่มขึ้นก้าวกระโดด 90.7% Y-Y เป็น 526.5 ล้านบาท คิดเป็น Norm profit margin 29.3% ดีขึ้นมาจาก 1H16 ที่อยู่ที่ 17.2%

ณ สิ้น 2Q17 บริษัทมียอดขายที่รอรับรู้รายได้ (Backlog) 2,070 ล้านบาท แบ่งเป็น Backlog ในประเทศประมาณ 1,380 ล้านบาท และที่ประเทศเวียดนามอีก 690 ล้านบาท ทั้งหมดนี้จะสามารถรับรู้เป็นรายได้ในปี 2017 ประมาณ 50% เท่ากับ secure ประมาณการรายได้จากการขายที่ดินของเราไปแล้ว 56.1% ขณะที่รายได้จากค่าสาธารณูปโภคและรายได้จากค่าเช่ายังคงเติบโตต่อเนื่อง เราจึงคาดการณ์รายได้รวมทั้งปี 2017 ที่ 5,413.4 ล้านบาท +22.3% Y-Y และโตต่อเนื่องอีก 12.3% ในปี 2018 เป็น 6,078.8 ล้านบาท ขณะที่ความสามารถในการควบคุมต้นทุนและค่าใช้จ่ายยังคงใกล้เคียงเดิม ประกอบกับส่วนแบ่งกำไรจากโรงไฟฟ้า B.GRIMM ที่จะเพิ่มขึ้นตามการ COD ที่เพิ่มขึ้น เราจึงคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2017 ที่ 1,593.3 ล้านบาท +16.2% Y-Y และเป็น 1,894.4 ล้านบาทในปี 2018 +18.9%

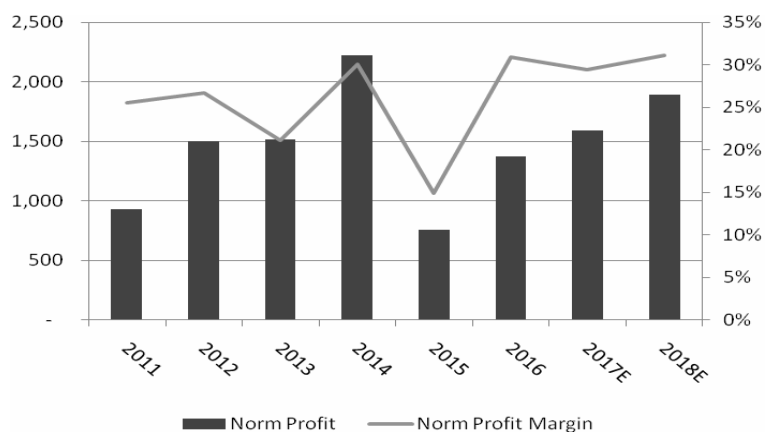
Y-Y

Figure 6: Total Revenue Projection



Source: Company Data, FSS Research

Figure 7: Norm Profit Projection



Source: Company Data, FSS Research

ประเมินมูลค่าหุ้น

ประเมินราคาเป้าหมายของ AMATA ปี 2018 ที่ 26.6 บาท อิง PER 15.0x แนะนำซื้อ

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ AMATA โดยใช้วิธี PE Ratio อิงที่ 15.0 เท่า หรือคิดเป็น PEG 0.8 เท่า บนสมมติฐานการเติบโตของกำไรปี 2018 ที่ 18.9% ซึ่งเป็น PEG ที่ยังต่ำกว่าในช่วง 6 ปีที่ผ่านมาที่ 1.2 เท่า (PE เฉลี่ย 11.7 เท่า กำไรเติบโตเฉลี่ย 9.8% ต่อปี) ทำให้ได้ราคาเหมาะสมปี 2018 ที่ 26.6 บาท ณ ราคาหุ้นปัจจุบัน AMATA มี PE 14.5 เท่าในปี 2017 แต่จะลดเหลือเพียง 12.5 เท่าในปี 2018

