

PTTEP (PTTEP TB)

บมจ. ปตท. สำรวจและผลิตปิโตรเลียม

Current	Previous	Close	2018 TP	Exp Return	THAI CAC	CG 2017
T-BUY	BUY	118	123	+4.2%	Certified	5

Consolidated earnings

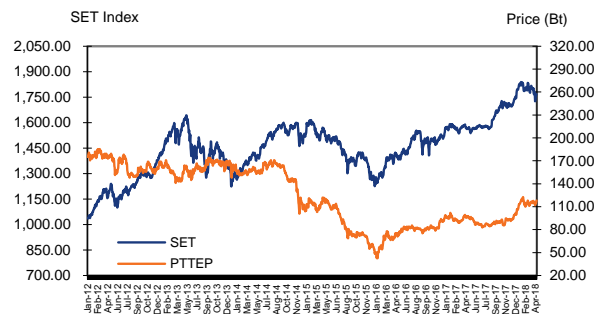
BT (mn)	2016	2017	2018E	2019E
Normalized earnings	17,420	36,730	34,008	36,884
Net profit	12,860	20,579	34,008	36,884
EPS (Bt)- Normalized	4.39	9.25	8.57	9.29
% growth Y-Y	33.5%	110.9%	-7.4%	8.5%
EPS (Bt)	3.24	5.18	8.57	9.29
% growth Y-Y	-140.7	60.0	65.2	8.5
Dividend/share (Bt)	3.25	4.25	3.43	3.72
BV/share (Bt)	102.77	94.81	99.94	105.52
EV/EBITDA (x)	3.5	3.6	3.7	3.1
PER (x) - Normalized	21.9	10.8	13.8	12.7
PER (x)	29.7	19.3	13.8	12.7
PBV (x)	0.9	1.1	1.2	1.1
Dividend yield (%)	3.4%	4.3%	2.9%	3.1%
ROE (%)	3.2%	5.5%	9.8%	10.0%
YE no. of shares (million)	3,970	3,970	3,970	3,970
Par (Bt)	1.00	1.00	1.00	1.00

Source: Company data, FSS estimates

Share data

Sector	Energy
Close (13/04/2018)	118.00
SET Index	1,767.17
Foreign limit/actual (%)	40.00/13.02
Paid up shares (million)	3,969.99
Free float (%)	34.67
Market cap (Bt m)	468,458.28
Avg daily T/O (Bt m) (2018 YTD)	1,573.30
hi, lo, avg (Bt) (2018 YTD)	123.50, 99.75, 114.22

Source: Setsmarts



Source: SET

Analyst: Jitra Amornthum Register No.: 014530

Assistant Analyst : Thanaphat Sirikul

Tel.: +662 646 9966

email: jitra/

www.fnsyrus.com

f Finansia Syrus Securities

LINE @fnsyrus

การประเมินสัมปทานจะเปลี่ยนพื้นฐานหุ้นในระยะยาว

เราแนะนำซื้อเก็งกำไร PTTEP จากโอกาสในการชนะประมูลในสัมปทานรอบใหม่ที่คาดว่าจะเพิ่มมูลค่าหุ้นได้ราว 25 บาท/หุ้น จากมูลค่าปัจจุบันที่ประเมินได้ 123 บาท (DCF) ซึ่งยังพอมี upside จากราคาลดค่าปัจจุบัน ขณะที่ผลประกอบการ 1Q18 คาดเติบโตในเกณฑ์ดี +23% Q-Q และ +3.5% Y-Y จากราคาขายเพิ่มสูงขึ้นและค่าเงินบาทแข็งค่า ส่วนกำไรทั้งปี 2018 และ 2019 คาดฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง โดยคาด EBITDA +11% Y-Y และ +9% Y-Y ตามลำดับ จากราคาน้ำมันที่ยังทรงตัวอยู่ในระดับ US\$ 60-65/BBL รวมไปถึงปริมาณขายที่เพิ่มขึ้นในช่วง 2H18 และ 2019 จากการเพิ่มสัดส่วนการร่วมทุนในบงกชอีก 22.22% ในขณะที่การควบคุมต้นทุนต่อหน่วยยังเป็นไปได้ดี อีกทั้งสถานะทางการเงินที่แข็งแกร่งจากเงินสดในมือ US\$ 4,500 ล้านที่พร้อมจะลงทุนเพิ่มในต่างประเทศผ่านการทำ M&A

