

CMAN (CMAN TB)

บมจ. เคมีแมน

Current	Previous	IPO Price	2018 TP	Exp Return	THAI CAC	CG 2017
--	--	3.84	6.10	+ 58.9%	N/A	N/R

Consolidated earnings

	CMAN
ผู้ออกหลักทรัพย์	CMAN
จำนวนหุ้น IPO (ล้านหุ้น)	240 ล้านหุ้น
ราคาเสนอขาย (บาท)	3.84
มูลค่าหุ้นที่ตราไว้ (บาท)	1.00
ระยะเวลาจองซื้อ	14-16 มี.ค. 18
วันที่เริ่มทำการซื้อขาย	21 มี.ค. 18
ที่ปรึกษาทางการเงิน	ธนาคาร ทิสโก้ จำกัด (มหาชน)
ผู้จัดการการจดทะเบียนและรับประกันการจำหน่าย	บล. ทิสโก้ จำกัด (มหาชน)
Sector	PETRO

Consolidated earnings

(Bt mn)	2016	2017	2018E	2019E
Normalized profit	154	110	229	299
Net profit	154	110	229	299
EPS (Bt)-Norm	0.24	0.15	0.24	0.31
EPS (Bt)	0.24	0.15	0.24	0.31
% EPS growth	48.16	-35.81	56.56	30.60
Dividend (Bt)	0.00	0.00	0.09	0.12
BV/share (Bt)	1.65	1.70	2.41	2.60
EV/EBITDA (x)	11.05	13.09	10.29	7.86
PER (x) - Norm	16.19	25.23	16.12	12.34
PER (x)	16.19	25.23	16.12	12.34
PBV(x)	2.33	2.26	1.59	1.48
Dividend yield (%)	0.00	0.00	2.36	3.15
ROE (%)	15.51	9.56	12.93	12.41
No. of shares- full dilution	650	720	960	960
Par (Bt)	1.00	1.00	1.00	1.00

Source: Company data, FSS estimates

หมายเหตุ : บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเข้าร่วมเป็นผู้จัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัท เคมีแมน จำกัด (มหาชน) ที่เสนอขายต่อประชาชนเป็นครั้งแรก

Analyst: Natapon Khamthakru
 Register No.: 026637
 Tel.: +662 646-9820
 email: natapon.k@fnsyrus.com
 www.fnsyrus.com

 Finansia Syrus Securities

 @fnsyrus

CMAN ผู้ผลิตปูนโลมที่มีเหมืองของตัวเองรายเดียวในไทย

CMAN เป็นผู้ดำเนินธุรกิจปูนโลมและผลิตภัณฑ์เคมีต่อเนื่อง รายเดียวในประเทศไทยที่มีทั้งโรงงานปูนโลมและเหมืองแร่เป็นของตัวเอง ปัจจุบันมีกำลังการผลิตปูนควิกโลมและไฮดรตโลมรวมกัน 799,350 ตันต่อปี ความต้องการใช้ปูนโลมมีอยู่ทั่วโลกและกระจายในหลายอุตสาหกรรม เช่น ก่อสร้าง หน้าตาล เหมืองแร่ กระจก และปิโตรเคมี อุปสงค์ที่ผ่านมามีแนวโน้มสูง แต่มีแรงกดดันในอัตราเฉลี่ยใกล้เคียงกับ GDP โลกที่ราว 2-3% ต่อปี การเติบโตของผู้ผลิตขึ้นอยู่กับภาวะเศรษฐกิจส่วนแบ่งตลาด ซึ่ง CMAN มีจุดเด่นด้านประสิทธิภาพการผลิต ที่เตาเผาสามารถใช้เชื้อเพลิงถ่านหินที่มีต้นทุนต่ำกว่าคู่แข่ง เมื่อผนวกกับแผนการเพิ่มกำลังการผลิต และการขยายโรงงานในต่างประเทศ ทำให้คาดว่ากำไรสุทธิปี 2018-2020 จะโตเฉลี่ยสูงถึง 44% ต่อปี และคาดว่า CMAN จะขึ้นเป็นผู้ผลิตรายใหญ่อันดับ 10 ของโลกได้ตั้งแต่ปี 2019 เราประเมินมูลค่าที่เหมาะสมของปี 2018 ด้วยวิธี DCF ได้เท่ากับ 6.10 บาท (WACC 7.3%, Terminal growth 1%)

CMAN ผู้ผลิตและจัดจำหน่ายปูนโลมที่มีเหมืองและโรงงานเป็นของตัวเอง

CMAN ดำเนินธุรกิจปูนโลมและผลิตภัณฑ์เคมีต่อเนื่อง ที่มีโรงงานและเหมืองแร่เป็นของตัวเอง ซึ่งได้รับประทานบัตรอายุ 25 ปี (สิ้นสุด 23 มี.ย. 2040) รายเดียวในประเทศไทย โดยเหมืองที่ทับกวางมีปริมาณแร่สำรองคงเหลือมากถึง 115 ล้านตัน และมีโรงงานผลิตปูนโลมที่แก่งคอย 4 เตาเผา พระพุทธบาท 2 เตาเผา กำลังการผลิตรวม 346,750 ตัน/ปี และ 365,000 ตัน/ปี ตามลำดับ รวมถึงมีโรงงานผลิตปูนไฮดรตโลมที่ปลวกแดงกำลังการผลิต 87,600 ตัน/ปี

ความต้องการปูนโลมเติบโตไม่สูงแต่มีแรงกดดัน

ปูนควิกโลมเกิดจากการนำแร่หินปูนเคมีมาผ่านความร้อน ส่วนปูนไฮดรตโลมคือการนำปูนควิกโลมมาผสมน้ำ ซึ่งความต้องการผลิตภัณฑ์ทั้ง 2 ชนิดนี้มีอยู่ทั่วโลกและกระจายในหลายอุตสาหกรรม แม้ปริมาณการใช้งานของแต่ละอุตสาหกรรมอาจไม่เท่ากัน แต่ถือว่าเป็นวัตถุดิบที่จำเป็น โดยกลุ่มที่ใช้มากคือ ก่อสร้าง หน้าตาล แร่โลหะและโลหะ เยื่อกระดาษ และปิโตรเคมี อุปสงค์จากทั่วโลกเติบโตตาม GDP เฉลี่ย 2-3% ต่อปี ส่วนความต้องการในประเทศโตเฉลี่ย 4-5% ต่อปี โดยเราคาดว่าปีนี้จะมีความต้องการมากขึ้น จากการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานประเทศของภาครัฐ ซึ่ง CMAN มีส่วนแบ่งการตลาดปูนควิกโลมในประเทศเป็นอันดับ 1 ที่ราว 29% และมียอดส่งออกมากถึง 81% ของยอดการส่งออกจากผู้ผลิตปูนควิกโลมทั่วประเทศ

คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2018-2020 โตเฉลี่ย 44% ต่อปี