ความเสี่ยง

1. ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายของภาครัฐ จากการที่รัฐบาลพยายามที่จะดึงดูดการลงทุนจากต่างประเทศในอุตสาหกรรมที่เน้นการใช้เทคโนโลยีและนวัตกรรม ทำให้มีการเปลี่ยนแปลงนโยบายอยู่บ่อยครั้ง ไม่ว่าจะเป็นนโยบายเกี่ยวกับการส่งเสริมการลงทุน หรือสิทธิประโยชน์ทางด้านภาษีต่างๆ รวมถึงการให้สิทธิประโยชน์สำหรับการลงทุนในโครงการ EEC ซึ่งส่งผลต่อสถานะการลงทุนจากต่างประเทศ
2. ความเสี่ยงจากการลงทุนในต่างประเทศ AMATA จะต้องเผชิญกับความไม่แน่นอนทางการเมืองของประเทศเวียดนาม กฎเกณฑ์ข้อบังคับต่างๆซึ่งแตกต่างจากประเทศไทย ความล่าช้าในการขออนุมัติเรื่องต่างๆจากรัฐบาลเวียดนามและการเวนคืนที่ดิน รวมถึงเศรษฐกิจระดับมหภาค
3. ความเสี่ยงจากภัยธรรมชาติ เนื่องจากนิคมอุตสาหกรรมอมตะนครตั้งอยู่ใกล้ทะเล โดยมีความสูงเหนือระดับน้ำทะเลปานกลางประมาณ 2 เมตร จึงมีความเสี่ยงด้านอุทกภัย นอกจากนี้ จากปรากฏการณ์เอลนีโญที่ผ่านมา ทำให้ปริมาณน้ำฝนและน้ำในอ่างเก็บน้ำลดลง ทำให้อาจมีปริมาณน้ำไม่เพียงพอต่อความต้องการของกลุ่มลูกค้าในนิคมอุตสาหกรรม
4. ความเสี่ยงจากสารเคมีรั่วไหล อุบัติเหตุ และเพลิงไหม้ ในนิคมอุตสาหกรรมของ AMATA มีโรงงานมากกว่า 1,000 โรงงาน จึงอาจเกิดอุบัติเหตุที่เกี่ยวกับการรั่วไหลของสารเคมี เพลิงไหม้ รวมถึงอุบัติเหตุทางถนนได้

Income Statement (Consolidated)					
(Bt mn)	2014	2015	2016	2017E	2018E
Revenue	7,395	5,115	4,427	5,413	6,079
Cost of sales	3,567	2,824	2,070	2,627	2,940
Gross profit	3,827	2,291	2,357	2,786	3,139
SG&A	1,019	972	820	886	995
Operating profit	2,808	1,319	1,537	1,900	2,144
Other income	462	419	631	719	888
EBIT	3,270	1,738	2,168	2,620	3,032
EBITDA	3,622	2,046	2,496	3,011	3,461
Interest charge	360	306	266	304	279
Tax on income	350	248	348	356	423
Earnings after tax	2,560	1,184	1,554	1,960	2,330
Minority Interests	336	423	182	366	436
Norm profit	2,224	761	1,371	1,593	1,894
Extraordinary items	0	857	-240	-20	0
Net profit	2,224	1,216	1,198	1,580	1,894

Balance Sheet (Consolidated)					
(Bt mn)	2014	2015	2016	2017E	2018E
Cash and equivalent	1,997	3,394	2,104	3,081	3,092
Accounts receivable	321	269	365	375	337
Inventory	8,003	7,555	7,642	10,520	11,248
Other current asset	144	127	107	159	169
Total current assets	10,465	11,345	10,218	14,135	14,845
Investment	10,277	12,758	15,065	14,917	15,538
PPE	1,085	1,055	1,022	1,116	1,195
Other assets	310	294	290	288	297
Total Assets	22,137	25,451	26,596	30,457	31,876
Short-term loans	764	1,988	1,981	1,881	1,881
Accounts payable	466	458	446	494	553
Current maturities	1,747	1,869	2,124	2,124	2,124
Other current liabilities	1,234	780	1,311	1,309	1,489
Total current liabilities	4,211	5,096	5,863	5,808	6,047
Long-term debt	4,748	2,886	2,645	4,855	4,065
Other non-current liab.	962	3,970	3,848	3,904	3,936
Total non-current liab.	5,710	6,855	6,493	8,759	8,001
Total liabilities	9,922	11,951	12,356	14,568	14,049
Registered capital	1,067	1,067	1,067	1,067	1,067
Paid up capital	1,067	1,067	1,067	1,067	1,067
Share premium	174	174	174	174	174
Legal reserve	107	107	107	107	107
Retained earnings	8,767	9,823	10,600	11,865	13,356
Minority Interests	2,101	2,330	2,293	2,676	3,124
Shareholders' equity	12,215	13,501	14,240	15,889	17,827