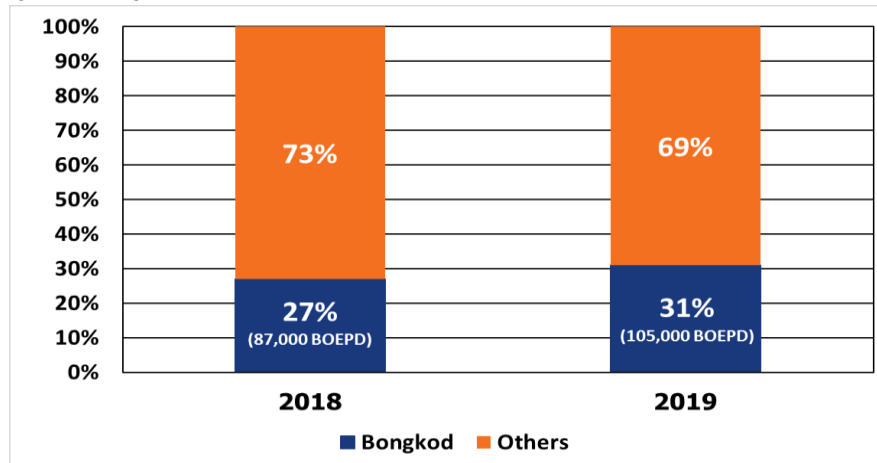
คาดกำไรปกติ 1Q18 +23% Q-Q และ +3.5% Y-Y

เราคาดกำไรปกติ 1Q18 อยู่ที่ 1.2 หมื่นล้านบาท เติบโตสูงถึง +23% Q-Q และ +3.5% Y-Y กำไรเติบโตที่สูง Q-Q เป็นเพราะค่าเงินบาทในไตรมาสที่แข็งค่าขึ้น 1.1 บาท/ดอลลาร์ทำให้กำไรจ่ายลดลง แต่สำหรับผลการดำเนินงานหลักก่อนภาษี คาด +9% Q-Q ทั้งที่รายได้ลดลง -6.5% Q-Q (จากปริมาณขายที่คาด -7.4% Q-Q และค่าเงินบาทไทยที่แข็งค่าขึ้น -3.4% Q-Q แม้ว่าราคาขาย เกลี่ยน้ำมันดิบและก๊าซที่จะปรับตัวดีขึ้น +6.4% Q-Q) เป็นเพราะค่าใช้จ่ายในขายและบริหาร กลับมาอยู่ในระดับปกติจากฐานสูงในไตรมาสก่อน ส่วนกำไรปกติที่โตเพียง 3.5% Y-Y เป็นเพราะฐานกำไรใน 1Q17 ก่อนข้างสูงเนื่องจากค่าใช้จ่ายในการสำรวจต่ำกว่าปกติและมีการเครดิตภาษี

การเพิ่มสัดส่วนการลงทุนในแหล่งบงกชเป็น Strategic Move ที่สำคัญเพื่อเพิ่มโอกาสในการชนะการประมูลรอบใหม่

ในช่วงปลายเดือน ม.ค. ที่ผ่านมาที่บริษัทแจ้งว่าซื้อสัดส่วนการถือหุ้นในบงกชเพิ่มอีก 22.22% จากเดิม 44.45% เป็น 66.67% ต่อจากบริษัทลูกของ Shell นอกจากจะช่วยเพิ่มปริมาณการขายของบริษัทอีก 35,000 บาเรลล์ต่อวัน (ทำให้ปริมาณผลิตจากแหล่งบงกชเพิ่มขึ้นอีก 50% เป็น 105,000 BOEPD) ไปจนถึงปี 2022-2023 แล้ว เรายังคิดว่าการซื้อครั้งนี้ยังเป็น Strategic Move ที่สำคัญของบริษัทที่จะสามารถช่วยเพิ่มโอกาสในการชนะประมูลรอบใหม่ได้ เนื่องจาก PTTEP จะปิดโอกาสของบริษัท Total ที่ถือหุ้นอยู่อีก 33.33% ในการควมรวมสัดส่วนเดียวกันนี้จากบริษัท Shell เพื่อขึ้นมาเป็นผู้ดำเนินการหลักในการขุดเจาะ โดยจุดแข็งของผู้ดำเนินการหลักคือสามารถเข้าถึงข้อมูลที่สำคัญในการขุดเจาะ ถ้าเรารวมกับข้อกำหนดในเรื่องความต่อเนื่องในการผลิตและปริมาณการผลิตขั้นต่ำต่อวัน การไม่สามารถเข้าถึงข้อมูลและไม่มีวิศวกรที่ชำนาญในแหล่งบงกช ทั้งหมดนี้จะเป็นอุปสรรคที่สำคัญในการเข้ามาแข่งประมูลสำหรับผู้เล่นรายใหม่ๆ ในขณะที่เดียวกัน การลดสัดส่วนการลงทุนของบริษัท Shell สามารถตีความได้ว่า ความน่าสนใจในการลงทุนในแหล่งดังกล่าวและในประเทศไทยลดน้อยลง จากที่เราคาดว่าผลตอบแทนที่ให้กับภาครัฐจะต้องสูงขึ้นจากความเสียหายของโครงการบงกชที่ลดลงเมื่อเทียบกับการลงทุนครั้งแรก แต่สำหรับ PTTEP แล้ว แม้ว่าแหล่งบงกชจะดูน่าสนใจลดน้อยลงกว่าสมัยก่อน แต่ก็ต้องถือว่าแหล่งนี้ยังเป็นหัวใจหลักเพราะคิดเป็นปริมาณการผลิตประมาณ 30% (รูปที่ 1) ของทั้งบริษัทในปัจจุบัน ทำให้ PTTEP อยู่ในสถานะที่ต้องชนะการประมูลในรอบนี้ให้ได้ เมื่อเปรียบเทียบกับบริษัท Shell ที่มีสัดส่วนการผลิตในประเทศไทยอยู่เพียง 1.5% ของการผลิตรวมทั้งหมด

Figure 1: Bongkod Production to Total Volume



Source: PTTEP

จำเป็นต้องขยายการลงทุนไปต่างประเทศเพื่อความอยู่รอดและเพิ่มโอกาสในการเติบโตครั้งใหม่

