

# SAAM (SAAM TB)

บมจ. เอสเอเอเอ็ม เอ็นเนอร์ยี ดีเวลลอปเม้นท์

Current	Previous	IPO Price	2019 TP	Exp Return	THAI CAC	CG 2018
--	--	1.80	2.10	+16.7%	N/A	N/R

## Consolidated earnings

ผู้ออกหลักทรัพย์	SAAM
จำนวนหุ้น IPO (ล้านหุ้น)	80 ล้านหุ้น
ราคาเสนอขาย (บาท)	1.80
มูลค่าหุ้นที่ตราไว้ (บาท)	0.50
ระยะเวลาจองซื้อ	24-27 ธ.ค.2018
วันที่เริ่มทำการซื้อขาย	7 ม.ค.2019
ที่ปรึกษาทางการเงิน	บล. ตรีเน็ต จำกัด
ผู้จัดการการจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่าย	บล. ตรีเน็ต จำกัด
Sector	MAI

## Consolidated earnings

(Bt mn)	2016	2017	2018E	2019E
Normalized profit	31	19	21	50
Net profit	31	19	21	50
EPS (Bt)-Norm	0.14	0.09	0.07	0.17
EPS (Bt)	0.14	0.09	0.07	0.17
% EPS growth	652.0	-37.8	-18.9	133.3
Dividend (Bt)	0.03	0.02	0.03	0.07
BV/share (Bt)	0.67	0.74	0.91	1.00
EV/EBITDA (x)*	11.2	14.8	15.1	7.9
PER (x) - Norm*	12.8	20.6	25.4	10.9
PER (x)*	12.8	20.6	25.4	10.9
PBV(x)*	2.7	2.4	2.0	1.8
Dividend yield (%)*	1.7	1.0	1.6	3.7
ROE (%)	20.9	11.8	7.8	16.4
No. of shares- full dilution	220	220	300	300
Par (Bt)	0.50	0.50	0.50	0.50

Source: Company data, FSS estimates / Note : \*Price is IPO price

หมายเหตุ : บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) เป็นผู้จัดการจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่ายหุ้นสามัญของบริษัท เอสเอเอเอ็ม เอ็นเนอร์ยี ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) ที่เสนอขายต่อประชาชนเป็นครั้งแรก (IPO)

Analyst: Pornsook Amonvadekul

Register No.: 004973

Tel.: +662 646 9964

email: Pornsook.a@fnsyrus.com

www.fnsyrus.com

 Finansia Syrus Securities

 @fnsyrus

 @fnsyrus

## นักพัฒนาโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนมืออาชีพ

**SAAM** เป็นผู้ประกอบการพัฒนาโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนเพื่อจำหน่าย รายได้หลักปัจจุบัน 75-76% มาจากบริการจัดหาที่ตั้งและบริการที่เกี่ยวข้องภายในโครงการโรงไฟฟ้าพลังแสงอาทิตย์ซึ่งบริษัทเคยพัฒนามา อีก 24-25% จากการขายไฟฟ้าพลังแสงอาทิตย์ บริษัทอยู่ระหว่างดำเนินการพัฒนา 2 โครงการโรงไฟฟ้าชีวมวลในประเทศญี่ปุ่นเพื่อจำหน่าย ซึ่งเป็นโครงการที่พัฒนาจนได้รับใบอนุญาตให้เชื่อมต่อระบบไฟฟ้าแรงสูง และใบอนุญาตสนับสนุนค่าไฟฟ้าจากหน่วยงานที่เกี่ยวข้องแล้ว รวมทั้งได้ลงนามสัญญากำหนดกรอบการพัฒนา กับลูกค้าแล้ว คาดว่าจะใช้เวลาดำเนินงานในด้านต่าง ๆ ต่อไปจนสามารถขาย 1 โครงการแก่ลูกค้าใน 2H19 ซึ่งจะหนุนให้กำไรปี 2019 โตสูง 133.3% Y-Y ประเมินราคาเป้าหมายปี 2019 ที่ 2.10 บาท อิง PE 12.5 เท่า

## SAAM ผู้เชี่ยวชาญธุรกิจพัฒนาโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน

กลุ่มบริษัท เอสเอเอเอ็ม เอ็นเนอร์ยี ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) หรือ SAAM เป็นผู้ประกอบธุรกิจการพัฒนาโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน ปัจจุบัน รายได้หลัก 75-76% มาจากบริการจัดหาสถานที่ตั้งและบริการที่เกี่ยวข้องภายในโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ ให้กับกลุ่ม BSP รวม 17 โครงการ 41 MW ซึ่งโครงการเหล่านั้น บริษัทเคยเป็นผู้ร่วมพัฒนามาก่อน รายได้ที่เหลือ 24-25% มาจากรายได้จากการขายไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ ขนาด 2 MW ซึ่งบริษัทดำเนินโครงการเอง บริษัทอยู่ระหว่างดำเนินการพัฒนา 2 โครงการโรงไฟฟ้าชีวมวลในประเทศญี่ปุ่นเพื่อ ซึ่งเป็นโครงการที่พัฒนาจนได้รับใบอนุญาตให้เชื่อมต่อระบบไฟฟ้าแรงสูง และใบอนุญาตสนับสนุนค่าไฟฟ้าจากหน่วยงานที่เกี่ยวข้องแล้ว รวมทั้งได้ลงนามในสัญญาเพื่อกำหนดกรอบการพัฒนาโครงการดังกล่าวกับลูกค้าแล้ว คาดว่าจะใช้เวลาดำเนินงานในด้านต่าง ๆ จนสามารถส่งมอบโครงการ และทำการโอนขายให้แก่ลูกค้าใน 2H19