เราคาดว่ากำไรสุทธิปี 2018-2020 จะโตเฉลี่ยสูงถึง 44% ต่อปี จาก 3 เหตุผลหลัก คือ (1) การขยายกำลังการผลิตจาก 799,350 ตันต่อปีในปี 2017 เป็น 1,011,050 ตันต่อปีในปี 2019 ซึ่งจะทำให้ CMAN ติดอันดับ 10 ผู้ผลิตที่มากสุดในโลก (2) อัตรากำไรที่เพิ่มขึ้นจากการเพิ่มสัดส่วนการผลิตที่โรงงานแก่งคอย ซึ่งมีอัตรากำไรสูงกว่าโรงงานพระพุทธบาท เพราะใช้ถ่านหินเป็นเชื้อเพลิงแทนก๊าซธรรมชาติ และการเพิ่มสัดส่วนการส่งออก ซึ่งมีราคาขายสูงกว่าในประเทศ (3) ผลจาก Operating Leverage จากการมีต้นทุนคงที่มากถึง 70% ของต้นทุนรวม

ประเมินมูลค่าเหมาะสมปี 2018 ได้เท่ากับ 6.10 บาทต่อหุ้น

เราเลือกประเมินมูลค่าเหมาะสมปี 2018 ของ CMAN ด้วยวิธี DCF โดยอิง WACC ที่ 7.2% และ Terminal Growth ที่ 1% ได้ราคาที่เหมาะสมของปี 2018 เท่ากับ 6.10 บาท คิดเป็น Implied PE2018 ที่ 26 เท่า และคาดว่าจะลดลงเหลือเพียง 16 เท่าในปี 2020 ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย PE ระยะยาวของ SUTHA (มีเตาเผาปูนเคมีแต่ไม่มีเหมืองเป็นของตัวเอง) ที่ 25 เท่า

ความเสี่ยง - การชะลอตัวของเศรษฐกิจโลกและเศรษฐกิจในประเทศ รวมถึงความผันผวนของราคาถ่านหินและอัตราแลกเปลี่ยน

ลักษณะการประกอบธุรกิจ

บริษัท เคมีแมน จำกัด (มหาชน) หรือ CMAN เป็นผู้ดำเนินธุรกิจปูนไลม์และผลิตภัณฑ์เคมีต่อเนื่อง ที่มีทั้งโรงงานปูนไลม์และเหมืองแร่เป็นของตัวเอง ซึ่งได้รับประทานบัตรอายุ 25 ปี (สิ้นสุด 23 มิ.ย. 2040) รายเดียวในประเทศไทย โดยมีเหมืองแร่หินปูนเคมีอยู่ที่ ต.ทับทิม อ. สระบุรี ซึ่งได้รับการสำรวจแล้วว่าเป็นเหมืองที่มีแร่หินปูนเคมีคุณภาพดีที่สุดในประเทศ และคาดว่าจะมีปริมาณแร่สำรองคงเหลือมากถึง 115 ล้านตัน

และมีโรงงานผลิตปูนไลม์ที่ จ. สระบุรี 2 แห่ง คือ อ.แก่งคอย 4 เต้าเผา กำลังการผลิตรวม 346,750 ตันปี และ อ.พระพุทธรบาท 2 เต้าเผา กำลังการผลิตรวม 365,000 ตันปี รวมถึงมีโรงงานผลิตปูนไฮเดรตไลม์ที่ อ. ปลวกแดง จ. ระยอง กำลังการผลิต 87,600 ตันปี

นอกจากนี้ ยังมีศูนย์กระจายสินค้าในต่างประเทศที่ออสเตรเลีย และกำลังขยายไปยังอินเดียที่มีความต้องการปูนไลม์สูงในปี 2019

รายได้หลักของ CMAN มาจาก 3 ผลิตภัณฑ์หลัก คือ

- (1) **ปูนควิกไลม์** ได้จากการนำแร่หินปูนเคมีมาผ่านความร้อน เพื่อให้เกิดการแยกตัวจนออกมาเป็นปูน ควิกไลม์ ซึ่งผลิตภัณฑ์ของ CMAN มีคุณภาพสูง โดยวัดจากปริมาณแคลเซียมออกไซด์ที่สูง และมีสารเจือปนต่ำ อีกทั้ง มีลักษณะทางกายภาพที่แข็ง สีขาว และมีขนาดหลากหลายตามที่ต้องการของลูกค้า

ตัวอย่างปูนควิกไลม์ของ CMAN



Source: CMAN

- (2) **ปูนไฮเดรตไลม์** เกิดจากการนำปูนควิกไลม์มาผสมกับน้ำในสัดส่วนที่เหมาะสมผ่านเครื่องไฮเดรเตอร์ (Hydrator) ทำให้มีลักษณะเป็นผงละเอียดสีขาวคล้ายแป้ง

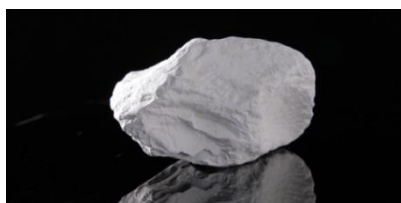
ตัวอย่างปูนไฮเดรตไลม์ของ CMAN



Source: CMAN

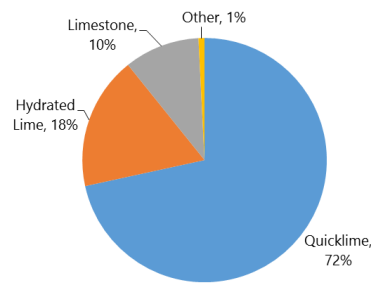
- (3) **แร่หินปูนเคมี และแร่หินปูนเคมีบด** หรือแคลเซียมคาร์บอเนต เป็นผลิตภัณฑ์ที่ได้จากกระบวนการทำเหมืองหยาบ (Opencast Mining) ณ เหมืองทับทิม อ. สระบุรี