จากข้อมูลด้านต้น ถ้าบริษัทแพ้การประมูลรอบนี้ จะทำให้ปริมาณขายลดลงอย่างมีนัยสำคัญในปี 2022-2023 ก่อนปริมาณการขายจะเพิ่มขึ้นอีกครั้งจากโครงการในต่างประเทศ ปัจจุบัน โปรเจกต์ที่เตรียมจะ FID ได้แก่ Mozambique Rovuma Offshore Area 1 (Phase 1) , Contract 4 (Ubon), Algeria Hassi Bir Rekaiz และ Southwest Vietnam (รูปที่ 2-3) โดยทั้ง 4 โครงการคาดว่าจะสามารถเพิ่มปริมาณการผลิตต่อวันให้กับ PTTEP ได้ประมาณ 65,000 BOEPD (บันทึกรายได้เต็มปีได้ในปี 2024) ซึ่งถือว่ายังน้อยกว่าการหายไปของแหล่งบงกชที่ 105,000 BOEPD อย่างไรก็ตาม Mozambique ROA 1 ถือเป็นแหล่งที่มีปริมาณสำรองมากกว่าในอ่าวไทยถึง 10 เท่า โดยการลงทุนของ PTTEP จะค่อยๆพัฒนาไปที่ละ Phase (เรารวมเฉพาะPhase 1 เข้าไปในปริมาณการของเรา โดย PTTEP มีสัดส่วนการร่วมทุนอยู่ 8.5%)

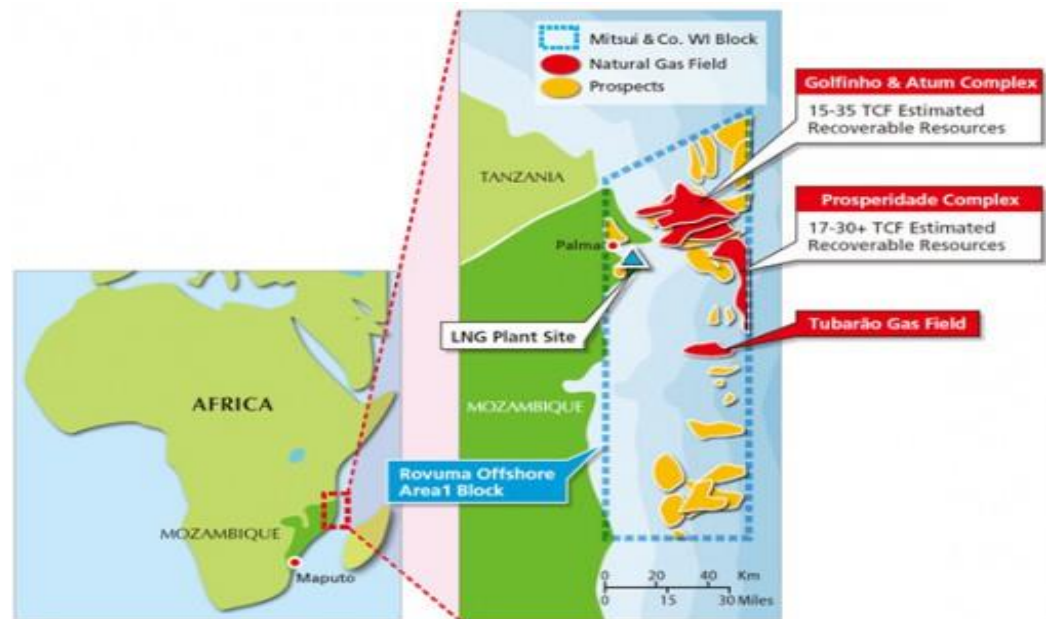
นอกเหนือไปจากโครงการที่เตรียม FID แล้ว บริษัทยังประกาศความร่วมมือกับพาร์ทเนอร์ เพื่อสำรวจแหล่งก๊าซแปลงใหม่ๆ ในประเทศ เม็กซิโก, บราซิล และ มาเลเซีย ซึ่งถือว่าเป็นโอกาสใหม่ที่จะเพิ่ม upside ให้กับราคาหุ้น

Figure 2: Key Project Start-up



Source: PTTEP

Figure 3: Mozambique ROA 1 Recoverable Resources

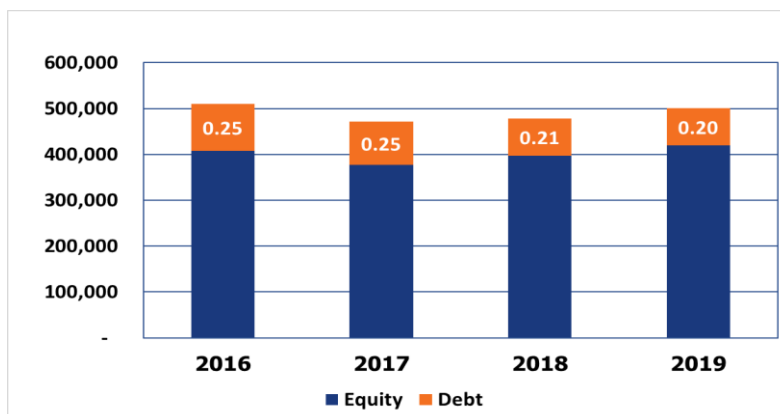


Source: LNGWORLDSNEWS.com, ANADARKO.com

ฐานะทางการเงินแข็งแกร่งจากความพร้อมที่จะลงทุนได้ถึง US\$ 7,500 ล้านโดยไม่ต้องเพิ่มทุน