## โอกาสเติบโตจากแผนส่งเสริมพลังงานหมุนเวียนในเอเชีย โดยเฉพาะในญี่ปุ่น

ความต้องการใช้พลังงานหมุนเวียนของโลกเพิ่มต่อเนื่อง ในประเทศไทย รัฐมีเป้าหมายเพิ่มสัดส่วนพลังงานหมุนเวียนเป็น 30% ในปี 2036 จาก 13% ในปี 2015 แต่จากอัตราส่วนการใช้ไฟฟ้ากับกำลังผลิตไฟฟ้า (Reserve margin) ปัจจุบันที่ยังสูงกว่า 30% จึงมีแนวโน้มการเปิดประมูลขายไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนรอบใหม่จะยังไม่เกิดขึ้นในช่วงใกล้นี้ อย่างไรก็ตาม ยังมีโอกาสในประเทศภูมิภาคเอเชียอื่นๆ โดยเฉพาะใน ญี่ปุ่น ซึ่งเป็นเป้าหมายสำคัญของบริษัท ซึ่งมีนโยบายเพิ่มสัดส่วนของโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน เป็น 22-24% ภายในปี 2030

## คาดการณ์กำไรปี 2018 โตเล็กน้อย แต่ปี 2019 โตสูง 133.3% จากขายโครงการที่พัฒนาในญี่ปุ่น ในครึ่งปีหลัง

คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2018 โต 10.6% เป็น 21 ล้านบาท จากปีก่อนที่มีค่าใช้จ่าย SG&A เพิ่มมาก ก่อนจะโตแรงเกือบเท่าตัว Y-Y ในปี 2019 เป็น 50 ล้านบาท จากการรับรู้รายได้จากการขายโครงการโรงไฟฟ้าชีวมวลที่พัฒนาในญี่ปุ่น 1 โครงการ แก่ลูกค้าเป้าหมายได้ในช่วง 2H19 และเป็นกำไร 54 ล้านบาท ในปี 2020 จากการขายโครงการในญี่ปุ่นอีก 1 โครงการ

## ประเมินมูลค่าที่เหมาะสมปี 2019 ได้เท่ากับ 2.10 บาท

เราประเมินมูลค่าหุ้น SAAM ในปี 2019 ที่ 2.10 บาท อิง PE Multiplier ที่ 12.5 เท่า Discount จาก SET PE ที่ประมาณ 15 เท่า สะท้อนปัจจัยความเสี่ยงความไม่แน่นอนของการรับรู้รายได้ขายโครงการโรงไฟฟ้าที่พัฒนาในญี่ปุ่น และข้อพิพาททางกฎหมายของโครงการ SAAM-SP2

**ลักษณะการประกอบธุรกิจ**

**ธุรกิจของกลุ่มบริษัทฯ แบ่งเป็น 3 ส่วนหลัก ดังนี้**

**1) ธุรกิจจัดหาสถานที่ตั้งและให้บริการที่เกี่ยวข้องภายในโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน**

**โครงการที่อยู่ระหว่างดำเนินการให้บริการ**

กลุ่มบริษัทฯ (SAAM) เป็นผู้ลงทุนจัดหาเพื่อให้ได้มาซึ่งสิทธิในการใช้ที่ดิน ไม่ว่าจะสิทธิการเช่า หรือการรับโอนกรรมสิทธิ์ในที่ดิน เพื่อให้กลุ่มบริษัท บางกอกโซลาร์ พาวเวอร์ จำกัด (“BSP”) (กลุ่มบริษัทในเครือของบริษัทสายไฟฟ้าบางกอกเคเบิ้ล จำกัด ซึ่งดำเนินธุรกิจผลิตและจำหน่ายสายไฟฟ้าและสายเคเบิลในประเทศ และเป็นหนึ่งในผู้ริเริ่มผลิตแผงเซลล์แสงอาทิตย์ในประเทศไทย) ใช้เป็นที่ตั้งโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์แบบติดตั้งบนพื้นดิน รวมถึงให้บริการดูแลความปลอดภัยและรักษาความสะอาดทรัพย์สินและอุปกรณ์บริเวณโครงการตามระยะเวลาของสัญญา โดยได้รับค่าตอบแทนจากการให้บริการดังกล่าวเป็นรายเดือนตลอดอายุสัญญา 20 ปี หรือ 25 ปี

ปัจจุบัน SAAM จัดหาสถานที่ตั้งและให้บริการที่เกี่ยวข้องภายในโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในประเทศที่ดำเนินการร่วมกับกลุ่ม BSP ซึ่งเปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์แล้ว รวม 17 โครงการ ในพื้นที่จังหวัดอ่างทอง เพชรบุรี ลพบุรี อุบลราชธานี และประจวบคีรีขันธ์ บนพื้นที่กว่า 750 ไร่ กำลังผลิตตามสัญญารวม 41.1 เมกะวัตต์ (MW)

**2) ธุรกิจลงทุนในกิจการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ ที่ จ.ลพบุรี ขนาด 2 MW**

บริษัทดำเนินการกิจการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์แบบติดตั้งบนพื้นดิน จำนวน 1 โครงการ ตั้งอยู่ที่อำเภอนานาคัน จังหวัดลพบุรี ปริมาณพลังงานไฟฟ้าเสนอขายตามสัญญาและกำลังการผลิตติดตั้ง 2.0 MW ภายใต้ระบบการรับซื้อไฟฟ้าแบบ FIT ในอัตราซื้อไฟฟ้า 5.66 บาทต่อกิโลวัตต์-ชั่วโมง ระยะเวลาเสนอขายตามสัญญา 25 ปี ดำเนินการผลิตและจำหน่ายไฟฟ้าเชิงพาณิชย์แล้ว ตั้งแต่วันที่ 30 ธันวาคม 2015 โดยบ.ย่อย คือ บริษัท เอสเอเอเอ็ม โซลาร์ พาวเวอร์ วัน จำกัด (“SAAM-SP1”) ซึ่งถือหุ้น 100%

**3) ธุรกิจพัฒนาโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนเพื่อจำหน่าย**

**3.1 โครงการที่อยู่ระหว่างดำเนินการพัฒนาในต่างประเทศ - 2 โครงการในญี่ปุ่น**

ณ สิ้น 2Q18 กลุ่มบริษัทฯ ได้ดำเนินการพัฒนา 2 โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนชีวมวลในประเทศญี่ปุ่น โดยเป็นโครงการที่พัฒนาจนได้รับใบอนุญาตให้เชื่อมต่อระบบไฟฟ้าแรงสูง (Grid Interconnection Approval) ซึ่งออกโดยผู้ประกอบกิจการไฟฟ้าเอกชนในแต่ละภูมิภาค และใบอนุญาตสนับสนุนค่าไฟฟ้า (METI Certification) ซึ่งออกโดยกระทรวงเศรษฐกิจ การค้า และอุตสาหกรรม (Ministry of Economy, Trade and Industry (“METI”)) ประเทศญี่ปุ่น เมื่อวันที่ 27 มีนาคม 2018 ดังนี้

กลุ่มบริษัทฯ ได้ลงนามในสัญญาเพื่อกำหนดกรอบการพัฒนา 2 โครงการดังกล่าวกับลูกค้าแล้ว ทั้งนี้ ณ สิ้น 2Q18 กลุ่มบริษัทฯ อยู่ระหว่างดำเนินการพัฒนาโครงการดังกล่าวจนเป็นโครงการที่พร้อมก่อสร้างเพื่อส่งมอบให้กับลูกค้าตามเงื่อนไขของสัญญา กล่าวคือ หากกลุ่มบริษัทฯ จัดเตรียมเอกสารที่จำเป็นเพื่อให้ได้มาซึ่งใบอนุญาตดำเนินการธุรกิจ รวมถึงการจัดหาหนังสือแจ้งผลการพิจารณาอนุมัติวงเงินสินเชื่อ ซึ่งคาดว่าจะรับรู้รายได้ใน 2H19 หลังการส่งมอบโครงการและทำการโอนขายเงินลงทุนในบริษัทดังกล่าว ให้แก่ลูกค้าเพื่อเข้าดำเนินการลงทุนก่อสร้างโรงไฟฟ้าและเข้าทำสัญญาซื้อขายไฟฟ้ากับผู้ประกอบกิจการไฟฟ้าคือ Kyushu Electric Power ต่อไป

- โครงการ SAAM Oita 01 Biomass Power กำลังการผลิตติดตั้ง 19.9 MW

	รายละเอียด
ดำเนินการโดย	Biomass Power Three GK (“BMP-3”)
สัดส่วนการถือหุ้น	100% (นับรวมการถือหุ้นทั้งทางตรงและทางอ้อม)
สถานะโครงการ	- ได้รับใบอนุญาตสนับสนุนค่าไฟฟ้า (METI Certification) จาก METI แล้ว - ได้ลงนามในสัญญาเพื่อกำหนดกรอบการพัฒนาโครงการกับลูกค้ารายหนึ่งแล้ว
ผู้รับซื้อไฟฟ้า	ผู้ประกอบการไฟฟ้าเอกชนในภูมิภาค คือ Kyushu Electric Power
ที่ตั้งโครงการ	Oita City, Oita Prefecture, Japan
ขนาดพื้นที่	ประมาณ 70,000 ตารางเมตร
ชนิดของเชื้อเพลิง	ชีวมวลอัดเม็ด (Wood Pellet)
กำลังการผลิตติดตั้ง	19.9 MW
ระยะเวลาซื้อขายไฟฟ้า	20 ปี
ราคารับซื้อไฟฟ้า	FiT 24 เยนต่อกิโลวัตต์-ชั่วโมง

- โครงการ SAAM Oita 02 Biomass Power กำลังการผลิตติดตั้ง 19.9 MW

หัวข้อ	รายละเอียด
ดำเนินการโดย	Biomass Power Four GK (“BMP-4”)
สัดส่วนการถือหุ้น	100% (นับรวมการถือหุ้นทั้งทางตรงและทางอ้อม)
สถานะโครงการ	- ได้รับใบอนุญาตสนับสนุนค่าไฟฟ้า (METI Certification) จาก METI แล้ว - ได้ลงนามในสัญญาเพื่อกำหนดกรอบการพัฒนาโครงการกับลูกค้ารายหนึ่งแล้ว
ผู้รับซื้อไฟฟ้า	ผู้ประกอบการไฟฟ้าเอกชนในภูมิภาคคือ Kyushu Electric Power
ที่ตั้งโครงการ	Oita City, Oita Prefecture, Japan
ขนาดพื้นที่	ประมาณ 70,000 ตารางเมตร
ชนิดของเชื้อเพลิง	ชีวมวลอัดเม็ด (Wood Pellet)
กำลังการผลิตติดตั้ง	19.9 MW
ระยะเวลาซื้อขายไฟฟ้า	20 ปี
ราคารับซื้อไฟฟ้า	FiT 24 เยนต่อกิโลวัตต์-ชั่วโมง