ตัวอย่างแร่หินปูนเคมี

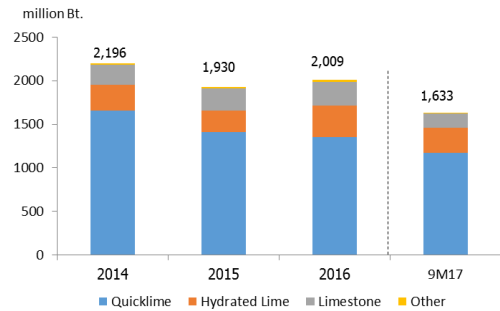


Source: CMAN

โครงสร้างรายได้ 9M17



รายได้รวมปี 2014-2016 และ 9M17



Source: CMAN

กลุ่มลูกค้าเป้าหมายของผลิตภัณฑ์ CMAN

ผลิตภัณฑ์ทั้ง 3 กลุ่มของ CMAN ครอบคลุมการใช้งานในหลากหลายอุตสาหกรรมกว่า 11 กลุ่ม ซึ่งตัวอย่างอุตสาหกรรมขนาดใหญ่ในประเทศที่ใช้ปูนควิกไลม์และไฮเดรตไลม์จำนวนมาก เช่น อุตสาหกรรมก่อสร้างใช้ผลิตปูนซีเมนต์และอิฐมวลเบา กลุ่มผลิตน้ำตาลเพื่อตั้งสิ่งปนเปื้อนออกจากน้ำตาลดิบของน้ำตาลทรายขาว กลุ่มเหมืองแร่โลหะและอโลหะใช้ในการปรับสภาพกรดต่างของน้ำเสีย กลุ่มผลิตเยื่อกระดาษและกระดาษใช้เป็นสารเคมีในกระบวนการผลิตและเติมแต่ง กลุ่มเคมีและปิโตรเคมีใช้เป็นส่วนประกอบการผลิตเคมีพื้นฐาน เช่น โซดาแอสและแคลเซียมคาร์ไบด์ ซึ่งอุตสาหกรรมทั้ง 5 กลุ่มนี้ เป็นลูกค้ารายใหญ่ของบริษัทที่มีความต้องการรวมกันสูงถึง 84% ของความต้องการทั้งประเทศในปี 2016

กำลังการผลิตปูนควิกไลม์ ปูนไฮเดรตไลม์ และแร่หินปูนเคมีของ CMAN

เหมืองทับทิมมีพื้นที่ 230-1-41 ไร่ มีอายุประทานบัตร 25 ปี บริษัท จีเอ็มที คอร์ปอเรชั่น จำกัด คาดการณ์เมื่อ ต.ค. 15 ว่ามีปริมาณสำรองแร่หินปูนเคมีคงเหลือ 115 ล้านตัน ซึ่งถ้าอิงกำลังการผลิตแร่หินปูนเคมีของ CMAN ที่ประมาณ 2 ล้านตันต่อปี จะสามารถขุดแร่ขึ้นมาใช้ได้อีกราว 50 ปี

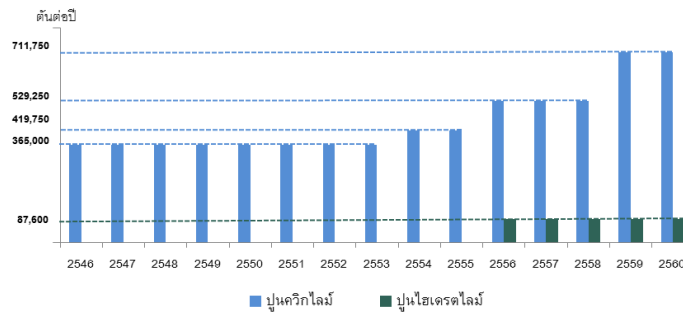
เหมืองทับทิม



Source: CMAN

ส่วนโรงงานผลิตปูนควิกไลม์และปูนไฮเดรตไลม์ ทั้ง 3 แห่ง คือ แก่งคอย 4 เต้าเผา (KK1 KK2 KK3 KK5) กำลังการผลิตรวม 346,750 ตันต่อปี อัตราการใช้กำลังการผลิต 91% พระพุทธบาท 2 เต้าเผา (PB1 PB2) กำลังการผลิตรวม 365,000 ตันต่อปี อัตราการใช้กำลังการผลิต 56% และปลวกแดง 1 เครื่อง กำลังการผลิต 65,520 ตันต่อปี อัตราการใช้กำลังการผลิต 93% รวมมีกำลังการผลิตปูนไลม์ ณ สิ้นปี 2017 เท่ากับ 799,350 ตันต่อปี ภายใต้ใช้อัตรการใช้กำลังการผลิตเฉลี่ย 75%

กำลังการผลิตติดตั้งปูนควิกโลมและปูนไฮเดรตโลม



Source: CMAN

โครงสร้างตลาดปูนควิกโลมและปูนไฮเดรตโลม

จากข้อมูลของ Frost & Sullivan ที่เก็บรวบรวมระหว่าง 2011-2016 พบว่าตลาดปูนควิกโลมและปูนไฮเดรตโลมทั่วโลกมีการชะลอตัวเล็กน้อย โดยยอหดนำเข้าปูนควิกโลมลดลงเฉลี่ย 2.7% ต่อปี ยอดส่งออกเพิ่มขึ้นเฉลี่ย 2.4% ต่อปี ขณะที่ ยอหดนำเข้าปูนไฮเดรตโลมเพิ่มขึ้น 0.8% ต่อปี ยอดส่งออกเพิ่มขึ้น 1.3% Y-Y ซึ่งเป็นไปตามการชะลอตัวของตลาดผู้ใช้ขั้นสุดท้าย ที่อ่อนไหวตามการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก

อย่างไรก็ตาม สำหรับ Market Size ของประเทศที่ใช้ปูนควิกโลมและปูนไฮเดรตโลมจำนวนมาก ยังมีการเติบโตที่ดีเฉลี่ย 2.2% และ 3.0% ต่อปีตามลำดับ และคาดว่าจะโตต่อเนื่องในอัตราเฉลี่ย 2.8% และ 2.7% ต่อปี ไปจนถึงปี 2021 ใกล้เคียงกับการเติบโตของ GDP เฉลี่ยในประเทศเหล่านั้น

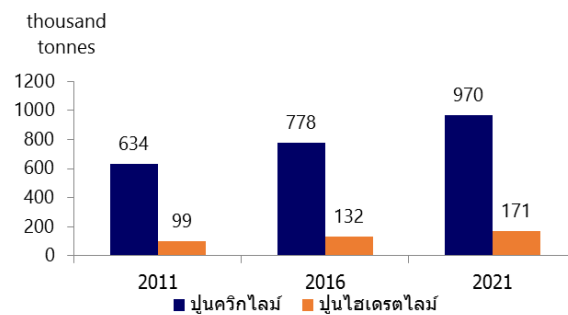
ประเทศที่มีการส่งออกปูนควิกโลมมากที่สุดในโลกคือ เวียดนาม เยอรมัน ฝรั่งเศส และเบลเยียม ส่วนประเทศที่มีการส่งออกปูนไฮเดรตโลมมากที่สุดคือ โอมาน อังกฤษ เยอรมัน และมาเลเซีย ซึ่งแม้จะเป็นผลิตภัณฑ์ที่มีคุณสมบัติหลักใกล้เคียงกัน แต่คุณภาพจะแตกต่างกันบ้าง ตามคุณภาพของแร่เคมีและการเผา

ซึ่งผู้ผลิตรายใหญ่ 10 อันดับแรกของโลกที่มีกำลังการผลิต 1-1.2 ล้านตันต่อปี เช่น Lhoist, Carmeuse, Sibelco, Graymont, Calidra, Mississippi Lime, Fels, ICAL, CRH, Nordkalk, และ Adelaide Brighton