ผลจากการปรับองค์กรและลดค่าใช้จ่ายครั้งใหญ่ในช่วงที่ราคาน้ำมันลดลงไปก่อนหน้านี้ทำให้บริษัทมีสถานะทางการเงินที่แข็งแกร่ง ปัจจุบัน D/E Ratio อยู่ที่ 0.25 เท่า (รูปที่ 4) ในขณะที่เป้าหมาย D/E Ratio ของบริษัทอยู่ที่ไม่เกิน 0.50 เท่า ทำให้ PTTEP สามารถกู้เงินได้อีกประมาณ US\$ 3,000 ล้าน บวกกับเงินสดที่มีมืออีก US\$ 4,500 ล้าน ส่งผลให้ยอดรวมที่บริษัทจะลงทุนได้โดยที่ยังไม่ต้องเพิ่มทุนอยู่ที่ US\$ 7,500 ล้าน ซึ่งจะช่วยสนับสนุนการลงทุนทั้งจาก 1) การสำรวจประเทศ Brazil และ Mexico 2) การทำ M&A ในโครงการใหม่ๆ และ 3) การเพิ่มสัดส่วนการร่วมทุนในโครงการปัจจุบัน (PTTEP มีสัดส่วนการร่วมทุนใน Southwest Vietnam, Mozambique ROA1 และ Algeria HBR เพียงเล็กน้อยที่ 7.75%, 8.50% และ 24.5% ตามลำดับ)

Figure 4: D/E Ratio



Source: PTTEP

มุมมองราคาน้ำมันในอนาคตยังคงทรงตัวอยู่ในกรอบ US\$ 60 – 65/BBL

การปรับปริมาณความต้องการใช้น้ำมันในปีเพิ่มขึ้น 1.7% ของ IEA และผลจากการร่วมมือกันลดกำลังการผลิตของกลุ่ม OPEC และ Non OPEC ผลักดันให้ราคาน้ำมันกลับขึ้นมาขึ้นเหนือ US\$ 60/BBL ได้อีกครั้ง อย่างไรก็ตาม ณ ระดับราคาที่สูงขึ้นไปกว่านี้ เราได้เห็นกำลังผลิตใหม่จากทางฝั่งอเมริกาเพิ่มสูงขึ้นอย่างรวดเร็วเช่นกันจากหลุม DUCs ที่ยังคงสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง (รูปที่ 8) ทั้งนี้การเพิ่มขึ้นของแท่นขุดเจาะในการผลิต Shale Oil/ Gas จะตามหลังราคาน้ำมัน 2 - 3 เดือน นั่นหมายถึง Supply ใหม่ ๆ พร้อมจะออกมาภายในระยะเวลา 2 - 3 เดือนเช่นกัน ดังนั้นเราจึงคาดว่า ในสถานการณ์ปกติ จุดสมดุลของราคาน้ำมันจะอยู่ในช่วง US\$ 60 - 65/BBL ซึ่งเป็นจุดที่ปริมาณการผลิตและการใช้งานในโลกนี้เท่ากันพอดี (รูปที่ 6 – 7)