Source: SAAM

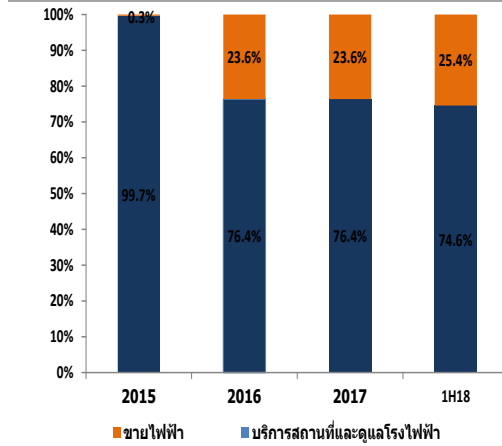
### 3.2 โครงการที่อยู่ระหว่างศึกษา

กลุ่มบริษัท มีโครงการที่อยู่ระหว่างการศึกษาระหว่างการศึกษาระหว่างบริษัทย่อย 6 บริษัท นอกจากนี้ ยังมีเป้าหมายที่จะทำการศึกษาเพื่อเข้าร่วมลงทุนกับบริษัทอื่น ในธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน ภายในปี 2020 ได้แก่ ธุรกิจจัดหาวัตถุดิบเชื้อเพลิง ธุรกิจผลิตและจำหน่ายเชื้อเพลิงชีวมวล และธุรกิจให้บริการด้านการปฏิบัติการและบำรุงรักษา เป็นต้น

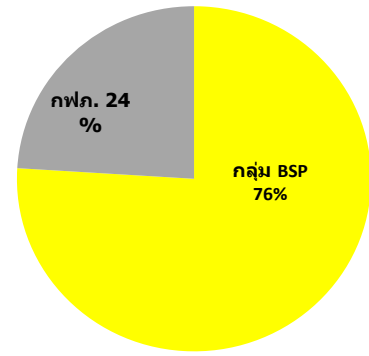
**โครงสร้างรายได้**

รายได้หลักของกลุ่มบริษัท สัดส่วน 75-76% มาจากธุรกิจจัดหาสถานที่ตั้งและให้บริการที่เกี่ยวข้องภายในโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน ร่วมกับกลุ่ม BSP ที่เหลือ 24-25% มาจากรายได้จากการขายไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์

**สัดส่วนรายได้แบ่งตามกลุ่มธุรกิจ**



**สัดส่วนรายได้แบ่งตามลูกค้า 2017**



Source: SAAM, Finansia Research Estimates

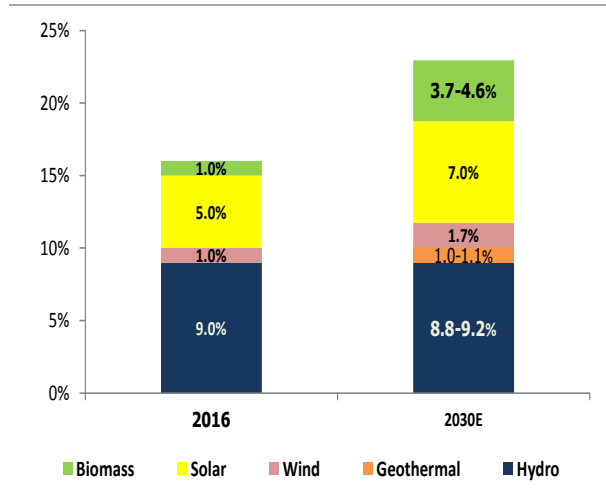
**ประเด็นการลงทุน**

มีโอกาสดำเนินโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนในเอเชีย โดยเฉพาะในประเทศไทย

รัฐบาลญี่ปุ่นมีนโยบายเพิ่มสัดส่วนของโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน เป็น 22-24% ภายในปี 2030

METI (Ministry of Economy, Trade and Industry) ได้วางเป้าหมายเพิ่มสัดส่วนการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียน จาก 10% ในปี 2011 เป็น 22 - 24% ของกำลังการผลิตไฟฟ้าทั้งหมดภายในปี 2030 โดยสัดส่วนการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนในปี 2030 คาดว่าจะมาจากพลังงานแสงอาทิตย์ 7.0% พลังงานลม 1.7% พลังงานความร้อนใต้พิภพ 1.0 – 1.1% และพลังงานน้ำ 8.8 – 9.2% และในส่วนของพลังงานชีวมวลที่ 3.7 - 4.6% เพิ่มจากปี 2016 ซึ่งเป็นสัดส่วนเพียง 1.0%

**สัดส่วนการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนตามประเภทเชื้อเพลิงปี 2016 และเป้าหมายปี 2030**



Source: METI

**SAAM มีเป้าหมายพัฒนาและจำหน่ายโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน รวม 100 MW ภายในปี 2020**

ทีมผู้บริหารของ SAAM มีความผู้เชี่ยวชาญในการพัฒนาโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนทั้งในและต่างประเทศ เป็นระยะเวลาเกินกว่า 10 ปี และภายในปี 2020 บริษัท มีเป้าหมายที่จะพัฒนาโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน รวม 100 MW โดยรวม 2 โครงการ รวม 40 MW ในญี่ปุ่นดังกล่าว ที่ได้ลงนามในสัญญาเพื่อกำหนดกรอบการพัฒนาที่ลูกค้าแล้ว ซึ่งจะสร้างการเติบโตของผลการดำเนินงานในช่วงปี 2019-2020 และที่อยู่ระหว่างศึกษาผ่านบริษัทย่อย 6 บริษัท นอกจากนี้ ยังมีแผนเข้าร่วมลงทุนในบริษัทอื่นซึ่งเป็นผู้ดำเนินธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน เช่น โครงการผลิตเชื้อเพลิงชีวมวลอัดเม็ด (Wood Pellet) ในราวปี 2020 ซึ่งเรายังไม่รวมในประมาณการ เนื่องจากขาดรายละเอียดของโครงการ และการเข้าร่วมลงทุนในกิจการโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนที่กลุ่มบริษัท ได้พัฒนามา ซึ่งจะเพิ่มรายได้ที่มีความแน่นอนในอนาคต