ส่วนตลาดในประเทศ คาดว่าจะเติบโตเฉลี่ย 4-5% ต่อปี ไปจนถึงปี 2021 ใกล้เคียงกับที่โตในช่วงปี 2011-2016 ตามความต้องการของอุตสาหกรรมก่อสร้างและเหล็กที่เพิ่มขึ้นในงานโครงสร้างพื้นฐานประเทศ

ทั้งนี้ ถ้าพิจารณาเฉพาะยอดผลิตและจัดจำหน่ายในประเทศปี 2016 ส่วนแบ่งการตลาดของ CMAN ในตลาดปูนควิกโลมและไฮเดรตโลมอยู่ที่ 29.1% และ 21.2% ตามลำดับ

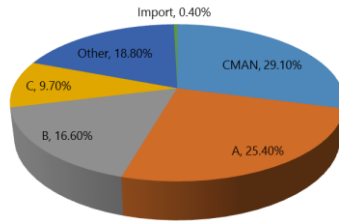
มูลค่าตลาดปูนควิกโลมและปูนไฮเดรตโลมในประเทศไทยปี 2011-2021



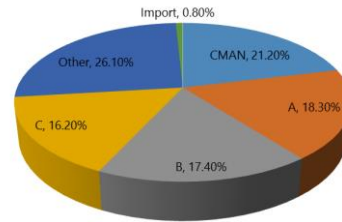
Source: CMAN, Frost & Sullivan

ส่วนแบ่งการตลาดปูนซีเมนต์และไฮเดรตไลม์ในประเทศไทยปี 2016

ส่วนแบ่งการตลาดปูนซีเมนต์ของ CMAN

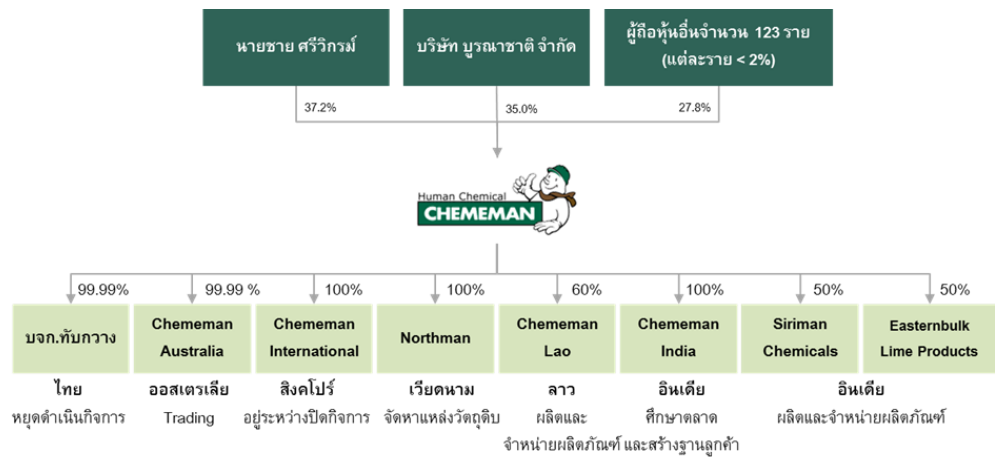


ส่วนแบ่งการตลาดปูนไฮเดรตไลม์ของ CMAN



Source: CMAN, Frost & Sullivan

แผนภาพแสดงโครงสร้างกลุ่ม CMAN



Source: CMAN, FSS Research

ประเด็นการลงทุนและโอกาสการเติบโตในอนาคต

เป็นผลิตภัณฑ์ที่จำเป็นต้องใช้ในหลายอุตสาหกรรม จึงได้ประโยชน์จากเศรษฐกิจโลกที่ฟื้นตัว

ปูนซีเมนต์และปูนไฮเดรตไลม์เป็นแร่เคมีที่มีความจำเป็นต้องใช้ในหลากหลายอุตสาหกรรมทั่วโลก ซึ่งประเทศที่นำเข้าปูนซีเมนต์มากที่สุดคือ ชิลี เนเธอร์แลนด์ อินเดีย ฟินแลนด์ เยอรมัน ไต้หวัน ฝรั่งเศสแคนาดา สหรัฐอเมริกา และสวีเดน ส่วนประเทศที่นำเข้าปูนไฮเดรตไลม์มากที่สุดคือ สเปน ฝรั่งเศส เยอรมัน เนเธอร์แลนด์ เบลเยียม ชิลี สหรัฐอเมริกา ฟิลิปปินส์ สวีเดน โปแลนด์

ส่วนตลาดส่งออกที่สำคัญของ CMAN คือ อินเดีย ออสเตรเลีย เกาหลีใต้ ไต้หวัน ลาว อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์ ซึ่งเป็นประเทศที่มีการลงทุนด้านโครงสร้างพื้นฐานและอุตสาหกรรมหนักในระดับสูงแทบทั้งสิ้น เราจึงเชื่อว่าความต้องการปูนซีเมนต์และไฮเดรตไลม์จะเติบโตสม่ำเสมอตาม GDP ของประเทศเหล่านี้ ที่โตเฉลี่ยราวปีละ 3-4% ในช่วง 10 ปีข้างหน้า ซึ่งแม้จะเป็นการเติบโตที่ไม่สูง แต่ถือว่ามั่นคงและถูกกระทบจำกัดจากความผันผวนของวงจรเศรษฐกิจในระยะสั้น

การลงทุนโครงสร้างพื้นฐานประเทศของภาครัฐ จะหนุนให้ความต้องการเร่งตัวขึ้น

เราคาดว่า การเร่งลงทุนโครงสร้างพื้นฐานประเทศของภาครัฐ เพื่อหวังกระตุ้นเศรษฐกิจในภาพกว้าง จะหนุนความต้องการปูนซีเมนต์และปูนไฮเดรตไลม์ในประเทศให้สูงขึ้น ทั้งเพื่อใช้ในอุตสาหกรรมการก่อสร้างและเหล็ก รวมถึงวัสดุที่เกี่ยวข้อง อีกทั้ง คาดว่าจะได้แรงหนุนจากอุตสาหกรรมน้ำตาล ที่เติบโตต่อเนื่องในฐานะที่ประเทศไทยเป็นผู้ส่งออกน้ำตาลรายใหญ่อันดับ 2 ของโลกรองจากบราซิลด้วย

เป็นผู้ถือประทานบัตรเหมืองแร่หินปูนรายเดียวและเป็นแหล่งที่ดีที่สุดในประเทศ

แม้การเป็นผู้ผลิตปูนโลมที่มีทั้งโรงงานผลิตและเหมืองแร่เคมีรายเดียวในประเทศ จะไม่ได้ทำให้ CMAN อยู่ในสถานะผู้ผูกขาดในอุตสาหกรรมปูนโลม แต่ข้อดีของการมีเหมืองเป็นของตัวเอง และเป็นพื้นที่ที่ได้รับการสำรวจแล้วว่าแร่เคมีคุณภาพดีที่สุด จะช่วยลดความเสี่ยงในการขาดแคลนวัตถุดิบ และมีความยืดหยุ่นในการกำหนดราคา เพื่อสร้างความได้เปรียบในการแข่งขันมากกว่าคู่แข่งที่ไม่มีเหมืองเป็นของตัวเอง ซึ่งปัจจัยนี้ถือเป็นกุญแจสำคัญที่จะช่วยหนุนให้ CMAN ก้าวขึ้นเป็นผู้เล่นรายใหญ่ของโลกในอนาคต