Figure 5: Correlation between DUBAI and PTTEP price

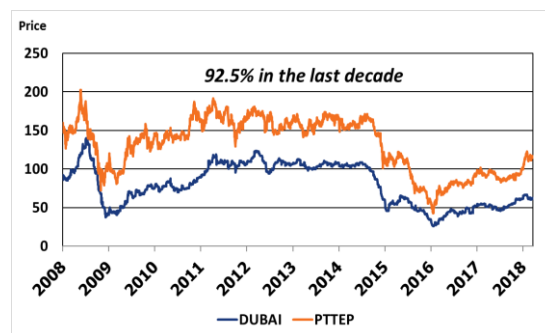


Figure 6: World Demand, Supply and Oil Price

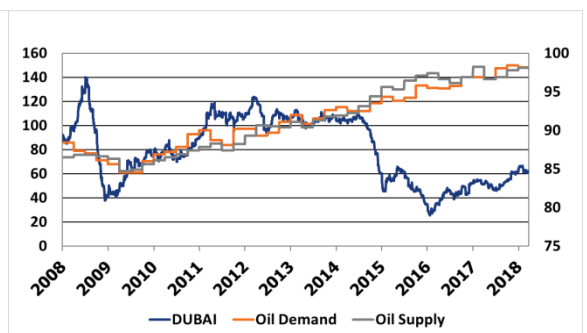


Figure 7: Excess Demand and DUBAI Price

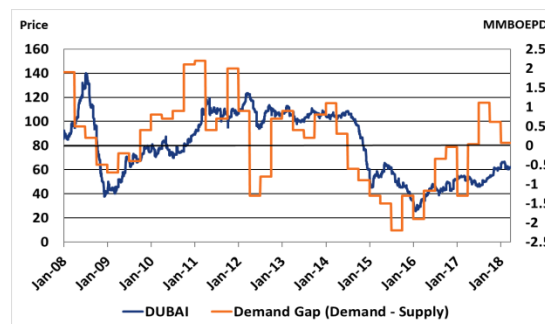


Figure 8: Rig count in US and DUBAI Price

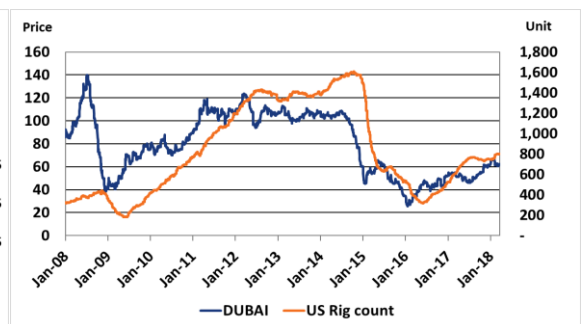
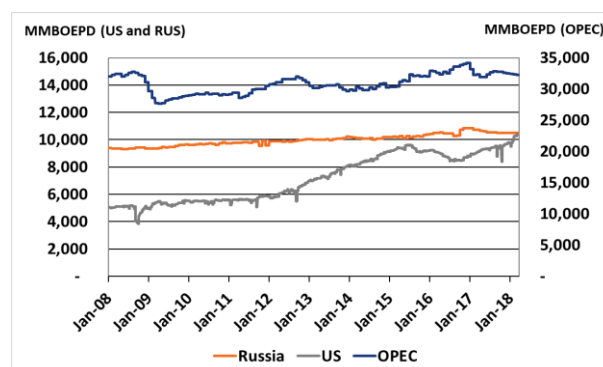


Figure 9: World Leading Oil Production

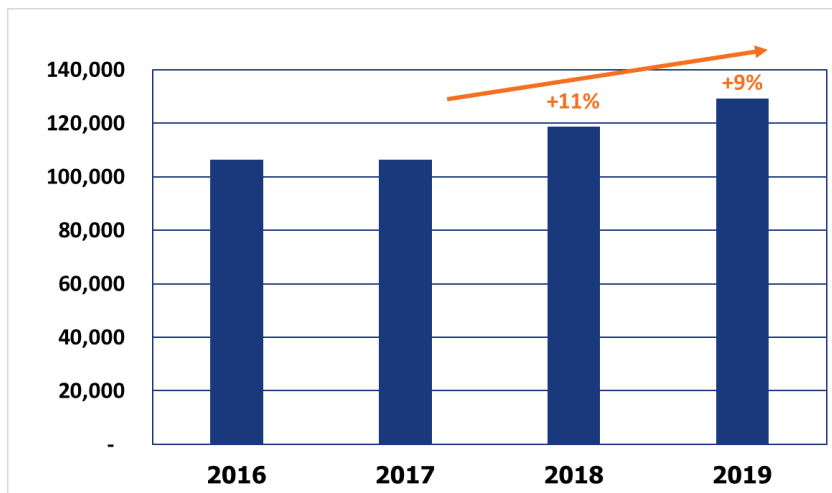


Source: Bloomberg

แนวโน้มทั้งรายได้และกำไรในปี 2018 - 2019 ยังคงเติบโตจากทั้งราคาขายและปริมาณที่เพิ่มสูงขึ้น

ประมาณการกำไรปี 2018 คาดว่ายังคงฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งจากปริมาณขายที่จะเพิ่มขึ้น 6% Y-Y เป็น 319,000 BOEPD (รับรู้ส่วนเพิ่มจากแหล่งบงกชใน 2H) ทำให้ผลประกอบการปกติปีนี้จะอยู่ที่ 3.4 หมื่นล้านบาท (-7% Y-Y เนื่องจากการแข็งค่าขึ้นของเงินบาทในปี 2017 ทำให้บริษัทได้ประโยชน์จากการประหยัดภาษี แต่เราไม่ได้รวมผลประโยชน์ตัวนี้เข้าไปในปี 2018) และมี EBITDA อยู่ที่ 11.8 หมื่นล้านบาท (+11% Y-Y) ในขณะที่ปี 2019 ปริมาณขายก็จะเพิ่มขึ้นอีกเป็น 334,000 BOEPD (จากการรับรู้แหล่งบงกชเต็มปี) ซึ่งเราคาดว่าทั้งกำไรและ EBITDA เองก็จะเติบโตเป็น 3.6 หมื่นล้านบาท (+8% Y-Y) และ 12.9 หมื่นล้านบาท (+9% Y-Y) บนสมมติฐานราคาขายเฉลี่ยในปี 2018 – 2019 ที่ US\$ 43.5/BOE ซึ่งสูงกว่าปีที่แล้ว 11% (จาก Liquid Price US\$ 60/BBL +15% Y-Y และ Gas Price US\$ 6/MMBTU +7% Y-Y) เนื่องจากมุมมองน้ำมันดิบของเราในข้างต้น รวมถึงราคาเฉลี่ยน้ำมันดิบดูไบใน 1Q18 ที่ยังยืนอยู่ที่ US\$ 63.6/BBL สอดคล้องกับประมาณการของเรา ในขณะเดียวกัน ผลจากการลดค่าใช้จ่ายในอดีตจะยังคงช่วยคุณต้นทุนต่อหน่วยทั้งปีให้อยู่ที่ US\$ 31/BOE เพิ่มขึ้นในอัตราส่วนที่น้อยกว่ารายได้และกำไร

Figure 10: EBITDA



Source: PTTEP

ประเมินมูลค่าหุ้นที่ 123 บาท (DCF) แต่หากชนะประมูล คาดเพิ่มมูลค่าหุ้นได้อีกราว 25 บาท/หุ้น

เราประเมินมูลค่าราคาเหมาะสมของบริษัทโดยวิธี DCF (โดยหักปริมาณขายของแหล่งบงกชออกไปตั้งแต่ปี 2022-2023 เนื่องจากสัมปทานปัจจุบันจะหมดอายุลง) ได้ราคาเหมาะสมที่ 123 บาท บนสมมติฐานราคาขายเฉลี่ยระยะยาวที่ US\$ 45/BOE (จาก Liquid Price US\$ 64/BBL และ Gas Price US\$ 6.2/MMBTU) และ WACC ที่ 9% ณ ราคา 123 บาท ดังกล่าว คิดเป็น Implied P/E และ Implied EV/EBITDA ที่ 13.4 และ 3.6 เท่าตามลำดับ ซึ่งถือว่าเหมาะสมเนื่องจาก ROE ของ PTTEP ที่ลดลงอย่างต่อเนื่องจาก 14.7% ในช่วง 10 ปีก่อน คาดว่าจะเหลือ 8.6% ณ สิ้นปี 2018 เทียบกับภูมิภาคที่มี ROE เฉลี่ยที่ 7% แม้ว่าราคาเหมาะสมของเราที่ราคาหุ้นในปัจจุบัน จะถือว่าใกล้เคียงมูลค่าแล้ว แต่ PTTEP มีโอกาสสูงมากที่จะชนะการประมูลรอบใหม่ ซึ่งเรายังไม่รวมในประมาณการ

PTTEP ชนะการประมูลในสัมปทานรอบใหม่ เราคาดว่าจะสามารถเพิ่มกำลังการผลิตต่อวันได้อีก 84,000 BOEPD หรือประมาณ 35% ในปี 2023 โดยเราประเมินว่าจะสามารถเพิ่มมูลค่าให้กับบริษัทได้อีก 25 บาท/หุ้น บนสมมติฐาน

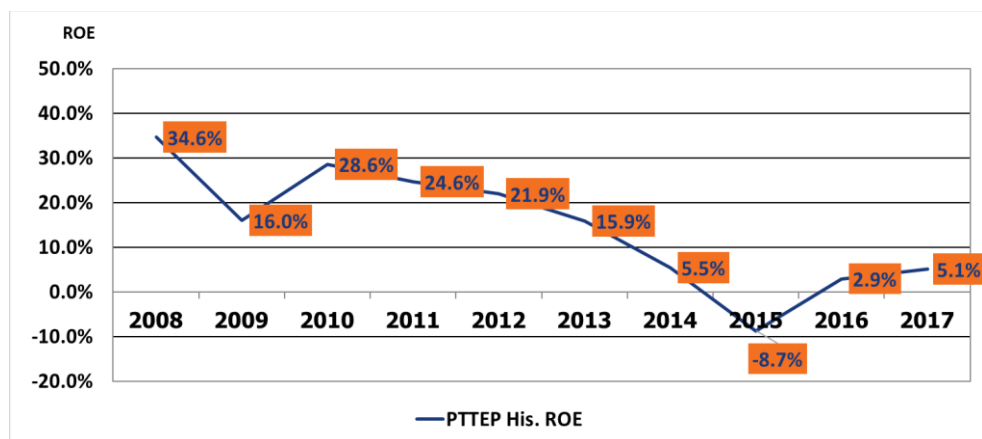
- 1) บริษัทยังคงสัดส่วนในแหล่งบงกช 66.67%
- 2) ผลประโยชน์ตอบแทนรัฐทั้งหมดที่บริษัทต้องจ่าย จะเพิ่มขึ้นจาก 60% ในปัจจุบันเป็น 80%
- 3) ปริมาณการผลิตลดลง 20% จากอายุของหลุมที่มากขึ้น

โดยล่าสุด คาดว่าจะสามารถเปิด TOR และอนุมัติให้ผู้สนใจเข้าร่วมประมูลได้ในเดือนเมษายน และคาดว่าจะประกาศผู้ชนะการประมูลในช่วงปลายปี 2018 และเซ็นสัญญาในเดือนกุมภาพันธ์ปีหน้า

Figure 11: Relative Comparison

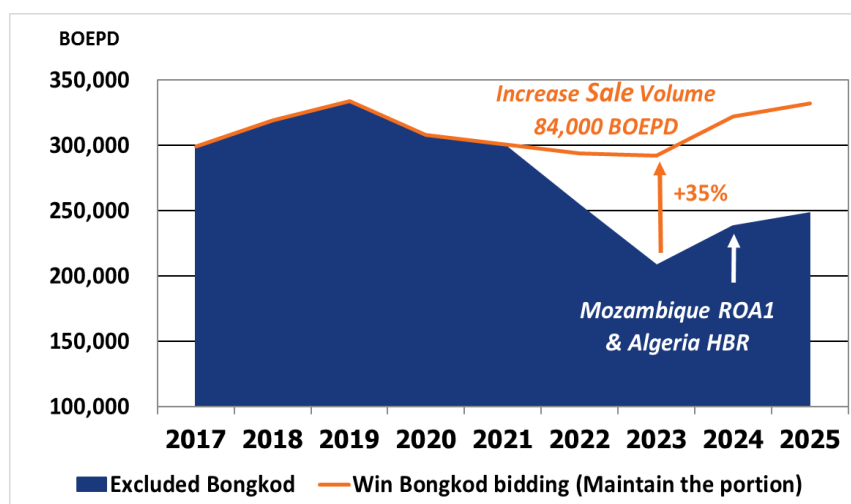
Company	2018 Est.			
	EPS Growth	P/E	EV/EBITDA	ROE
PTTEP	65%	13.4	3.6	9%
BEACH ENERGY	83%	8.9	2.9	16%
CNOOC	93%	9.1	3.6	10%
INPEX CORP	21%	30.7	4.8	2%
JAPAN PETROLEUM EXPLORATION	N.A.	15.6	6.9	-4%
OIL & NATURAL GAS CORP	18%	9.6	4.9	11%
OIL SEARCH	31%	20.4	10.0	7%
SANTOS	48%	16.6	6.5	7%
WOODSIDE PETROLEUM	31%	15.2	7.4	9%
Average	46%	15.8	5.9	7%

Figure 12: PTTEP Historical ROE



Source: Bloomberg

Figure 13: Upside from concession bidding



Source: PTTEP

ความเสี่ยง

1. **ค่าเงินบาทที่แข็งค่าขึ้น**ในช่วงที่ผ่านมา ช่วยลดภาษีจากการแปลงงบการเงิน จากดอลลาร์สหรัฐมาเป็นบาทในปี 2017 แต่การขึ้นดอกเบี้ยของธนาคารกลางสหรัฐ หลังจากนั้น อาจทำให้ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐกลับมาแข็งค่าขึ้น โดยทุกๆ 1 บาทที่ค่าเงินบาทอ่อนลง (ดอลลาร์แข็งขึ้น) จะส่งผลกระทบต่อการบินที่ภาษีในทางบัญชีเพิ่มขึ้น US\$ 100 ล้าน
2. **ปริมาณสำรองที่ลดลง**ในช่วงที่ผ่านมาเพิ่มความกังวลให้กับนักลงทุน แต่เราไม่ได้กังวลกับประเด็นนี้มากนัก สาเหตุมาจาก 1) ความตั้งใจของบริษัทที่จะลดต้นทุนในหลุมที่ขุดและยังไม่ได้ใช้งานในปัจจุบันลง จากช่วงก่อนหน้าที่เราค่าน้ำมันปรับตัวลดลง 2) รอเปิดประมูลสัมปทานรอบใหม่ของแหล่งบงกชและเอราวัณ 3) รอการรับรู้โครงการที่เตรียมจะ FID ในต่างประเทศ (คาดว่าจะเพิ่มปริมาณสำรองให้กับ PTTEP ได้อีก 1.5 ปี)
3. ในอดีตที่ผ่านมา การลงทุนในต่างประเทศยังไม่ประสบความสำเร็จเท่าการลงทุนในประเทศไทยและประเทศในแถบ ASEAN ด้วยกัน ดังนั้น การประสบความสำเร็จหรือล้มเหลวจากแหล่ง Mozambique ROA1 ซึ่งเป็นโปรเจกต์ที่มีขนาดใหญ่มาก จึงเป็น Factor ที่สำคัญที่จะเปลี่ยนแปลงปัจจัยพื้นฐานของ PTTEP
4. **แพ็กการประมูลในแหล่งบงกช** หรือค่าตอบแทนที่ต้องส่งให้กับภาครัฐสูงไว้กว่าที่เราคาดการณ์ไว้จะกระทบต่อ Sentiment ในการเก็งกำไร
5. **ประเด็นฟ้องร้องทางการกฎหมาย** จากการรั่วไหลของน้ำมันในแหล่งมอหนาราชซึ่งรัฐบาลอินโดนีเซียฟ้องร้องรวมประมาณ 7 หมื่นล้านบาท ซึ่งปัจจุบันรัฐบาลอินโดนีเซียอยู่ระหว่างการแก้คำฟ้องเดิม ถ้า PTTEP แพ้คดี จะส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Revenue	150,217	147,725	162,400	178,587	177,189
Cost of sale	-108,964	-91,374	-96,827	-107,135	-111,007
Gross profit	41,253	56,351	65,573	71,453	65,983
SG&A	-7,754	-8,091	-8,524	-9,484	-9,587
Operating profit	33,499	48,060	57,049	61,968	56,395
Other income	1,061	2,016	1,877	1,936	1,996
EBIT	34,862	50,404	59,233	64,221	58,718
EBITDA	108,230	106,388	118,649	129,200	124,820
Interest charge	-8,274	-7,676	-7,079	-7,647	-7,505
Tax on income	-10,040	-5,987	-18,146	-19,690	-17,810
Earnings after tax	12,558	20,251	33,701	36,568	33,076
Minority interests	0	0	0	0	0
Net profit	12,860	20,579	34,008	36,884	33,403
Extraordinary items	-4,560	-16,150	0	0	0
Normalized profit	17,420	36,730	34,008	36,884	33,403

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Profit for the year	12,558	20,251	33,701	36,568	33,076
Depreciation & amortization	73,368	55,983	59,417	64,978	66,102
Change in working capital	-16,406	-13,330	-2,791	-3,545	154
Other CF from operations	10,960	27,491	2,312	5,710	5,509
Cash flow from operations	80,480	90,395	92,638	103,711	104,840
Capital expenditure	-35,221	-45,583	-55,787	-55,803	-69,379
Other CF from investing	-60,779	-40,891	2,184	2,253	2,322
Cash flow from investing	-96,000	-86,474	-53,603	-53,549	-67,056
Free cash flow	-15,520	3,920	39,036	50,162	37,784
Net borrowings	-6,996	-19,513	-13,063	0	0
Equity capital raised	0	0	0	0	0
Dividends paid	-10,955	-15,552	-13,603	-14,754	-13,361
Other CF from financing	-1,260	12,526	-4,189	-7,647	-7,505
Cash flow from financing	-19,211	-22,540	-30,855	-22,401	-20,866
Other adjustments	-292	-5,038	0	0	0
Net change in cash	-35,023	-23,657	8,181	27,761	16,919