Cash Flow Statement (Consolidated)					
(Bt mn)	2014	2015	2016	2017E	2018E
Net profit	2,560	1,893	1,358	1,943	2,330
Depreciation etc.	352	308	327	391	429
Change in working capital	-2,018	492	-195	-2,840	-631
Other adjustments	-1,709	201	543	-118	123
Cash flow from operation	-815	2,893	2,033	-624	2,251
Capital expenditures	1,416	-2,747	-2,586	-337	-1,129
Others	206	5	-13	2	-9
Cash flow from investing	1,622	-2,742	-2,599	-335	-1,138
Free cash flow	807	151	-566	-959	1,113
Net borrowings	-424	-516	8	2,110	-790
Equity capital raised	0	0	0	0	0
Dividend paid	-816	-1,445	-575	-777	-932
Others	325	3,845	-165	539	572
Cash flow from financing	-915	1,884	-732	1,872	-1,150
Net Change in cash	-108	2,035	-1,298	914	-37

Important Ratios (Consolidated)					
	2014	2015	2016	2017E	2018E
Growth (%)					
Sales	3.2	-30.8	-13.5	22.3	12.3
EBITDA	24.3	-43.5	22.0	20.6	15.0
Net profit	46.7	-45.3	-1.5	31.8	19.9
Norm profit	46.7	-65.8	80.2	16.2	18.9
Profitability Ratios (%)					
Gross profit margin	51.8	44.8	53.2	51.5	51.6
EBITDA margin	49.0	40.0	56.4	55.6	56.9
EBIT margin	44.2	34.0	49.0	48.4	49.9
Norm profit margin	30.1	14.9	31.0	29.4	31.2
Net profit margin	30.1	23.8	27.1	29.2	31.2
Normalized ROA	10.05	2.99	5.16	5.23	5.9
Normalized ROE	18.21	5.64	9.63	10.03	10.6
Normalized ROCE	18.24	8.54	10.46	10.63	11.7
Risk (x)					
D/E	0.81	0.89	0.87	0.92	0.79
Net D/E	0.43	0.25	0.33	0.36	0.28
Net debt/EBITDA	1.45	1.64	1.86	1.92	1.44
Per share data (Bt)					
Reported EPS	2.08	1.14	1.12	1.48	1.78
Norm EPS	2.08	0.71	1.29	1.49	1.78
EBITDA	3.39	1.92	2.34	2.82	3.24
FCF	0.76	0.14	-0.53	-0.90	1.04
Book value	11.45	12.65	13.35	14.89	16.71
Dividend	0.76	1.35	0.54	0.73	0.87
Par (Bt)	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Valuations (x)					
P/E	10.27	18.78	19.06	14.46	12.05
Norm P/E	10.27	30.01	16.65	14.33	12.05
P/BV	1.87	1.69	1.60	1.44	1.28
EV/EBITDA	9.79	10.79	14.69	12.40	10.47
Dividend Yield	3.57	6.33	2.52	3.40	4.08

Source: Company data, FSS research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

สำนักงานใหญ่

999/9 อาคารดิ ออฟฟิศ แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25
ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน
เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร

สำนักงานไทยซัมมิท ทาวเวอร์

(สำนักงานสนับสนุน) 1768
อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 5, 31
ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ
เขตห้วยขวาง จ.กรุงเทพมหานคร

สาขา อัลมาลิงค์

25 อาคารอัลมาลิงค์ ชั้น 9,14,15
ช.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 อาคารเอนมาร์ค 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
ยูนิต 1106 ชั้น 11 ถ.พหลโยธิน
แขวงจตุจักร เขตจตุจักร
จ.กรุงเทพมหานคร

สาขา ประชาชื่น

105/1 อาคารบี ชั้น 4
ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว
เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร

สาขา รัชสิด

1/832 พหลโยธิน 60
ต.จตุตถ อ.สาธุภา
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 2

เลขที่ 26/9 หมู่ที่ 7 ชั้น 2
ถ.ศรีจันทร์ใหม่
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.อุดรธานี 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.อ.ป๋วย อ.สนามจันทร์
อ.เมือง จ.นครปฐม

สาขา ภูเก็ต

22/18 ศูนย์การค้าวานิชพลาซ่า
ถ.หลวงพ่อดำคลอง
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.วัดโพธิ์-บางใหญ่
ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี
จ.สุราษฎร์ธานี

สาขา บิดาณี

300/69-70 หมู่ 4 ต.สุระนิล
อ.เมือง จ.บิดาณี

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” ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อว่าหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุนลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ 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 เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (“บริษัทจดทะเบียน”) เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลให้ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ 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