**ผลการดำเนินงานในอดีต และคาดการณ์ในอนาคต**

**กำไรเติบโตสูงปี 2016 แต่อ่อนลงในปี 2017 จากค่าใช้จ่ายพิเศษและค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับการขยายธุรกิจ**

บริษัทมีรายได้รวมในปี 2016 เพิ่มขึ้นจาก 31 ล้านบาท ในปีก่อน เป็น 73 ล้านบาท จากการให้บริการตามสัญญาระยะยาวสำหรับโครงการโรงไฟฟ้าของลูกค้าภายใต้ SAAM-3 เพิ่มจำนวน 10 โครงการ จากปีก่อนที่ 7 โครงการ และมีรายได้จากการขายไฟฟ้าของโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ของ SAAM-SP1 ซึ่งเริ่มเปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ช่วงปลายปี 2015 และปี 2017 มีรายได้ใกล้เคียงกัน ที่ 72 ล้านบาท

อัตรากำไรขั้นต้น (Gross margin) เพิ่มขึ้นจาก 66.3% ในปี 2015 เป็น 73.0% ในปี 2016 จากการบริหารจัดการต้นทุนค่าแรง ค่าจ้างงานบริการดูแลความปลอดภัยและทำความสะอาดทรัพย์สินบริเวณโครงการมีประสิทธิภาพมากขึ้น รวมทั้งไม่มีต้นทุนค่าเช่าที่ดินหลักสำหรับการให้บริการโครงการใหม่ภายใต้ SAAM-3 เนื่องจากเป็นเจ้าของที่ดินในพื้นที่หลักที่เป็นที่ตั้งโครงการ แต่ปี 2017 Gross margin ลดลงเล็กน้อยเป็น 71.2% จากต้นทุนค่าบริการที่เกี่ยวข้องกับการพัฒนาโครงการในต่างประเทศเพิ่มขึ้น นอกจากนี้ ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (SG&A) เพิ่มขึ้นมากในปีดังกล่าว จากการว่าจ้างพนักงานและผู้บริหาร มีค่าใช้จ่ายที่ปรึกษากฎหมายในการดำเนินการเกี่ยวกับข้อพิพาทของโครงการ SAAM-SP2 การรับรู้ผลขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนที่ยังไม่เกิดขึ้นจริงของสินทรัพย์เงินมัดจำค่าอุปกรณ์ และค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาและพัฒนาโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนในต่างประเทศ

โดยรวม กำไรสุทธิปี 2016 โต 6.5 เท่าตัวจากปี 2015 ที่ 4 ล้านบาท เป็น 31 ล้านบาท แต่ลดลงเป็น 19 ล้านบาท ในปี 2017

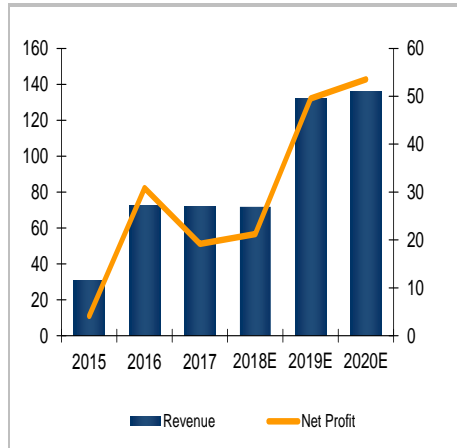
**กำไร 1H18 และคาดทั้งปี 2018 โตเล็กน้อย Y-Y**

กำไรในช่วง 1H18 โตเล็กน้อย 4.0% อยู่ที่ 12 ล้านบาท จากรายได้ที่ทรงตัว เนื่องจากไม่มีโครงการใหม่ Gross margin ยังสูงที่ 73.6% เพิ่มขึ้นจาก 1H17 ที่ 71.3% จากต้นทุนลดลง และคาดทั้งปี 2018 กำไรโต 10.6% เป็น 21 ล้านบาท จากปีก่อนที่กำไรลดลงเป็น 19 ล้านบาท จากค่าใช้จ่าย SG&A เพิ่มมากดังกล่าว

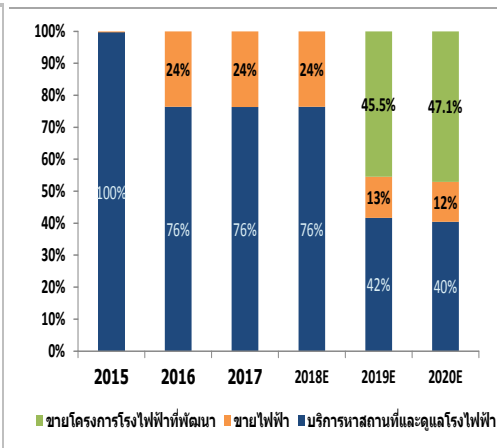
**คาดกำไรปี 2019 เพิ่มขึ้น 133.3% Y-Y จากรายได้ขายโครงการที่พัฒนา 1 โครงการในญี่ปุ่น ในครึ่งปีหลัง**