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Cash and equivalent	73,077	49,419	57,600	85,362	102,280
ST investments	71,025	96,595	96,595	96,595	96,595
Accounts receivable	18,670	24,661	27,111	29,813	29,580
Inventory	13,738	10,368	11,398	12,534	12,436
Other current assets	9,463	7,357	7,357	7,357	7,357
Total current assets	185,973	188,400	200,061	231,661	248,248
Plant, property & equipment	305,782	262,571	258,940	249,765	253,042
Other LT assets	182,139	165,954	165,954	165,954	165,954
Total assets	676,890	628,121	636,152	658,576	678,440
Short-term loans	0	0	0	0	0
Accounts payable	3,006	3,770	4,459	4,752	4,574
Current maturities	0	13,063	0	0	0
Other current liabilities	36,437	35,498	35,498	35,498	35,498
Total current liabilities	39,443	52,330	39,956	40,250	40,072
Long-term debt	101,459	81,946	81,946	81,946	81,946
Other LT liabilities	128,004	117,470	117,470	117,470	117,470
Total non-current liabilities	229,463	199,416	199,416	199,416	199,416
Total liabilities	268,906	251,747	239,373	239,666	239,488
Paid-up capital	3,970	3,970	3,970	3,970	3,970
Share premium	105,418	105,418	105,418	105,418	105,418
Legal reserve	17,297	17,297	17,297	17,297	17,297
Unappropriated	204,772	206,909	227,314	249,444	269,486
Others	76,527	42,781	42,781	42,781	42,781
Minority Interests	0	0	0	0	0
Shareholders' equity	407,984	376,375	396,779	418,910	438,952

Important Ratios (Consolidated)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Growth (%)					
Revenue	-18.5%	-1.7%	9.9%	10.0%	-0.8%
EBITDA	-18.1%	-1.7%	11.5%	8.9%	-3.4%
Net profit	-140.7%	60.0%	65.2%	8.5%	-9.4%
Normalized earnings	33.5%	110.9%	-7.4%	8.5%	-9.4%
Profitability Ratios (%)					
Gross profit margin	27.5%	38.1%	40.4%	40.0%	37.2%
EBITDA margin	72.0%	72.0%	73.1%	72.3%	70.4%
EBIT margin	23.2%	34.1%	36.5%	36.0%	33.1%
Normalized profit margin	11.6%	24.9%	20.9%	20.7%	18.9%
Net profit margin	8.6%	13.9%	20.9%	20.7%	18.9%
Normalized ROA	2.6%	5.8%	5.3%	5.6%	4.9%
Normalize ROE	4.3%	9.8%	8.6%	8.8%	7.6%
Normalized ROCE	5.5%	8.8%	9.9%	10.4%	9.2%
Risk (x)					
D/E	0.66	0.67	0.60	0.57	0.55
Net D/E	0.25	0.25	0.21	0.20	0.19
Net debt/EBITDA	0.94	0.89	0.69	0.63	0.66
Per share data (Bt)					
Reported EPS	3.24	5.18	8.57	9.29	8.41
EPS - Full Dilution	3.24	5.18	8.57	9.29	8.41
Normalized EPS	4.39	9.25	8.57	9.29	8.41
EBITDA	27.19	26.72	29.81	32.46	31.36
Book value	102.77	94.81	99.94	105.52	110.57
Dividend	3.25	4.25	3.43	3.72	3.37
Par	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Valuations (x)					
P/E	29.71	19.29	13.8	12.7	14.0
Normalized P/E	21.94	10.81	13.8	12.7	14.0
P/BV	0.94	1.05	1.2	1.1	1.1
EV/EBTDA	3.48	3.61	3.7	3.1	3.1
Dividend yield (%)	3.38%	4.25%	2.9%	3.1%	2.9%

Source: Company data, FSS research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดี 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 ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา อัมรินทร์ ทาวเวอร์ 496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา เซ็นทรัลพลาซ่า 1 7/129-221 อาคารเซ็นทรัลพลาซ่า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร
สาขา บางกระบือ 3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกระบือ จ.กรุงเทพมหานคร	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	สาขา สิ้นธร 1 130-132 อาคารสิ้นธร ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา เคียนหვნง (สิ้นธร 2) 140/1 อาคารเคียนหვნง 2 ชั้น 18 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา สิ้นธร 3 130-132 อาคารสิ้นธร ทาวเวอร์ 3 ชั้น 19 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร
สาขา ลาดพร้าว 555 อาคารราส ทาวเวอร์ 2 ยูนิท 1106 ชั้น 11 ถ.พหลโยธิน แขวงจตุจักร เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา ประชาชื่น 105/1 อาคารมี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา รังสิต 1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17 ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี	สาขา อัมศุลาธิม 990 อาคารอัมศุลาธิมเพลส ชั้น 12 ห้อง 1210 ถ.พระราม 4 แขวงสีลม เขตบางรัก จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา รัตนาธิเบศร์ 576 ถ.รัตนาธิเบศร์ 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 ชั้น 2 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 197/29, 213/3 ถ.อุดรชัย ต. หนองแข้ง 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 อาคารเมสสิเพลส 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 813/30 ถ.นเรศวร ต.มหาชัย อ.เมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร	สาขา ภูเก็ต 22/18 ถ.หลวงพ่อดิลก 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 ชั้นลอย 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 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 บัตตานี 300/69-70 หมู่ 4 ต.สุระมิแลอ อ.เมือง จ.บัตตานี	

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 และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)

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