ขยายกำลังการผลิตเพื่อก้าวขึ้นเป็น 1 ใน 10 อันดับแรกของโลก

CMAN มีแผนที่จะขยายเตาเผาในพื้นที่แก่งคอยอีก 1 เตา เป็น 5 เตา ใน 1Q18 ช่วยเพิ่มกำลังการผลิตอีก 109,500 ตันต่อปี ทำให้โรงงานที่แก่งคอยมีกำลังการผลิตรวมในปี 2018 ทั้งสิ้น 456,250 ตันต่อปี และจะเพิ่มเครื่องบดเพื่อรองรับคำสั่งซื้อจากโรงงานน้ำตาลในประเทศ ซึ่งคาดว่าจะเพิ่มกำลังการผลิตได้อีก 120,000 ตันต่อปี อีกทั้ง ยังมีแผนขยายธุรกิจไปยังอินเดีย ซึ่งเป็นการขยายตลาดต่างประเทศเพิ่มเติม จากก่อนหน้านี้ที่ตั้งศูนย์กระจายสินค้าในออสเตรเลีย โดย CMAN คาดว่าจะหนุนให้กำลังการผลิตรวมในปี 2018 เพิ่มขึ้นเป็น 908,850 ตันต่อปี และขึ้นเป็นอันดับ 10 ของโลกด้วยกำลังการผลิต 1,011,050 ตันต่อปีในปี 2019

ด้วยความต้องการในตลาดโลกที่เพิ่มขึ้นอย่างมั่นคง และแผนการรุกตลาดต่างประเทศมากขึ้น ผสานกับ คุณภาพปูนโลมของ CMAN ที่อยู่ในระดับสูง ซึ่งสะท้อนมายังอัตราการใช้กำลังการผลิตที่เกือบเต็มศักยภาพ เราจึงไม่กังวลกับอุปสงค์ที่จะเข้ามารองรับกำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้น

เตาเผาที่มีประสิทธิภาพ โดยเฉพาะด้านเชื้อเพลิง ทำให้มีความได้เปรียบในการแข่งขันอย่างยั่งยืน

เชื้อเพลิงในการเผาแร่หินปูนเคมีถือเป็นต้นทุนหลักของ CMAN ซึ่ง ณ 9M17 คิดเป็น 37% ของต้นทุนรวม การใช้เชื้อเพลิงที่ราคาถูกและมีประสิทธิภาพเพื่อลดต้นทุนการผลิตให้ต่ำที่สุด ถือเป็นปัจจัยสำคัญต่อการสร้างความได้เปรียบในการแข่งขันอย่างยั่งยืน ซึ่งเชื้อเพลิงที่ CMAN เลือกใช้ในปัจจุบันคือ ถ่านหินที่โรงงานแก่งคอย และก๊าซธรรมชาติที่โรงงานพระพุทธรบาท ด้วยราคาถ่านหินที่เมื่อคิดเป็นต้นทุนต่อหน่วยแล้วถูกกว่าการใช้ก๊าซธรรมชาติ ทำให้ CMAN มีแนวโน้มใช้ถ่านหินเป็นเชื้อเพลิงมากขึ้น จึงไม่แปลกที่อัตราการใช้กำลังการผลิตในโรงงานแก่งคอยจะสูงกว่าพระพุทธรบาทเกือบเท่าตัว

และด้วยเทคโนโลยีการผลิตที่ทันสมัย จึงทำให้โรงงานของ CMAN สามารถใช้ถ่านหินเกรดรองมาเผาโดยไม่กระทบคุณภาพของปูนคิวิโลมที่ได้ ซึ่งถือเป็นอีกจุดแข็งที่สร้างความแตกต่างจากคู่แข่งในภูมิภาค

ผลการดำเนินงานในอดีต

ผลประกอบการชะลอตัวในปี 2015 ก่อนจะกลับมาโตในปี 2016

รายได้รวมปี 2014-2016 ลดลงเฉลี่ย 5% ต่อปี โดยรายได้รวมปี 2015 ลดลง 12% Y-Y อยู่ที่ 1,930 ล้านบาท จากการสูญเสียลูกค้ารายใหญ่ในต่างประเทศ 1 ราย ซึ่งมีสัดส่วนสูงถึง 25% ของรายได้รวม ก่อนจะกลับมาโต 4% Y-Y ในปี 2016 จากการได้ลูกค้ารายใหม่ในกลุ่มไฮเดรตโลม

ส่วนอัตรากำไรขั้นต้น ที่ปรับตัวลงเหลือ 37.9% ในปี 2015 เป็นเพราะสัดส่วนลูกค้าต่างประเทศที่ลดลง ซึ่งมีราคาขายสูงกว่าในประเทศ แต่หลังจากนั้นเริ่มฟื้นตัวมาอยู่ที่ 39.3% ในปี 2016 จากการเพิ่มกำลังการผลิตในโรงงานแก่งคอยทั้ง KK3 และ KK5 ซึ่งเป็นโรงงานที่ใช้ถ่านหินเป็นเชื้อเพลิง และมีประสิทธิภาพการผลิตสูงกว่าโรงงานที่พระพุทธรบาท เมื่อผนวกกับผลของ Operating Leverage จากการมีต้นทุนคงที่ในระดับสูง จึงทำให้อัตรากำไรสุทธิเพิ่มขึ้นจาก 5.4% ในปี 2015 เป็น 7.7% ในปี 2016 และส่งผลต่อเนื่องให้กำไรสุทธิปี 2016 เพิ่มขึ้นถึง 48% Y-Y อยู่ที่ 154 ล้านบาท จากที่ชะลอตัว -41% Y-Y อยู่ที่ 104 ล้านบาท ในปี 2015

สามารถสร้างผลตอบแทนทั้ง ROA และ ROE ได้สูงน่าพอใจแม้ IPO แล้ว

นอกจากความสามารถในการสร้างยอดขาย และบริหารต้นทุนรวมถึงค่าใช้จ่ายได้เป็นอย่างดีแล้ว ยังสร้างผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) และให้ผลตอบแทนให้กับผู้ถือหุ้น (ROE) ในปี 2016 ได้ในระดับที่น่าพอใจที่ 6.2% และ 15.5% จากที่ทำได้ 4.9% และ 11.9% ในปี 2015 ซึ่งดูดีกว่า SUTHA ที่ทำได้ 8% และ 11% ในปี 2016 ตามลำดับ