คาดว่ารายได้รวมในปี 2019 จะเพิ่มขึ้น 83.5% Y-Y เป็น 132 ล้านบาท จากการรับรู้รายได้จากการขาย 1 โครงการที่พัฒนาในญี่ปุ่น แก่ลูกค้าเป้าหมายได้ในช่วง 2H19 ส่งผลให้กำไรจะเพิ่มสูง 133.3% เป็น 50 ล้านบาท ในปี 2019 และเป็น 54 ล้านบาท ในปี 2020 จากคาดการณ์รายได้ขายโครงการอีก 1 โครงการ มูลค่าใกล้เคียงกัน

**รายได้รวมและกำไรสุทธิ (ล้านบาท)**



**Revenue Mix (%)**



Source: SAAM, Finansia Research Estimates

**ประเมินมูลค่าเหมาะสม**

เนื่องจากไม่มีผู้ประกอบการใน SET และ MAI ที่สามารถนำมาใช้ประเมินมูลค่าเชิงเปรียบเทียบกับ SAAM โดยตรง เราจึงเลือกประเมินมูลค่าหุ้น SAAM ในปี 2019 ด้วยวิธี Relative PE โดยอิง PE Multiplier ที่ 12.5 เท่า Discount จาก SET PE ที่ระดับ 15 เท่า สะท้อนปัจจัยเสี่ยงของรายได้จากการขายโครงการโรงไฟฟ้าที่พัฒนาในญี่ปุ่น และ ข้อพิพาททางกฎหมายของโครงการ SAAM-SP2 ได้ราคาที่เหมาะสมเท่ากับ 2.10 บาทต่อหุ้น

**โครงสร้างการถือหุ้น การเพิ่มทุน และนโยบายการจ่ายเงินปันผล**

SAAM มีแผนขายหุ้น IPO จำนวน 80 ล้านหุ้น (ราคาพาร์ 0.50 บาทต่อหุ้น) เสนอขายต่อประชาชนทั่วไป โดยภายหลัง IPO บริษัทจะมีทุนชำระแล้วเพิ่มขึ้นเป็น 150 ล้านบาท จากปัจจุบันที่มีทุนชำระแล้ว 110 ล้านบาท

**วัตถุประสงค์การเพิ่มทุนครั้งนี้**

- (1) ใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนสำหรับโครงการที่อยู่ระหว่างดำเนินการพัฒนาเพื่อส่งมอบให้แก่ลูกค้า
- (2) ใช้เป็นเงินทุนเพื่อเข้าร่วมในบริษัทอื่น ในธุรกิจเกี่ยวเนื่องกับการดำเนินงานโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน
- (3) ใช้ชำระคืนเงินกู้ยืมสถาบันการเงิน
- (4) ใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนของบริษัทฯ

**นโยบายจ่ายเงินปันผล**

ไม่น้อยกว่า 40% ของกำไรสุทธิหลังหักภาษีเงินได้นิติบุคคลของงบการเงินเฉพาะกิจการของบริษัทฯ หรือบริษัทย่อย และหลังหักสำรองตามกฎหมายกำหนดและอื่นๆ ทั้งนี้ ขึ้นกับผลการดำเนินงาน ฐานะทางการเงิน สภาพคล่อง ความจำเป็นในการใช้เงินหมุนเวียน แผนการขยายธุรกิจในอนาคต และปัจจัยอื่นๆ

**โครงสร้างผู้ถือหุ้น**

รายชื่อผู้ถือหุ้น	ก่อน IPO	หลัง IPO
1. กลุ่มนายพดด้วง คงคามี และคู่สมรส	90.91%	66.67%
2. นายโสฬส คงคามี	9.09%	6.67%
3. ประชาชนทั่วไป (IPO)	-	26.67%

Source: Filing



**ปัจจัยเสี่ยง****ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงลูกค้าราย**

ปัจจุบัน กลุ่มบริษัท มีรายได้จากการประกอบธุรกิจจากการเข้าทำสัญญาระยะยาวกับกลุ่มลูกค้า 2 ราย ได้แก่ กลุ่ม BSP และการไฟฟ้าส่วนภูมิภาค (“กฟภ.”) อย่างไรก็ตาม กลุ่มบริษัท มีการควบคุมดูแลและติดตามการดำเนินงานของเจ้าหน้าที่ที่ปฏิบัติงานประจำแต่ละโครงการ ผ่านการรายงานผลปฏิบัติงานเป็นประจำ โดยมีวิศวกรจัดเก็บข้อมูลเพื่อจัดทำรายงานผลการดำเนินงานเป็นรายเดือน ตลอดจนประสานงานเพื่ออำนวยความสะดวกและรักษาความสัมพันธ์อันดีกับลูกค้ากลุ่มดังกล่าว

**ความเสี่ยงจากความไม่แน่นอนของความสำเร็จในการพัฒนาโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนในประเทศญี่ปุ่นเพื่อจำหน่าย และผลตอบแทนจากการพัฒนาโครงการอาจไม่เป็นไปตามที่คาดการณ์**

กลุ่มบริษัท อยู่ระหว่างการดำเนินการพัฒนาโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนในประเทศญี่ปุ่น เพื่อเสนอขายโครงการแก่กลุ่มลูกค้าเป้าหมาย เช่น ผู้ดำเนินธุรกิจผลิตและจำหน่ายไฟฟ้า และลูกค้าองค์กรภาคเอกชนที่มีความสนใจลงทุน เป็นต้น ความสำเร็จในการพัฒนาโครงการ ขึ้นกับปัจจัยหลายด้าน โดยในปัจจุบัน กลุ่มบริษัท มีโครงการที่อยู่ระหว่างการศึกษารายงานผ่านบริษัทย่อย 6 บริษัท และโครงการที่อยู่ระหว่างการพัฒนาจำนวนรวม 2 โครงการ และได้มีการบันทึกต้นทุนงานโครงการระหว่างทำที่เกิดขึ้นแล้วจำนวนเท่ากับ 11.72 ล้านบาท ณ สิ้นงวด 2Q18 โดยอาจมีความเสี่ยงจากความไม่แน่นอนของความสำเร็จในการดำเนินการพัฒนาโครงการดังกล่าว ความเสี่ยงจากการที่ผลตอบแทนจากการดำเนินการลงทุนและพัฒนาในโครงการดังกล่าว อาจไม่เป็นไปตามที่คาดการณ์ หรืออาจสูญเสียเงินลงทุนจากการพัฒนาในโครงการดังกล่าว หรืออาจสูญเสียโอกาสในการลงทุนในโครงการอื่น หากโครงการดังกล่าวไม่ประสบผลสำเร็จ

**ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายของภาครัฐและหน่วยงานราชการอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้อง****ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงผู้บริหารระดับสูงที่มีความสำคัญ****ความเสี่ยงอันเนื่องมาจากคดีความทางกฎหมายซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อมูลค่าของสินทรัพย์ที่บันทึกในงบการเงินรวม สำหรับโครงการของ SAAM-SP2**

กลุ่มบริษัท มีความเสี่ยงจากคดีความทางกฎหมายที่ยังไม่สิ้นสุดระหว่าง SAAM-SP2 (“ผู้ฟ้องคดี”) กับ กฟภ. คณะกรรมการกำกับกิจการพลังงาน (“กกพ.”) และสำนักงานคณะกรรมการกำกับกิจการพลังงาน (“สกพ.”) (รวมเรียกว่า “ผู้ถูกฟ้องคดี”) เนื่องจากการขอย้ายสถานที่ตั้งโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ และขอย้ายระยะเวลากำหนดวันจ่ายไฟฟ้าเข้าระบบพาณิชย์ (“SCOD”) เนื่องจากมีประชาชนในพื้นที่ปิดล้อมเพื่อประท้วงและต่อต้านการดำเนินโครงการดังกล่าวในพื้นที่ ส่งผลให้ SAAM-SP2 ไม่สามารถดำเนินโครงการโรงไฟฟ้าได้ตามสัญญาซื้อขายไฟฟ้ากับ กฟภ. ที่ได้ลงนามเมื่อวันที่ 12 พฤษภาคม 2015 สำหรับโครงการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานแสงอาทิตย์แบบติดตั้งบนพื้นดิน ซึ่งมีจุดรับซื้ออยู่ที่ตำบลลิ้ง อำเภอนาหว้า จังหวัดบึงกาฬ ในปริมาณพลังงานไฟฟ้าสูงสุด 2.0 เมกะวัตต์ โดยมีกำหนดวัน SCOD ภายในวันที่ 31 ธันวาคม 2015

ทั้งนี้ ในขณะที่อยู่ระหว่างการดำเนินการขอย้ายสถานที่ตั้งโครงการดังกล่าวต่อหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง SAAM-SP2 มีค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับโครงการ ณ สถานที่ตั้งแห่งใหม่จำนวนหนึ่ง โดยข้อมูลจากงบการเงิน สิ้นงวด 2Q18 แสดงรายการเงินมัดจำซึ่งเป็นการจ่ายเงินล่วงหน้าค่าอุปกรณ์และก่อสร้างที่เกี่ยวข้องกับโครงการดังกล่าวจำนวน 25.20 ล้านบาท และสินทรัพย์ระหว่างก่อสร้างจำนวน 4.56 ล้านบาท หรือคิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 14.42 และร้อยละ 2.61 ของส่วนของผู้ถือหุ้นตามงบการเงินรวม ตามลำดับ ดังนั้น หากผลของคดีเป็นที่สิ้นสุดและปรากฏว่า SAAM-SP2 ไม่สามารถเรียกร้องค่าเสียหาย และ/หรือไม่สามารถขอย้ายโครงการไปยังพื้นที่ใหม่ที่ประสงค์ เพื่อดำเนินโครงการโรงไฟฟ้าได้แล้วนั้น อาจส่งผลให้กลุ่มบริษัท ต้องพิจารณามูลค่าที่สามารถเรียกคืนได้ของรายการสินทรัพย์ดังกล่าวซึ่งอาจส่งผลกระทบต่องบการเงินรวมของบริษัทฯ อย่างมีนัยสำคัญได้ หากมีการพิจารณาดัดจำหน่ายมูลค่ารายการดังกล่าวทั้งจำนวนหรือบางส่วนจากการต่อค่าของสินทรัพย์ และ/หรือการโดนริบเงินจ่ายล่วงหน้าดังกล่าว

**Income Statement (Consolidated)**

(Bt mn)	2015	2016	2017	2018E	2019E
Revenue	31	73	72	72	132
Cost of sales	10	20	21	20	38
Gross profit	20	53	51	52	94
SG&A	15	13	24	21	28
Operating profit	6	40	27	31	67
Other income	0	1	2	1	1
EBIT	6	41	29	32	68
EBITDA	8	48	34	40	75
Interest charge	2	7	6	6	6
Tax on income	0	4	4	5	12
Normalized earnings	4	31	19	21	50
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Net profit	4	31	19	21	50

**Cash Flow Statement (Consolidated)**

(Bt mn)	2015	2016	2017	2018E	2019E
Net profit		31	19	21	50
Deprec. & amortization		7	6	8	8
Change in working capital		-2	10	-15	-9
Other adjustments		0	0	0	0
Cash flow from operations		36	35	14	48
Cash flow from investing		-1	4	-41	-22
Free cash flow		35	38	-27	26
Net borrowings		-28	-26	0	-20
Equity capital raised		0	0	96	0
Dividends paid		-6	-4	-8	-20
Others		0	-1	1	0
Cash flow from financing		-34	-31	88	-39
Net change in cash		1	8	60	-13

**Balance Sheet (Consolidated)**

(Bt mn)	2015	2016	2017	2018E	2019E
Cash	19	20	28	88	75
Accounts receivable	18	15	9	12	22
Inventory	0	0	0	0	0
Other current assets	6	7	6	22	26
Total current assets	44	42	42	121	123
Investments	0	82	82	82	82
PPE	191	141	137	140	142
Other assets	86	47	41	71	83
Total assets	320	312	302	415	431
Short-term loans	21	7	0	0	0
Accounts payable	13	5	5	4	8
Current maturities	11	13	16	20	20
Other current liabilities	1	2	2	2	3
Total current liabilities	46	27	23	27	32
Long-term debt	150	135	117	116	96
Other non-current liab.	1	1	1	1	2
Total non-current liab.	151	136	118	117	98
Total liabilities	196	164	140	144	130
Registered capital	110	110	110	150	150
Paid up capital	110	110	110	150	150
Legal reserve	0	1	1	1	1
Retained earnings	13	37	51	65	94
Minority Interests	0	0	0	0	0
Shareholders' equity	123	148	162	271	301

**Important Ratios (Consolidated)**

	2015	2016	2017	2018E	2019E
<b>Growth (%)</b>					
Revenue		135.3	-0.9	0.0	83.5
EBITDA		514.9	-28.4	14.8	91.1
Net profit		652.0	-37.8	10.6	133.3
Normalized earnings		652.0	-37.8	10.6	133.3
<b>Profitability (%)</b>					
Gross profit margin	66.3	73.0	71.2	72.8	71.5
EBIT margin	19.6	56.7	40.1	44.5	51.3
Normalized profit margin	13.3	42.5	26.7	29.5	37.6
Net profit margin	13.3	42.5	26.7	29.5	37.6
Normalized ROA	1.3	9.9	6.3	5.1	11.5
Normalize ROE	3.3	20.9	11.8	7.8	16.4
<b>Risk (x)</b>					
D/E	1.6	1.1	0.9	0.5	0.4
Net D/E	1.4	1.0	0.7	0.2	0.2
<b>Per share data (Bt)</b>					
Reported EPS	0.02	0.14	0.09	0.07	0.17
Normalized EPS	0.02	0.14	0.09	0.07	0.17
FCF	0.00	0.16	0.17	-0.09	0.09
Book value	0.56	0.67	0.74	0.91	1.00
Dividend	0.00	0.03	0.02	0.03	0.07
Par	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
<b>Valuations (x)</b>					
P/E*	96.6	12.8	20.6	25.4	10.9
Norm P/E*	96.6	12.8	20.6	25.4	10.9
P/BV*	3.2	2.7	2.4	2.0	1.8
EV/EBITDA*	73.3	11.2	14.8	15.1	7.9
Dividend yield (%)*	-	1.7	1.0	1.6	3.7

Source: Company data, Finansia Research Estimates

Note: \*at IPO Price



**บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)**

<b>สำนักงานใหญ่</b> 999/9 อาคารดิ ออฟฟิศแอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	<b>สำนักงานไทยซัมมิท ทาวเวอร์</b> (สำนักงานสนับสนุน) 1768 อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 5, 31 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง จ.กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา อัลมาลิงค์</b> 25 อาคารอัลมาลิงค์ ชั้น 9,14,15 ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา อัมรินทร์ ทาวเวอร์</b> 496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา เซ็นทรัลพลาซ่า 1</b> 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล พลาซ่า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร
<b>สาขา บางกะปิ</b> 3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ จ.กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา บางนา</b> 589 หมู่ 12 อาคารชุดทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 589/105 (เดิม 1093/105) ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา เขตบางนา จ.กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา ลินธอร์ 1</b> 130-132 อาคารลินธอร์ ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา เคียนหวน (ลินธอร์ 2)</b> 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา ลินธอร์ 3</b> 130-132 อาคารลินธอร์ ทาวเวอร์ 3 ชั้น 19 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร
<b>สาขา ลาดพร้าว</b> 555 อาคารราส ทาวเวอร์ 2 ยูนิท 1106 ชั้น 11 ถ.พหลโยธิน แขวงจตุจักร เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา ประชาชื่น</b> 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา รังสิต</b> 1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17 ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี	<b>สาขา อัมคูลราฮิม</b> 990 อาคารอัมคูลราฮิมเพลส ชั้น 12 ห้อง 1210 ถ.พระราม 4 แขวงสีลม เขตบางรัก จ.กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา รัตนนิมิตร์</b> 576 ถ.รัตนนิมิตร์ ต.บางกระสอบ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี
<b>สาขา ศรีราชา</b> 135/99 (ตึกคอม ชั้น G) ถนนสุขุมวิท ต.ศรีราชา อ.ศรีราชา จ.ชลบุรี	<b>สาขา ขอนแก่น 1</b> 311/16 ชั้น 2 ถ.กลางเมือง ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น	<b>สาขา ขอนแก่น 2</b> เลขที่ 26/9 หมู่ที่ 7 ชั้น 2 ต.ศรีจันทร์ใหม่ ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น	<b>สาขา ขอนแก่น 3</b> 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่ง) ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น	<b>สาขา อุดรธานี</b> 197/29, 213/3 ถ.อุดรชัย ