

ABM

บมจ. เอเชีย ไบโอแมส

Current	Previous	IPO Price	2018 TP	Exp Return	THAI CAC	CG 2017
--	--	1.80	2.26	+25.5%	--	--

IPO details	
ผู้ออกหลักทรัพย์	ABM
จำนวนหุ้น IPO (ล้านหุ้น)	75
ราคาเสนอขาย(บาท)	1.80
มูลค่าหุ้นที่ตราไว้ (บาท)	0.50
วันที่เริ่มทำการซื้อขาย	27 ก.พ. 2018
แกนนำการจัดจำหน่าย	บมจ. หลักทรัพย์ เคซีไอ (ประเทศไทย)
ที่ปรึกษาทางการเงิน	บจ. เซจแคปปิตอล

Consolidated earnings				
(Btmn)	2015	2016	2017	2018E
Normalized profit	14	10	20	36
Net profit	43	26	16	36
EPS (Bt)-Normalized	0.09	0.06	0.09	0.12
EPS (Bt)	0.29	0.17	0.07	0.12
% Norm EPS growth	207.5	-27.6	34.3	36.2
Dividend (Bt)	0.00	0.27	0.15*	0.04
BV/share (Bt)	1.02	0.86	0.66	1.02
EV/EBITDA (x)	12.9	18.4	19.5	14.3
PER (x) - Normalized	20.1	27.7	20.6	15.2
PER (x)	6.3	10.4	25.9	15.2
PBV (x)	1.8	2.1	2.7	1.8
Dividend yield (%)	0.0	15.0	8.3	2.0
ROE (%)	8.8	7.5	13.2	11.7
No. of share-fully diluted	152.0	152.0	225.0	300.0
Par (Bt)	0.50	0.50	0.50	0.50

Note: ภาษีไม่แล้ว Source: Company data, FSS estimates

หมายเหตุ : บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) เป็นผู้จัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่ายหุ้นสามัญของบริษัท เอเชีย ไบโอแมส จำกัด (มหาชน) ที่เสนอขายต่อประชาชนเป็นครั้งแรก (IPO)

นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนก่อนตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์

Analyst: PornsookAmonvadekul
 Register No.: 004973
 Tel: 0-2646-9964
 Email: pornsook.a@fnsyrus.com
www.fnsyrus.com

หนึ่งในผู้นำธุรกิจจำหน่ายเชื้อเพลิงชีวมวลในประเทศไทยและเอเชีย

ABM เป็นหนึ่งในผู้นำธุรกิจด้านการจัดหา ขนส่ง และจำหน่ายเชื้อเพลิงชีวมวลของไทยและในเอเชีย ที่มีศักยภาพการเติบโตจากแนวโน้มความต้องการใช้พลังงานทดแทนของโลกเพิ่มต่อเนื่อง คาดว่ากำไรปกติในปี 2018 จะโตสูง 81.6% จากปีก่อน (แต่ EPS-fully diluted โต 36.2%) จากคาดการณ์ได้ขายรวมเพิ่ม 24.6% หนุนโดยปริมาณขายเพิ่ม จากปริมาณขายกะลาปาล์มทั้งในและต่างประเทศเพิ่ม หลังปีก่อนได้รับผลกระทบจากปรากฏการณ์เอลนีโญ และความต้องการของลูกค้าโรงไฟฟ้าชีวมวลในประเทศญี่ปุ่นเพิ่มมาก เราประเมินราคาเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐานปี 2018 (หลังเพิ่มทุน) ที่ 2.26 บาท โดยวิธี PE Relative ที่ 19 เท่า

หนึ่งในผู้นำธุรกิจด้านการจัดหา ขนส่ง และจำหน่ายเชื้อเพลิงชีวมวล

ABM เป็นหนึ่งในผู้นำในการจัดหาและจัดจำหน่ายของไทย โดยเฉพาะเชื้อเพลิงชีวมวลประเภทกะลาปาล์ม ไม้สับ ชีบกบ และชีวมวลอัดแท่ง ให้บริการลูกค้าอย่างครบวงจร โดยมีจุดแข็งหลักๆ (1) ผลิตภัณฑ์หลากหลาย รองรับความต้องการของลูกค้าทุกอุตสาหกรรม รวมถึงโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทน (2) ได้รับรองมาตรฐานสากล (3) การจัดการโลจิสติกส์มีประสิทธิภาพ และ (4) มีคลังสินค้ากระจายทั้งในและต่างประเทศรวม 8 แห่ง รวมถึงอยู่ในจังหวัด ฉะเชิงเทรา สมุทรสาคร ลำปาง สุราษฎร์ธานี มาเลเซีย และ อินโดนีเซีย

ศักยภาพเติบโตจากแนวโน้มความต้องการใช้พลังงานทดแทนโลกเพิ่มต่อเนื่อง

ความต้องการผลิตภัณฑ์เชื้อเพลิงชีวมวลมีแนวโน้มเติบโต ตามความต้องการใช้พลังงานทดแทนของโลกที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่อง โดยในประเทศไทย รัฐมีเป้าหมายสัดส่วนพลังงานทดแทนเป็น 30% ในปี 2036 จาก 13% ในปี 2015 ในประเทศญี่ปุ่นและเกาหลีใต้ที่เป็นเป้าหมายลูกค้าต่างประเทศสำคัญของบริษัท มีนโยบายเพิ่มสัดส่วนของโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทน เป็น 22-24% ภายในปี 2030 และ 11% ภายในปี 2035 ตามลำดับ

กำไรสุทธิปี 2017 ลดลงมากจากรายการพิเศษ แต่กำไรปกติเพิ่ม ปี 2018 โตมากขึ้น

กำไรสุทธิปี 2017 ลดลง 40.3% จากปีก่อน จากรายการพิเศษ แต่กำไรปกติเพิ่มจากปีก่อนที่ 10 ล้านบาท เป็นเกือบ 20 ล้านบาท ส่วนหนึ่งจาก Gross margin เพิ่ม และคาดว่าในปี 2018 กำไรปกติจะโตเป็น 36 ล้านบาท โดยคาดการณ์ได้จากการขายเพิ่ม 24.6% จากปริมาณขายเชื้อเพลิงชีวมวลเพิ่มเป็นระดับ 6.5 แสนตัน โดยการเติบโตหลักจาก (1) ปริมาณขายกะลาปาล์ม (สัดส่วนรายได้ 40-50%) ในประเทศเพิ่ม จากปริมาณผลผลิตเพิ่ม เนื่องจากปีก่อนได้ผลกระทบจากปรากฏการณ์เอลนีโญ (2) คาดปริมาณขายกะลาปาล์มในต่างประเทศเพิ่มสูงประมาณ 35% จากความต้องการของลูกค้าโรงไฟฟ้าชีวมวลในประเทศญี่ปุ่นเพิ่ม และ (3) คาดปริมาณขายเชื้อเพลิงชีวมวลอัดแท่ง (Wood Pallet) เพิ่มเท่าตัว Y-Y และสัดส่วนรายได้เพิ่มเป็นประมาณ 18% จากประมาณ 9% ในปีก่อน

ประเมินราคาเป้าหมายตามพื้นฐานปี 2018 ที่ 2.26 บาท

เราประเมินราคาเหมาะสมตามพื้นฐานของหุ้น ABM ปี 2018 (หลังเพิ่มทุน) ที่ 2.26 บาท โดยวิธี PE Relative Multiple ที่ 19 เท่า (จาก EPS Fully-diluted ปี 2018 ที่ 0.12 บาท/หุ้น) ใกล้เคียงค่าเฉลี่ย PE ในอดีตของบริษัทในตลาดฯ ที่มีธุรกิจพอเทียบเคียง คือ ธุรกิจ Trading เชื้อเพลิง

ลักษณะการประกอบธุรกิจ

บริษัท (ABM) และบริษัทย่อย ประกอบธุรกิจหลัก คือ การจัดหาและจัดจำหน่ายเชื้อเพลิงชีวมวลให้กับผู้ที่มีความต้องการใช้เชื้อเพลิงชีวมวล ทั้งผู้ที่มีความต้องการใช้เชื้อเพลิงชีวมวลเป็นเชื้อเพลิงในกระบวนการผลิต ได้แก่ กลุ่มโรงงานอุตสาหกรรม และกลุ่มโรงไฟฟ้า และผู้ให้นำเชื้อเพลิงชีวมวลไปใช้ประโยชน์ด้านอื่นๆ เช่น กลุ่มผู้แปรรูปชีวมวล กลุ่มผู้ผลิตผลิตภัณฑ์ไม้ และกลุ่มที่นำเชื้อเพลิงชีวมวลไปจัดจำหน่ายต่อ เป็นต้น

เชื้อเพลิงชีวมวล (Biomass Fuel) คือ เชื้อเพลิงที่ได้จากสิ่งมีชีวิตหรือสารอินทรีย์ที่สามารถเปลี่ยนเป็นพลังงานได้ เช่น ผลผลิตรองจากกระบวนการแปรรูปผลผลิตทางการเกษตร และผลผลิตส่วนเหลือหลังการเก็บเกี่ยวทางการเกษตรและป่าไม้ เป็นต้น โดยเชื้อเพลิงชีวมวลที่บริษัทและบริษัทย่อยจัดหาและจัดจำหน่ายนั้น เป็นเชื้อเพลิงชีวมวลที่มาจากผลิตภัณฑ์ทางการเกษตร ซึ่งสามารถแบ่งได้ตามแหล่งที่มาเป็น 3 ประเภท คือ

1. เชื้อเพลิงชีวมวลที่ได้จากกระบวนการแปรรูปผลผลิตทางการเกษตร เช่น กะลาปาล์ม โยปาล์ม ทะลายปาล์ม จากโรงสกัดน้ำมันปาล์มดิบ ชีบจากโรงงานเฟอร์นิเจอร์ไม้ ชีเลื่อย ปีกไม้ และส่วนอื่นๆของไม้จากโรงเลื่อย แกลบจากโรงสีข้าว และชานอ้อยจากโรงงานผลิตน้ำตาล เป็นต้น
2. เชื้อเพลิงชีวมวลที่ได้จากการทำเกษตร เช่น ฟางข้าวจากนาข้าว ปลายไม้ รากไม้ และตอไม้จากสวนยางพารา ใบอ้อยและยอดอ้อยจากไร่อ้อย เหง้ามันสำปะหลังจากไร่มันสำปะหลัง และซังข้าวโพดจากไร่ข้าวโพด เป็นต้น
3. เชื้อเพลิงชีวมวลที่ได้จากการปลูกขึ้นใหม่เพื่อเป็นแหล่งพลังงานโดยเฉพาะ ส่วนมากเป็นไม้โตเร็ว เช่น กระถิน ยักษ์ ยูคาลิปตัส และหญ้าเนเปียร์ เป็นต้น

บริษัทและบริษัทย่อยจะจัดหาเชื้อเพลิงชีวมวลจากแหล่งผู้ผลิต และผู้จำหน่ายเชื้อเพลิงชีวมวล โดยการจัดหาในประเทศจะดำเนินการผ่าน ABM และ บริษัท ภาประภัส จำกัด ("PPP") ซึ่งเป็นบริษัทย่อยในประเทศที่ ABM ถือหุ้นสัดส่วน 99.98% ส่วนการจัดหาในต่างประเทศจะดำเนินการผ่าน PT. Asia Biomass Indonesia ("ABI") ซึ่งเป็นบริษัทย่อยในประเทศอินโดนีเซียที่ ABM ถือหุ้นในสัดส่วน 99.00% Asia Biomass Energy SDN. BHD. ("ABE") และ Asia Biomass Resources SDN. BHD. ("ABR") ซึ่งเป็นบริษัทย่อยในประเทศมาเลเซียที่ ABM ถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 55% ทั้ง 2 บริษัท

ทั้งนี้ การจัดจำหน่ายให้กับลูกค้าไม่ว่าจะเป็นลูกค้าในหรือต่างประเทศจะจำหน่ายผ่าน ABM และ PPP เท่านั้น

นอกจากนี้ บริษัทยังได้จัดตั้ง บริษัท สถาพรนาพัฒนา จำกัด ("STP") ขึ้น โดยบริษัทถือหุ้นในสัดส่วน 99.99% เพื่อให้บริการขนส่งสินค้าทางรถบรรทุก ให้บริการกับ ABM และ PPP เป็นหลัก และหากมีกำลังการให้บริการเหลือก็จะให้บริการขนส่งกับบริษัทที่เกี่ยวข้อง และบริษัทอื่นด้วย

โดยเชื้อเพลิงชีวมวลที่บริษัทและบริษัทย่อยจัดหาและจัดจำหน่ายนั้น ส่วนใหญ่จะเป็นเชื้อเพลิงชีวมวลที่ได้จากกระบวนการแปรรูปผลผลิตทางการเกษตร โดยแบ่งออกเป็น 5 กลุ่มหลัก ดังนี้

■ **กลุ่ม 1: กะลาปาล์ม (Palm Kernel Shell)**

เป็นผลิตภัณฑ์ผลพลอยได้จากกระบวนการสกัดน้ำมันปาล์ม



ผลปาล์มและส่วนประกอบ

กะลาปาล์ม

■ **กลุ่ม 2: ไม้สับและส่วนอื่น ๆ ของไม้ (Woodchip and Others)**

ได้แก่ ไม้สับ ปีกไม้ หัวไม้ ไม้พิน ส่วนอื่นๆ ของไม้ ซึ่งได้จากกระบวนการตัดและเลื่อยไม้ เช่น โรงเลื่อย โรงงานผลิตไม้สับ โรงงานผลิตไม้แปรรูป และโรงงานเฟอร์นิเจอร์ไม้ เป็นต้น



ไม้สับ



ปีกไม้



ไม้พิน

■ **กลุ่ม 3: ชี้กบ ชี้เลื่อย และฝุ่นไม้ (Wood Shavings, Sawdust, Wood Dust)**

เป็นผลิตภัณฑ์ผลพลอยได้ที่ได้จากการแปรรูปไม้



ชี้กบ



ชี้เลื่อย

■ **กลุ่ม 4: ชีวมวลอัดแท่ง (Biomass Pellet)**

คือผลิตภัณฑ์ที่เกิดจากการนำผลพลอยได้จากการแปรรูปผลผลิตทางการเกษตร เช่น เปลือกไม้ ส่วนอื่นๆ ของไม้ ชีบกบ ชี้อ้อย และแกลบ เป็นต้น มาผ่านกระบวนการย่อย ลดความชื้น และนำมาอัดเป็นแท่งเป็นรูปทรงกระบอกขนาดเล็ก



ชีวมวลอัดแท่ง

■ **กลุ่มที่ 5 สินค้าอื่น**

เช่น แกลบ ไยปาล์ม ทะลายปาล์ม ชังข้าวโพด เหง้ามัน เป็นต้น

ทั้งนี้ ราคาของเชื้อเพลิงชีวมวลจะแปรผันตามค่าความร้อน ซึ่งค่าความร้อนจะแปรผกผันตามค่าความชื้น โดยผู้ซื้อผู้ขายจะมีการตกลงราคาพร้อมทั้งกำหนดระดับค่าความชื้นของเชื้อเพลิงชีวมวลแต่ละประเภท โดยเชื้อเพลิงชีวมวลแต่ละประเภทจะให้พลังงานจากการเผาไหม้แตกต่างกัน ตามลักษณะองค์ประกอบต่างๆ ของชีวมวลแต่ละชนิด และสัดส่วนความชื้นที่สะสมอยู่ในชีวมวล ซึ่งสามารถแสดงได้ดังนี้

ชนิดของเชื้อเพลิงชีวมวล ¹⁾	ค่าความชื้น (ร้อยละ)	ค่าความร้อน (กิโลแคลอรีต่อกิโลกรัม)
กลุ่ม 1 กะลาปาล์ม	12	4,039
กลุ่ม 2 ไม้สับและส่วนอื่นๆ ของไม้	55	1,570
กลุ่ม 3 ชีบกบ ชี้อ้อย และฝุ่นไม้		
ชี้อ้อยยาวพารา	55	1,570
กลุ่ม 4 ชีวมวลอัดแท่ง ²⁾	ขึ้นกับขนาดของชีวมวลอัดแท่ง และประเภทของชีวมวลที่นำมาอัดแท่ง เช่น Wood Pellet ที่มีค่าความชื้นไม่เกินร้อยละ 10 จะมีค่าความร้อนอยู่ประมาณ 3,900 – 4,300 กิโลแคลอรีต่อกิโลกรัม	
กลุ่ม 5 เชื้อเพลิงชีวมวลอื่นๆ		
แกลบ	12	3,231
ไยปาล์ม	39	2,725
ทะลายปาล์ม	59	1,730
ชังข้าวโพด	40	2,299
เหง้ามัน	40	1,312

Source: กรมพัฒนาพลังงานทดแทนและอนุรักษ์พลังงาน, Filing

หมายเหตุ: 1. แสดงเฉพาะเชื้อเพลิงที่ข้อมูลจากกรมพัฒนาพลังงานทดแทนและอนุรักษ์พลังงาน

2. ค่าประมาณการจากบริษัท

โครงสร้างรายได้

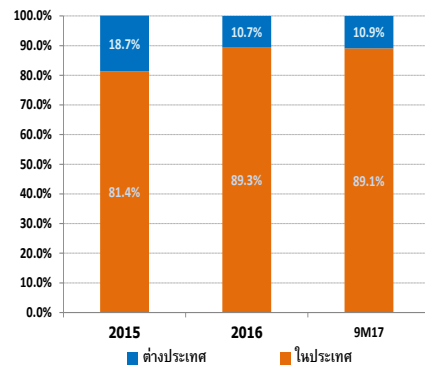
รายได้จากการขายผลิตภัณฑ์เชื้อเพลิงชีวมวลของบริษัท ในช่วงปี 2015-9M17 ส่วนใหญ่ 81-89% มาจากการขายในประเทศ ที่เหลือ 11-19% มาจากการขายไปต่างประเทศ

กลุ่มลูกค้าภายในประเทศหลัก คือ กลุ่มลูกค้าที่นำเชื้อเพลิงชีวมวลไปใช้เป็นเชื้อเพลิงชีวมวลในกระบวนการผลิต ได้แก่ (1) กลุ่มโรงงานอุตสาหกรรม และ (2) กลุ่มโรงไฟฟ้า ซึ่งยอดซื้อของลูกค้า 2 กลุ่มนี้ คิดเป็นสัดส่วน 80 - 88% ของรายได้จากการจำหน่ายในประเทศ ที่เหลือประมาณ 12-20% จากการจำหน่ายให้กับ Trader กลุ่มผู้ใช้ประโยชน์ชีวมวลในอุตสาหกรรมอื่นๆ และกลุ่มผู้แปรรูปชีวมวล (นำเชื้อเพลิงชีวมวลไปผลิตเป็นเชื้อเพลิงชีวมวลเพื่อจำหน่ายให้กับผู้ใช้เชื้อเพลิงชีวมวลหรือ Trader ต่ออีกทอดหนึ่ง) เช่น ผู้ผลิตเชื้อเพลิงชีวมวลอัดแท่ง (Biomass Pellet) และผู้ผลิตชิ้นไม้สับ (Woodchip) เป็นต้น

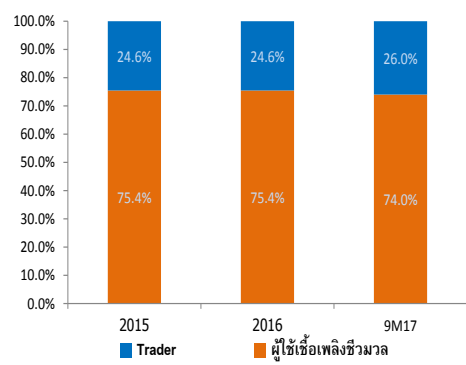
ส่วนกลุ่มลูกค้าในต่างประเทศ จะมีลูกค้ากลุ่ม Trader ในต่างประเทศ เป็นกลุ่มลูกค้าหลัก ซึ่งจะนำเชื้อเพลิงชีวมวลไปจำหน่ายให้กับกลุ่มลูกค้าโรงไฟฟ้า เป็นหลัก โดยเฉพาะกลุ่มลูกค้าโรงไฟฟ้าญี่ปุ่น และโรงไฟฟ้าเกาหลีใต้ โดยลูกค้ากลุ่มนี้มีสัดส่วนการซื้อ 82-100% เนื่องจากลูกค้าต่างประเทศส่วนใหญ่จะมีนโยบายติดต่อนำเข้าผ่าน Trader ที่รู้จัก เพื่อเป็นการลดความเสี่ยงจากการจัดหาชีวมวลโดยตรงของตนเอง ทั้งนี้ ตลาดเป้าหมายของกลุ่ม ABM ได้แก่ ญี่ปุ่น เกาหลีใต้ และประเทศในแถบยุโรป เป็นต้น

ในอนาคต คาดสัดส่วนของกลุ่มลูกค้าต่างประเทศจะมีการขยายตัวมากขึ้น เนื่องจากนโยบายของภาครัฐที่สนับสนุนการใช้พลังงานทดแทนทั้งในระดับโลกและระดับประเทศที่จะช่วยส่งเสริมให้บริษัทและบริษัทย่อยสามารถขยายฐานลูกค้าต่างประเทศได้เพิ่มขึ้น

สัดส่วนการขาย ในประเทศ/ต่างประเทศ

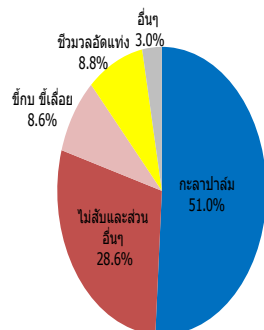


สัดส่วนการขายตามช่องทางจัดจำหน่าย

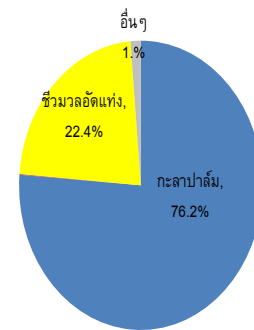


Source: Filing

รายได้ขายในประเทศตามผลิตภัณฑ์ 9M17



รายได้ต่างประเทศตามผลิตภัณฑ์ 9M17



Source: Filing

การขายสินค้าทั้งในประเทศและต่างประเทศ บริษัทกำหนดราคาขายของผลิตภัณฑ์ โดยบวกกำไรเพิ่มจากต้นทุนที่เกิดขึ้นจริง เช่น ต้นทุนผลิตภัณฑ์ ค่าขนส่ง และค่าใช้จ่ายในการบริหารจัดการ เป็นต้น (Cost-plus pricing) และเปรียบเทียบกับราคาในตลาดเพื่อให้ราคาขายของผลิตภัณฑ์อยู่ในระดับที่แข่งขันได้ ทั้งนี้ จะมีการคำนวณโครงสร้างต้นทุน และมีการกำหนดกำไรขั้นต่ำ เพื่อให้ฝ่ายขายและการตลาดสามารถนำเสนอราคาให้กับลูกค้าได้อย่างมีมาตรฐาน อย่างไรก็ตาม ในช่วงที่มีการแข่งขันสูง ฝ่ายขายและการตลาดอาจจะต้องทำการขายในราคาที่ต่ำกว่ากำไรขั้นต่ำที่กำหนดเอาไว้ ซึ่งฝ่ายขายและการตลาดจะต้องนำราคาดังกล่าว เสนอให้ผู้มีอำนาจพิจารณาอนุมัติก่อนดำเนินการขายผลิตภัณฑ์

ประเด็นการลงทุน

ได้ประโยชน์จากแนวโน้มความต้องการใช้พลังงานทดแทนโลกเพิ่มต่อเนื่อง

ความต้องการใช้พลังงานทดแทนของโลกเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง คาดสัดส่วนการใช้พลังงานทดแทนเทียบกับพลังงานอื่นเพิ่มขึ้นจาก 11.2% ในปี 2011 เป็น 16.1% ในปี 2040 โดยประเทศต่างๆ ได้สนับสนุนผ่านนโยบายและเป้าหมายการใช้พลังงานของประเทศ ทั้งนี้ ในต้นปี 2015 มี 145 ประเทศทั่วโลกที่บังคับใช้นโยบายสนับสนุนการใช้พลังงานทดแทน เพิ่มขึ้นประมาณ 9 เท่า จากปี 2005 ที่มีอยู่เพียง 15 ประเทศ

ประเทศไทย

รัฐกำหนดเป้าหมายการใช้พลังงานทดแทนของประเทศ เป็น 30% ในปี 2036 จากปี 2015 ที่ 13%

ประเทศไทยมีการใช้พลังงานทดแทนเพิ่มต่อเนื่อง ส่วนหนึ่งเป็นผลจากนโยบายการส่งเสริมการผลิตและการใช้พลังงานทดแทนของภาครัฐ โดยพลังงานทดแทน รวมถึง พลังงานแสงอาทิตย์ พลังงานลม พลังงานน้ำ เชื้อเพลิงชีวมวล ก๊าซชีวภาพ พลังงานขยะ และเชื้อเพลิงชีวภาพ (เช่น เอทานอล ไบโอดีเซล) เพื่อให้เกิดการใช้ทรัพยากรในประเทศให้มีประโยชน์สูงสุด กระจายประเภทเชื้อเพลิง และเพิ่มความมั่นคงด้านพลังงาน กระทรวงพลังงาน ได้จัดทำแผนพัฒนาพลังงานทดแทนและพลังงานทางเลือกปี 2015 – 2036 (“AEDP2015”) กำหนดเป้าหมายการใช้พลังงานทดแทนของประเทศ ทั้งในรูปของพลังงานไฟฟ้า ความร้อน และเชื้อเพลิงชีวภาพ ให้อยู่ที่ 30.0% ของการใช้พลังงานขั้นสุดท้ายในปี 2036 จากปี 2015 ที่อยู่ที่ 12.9% ของการใช้พลังงานขั้นสุดท้าย

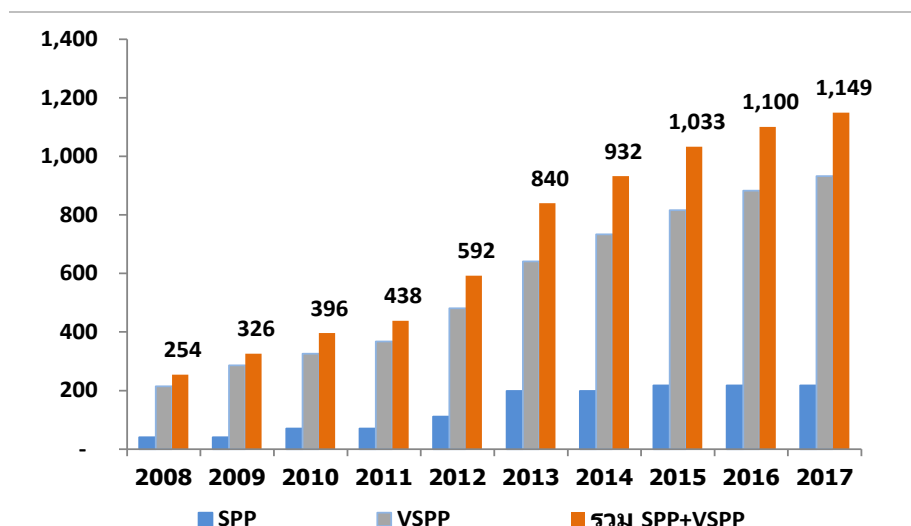
ในช่วงปี 2008-2017 ปริมาณการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานทดแทนเพิ่มขึ้นกว่า 4 เท่า จากการที่ภาครัฐมีการส่งเสริมการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียน รวมการใช้เชื้อเพลิงชีวมวล ด้วยการสนับสนุนให้มีการรับซื้อไฟฟ้าจากโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนจากเอกชนทั้งจากผู้ผลิตไฟฟ้าขนาดเล็ก (SPP) และผู้ผลิตไฟฟ้าขนาดเล็กมาก (VSPP) โดยสำหรับโรงไฟฟ้าชีวมวล ก่อนปี 2014 มีการกำหนดส่วนเพิ่มราคาซื้อขายไฟฟ้า (Adder) ในอัตรา 0.30 บาทต่อหน่วย เป็นเวลา 7 ปี นับจากวันเริ่มผลิตเชิงพาณิชย์ (COD) ต่อมาปี 2014 รัฐมีการปรับมาใช้รูปแบบ Feed-in-Tariff (FiT) โดยให้ Premium ในอัตรา 0.30-0.50 บาทต่อหน่วย เป็นเวลา 8 ปี นับจากวัน COD

การใช้พลังงานทดแทนปี 2014-2016 และเป้าหมายปี 2036 (แผน PEDP2015)

ประเภทพลังงานทดแทน	2015	2016	เป้าปี 2036	CAGR (%)
1.พลังงานไฟฟ้า ^{1/} (เมกะวัตต์)				
- พลังงานแสงอาทิตย์	1,420	2,446	6,000	4.59
- เชื้อเพลิงชีวมวล	2,727	2,815	5,570	3.47
- พลังงานน้ำ	3,079	3,089	3,282	0.30
- พลังงานลม	234	507	3,002	9.30
- ก๊าซชีวภาพ	373	435	1,260	5.54
- ชยะ	132	145	550	6.89
รวมพลังงานไฟฟ้า (เมกะวัตต์)	7,963	9,437	19,684	3.74
รวมพลังงานไฟฟ้า (พินตันเทียบเท่าน้ำมันดิบ)	1,556	2,861	5,586	3.40
2.พลังงานความร้อน (พินตันเทียบเท่าน้ำมันดิบ)				
- เชื้อเพลิงชีวมวล	5,990	6,507	22,100	6.30
- ก๊าซชีวภาพ	495	592	1,283	3.94
- พลังงานแสงอาทิตย์	6	7	1,200	29.33
- พลังงานชยะ	88	75	496	9.89
- พลังงานความร้อนทางเลือกอื่น	-	-	10	-
รวมพลังงานความร้อน (พินตันเทียบเท่าน้ำมันดิบ)	6,579	7,181	25,086	6.45
3.เชื้อเพลิงชีวภาพ(พินตันเทียบเท่าน้ำมันดิบ)	1,942	1,747	8,712	8.37
รวมใช้พลังงานทดแทน (1)+(2)+(3) (พินตันเทียบเท่าน้ำมันดิบ)	10,077	11,050	39,389	6.56
การใช้พลังงานขั้นสุดท้าย (พินตันเทียบเท่าน้ำมันดิบ)	77,881	79,929	131,000	2.50
% การใช้พลังงานทดแทนต่อการ ใช้พลังงานขั้นสุดท้าย	12.94	13.82	30.07	3.96

Source: กรมพัฒนาพลังงานทดแทนและอนุรักษ์พลังงาน, แผนพัฒนาพลังงานทดแทนและพลังงานทางเลือก 2015 – 2036 (AEDP 2015, Comapany

ปริมาณขายไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนจากผู้ผลิตไฟฟ้าตามสัญญา (เมกะวัตต์:MW)



Source:สำนักงานคณะกรรมการกำกับกิจการพลังงาน, Filing

ประเทศญี่ปุ่น

รัฐบาลมีนโยบายเพิ่มสัดส่วนของโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทน เป็น 22-24% ภายในปี 2030

METI (Ministry of Economy, Trade and Industry) ได้วางเป้าหมายเพิ่มสัดส่วนการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียน จาก 10% ในปี 2011 เป็น 22 - 24% ของกำลังการผลิตไฟฟ้าทั้งหมดในปี 2030 โดยสัดส่วนการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนในปี 2030 คาดว่าจะมาจากพลังงานแสงอาทิตย์ 7.0% พลังงานลม 1.7% พลังงานความร้อนใต้พิภพ 1.0 – 1.1% และพลังงานน้ำ 8.8 – 9.2% และในส่วนของพลังงานชีวมวลที่ 3.7 - 4.6% ซึ่งเป็นเป้าหมายการผลิตไฟฟ้าเชื้อเพลิงชีวมวลเพิ่มขึ้นเป็น 2 เท่า ภายในปีดังกล่าว

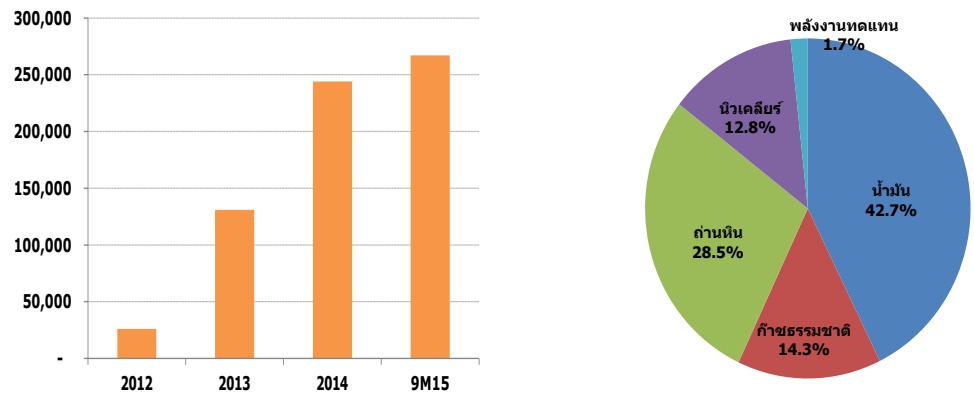
จากนโยบายสนับสนุนดังกล่าว ส่งผลให้ประเทศญี่ปุ่นเป็นตลาดเชื้อเพลิงชีวมวลที่ใหญ่เป็นอันดับ 5 ของโลก และมีการนำเข้ากะลาปาล์มเพิ่มขึ้นต่อเนื่องตั้งแต่ปี 2012 โดยนำเข้าจากประเทศมาเลเซีย และอินโดนีเซีย เป็นหลัก

ประเทศเกาหลีใต้

รัฐบาลมีนโยบายเพิ่มเป้าหมายการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานทดแทนเป็นสัดส่วน 11% ภายในปี 2035

รัฐบาลเกาหลีใต้มีการประกาศเป้าหมายสัดส่วนการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานทดแทนเป็น 11% ภายในปี 2035 จากเพียง 1.7% ในปี 2016 โดยใช้เชื้อเพลิงชีวมวลเป็นสัดส่วน 18% ของการใช้พลังงานหมุนเวียนทั้งหมด ทั้งนี้ ตั้งแต่ปี 2012 ได้มีการออก Renewable Portfolio Standard (RPS) เพื่อสนับสนุนการใช้พลังงานหมุนเวียน โดยกำหนดให้โรงไฟฟ้าทั้งของรัฐบาลและเอกชนที่มีกำลังผลิตมากกว่า 500 mW ต้องมีการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนตามสัดส่วนที่กำหนด คือ ตั้งแต่ 2% ในปี 2012 และเพิ่มสัดส่วนขึ้นทุกปีจนถึง 10% ในปี 2024

ญี่ปุ่น: ปริมาณนำเข้ากะลาปาล์ม 2012-9M15 เกาหลีใต้: สัดส่วนใช้พลังงานตามประเภทเชื้อเพลิง 2016



Source: Asia Biomass Energy Corporation Promotion Office, Filing Source: BP Statistical Review of World energy, Filing

บริษัทเป็นหนึ่งในผู้นำด้านการจัดหา ขนส่ง และจัดจำหน่ายเชื้อเพลิงชีวมวลในไทยและเอเชีย

โดยเฉพาะเชื้อเพลิงชีวมวลประเภทกะลาปาล์ม ไม้สับ ชีบกบ และชีวมวลอัดแท่ง โดยบริษัทเป็นหนึ่งในผู้นำในการจัดหาและจัดจำหน่ายของไทย สามารถให้บริการจัดหา ขนส่ง และจัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์ชีวมวลตอบสนองความต้องการให้ลูกค้าอย่างครบวงจร โดยมีจุดแข็งหลักๆ คือ

- การให้บริการผลิตภัณฑ์ที่หลากหลาย รองรับความต้องการของลูกค้าทุกอุตสาหกรรม
- สินค้ามีคุณภาพ ได้รับการรับรองมาตรฐานสากล
- การบริหารจัดการโลจิสติกส์ที่มีประสิทธิภาพ จากบริษัทย่อยที่ให้บริการด้านการขนส่ง รวมถึง
- การมีคลังสินค้าหลายแห่งทั้งในและต่างประเทศ ซึ่งใกล้แหล่งผลิตและใกล้สถานที่ของลูกค้า ช่วยเพิ่มความสามารถในการแข่งขันด้านต้นทุน โดยปัจจุบันมีคลังสินค้าทั้งที่เป็นกรรมสิทธิ์ของบริษัท และเช่า รวม 8 แห่ง โดยเป็นคลังสินค้าในประเทศ 4 แห่ง และคลังสินค้าต่างประเทศ 4 แห่ง ดังนี้

คลังสินค้า	พื้นที่ (ตร.ม.)	ความจุ (ตัน)	กรรมสิทธิ์
1. คลังสินค้าบางกุ้ง จ.สุราษฎร์ธานี	43,000	100,000	เป็นเจ้าของ
2. คลังสินค้าบางน้ำจืด จ.สมุทรสาคร	25,848	40,000	เป็นเจ้าของ
3. คลังสินค้าบางปะกง จ.ฉะเชิงเทรา	8,800	25,000	เช่า
4. คลังสินค้าลำปาง จ.ลำปาง ²	895	300	เช่า
5. คลังสินค้า Bintulu ประเทศมาเลเซีย	12,500	20,000	เช่า
6. คลังสินค้า Kuching ประเทศมาเลเซีย	10,500	20,000	เช่า
7. คลังสินค้า Sandakan ประเทศมาเลเซีย	7,500	20,000	เช่า
8. คลังสินค้า Jambi ประเทศอินโดนีเซีย	5,000	15,000	เช่า

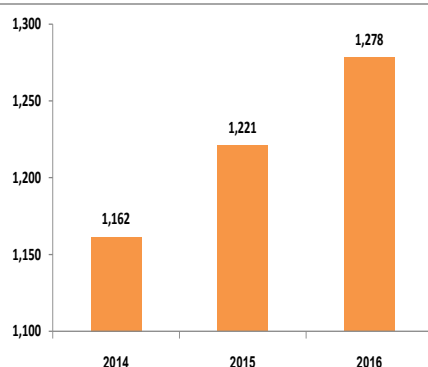
Source: Filing

หมายเหตุ: คลังสินค้าลำปางและคลังสินค้า Jambi อยู่ระหว่างดำเนินการหาพื้นที่เช่าใหม่

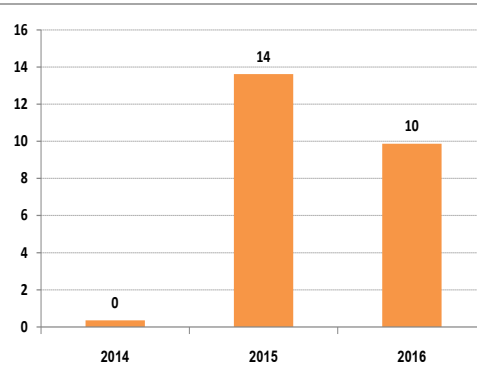
ผลการดำเนินงานในอดีต

ในช่วงปี 2014-2016 ผลประกอบการของบริษัทค่อนข้างผันผวน โดยเป็นขาดทุนสุทธิ 67 ล้านบาท ในปี 2014 กลับเป็นกำไรสุทธิ 43 ล้านบาท ในปี 2015 และลดลงเหลือกำไรสุทธิ 26 ล้านบาท ในปี 2016 ตามลำดับ โดยขาดทุนสุทธิจำนวนมากในปี 2014 ส่วนใหญ่เกิดจากการตั้งสำรองหนี้สงสัยจะสูญ และค่าเผื่อการปรับลดมูลค่าสินค้าจำนวน 19 ล้านบาท และ 64 ล้านบาท ตามลำดับ ขณะที่ปี 2015 และปี 2016 มีรายการพิเศษเป็นบวกส่วนใหญ่จากกำไรจากการขายรถบรรทุกขนส่งและกำไรอัตราแลกเปลี่ยนทางบัญชี (FX Gain) หากไม่รวมรายการพิเศษต่างๆ ดังกล่าว ปี 2014 ผลประกอบการเป็นเท่าทุน และเพิ่มเป็น 14 ล้านบาท ในปี 2015 ส่วนใหญ่จากรายได้รวมและ Gross margin เพิ่มขึ้น แต่กลับมาลดลงเป็น 10 ล้านบาท ในปี 2016 ส่วนใหญ่จากค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (SG&A) เพิ่มขึ้น ขณะที่รายได้ขายเพิ่มเล็กน้อย 4.7% จากปริมาณขายเพิ่ม ชดเชยราคาขายเฉลี่ยลดลง

Sales 2014-2016 (Btmn)

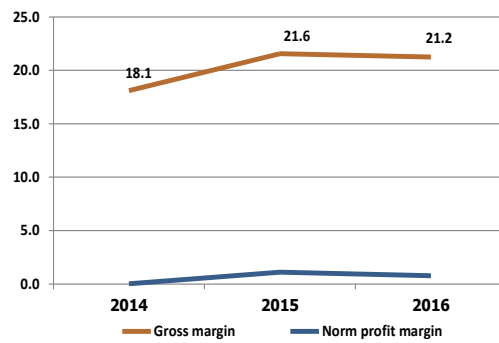


Norm profit 2014-2016 (Btmn)



Source: Filing, FSS Estimates

Gross margin & Norm profit margin 2014-2016 (%)



Source: Filing, FSS Estimates

กำไรสุทธิปี 2017 ลดลง Y-Y จากรายการพิเศษ กำไรปกติเพิ่ม

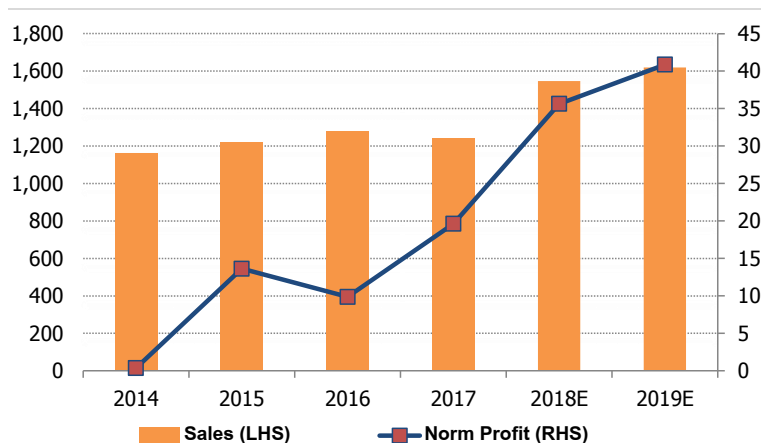
ในปี 2017 บริษัท มีกำไรสุทธิ 16 ล้านบาท ลดลง 40.3% Y-Y หากไม่รวมรายการพิเศษเป็นลบ จะเป็นกำไรปกติที่เกือบ 20 ล้านบาท เพิ่มขึ้นจากปีก่อนที่กำไรปกติ 10 ล้านบาท ส่วนใหญ่จาก Gross margin เพิ่ม และรายได้อื่นเพิ่มขึ้น ชดเชยค่าใช้จ่าย SG&A เพิ่ม จากการเพิ่มขึ้นของค่าเช่าและค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับพนักงาน ขณะที่รายได้จากการขายลดลงเล็กน้อย 2.9% Y-Y ส่วนใหญ่จากปริมาณขายลดลง คาดจาก 3 ปัจจัยหลัก คือ (1) ผลจากปรากฏการณ์เอลนีโญ (El Nino) ทำให้ผลผลิตออกน้อยในช่วงปี 2016 ทำให้ขายใน 1Q17 ได้น้อย (2) ช่วง 2Q17 มีผู้จัดจำหน่ายรายย่อยเข้ามาแข่งขันหลายราย เนื่องจากเป็นฤดูกาลที่ผลผลิตกะลาปาล์มออกสู่ตลาดเป็นจำนวนมาก และ (3) ปริมาณขายกะลาปาล์มไปต่างประเทศลดลง เนื่องจากต้นปี 2018 ประเทศอินโดนีเซียจะมีการปรับเพิ่มภาษีส่งออกสินค้า จึงเป็นผลให้ผู้จัดจำหน่ายในประเทศอินโดนีเซียมีการเร่งจำหน่ายสินค้าที่มีอยู่ในคลังสินค้าออกในปี 2017

คาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคต

คาดการณ์กำไรปกติปี 2018 โต 81.6% Y-Y ปี 2019 โตอีก 14.7%

คาดการณ์กำไรสุทธิและกำไรปกติปี 2018 ที่ 36 ล้านบาท กลับมาโตสูง 1.3 เท่าตัว Y-Y และ 81.6% Y-Y ตามลำดับ โดยคาดการณ์รายได้จากการขายรวมเพิ่ม 24.6% จากปริมาณขายเชื้อเพลิงชีวมวลคาดเพิ่มจากปีก่อนเป็นระดับ 6.5 แสนตัน โดยการเติบโตหลักมาจาก (1) ปริมาณขายกะลาปาล์ม (สัดส่วนรายได้ 40-50%) ในประเทศเพิ่ม 15% จากปริมาณผลผลิตในประเทศเพิ่มขึ้น เทียบกับปีก่อนที่ได้รับผลกระทบจากปรากฏการณ์เอลนีโญ (El Nino) (2) คาดปริมาณขายกะลาปาล์มในต่างประเทศเพิ่มสูง 35% จากความต้องการของลูกค้าโรงไฟฟ้าชีวมวลในประเทศญี่ปุ่นเพิ่ม และ (3) คาดปริมาณขายเชื้อเพลิงชีวมวลอัดแท่ง (Wood Pallet) เพิ่มเท่าตัว Y-Y และทำให้สัดส่วนรายได้เพิ่มเป็นประมาณ 18% จากประมาณ 9% ในปีก่อน ขณะที่คาดปริมาณขายผลิตภัณฑ์ชีวมวลอื่นๆ เพิ่ม 5% Y-Y ส่วนปี 2019 คาดกำไรปกติโตต่อเนื่องอีก 14.7% Y-Y จากรายได้ขายเพิ่ม 4.7% Y-Y

Sales & Norm Profit 2014- 2019E



Source : SSP Filing, FSS Estimates

การประเมินมูลค่าหุ้น

เนื่องจากไม่มีบริษัทใน SET และ MAI ที่ทำธุรกิจเหมือน ABM โดยตรง เราจึงเลือกประเมินมูลค่าที่เหมาะสมด้วยวิธี PE Relative Multiple ที่ 19 เท่า ใกล้เคียงค่าเฉลี่ย PE ในอดีตของบริษัทในตลาดฯ ที่มีธุรกิจพอเทียบเคียงกับ ABM คือ ธุรกิจ Trading เชื้อเพลิง (ได้แก่ BCP PTG SGP และ SUSCO) จะได้ราคาเหมาะสมของหุ้น ABM ปี 2018 (หลังเพิ่มทุน) ที่หุ้นละ 2.26 บาท (จาก EPS Fully-diluted ปี 2018 ที่ 0.12 บาท/หุ้น)

ค่า PE ในอดีตของบริษัทที่มีธุรกิจคล้าย ปี 2013- 2017

Trailing PE	BCP	PTG	SGP	SUSCO
2013	7.5	16.5	15.8	3.4
2014	11.2	25.5	9.5	25.1
2015	25.5	40.3	340.8	8.4
2016	13.1	53.8	12.4	15.6
2017 (ถึงบพ9M17)	10.1	37.1	7.9	24.2
Avg.	13.5	34.7	11.5	15.4

Source: setsmart, FSS Estimates

ข้อมูลทางการเงิน ปี 2016

	BCP	PTG	SGP	SUSCO
Mkt Cap. (Btbn)	56.8	35.8	25.5	4.3
Gross Margin (%)	8.2	8.5	6.0	6.2
Net Margin (%)	3.3	1.7	4.6	1.5
ROE (%)	12.7	25.0	11.6	8.8
ROA (%)	7.5	14.4	5.8	6.7
D/E (x)	1.5	1.7	2.1	0.6
PE (x)	13.1	53.8	12.4	15.6
PBV (x)	1.2	12.8	1.3	1.1

Source: setsmart, FSS Estimates

โครงสร้างการถือหุ้น การเพิ่มทุน และนโยบายการจ่ายเงินปันผล

ABM จะเพิ่มทุนจดทะเบียนจาก 112.5 ล้านบาท เป็น 150 ล้านบาท มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 0.50 บาท โดยการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนเพื่อเสนอขายให้กับประชาชนจำนวนไม่เกิน 75 ล้านหุ้น หรือคิดเป็นสัดส่วน 25% ของทุนชำระแล้วภายหลังการเสนอขายหุ้นสามัญ

วัตถุประสงค์ในการใช้เงินเพิ่มทุน

วัตถุประสงค์การใช้เงิน	ระยะเวลาโดยประมาณ
1. เพื่อลงทุนในการขยายพื้นที่เก็บรวบรวมกะลาปาล์มเพิ่มเติมในประเทศอินโดนีเซียและมาเลเซีย จำนวนเงินประมาณ 30 ล้านบาท	ปี 2018-2019
2. ลงทุนจัดตั้งโรงงานผลิตชีวมวลอัดแท่งกับบริษัทร่วมทุนในภาคใต้ จำนวนเงินประมาณ 31 ล้านบาท	1Q18- 2019
3. ลงทุนจัดตั้งโรงงานผลิตไม้สับและโรงงานผลิตชีวมวลอัดแท่งที่ตำบลบางกุ้ง อำเภอเมือง จ.สุราษฎร์ธานี จำนวนเงินประมาณ 20 ล้านบาท	ปี 2018
4. ใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียน	

โครงสร้างผู้ถือหุ้น (%)

	ก่อน IPO	หลัง IPO
1. ครอบครัวควรรสภาพร	87.69	65.77
2. กลุ่มผู้ถือหุ้นอื่น	12.31	9.23
3. หุ้นเสนอขาย IPO	-	25.00
จำนวนหุ้นรวม	225 ล้านหุ้น (PAR 0.50 บาท)	300 ล้านหุ้น (PAR 0.50 บาท)

นโยบายจ่ายเงินปันผล

บริษัทฯ มีนโยบายการจ่ายเงินปันผลไม่ต่ำกว่า 40% ของกำไรสุทธิของงบการเงินเฉพาะกิจการภายหลังหักสำรองตามกฎหมายแล้ว แต่ทั้งนี้พิจารณาถึงปัจจัยต่างๆ ประกอบด้วย เช่น การขยายธุรกิจ ความต้องการใช้เงินทุนสภาพคล่อง และปัจจัยอื่นๆ ที่เกี่ยวข้อง

ปัจจัยความเสี่ยง

1. ความเสี่ยงด้านการจัดหาสินค้า

ธุรกิจหลักของบริษัทคือการจัดหาและจัดจำหน่ายเชื้อเพลิงชีวมวล เช่น กะลาปาล์ม ไม้สับและส่วนอื่นๆ ของไม้ ชีบกบ ชีเลื้อย ฟืนไม้ ชีวมวลอัดแท่ง (Wood pellet) และแกลบ เป็นต้น ซึ่งเป็นผลิตภัณฑ์ที่ต่อเนื่องมาจากธุรกิจอื่น เช่น ธุรกิจผลิตน้ำมันปาล์มดิบ และธุรกิจผลิตผลิตภัณฑ์จากไม้ เป็นต้น โดยเชื้อเพลิงชีวมวลดังกล่าวเป็นผลิตภัณฑ์พลอยได้ (By-product) จากการประกอบธุรกิจดังกล่าว ดังนั้นปริมาณของเชื้อเพลิงชีวมวลในตลาดจึงมีส่วนเกี่ยวข้องกับอุปสงค์และอุปทานของผลิตภัณฑ์น้ำมันปาล์มดิบ การเพาะปลูกปาล์ม ผลิตภัณฑ์จากไม้ และการเพาะปลูกพืชที่นำมาทำผลิตภัณฑ์จากไม้ รวมถึงฤดูกาลให้ผลผลิตของพืชที่เกี่ยวข้องดังกล่าว ปัจจุบันรายได้กว่า 70% จากการขายสินค้า มาจากการจำหน่ายกะลาปาล์ม ไม้สับและส่วนอื่นๆ ของไม้ ซึ่งปริมาณกะลาปาล์มที่

ผลิตได้ในประเทศไทยไม่เพียงพอต่อการใช้ของโรงไฟฟ้าชีวมวลและโรงงานอุตสาหกรรมที่ต้องการใช้เชื้อเพลิงชีวมวลในประเทศไทย ประกอบกับความต้องการเชื้อเพลิงชีวมวลในต่างประเทศ ไม่ว่าจะเป็นประเทศในแถบเอเชียและประเทศในแถบยุโรปเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ซึ่งบริษัทก็มีการขยายช่องทางการจำหน่ายผลิตภัณฑ์ไปยังตลาดต่างประเทศเพิ่มมากขึ้น ดังนั้น บริษัทอาจประสบความเสี่ยงด้านการจัดหาสินค้าในบางช่วงเวลาไม่เพียงพอกับความต้องการของลูกค้าเป้าหมายหรือตามข้อตกลงที่มีกับลูกค้า หรือจัดหาได้มาในราคาและคุณภาพไม่ตรงกับความต้องการของลูกค้า

2. ความเสี่ยงด้านความผันผวนของราคาผลิตภัณฑ์

ผลิตภัณฑ์เชื้อเพลิงชีวมวลเป็นสินค้าเกี่ยวเนื่องกับสินค้าทางการเกษตร ซึ่งราคาจะถูกกำหนดโดยอุปสงค์และอุปทาน โดยปัจจัยสำคัญที่มีผลกระทบต่ออุปสงค์และอุปทาน ได้แก่ สภาพดินฟ้าอากาศ ฤดูกาลให้ผลผลิต นโยบายการปลูกพืชที่เกี่ยวข้องกับผลิตภัณฑ์เชื้อเพลิงชีวมวล และนโยบายของประเทศไทยและต่างประเทศในการส่งเสริมให้มีการใช้เชื้อเพลิงชีวมวล ซึ่งจะมีผลกระทบโดยตรงต่อปริมาณผลผลิตของพืชที่เกี่ยวข้องกับผลิตภัณฑ์เชื้อเพลิงชีวมวลที่บริษัทจำหน่าย และปริมาณความต้องการใช้ผลิตภัณฑ์เชื้อเพลิงชีวมวล อันจะส่งผลกระทบต่อราคาผลิตภัณฑ์เชื้อเพลิงชีวมวลที่เกี่ยวข้องนั้นๆ ทั้งในตลาดไทยและตลาดโลก

3. ความเสี่ยงด้านผลขาดทุนที่เกิดจากการบริหารสินค้าคงคลัง

จากการที่ธุรกิจหลักของบริษัทคือการซื้อมาและจำหน่ายไปซึ่งเชื้อเพลิงชีวมวล จึงมีความจำเป็นต้องสำรองสินค้าเพื่อให้เพียงพอต่อการจำหน่ายตลอดทั้งปี ในขณะที่ผลผลิตของสินค้าบางประเภทจะเป็นไปตามฤดูกาล และตามสภาพดินฟ้าอากาศของแหล่งเพาะปลูก ทำให้สินค้ามีความผันผวนของราคาตามปริมาณผลผลิตที่ออกสู่ตลาด นอกจากนี้ สินค้าซึ่งเป็นผลผลิตจากการเกษตร บางชนิดมีน้ำหนักเบา จึงใช้พื้นที่ในการจัดเก็บค่อนข้างมาก โดยคลังสินค้าของบริษัทจะมีพื้นที่สำหรับเก็บสำรองสินค้า 2 ส่วน คือ (1) ส่วนที่เป็นโกดังซึ่งสร้างเป็นอาคารโล่งสำหรับกองสินค้าที่ไม่สามารถโดนน้ำได้ เช่น ชักบับ ชี้เลื้อย ฝู่นไม้ และเชื้อเพลิงชีวมวลอัดแท่ง เป็นต้น และ (2) ส่วนที่เป็นลานโล่งสำหรับกองสินค้าที่สามารถโดนน้ำได้ เช่น กะลาปาล์ม ไม้สับ ปีกไม้ และเศษไม้ เป็นต้น จากสภาพการจัดเก็บสินค้าดังกล่าว อาจส่งผลกระทบต่อการสูญเสียของสินค้าได้

4. ความเสี่ยงด้านความผันผวนของรายได้จากการขายระหว่างปีบัญชี

รายได้หลักของบริษัทมาจากการจำหน่ายกะลาปาล์ม ซึ่งคิดเป็น 73.52% 58.49% และ 53.71% ของรายได้จากการขายสินค้าทั้งหมด ในปี 2015 - 2016 และ 9M17 ตามลำดับ โดยปริมาณกะลาปาล์มที่ผลิตได้จะเป็นไปตามปริมาณผลปาล์มที่จะให้ผลผลิตแตกต่างกันในแต่ละช่วงเวลาของปี (Seasonal Effect) ในขณะที่ราคาของกะลาปาล์มจะแปรผกผันกับปริมาณผลผลิตที่ออกสู่ตลาด และการแข่งขันของผู้เล่นในตลาด กล่าวคือในช่วงที่มีผลผลิตในตลาดมาก และมีผู้เล่นในตลาดจำนวนมาก ราคาของกะลาปาล์มก็จะต่ำกว่าในช่วงที่มีผลผลิตออกสู่ตลาดน้อย ทั้งนี้ ในช่วงที่ผลผลิตออกมามาก และการแข่งขันสูง (ปกติจะเป็นในเดือนเมษายนถึงเดือนมิถุนายน) ปริมาณการขายกะลาปาล์มของบริษัทอาจจะไม่ได้เพิ่มขึ้นมากนัก แต่จะเป็นช่วงที่บริษัทเก็บรวบรวมสินค้าไว้ในคลังสินค้า เนื่องจากเป็นช่วงที่สินค้าในตลาดมีราคาต่ำกว่าช่วงอื่นๆ ในรอบปี และเพื่อสำรองไว้จำหน่ายในช่วงที่ผลผลิตออกมาน้อย ทำให้สัดส่วนรายได้จากการจำหน่ายกะลาปาล์มซึ่งเป็นรายได้ส่วนใหญ่ของบริษัทอาจจะต่ำในช่วงที่ผลผลิตออกสู่ตลาดมีจำนวนมาก และรายได้ที่เกิดจากการจำหน่ายกะลาปาล์มจะปรับตัวสูงขึ้นเมื่อปริมาณผลผลิตในตลาดมีน้อยลง เนื่องจากราคาขายจะปรับตัวสูงขึ้น และบริษัทจะนำกะลาปาล์มที่เก็บรวบรวมกะลาปาล์มไว้ออกมาจำหน่าย กล่าวคือ โดยปกติ (สภาพฤดูกาลปกติ) ราคาของกะลาปาล์มจะค่อนข้างต่ำในไตรมาสที่ 2 และมีการปรับตัวสูงขึ้นในไตรมาสที่ 3 และไตรมาสที่ 4 ของปี รวมถึงในไตรมาสที่ 1 ของปีถัดไป ด้วยเหตุผลดังกล่าวจึงจะส่งผลให้บริษัทมียอดขายและกำไรไม่

สม่าเสมอในแต่ละไตรมาส อย่างไรก็ตาม บริษัทได้มีการจำหน่ายเชื้อเพลิงชีวมวลหลายประเภท ส่งผลให้ความผันผวนของรายได้ซึ่งเป็นผลจากความผันผวนของการจำหน่ายกะลาปาล์มลดลง นอกจากนี้ บริษัทมีคลังสินค้าที่สามารถสำรองสินค้าไว้ขายในช่วงที่ผลผลิตขาดแคลน ก็จะสามารถลดผลกระทบของความไม่สม่ำเสมอของรายได้และกำไรในแต่ละไตรมาสได้พอสมควร

5. ความเสี่ยงจากการแข่งขันและการเข้ามาทำธุรกิจได้ง่ายของผู้ประกอบการรายใหม่

มีผู้ประกอบการจัดหาและจัดจำหน่ายเชื้อเพลิงชีวมวลเป็นจำนวนมาก ไม่ว่าจะเป็นผู้ผลิตโดยตรง หรือ ผู้จัดหาและจัดจำหน่ายเช่นเดียวกับบริษัท หรือผู้จัดจำหน่ายอย่างเดียว โดยเป็นผู้ประกอบการทั้งในประเทศและต่างประเทศ เนื่องจากไม่จำเป็นต้องใช้เงินทุนจำนวนมากก็สามารถเข้ามาดำเนินธุรกิจนี้ได้ จึงทำให้เกิดการแข่งขันสูงในการประกอบธุรกิจนี้ โดยเฉพาะการแข่งขันด้านราคา ในขณะที่ผู้ผลิตเชื้อเพลิงชีวมวลส่วนใหญ่จะเป็นผู้ประกอบการรายย่อย ดังนั้น ผู้ประกอบการที่สามารถติดต่อสั่งซื้อ และรวบรวมเชื้อเพลิงชีวมวลจากผู้ผลิตและผู้จัดจำหน่ายได้เป็นจำนวนมาก มีความหลากหลายของผลิตภัณฑ์ รวมถึงมีคลังสินค้าในการจัดเก็บเชื้อเพลิงชีวมวลดังกล่าวเพื่อให้สามารถสนองตอบต่อความต้องการของลูกค้าที่มีความจำเป็นต้องใช้เชื้อเพลิงชีวมวลอย่างต่อเนื่องและสม่ำเสมอ และมีแหล่งเงินทุนที่มั่นคง ก็จะได้เปรียบผู้ค้ารายย่อยซึ่งมีจำนวนมากในประเทศไทย นอกจากนี้ ทีมบุคลากรด้านการจัดหา และทีมขายเชื้อเพลิงชีวมวล ก็ถือเป็นปัจจัยสำคัญในการดำเนินธุรกิจจัดหาและจัดจำหน่ายเชื้อเพลิงชีวมวล

6. ความเสี่ยงด้านการบริหารจัดการการขนส่งสินค้า

จากการที่แหล่งผลิตสินค้าที่บริษัทรับซื้อแต่ละประเภทจะมีที่ตั้งจำกัดอยู่ในแต่ละภูมิภาคของประเทศไทย เช่น กะลาปาล์มจะมีแหล่งผลิตสำคัญในภาคใต้ของประเทศไทย (สำหรับสินค้าในประเทศ) และในประเทศอินโดนีเซีย และประเทศมาเลเซีย (สำหรับสินค้าในต่างประเทศ) ผลิตภัณฑ์พวกซีเลื้อย ซีบกบ ผุ่นไม้ ไม้สับ และส่วนอื่นๆของไม้ จะมีแหล่งผลิตสำคัญในภาคใต้ ภาคกลาง ภาคตะวันออก ภาคตะวันออกเฉียงเหนือ และภาคเหนือ เป็นต้น ในขณะที่ลูกค้าในประเทศของบริษัทกระจายอยู่ทั่วทุกภูมิภาค การขนส่งสินค้าจึงเป็นปัจจัยหลักของการดำเนินธุรกิจ

7. ความเสี่ยงที่ลูกค้าจะเปลี่ยนไปใช้เชื้อเพลิงประเภทอื่น

ปัจจุบัน ผู้ที่มีความต้องการใช้เชื้อเพลิงเพื่อผลิตพลังงานความร้อน และพลังงานไฟฟ้า มีตัวเลือกในการเลือกใช้เชื้อเพลิงได้หลากหลายประเภท กล่าวคือ 1) เชื้อเพลิงฟอสซิล เช่น น้ำมัน ถ่านหิน ก๊าซธรรมชาติ 2) พลังงานทดแทน เช่น พลังงานแสงอาทิตย์ พลังงานลม พลังงานน้ำ รวมถึงเชื้อเพลิงชีวมวล เป็นต้น ซึ่งเชื้อเพลิงแต่ละประเภทมีต้นทุนในการผลิตพลังงานที่แตกต่างกัน โดยส่วนใหญ่เชื้อเพลิงชีวมวลจะมีต้นทุนในการผลิตพลังงานที่สูงกว่าเชื้อเพลิงฟอสซิล ซึ่งทำให้บริษัทมีความเสี่ยงที่ลูกค้าจะเปลี่ยนไปใช้เชื้อเพลิงฟอสซิล เมื่อราคาของเชื้อเพลิงฟอสซิลต่ำกว่าเชื้อเพลิงชีวมวลอย่างมีนัยสำคัญ อย่างไรก็ตาม นอกเหนือจากปัจจัยด้านต้นทุน ลูกค้ายังคงต้องพิจารณาถึงปัจจัยอื่นร่วมด้วย ได้แก่ 1) ทำเลที่ตั้ง เช่น โรงงานของลูกค้าตั้งอยู่ในเขตควบคุมมลพิษหรือไม่ 2) กระบวนการผลิตสินค้า หากลูกค้าจำหน่ายสินค้าให้กับลูกค้าที่เรียกร้องให้ผู้ผลิตผลิตสินค้าด้วยกระบวนการที่มีการปล่อยก๊าซคาร์บอนต่ำ หรือรักษาสິงแวดล้อม 3) ความใส่ใจในสิ่งแวดล้อม 4) นโยบายการสนับสนุนจากรัฐ เป็นต้น ประกอบกับการที่ลูกค้าจะเปลี่ยนประเภทของเชื้อเพลิงที่ใช้ในกระบวนการผลิตนั้นลูกค้าจะต้องมีต้นทุน (Switching Cost) เกิดขึ้น

8. ความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราดอกเบี้ย

จากการที่บริษัทดำเนินธุรกิจจัดหาและจัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์เชื้อเพลิงชีวมวล โดยในการจัดหาสินค้าส่วนใหญ่ บริษัทจะต้องมีการชำระเงินสดล่วงหน้า หรือหากได้รับสินเชื่อจากผู้จำหน่ายสินค้าให้บริษัทก็จะเป็นสินเชื่อในระยะสั้นเฉลี่ยประมาณ 7 – 30 วัน ในขณะที่บริษัทจะจำหน่ายสินค้าให้ลูกค้าโดยมีระยะเวลาให้สินเชื่อเฉลี่ยประมาณ 7 – 60 วัน จึงทำให้บริษัทจำเป็นต้องมีเงินทุนหมุนเวียนจำนวนมากเพื่อให้เพียงพอต่อยอดจำหน่ายสินค้าที่มีการเติบโตอย่างต่อเนื่อง ปัจจุบันบริษัทมีแหล่งเงินทุนหมุนเวียนส่วนใหญ่ในรูปแบบเงินเบิกเกินบัญชี เลตเตอร์ออฟเครดิต ตั๋วสัญญาใช้เงิน และทรัสต์รีซีพ (Trust Receipt) ซึ่งหนี้สินระยะสั้นดังกล่าวมีอัตราดอกเบี้ยลอยตัว (Floating Rate) ที่อ้างอิงกับอัตราดอกเบี้ยลูกค้ารายใหญ่ชั้นดี ประเภทเงินเบิกเกินบัญชี (MOR) และอัตราดอกเบี้ยลูกค้ารายใหญ่ชั้นดี ประเภทเงินกู้แบบมีระยะเวลา (MLR) โดย ณ สิ้นงวด 3Q17 บริษัทมีเงินเบิกเกินบัญชีและเงินกู้ยืมระยะสั้นจากสถาบันการเงินจำนวน 553 ล้านบาท

9. ความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ

ปัจจุบันบริษัทมีการนำเข้าสินค้าประเภททะเลปาล์มจากต่างประเทศผ่านบริษัทย่อย ที่บริษัทจัดตั้งไว้ในประเทศอินโดนีเซีย และประเทศมาเลเซีย ตามลำดับ โดยบริษัทจ่ายชำระค่าสินค้าเป็นเงินสกุลท้องถิ่นของประเทศที่บริษัทนำสินค้าเข้า (กรณีซื้อสินค้าผ่านบริษัทย่อยในต่างประเทศ) และชำระค่าสินค้าเป็นเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐอเมริกา (กรณีบริษัทซื้อสินค้าตรงจากผู้จัดจำหน่ายในต่างประเทศโดยไม่ผ่านบริษัทย่อย) ทั้งนี้ สินค้าที่นำเข้างดงกล่าวจะมีทั้งส่วนที่นำเข้ามาจำหน่ายในประเทศ และส่งออกไปยังต่างประเทศ (ส่วนใหญ่จะเป็นการส่งออกไปยังต่างประเทศ) โดยการส่งออกไปยังต่างประเทศจะส่งโดยตรงจากบริษัทย่อยที่ตั้งอยู่ในต่างประเทศดังกล่าว บริษัทรับชำระค่าสินค้าเป็นเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐอเมริกา ดังนั้น หากอัตราแลกเปลี่ยนเงินตรามีความผันผวนสูง อาจมีผลกระทบในทางลบอย่างมีนัยสำคัญต่อการประกอบธุรกิจผลการดำเนินงาน และสถานะทางการเงินของบริษัทได้ อย่างไรก็ตาม สินค้าที่นำเข้าจะมีบางส่วนที่ส่งออกไปขายยังต่างประเทศโดยตรงผ่านบริษัทย่อยของบริษัท ซึ่งการส่งออกนั้นจะได้รับชำระค่าสินค้าเป็นเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐอเมริกา เช่นเดียวกับสกุลเงินของสินค้านำเข้ากรณีบริษัทซื้อสินค้าตรงจากผู้จัดจำหน่ายต่างประเทศโดยไม่ผ่านบริษัทย่อย จึงถือเป็นการป้องกันความเสี่ยงแบบธรรมชาติ (Natural Hedging) ยังคงเหลือความเสี่ยงเล็กน้อยที่เกิดจากช่วงเวลาที่ย้ายชำระเงินกับช่วงเวลาที่รับชำระเงินไม่ตรงกัน โดยในช่วง 9M17 มูลค่าสินค้าที่การนำเข้าเป็นเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐอเมริกาทั้งสิ้น 1.12 ล้านดอลลาร์สหรัฐอเมริกา เป็นสินค้าที่นำเข้ามาจำหน่ายในประเทศทั้งจำนวน ดังนั้น ความเสี่ยงอันเนื่องมาจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศจะเกิดจากยอดสินค้าที่นำเข้ามาเพื่อจำหน่ายในประเทศซึ่งมีปริมาณไม่มากเมื่อเทียบกับยอดนำเข้าทั้งหมด และยอดที่นำเข้าที่เป็นเงินสกุลท้องถิ่นของประเทศที่บริษัทนำสินค้าเข้าโดยซื้อสินค้าผ่านบริษัทย่อยในต่างประเทศ โดยความเสี่ยงบางส่วนบริษัทจะมีการบริหารความเสี่ยงโดยทำ Forward Contract กับธนาคารพาณิชย์ในประเทศ เพื่อลดผลกระทบจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน

Income Statement (Consolidated)					
(Btmn)	2015	2016	2017	2018E	2019E
Revenue	1,221	1,278	1,241	1,547	1,620
Cost of sales	958	1,007	946	1,189	1,242
Gross profit	263	272	295	358	378
SG&A costs	219	244	270	306	321
Operating profit	44	28	25	51	57
Other income	0	0	9	8	8
EBIT	44	28	34	59	65
EBITDA	65	46	53	79	85
Interest charge	16	13	13	13	12
Tax on income	13	5	2	9	10
Normalized Profit	14	10	20	36	41
Extra items	30	16	-4	0	0
Net Profit	43	26	16	36	41

Cash Flow Statement (Consolidated)					
(Btmn)	2015	2016	2017	2018E	2019E
Net Profit	43	26	16	36	41
Depreciation etc.	21	18	18	20	20
Change in working capital	-124	71	-76	-94	-22
Cash flow from operations	-89	119	-33	-39	40
Capital expenditure	-51	-29	-14	-20	-20
Others	-9	0	-9	-5	-1
Cash flow from investing	-60	-29	-23	-25	-21
Free cash flow	-149	89	-56	-64	18
Net borrowings	110	-32	41	-72	0
Equity capital raised	70	0	37	131	0
Others	4	-51	-35	-11	-11
Cash flow from financing	184	-84	43	49	-11
Net change in cash	34	6	-13	-16	7

Balance Sheet (Consolidated)					
(Btmn)	2015	2016	2017	2018E	2019E
Cash&Equivalent	44	49	36	20	27
Accounts receivable	136	137	92	148	155
Inventory	218	217	337	391	408
Other current assets	85	57	34	46	49
Total current assets	482	460	499	606	639
Plant, property & equipment	269	280	276	276	276
Other assets	15	15	24	29	30
Total assets	776	765	808	921	956
Short-term loans	533	508	562	492	492
Accounts payable	45	58	43	65	68
Total current liabilities	600	619	649	607	612
Long-term debt	11	5	3	0	0
Total non-current liab.	15	10	7	5	5
Total liabilities	615	629	656	612	617
Registered capital	76	76	150	150	150
Paid up capital	76	76	113	150	150
Share premium	5	5	5	99	99
Retained Earnings	73	47	25	50	79
Shareholders' equity	161	136	153	309	338

Important Ratios (Consolidated)					
	2015	2016	2017	2018E	2019E
Growth (%)					
Sales	5.1	4.7	-2.9	24.6	4.7
EBITDA	53.3	-29.2	13.4	50.4	7.7
Net profit	165.1	-39.7	-40.3	127.8	14.7
Normalized profit	nm	-27.6	98.9	81.6	14.7
Profitability Ratios (%)					
Gross profit margin	21.6	21.2	23.7	23.1	23.3
EBITDA margin	5.4	3.6	4.2	5.1	5.3
EBIT margin	3.6	2.2	2.7	3.8	4.0
Normalized profit margin	1.1	0.8	1.6	2.3	2.5
Net profit margin	3.6	2.0	1.3	2.3	2.5
Normalized ROA	1.8	1.3	2.4	4.2	4.3
Normalize ROE	8.8	7.5	13.2	11.7	12.2
Normalized ROCE	25.3	19.2	21.4	18.9	18.9
Risk (x)					
D/E	4.0	4.8	4.4	2.0	1.8
Net D/E	3.7	4.4	4.2	1.9	1.8
Net debt/EBITDA	8.7	12.5	11.8	7.5	6.9
Per share data (Bt)					
EPS - Reported	0.29	0.17	0.07	0.12	0.14
EPS - Normalized	0.09	0.06	0.09	0.12	0.14
EBITDA	0.43	0.30	0.23	0.26	0.28
Book value	1.02	0.86	0.66	1.02	1.11
Dividend	0.00	0.27	0.15	0.04	0.04
Par	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
Valuations (x)					
P/E	6.3	10.4	25.9	15.2	13.2
P/E - Normalized	20.1	27.7	20.6	15.2	13.2
P/BV	1.8	2.1	2.7	1.8	1.6
EV/EBITDA	12.9	18.4	19.5	14.3	13.3
Dividend yield (%)	0.0	15.0	8.3	2.0	2.3

Source: Company data, FSS Estimates

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

<p>สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p>สำนักงานไทยซัมมิท ทาวเวอร์ (สาขางานสนับสนุน) 1768 อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 5, 31 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p>สาขา อัลมาลิ่งค์ 25 อาคารอัลมาลิ่งค์ ชั้น 9,14,15 ช.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p>สาขา อัมรินทร์ ทาวเวอร์ 496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p>สาขา เซ็นทรัลปิ่นเกล้า 1 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ปิ่นเกล้า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร</p>
<p>สาขา บางกระบือ 3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p>สาขา บางนา 589 หมู่ 12 อาคารชุดทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 589/105 (เดิม 1093/105) ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา เขตบางนา จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p>สาขา สินธร 1 130-132 อาคารสินธร ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p>สาขา เคียนหงวน (สินธร 2) 140/1 อาคารเคียนหงวน 2 ชั้น 18 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p>สาขา สินธร 3 130-132 อาคารสินธร ทาวเวอร์ 3 ชั้น 19 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>
<p>สาขา ลาดพร้าว 555 อาคารสา ทาวเวอร์ 2 ยูนิท 1106 ชั้น 11 ถ.พหลโยธิน แขวงจตุจักร เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p>สาขา ประชาชื่น 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p>สาขา รังสิต 1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17 ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี</p>	<p>สาขา อับดุลราฮิม 990 อาคารอับดุลราฮิมเพลส ชั้น 12 ห้อง 1210 ถ.พระราม 4 แขวงสีลม เขตบางรัก จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p>สาขา รัตนวิเบศร์ 576 ถ.รัตนวิเบศร์ ต.บางกระสอบ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี</p>
<p>สาขา ศรีราชา 135/99 (ดีคคอม ชั้น G) ถนนสุขุมวิท ต.ศรีราชา อ.ศรีราชา จ.ชลบุรี</p>	<p>สาขา ขอนแก่น 1 311/16 ชั้น 2 ถ.กลางเมือง ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น</p>	<p>สาขา ขอนแก่น 2 เลขที่ 26/9 หมู่ที่ 7 ชั้น 2 ถ.ศรีจันทร์ใหม่ ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น</p>	<p>สาขา ขอนแก่น 3 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่ง) ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น</p>	<p>สาขา อุดรธานี 197/29, 213/3 ถ.อุดรธานี ต. หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี</p>
<p>สาขา เชียงใหม่ 1 308 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่</p>	<p>สาขา เชียงใหม่ 2 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่</p>	<p>สาขา เชียงใหม่ 3 อาคารมะลิเพลส 32/4 หมู่ที่ 2 ชั้น 1 ห้อง B1-1, B1-2 ต.แม่เหิยะ อ.เมืองเชียงใหม่ เชียงใหม่</p>	<p>สาขา เชียงราย 353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย</p>	<p>สาขา แม่สาย 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย</p>
<p>สาขา นครราชสีมา 1242/2 ห้อง A3 ชั้น 7 สำนักงานเดอะมอลล์ นครราชสีมา ถ.มิตรภาพ ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา</p>	<p>สาขา สมุทรสาคร 813/30 ถ.นรสิงห์ ต.มหาชัย อ.เมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร</p>	<p>สาขา ภูเก็ต 22/18 ถ.หลวงพ่อดำ ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต</p>	<p>สาขา หาดใหญ่ 1 200/221, 200/223 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา</p>	<p>สาขา หาดใหญ่ 2 106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา</p>
<p>สาขา หาดใหญ่ 3 200/222, 200/224, 200/226 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา</p>	<p>สาขา ตรัง 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง</p>	<p>สาขา สุราษฎร์ธานี 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี</p>	<p>สาขา ปัตตานี 300/69-70 หมู่ 4 ต.รูสะมิแล อ.เมือง จ.ปัตตานี</p>	

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 2017

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 โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)

- 1 ข้อมูล CG Score ประจำปี 2560 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- 2 ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 31 กรกฎาคม 2560) มี 2 กลุ่ม คือ
 - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC (Declared)
 - ได้รับการรับรอง CAC (Certified)