ขณะที่ ความเสี่ยงทางการเงินซึ่งวัดจาก D/E Ratio ในปี 2016 อยู่ในระดับต่ำเพียง 1.6 เท่า และคาดว่าจะลดลงเหลือเพียง 0.5 เท่า ในปี 2018 หลังจาก IPO

กำไรสุทธิปี 2017 อยู่ที่ 110 ล้านบาท ลดลง 29% Y-Y จากค่าใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้น

รายได้รวมเพิ่มขึ้น 10% Y-Y อยู่ที่ 2,215 ล้านบาท จากการได้ลูกค้าปูนคิวกไลม์รายใหญ่ที่เซ็นสัญญาระยะยาว ขณะที่อัตรากำไรขั้นต้นลดลงเล็กน้อยเหลือ 37.9% จาก 39.3% ในปี 2016 ตามต้นทุนวัตถุดิบและเชื้อเพลิงที่เพิ่มขึ้น และด้วยค่าใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้นมาก ทั้งการปรับโครงสร้างองค์กรและการเตรียมเปิดโรงงานแห่งใหม่ ทำให้สัดส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อรายได้รวมเพิ่มขึ้นเป็น 30.1% จาก 28.8% ในปี 2016 เมื่อผนวกกับดอกเบี้ยจ่ายที่เพิ่มขึ้นจากการกู้ยืมเงินระยะยาว ส่งผลให้อัตรากำไรสุทธิลดลงเหลือเพียง 4.9% จาก 7.7% ในปี

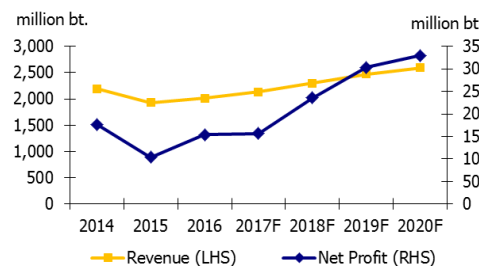
คาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคต

คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2018-2020 โตเฉลี่ย 44% ต่อปี

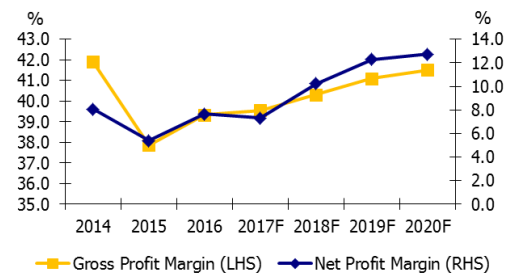
คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2018 เติบโต 112% Y-Y อยู่ที่ 229 จาก 2 เหตุผลหลักคือ (1) การขยายโรงงาน KK6 ที่แก่งคอย ทำให้กำลังการผลิตรวมเพิ่มขึ้นอีก 14% Y-Y อยู่ที่ 908,850 ตันต่อปี (2) การลดสัดส่วนการผลิตในโรงงานพระพุทธรบาทแล้วเพิ่มสัดส่วนการผลิตที่โรงงานแก่งคอย ซึ่งมีประสิทธิภาพการผลิตและอัตรากำไรขั้นต้นสูงกว่า โดยเราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นปี 2018 จะอยู่ที่ 40.5% เพิ่มขึ้นจากคาดการณ์ปี 2017 ที่ 40.1%

ส่วนปี 2019-2020 คาดกำไรสุทธิโตเฉลี่ย 19% ต่อปีอยู่ที่ 299 ล้านบาท และ 325 ล้านบาท ตามลำดับ จากการเพิ่มกำลังการผลิตอีก 11% Y-Y อยู่ที่ 1,011,050 ตันต่อปีในปี 2019 และการขยายตลาดไปต่างประเทศ โดยเฉพาะอินเดียที่จะหนุนให้อัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้น ควบคู่ไปกับผลของ Operating Leverage จากต้นทุนคงที่ ที่เราคาดว่ามีส่วนสูงถึง 70% ของต้นทุนรวม โดยเราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นและอัตรากำไรสุทธิจะเพิ่มขึ้นต่อเนื่องไปอยู่ที่ 41.5% และ 12.7% ในปี 2020 จาก 41.1% และ 12.3% ในปี 2019

แนวโน้มรายได้และกำไรสุทธิ



แนวโน้มอัตรากำไรขั้นต้นและอัตรากำไรสุทธิ



Source: CMAN, FSS Research

ประเมินมูลค่าเหมาะสมปี 2018 เท่ากับ 6.10 บาท (จากวิธี DCF)

เนื่องจากใน SET และ MAI ไม่มีธุรกิจที่เหมือน CMAN อาจจะมีที่พอเทียบเคียงได้บ้างคือ SUTHA ผู้ผลิตและจัดจำหน่ายปูนโลมเหมือน CMAN แต่ไม่มีเหมืองเป็นของตัวเอง และ PDI ที่ทำธุรกิจเหมืองแร่สังกะสี ซึ่งระยะหลังกำลังอยู่ในช่วงเปลี่ยนแปลงธุรกิจเพราะไม่สามารถเพิ่มปริมาณสำรองแร่สังกะสีได้

เราจึงมองว่าไม่เหมาะที่จะประเมินมูลค่าของ CMAN ด้วยวิธี Relative Valuation Approach และด้วยเหตุผลด้านความผันผวนของรายได้ที่อยู่ในระดับต่ำ เพราะกลุ่มลูกค้าเป็นอุตสาหกรรมหลักของทั่วโลกและมีการกระจายความเสี่ยงในหลากหลายกลุ่ม เราจึงเลือกใช้วิธี Discount Cash Flow ภายใต้สมมติฐานการเติบโตของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานปกติ จะผันแปรตามการขยายตัวของ GDP โลก ผนวกกับแผนการขยายกำลังการผลิตเชิงรุกในปี 2018-2019 และกำหนดให้ราคาขายของทุกผลิตภัณฑ์คงที่ตั้งแต่ปี 2019

ส่วน Ke เราคำนวณค่า Beta จากการ Unleverd Beta เทียบกับ SUTHA และ PDI แล้วปรับด้วยโครงสร้างเงินทุนในปี 2018 (หลัง IPO) ของ CMAN ได้ที่ 0.61 เท่า ینگ Market Risk Premium ที่ 10% ได้ WACC เท่ากับ 7.2% ส่วน Terminal Growth กำหนดไว้ที่ 1%

ได้ราคาที่เหมาะสมปี 2018 เท่ากับ 6.10 บาท คิดเป็น Implied PE2018 ที่ 26 เท่า ก่อนจะลดลงเหลือ 16 เท่าในปี 2020 ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาวของ SUTHA ที่ 25 เท่า

FCFF	2017F	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
EBIT	197	265	343	371	422	475
Less: corporate tax	12	25	33	36	41	46
NOPAT	185	239	310	335	381	428
Add: Depreciation & Amortization	144	161	179	194	204	214
Change in net working capital						
Operating current asset	-33	-51	-51	-37	-39	-41
Operating current liabilities	54	32	32	23	24	26
FCF before CAPEX	349	381	470	515	570	627
CAPEX	-169	-363	-377	-322	-208	-218
FCFF	180	18	93	194	362	409

Present value of FCFF (million Bt.)	859
Present value of Terminal value (million Bt.)	5,064
Value of operation (million Bt.)	5,924
Market value of non operating (million Bt.)	272
Total corporate value (million Bt.)	6,195
Market value of debt (million Bt.)	345
Equity value (million Bt.)	5,850
Number of share	960
Target price 2018 (Bt./Share)	6.10
Implied PE (X)	26

WACC	7.2%
Cost of debt (Kd)	3.0%
Tax rate	10.0%
Cost of Equity (Ke)	8.6%
Risk free	2.6%
Market risk premium	10.0%
Beta	0.6
Wd	23.4%
We	76.6%

		Scenario Analysis-DCF (FCFF)			WACC	
		6.3%	6.8%	7.3%	7.8%	8.3%
Terminal Growth	0.0%	6.25	5.76	5.34	4.98	4.66
	0.5%	6.72	6.16	5.68	5.27	4.91
	1.0%	7.29	6.63	6.10	5.61	5.20
	1.5%	7.98	7.19	6.54	6.00	5.54
	2.0%	8.83	7.87	7.10	6.46	5.92

Source: FSS Research

โครงสร้างการถือหุ้น การเพิ่มทุน และนโยบายการจ่ายเงินปันผล

CMAN มีทุนจดทะเบียน 1,000 ลบ. โดยเป็นหุ้นเรียกชำระแล้วเท่ากับ 720 ล้านบาท แบ่งออกเป็นหุ้นสามัญ 720 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 1 บาท สำหรับหุ้นสามัญที่เสนอขายต่อประชาชนในครั้งแรก (IPO) นี้ จำนวน 280 ล้านหุ้น คิดเป็นร้อยละ 28 ของหุ้นสามัญที่ออกและเรียกชำระแล้ว ซึ่งภายหลังจากการเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนแก่ประชาชนครั้งนี้ จะมีทุนจดทะเบียนเรียกชำระแล้วเต็มมูลค่าเท่ากับ 960 ล้านบาท โดยแบ่งเป็นหุ้นสามัญ 960 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 1 บาท

วัตถุประสงค์ในการใช้เงินเพิ่มทุนในครั้งนี้เพื่อ

- (1) การขยายธุรกิจปูนโลมัล ทั้งในประเทศและต่างประเทศ
- (2) ชำระคืนเงินกู้ยืมจากสถาบันการเงิน
- (3) เงินทุนหมุนเวียนในกิจการ

โครงสร้างผู้ถือหุ้นใหญ่

	ก่อน IPO	หลัง IPO
1 นายชาย ศรีวิกรม์	37.20	-
2 บริษัท บูรณาชาติ จำกัด	35.02	-
3 นางทรงศรี เสี่ยงสกุล	1.43	-
4 นายอภิชาติ เหล่าจินดา	1.27	-
5 นายชาติวุฒิชัย ตันจันทร์พงศ์	1.24	-
6 นายชาญ ศรีวิกรม์	1.21	-
7 นางสาวกรกฎ ศรีวิกรม์	1.21	-
8 นางสาวพัฒนฉิน กิติพรภรณ์	1.21	-
9 นายสุวัฒน์ ตุลยาเตชานนท์	1.13	-
10 นายวิทธิ อึ้งภากรณ์	1.03	-
11 ผู้ถือหุ้นอื่นๆ	18.06	-
รวม ก่อนการเสนอขาย	720,000,000	720,000,000
ประชาชนทั่วไป	-	240,000,000
รวม หลังการเสนอขาย	720,000,000	960,000,000

นโยบายการจ่ายเงินปันผล

บริษัทมีนโยบายจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นในอัตราไม่น้อยกว่าร้อยละ 40 ของกำไรสุทธิหลังหักภาษีเงินได้นิติบุคคล ของงบการเงินรวมและหลังหักสำรองตามกฎหมาย

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากการถูกยกเลิกประทานบัตรที่เหมืองทับทรวง

ปัจจุบัน บริษัทได้รับอนุญาตประทานบัตรทำเหมืองหินอุตสาหกรรมชนิดหินปูน ที่เหมืองทับทรวง ตำบลทับทรวง อำเภอแก่งคอย จังหวัดสระบุรี บนเนื้อที่เหมืองจำนวน 230 ไร่ 1 งาน 41 ตารางวา โดยมีอายุของประทานบัตร 25 ปี ตั้งแต่วันที่ 24 มิถุนายน 2558 สิ้นสุดวันที่ 23 มิถุนายน 2583 หากบริษัท ไม่ปฏิบัติตามเงื่อนไขต่าง อาจมีความเสี่ยง ในการถูกยกเลิกประทานบัตร ซึ่งจะส่งผลให้บริษัทฯ ไม่สามารถดำเนินการงานเหมืองได้ และจะไม่มีแหล่งวัตถุดิบเป็นของตนเอง ทำให้บริษัทฯ อาจต้องซื้อวัตถุดิบจากบุคคลภายนอกที่มีต้นทุนต่อหน่วยและคุณภาพไม่แน่นอน

ความเสี่ยงจากการจัดหาวัตถุดิบ

แม้บริษัทสามารถจัดหาวัตถุดิบแร่หินปูนเคมีจากเหมืองทับทรวง แต่อาจมีความเสี่ยงในการจัดหาวัตถุดิบไม่ทันเวลา หรือไม่ได้คุณภาพที่เหมาะสม เช่น ความเสี่ยงจากการไม่ได้วัตถุดิบที่มีคุณภาพที่ต้องการ ความเสี่ยงด้านเทคนิคของ เครื่องจักรซึ่งใช้ในการดำเนินการงานเหมือง ซึ่งอาจทำให้การดำเนินงานหยุดชะงัก รวมถึงความเสี่ยงจากการทำการ ประมาณการทรัพยากรแร่หินปูนเคมีและปริมาณสำรองแร่หินปูนเคมีบริเวณพื้นที่หน้าเหมืองแต่ละจุดผิดพลาด ซึ่งอาจ ทำให้มีค่าใช้จ่ายเพิ่มเติมในการผลิต

ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาถ่านหินและก๊าซธรรมชาติ

ถ่านหินและก๊าซธรรมชาติถือเป็นเชื้อเพลิงที่ใช้ในการเผาไหม้และเป็นหนึ่งในต้นทุนหลักในการผลิต โดยการเปลี่ยนแปลงของราคาเชื้อเพลิง อาจเกิดจากปัจจัยภายนอกซึ่งกระทบต่ออุปสงค์และอุปทานของถ่านหินและก๊าซ ธรรมชาติ ซึ่งความผันผวนดังกล่าวอาจส่งผลกระทบต่อฐานะการเงินและผลการดำเนินงาน

ความเสี่ยงจากการเพิ่มขึ้นของอุปทานของปูนโลม์

แม้ปัจจุบันบริษัทจะเป็นผู้ประกอบการปูนโลม์รายใหญ่ของประเทศไทย แต่อาจมีอุปทานใหม่จากทั้งในและนอก ประเทศเข้าสู่ตลาด ซึ่งการเพิ่มขึ้นของอุปทานดังกล่าว อาจทำให้บริษัทฯ สูญเสียส่วนแบ่งทางการตลาด และส่งผลกระทบต่อฐานะการเงิน และผลการดำเนินงานของบริษัท

ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน

กลุ่มบริษัทมีการขายสินค้าไปยังต่างประเทศ เช่น ประเทศออสเตรเลีย ประเทศเวียดนาม ประเทศอินเดีย จึงทำให้มี การรับเงินเป็นสกุลต่างประเทศ โดยในงวด 9 เดือน สิ้นสุดวันที่ 30 กันยายน 2560 มีรายได้จากการขายที่เป็นสกุล เงินตราต่างประเทศต่อรายได้จากการขายอยู่ร้อยละ 56.81 ทำให้รายรับบางส่วนอาจมีการเปลี่ยนแปลงจากที่ คาดการณ์ขึ้นอยู่กับการเพิ่มขึ้นหรือลดลงของอัตราแลกเปลี่ยนของแต่ละประเทศ

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2015	2016	2017	2018E	2019E
Revenue	1,930	2,009	2,215	2,301	2,470
Costs of sales	1,200	1,219	1,375	1,369	1,460
Gross profit	731	790	840	932	1,010
SG&A costs	573	578	667	667	667
Operating profit	158	212	173	265	343
Other income	0	0	0	0	0
EBIT	158	212	173	265	343
EBITDA	279	325	322	426	522
Interest charge	37	41	63	10	11
Tax on income	18	18	0	25	33
Earnings after tax	103	154	110	229	299
Minority interests	1	0	-1	0	0
Normalized earnings	104	154	110	229	299
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Net profit	104	154	110	229	299

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2015	2016	2017	2018E	2019E
Net profit	104	154	110	229	299
Depreciation & amortization	121	113	150	161	179
Change in working capital	18	-43	-50	54	-21
Other adjustments	63	-5	-18	17	2
Cash flow from operation	306	219	191	460	459
Capital expenditure	-334	-572	-483	-37	-370
Others	-52	1	-12	0	-7
Cash flow from investing	-386	-571	-495	-37	-377
Free cash flow	-80	-352	-305	423	82
Net borrowings	108	353	265	-1,291	24
Equity capital raised	211	6	143	904	2
Dividends paid	-228	0	-100	-28	-116
Others	7	0	-1	-5	0
Cash flow from financing	98	359	307	-421	-91
Net change in cash	19	7	3	2	-9

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2015	2016	2017	2018E	2019E
Cash& equivalents	36	43	46	48	39
Account receivable	240	337	388	384	412
Inventory	249	254	280	285	306
Other current asset	24	16	25	23	25
Total current asset	549	650	739	739	781
Investment	1,320	1,919	2,256	2,113	2,294
PPE	113	113	108	128	137
Other asset	240	99	114	113	121
Total assets	2,223	2,782	3,217	3,093	3,332
Short term loan loans	363	394	264	0	0
Accounts payable	249	303	330	384	412
Current maturities	147	215	96	67	59
Other current liabilities	51	43	34	48	52
Total current liabilities	810	956	724	499	523
Long-term debt	442	689	1,196	209	237
Other LT liabilities	53	67	75	69	74
Total LT liabilities	495	756	1,270	278	311
Total liabilities	1,305	1,712	1,994	777	834
Registered capital	650	650	1,000	960	720
Paid up capital	650	650	720	960	960
Share premium	0	0	77	759	759
Legal reserve	45	45	56	62	71
Retained earnings	188	342	341	535	709
Minority Interest	7	6	5	0	0
Shareholders' equity	917	1,070	1,223	2,316	2,498

Important Ratios (Consolidated)

	2015	2016	2017	2018E	2019E
Growth (%)					
Revenues	-12.10	4.07	10.26	3.88	7.33
Net profit	-41.25	48.16	-28.90	108.75	30.60
Norm profit	-41.25	48.16	-28.90	108.75	30.60
Profitability Ratios (%)					
Gross profit margin	37.86	39.33	37.93	40.50	40.89
EBIT margin	8.18	10.56	7.80	11.50	13.89
Normalized profit margin	5.36	7.66	4.97	9.94	12.10
Net profit margin	5.39	7.67	4.95	9.94	12.10
Normalized ROA	4.91	6.16	3.65	7.25	9.30
Normalized ROE	11.88	15.51	9.56	12.93	12.41
Risk (x)					
D/E (x)	1.42	1.60	1.63	0.34	0.33
Net D/E (x)	1.06	1.24	1.30	0.13	0.13
Per share data (Bt)					
Reported EPS	0.16	0.24	0.15	0.24	0.31
Norm EPS	0.16	0.24	0.15	0.24	0.31
FCF	-6.70	-22.70	-31.88	32.73	6.58
Book value	1.41	1.65	1.70	2.41	2.60
Dividend	0.00	0.00	0.00	0.09	0.12
Par	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Valuations (x)					
P/E	23.99	16.19	25.23	16.12	12.34
Norm P/E	23.99	16.19	25.23	16.12	12.34
P/BV	2.72	2.33	2.26	1.59	1.48
EV/EBTDA	12.10	11.05	13.09	10.29	7.86
Dividend yield (%)	0.00	0.00	0.00	2.36	3.15

Source: Company data, FSS research

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 (สำนักงานสนับสนุน) 1768 อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 5, 31 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p>สาขา อัลมาลิงค์ 25 อาคารอัลมาลิงค์ ชั้น 9,14,15 ซ.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 เซ็นทรัลพลาซ่า 1 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล พลาซ่า 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 ลินธ 1 130-132 อาคารลินธ ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p>สาขา เคียนหวน (ลินธ 2) 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p>สาขา ลินธ 3 130-132 อาคารลินธ ทาวเวอร์ 3 ชั้น 19 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>
<p>สาขา ลาดพร้าว 555 อาคารราส 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 อัมคูลราอิม 990 อาคารอัมคูลราอิมเพลส ชั้น 12 ห้อง 1210 ถ.พระราม 4 แขวงสีลม เขตบางรัก จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p>สาขา รัตนาธิเบศร์ 576 ถ.รัตนาธิเบศร์ ต.บางกระสอ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี</p>
<p>สาขา ศรีราชา 135/99 (ตึกคอม 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.อุดรชัย 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.แม่เหียะ 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.นเรศวร ต.มหาชัย อ.เมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร</p>	<p>สาขา ภูเก็ต 22/18 ถ.หลวงพ่อดิลก 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.สุระมิแล 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" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เราเชื่อหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชี้แจงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ตัดแปลง 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 เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลให้ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ 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)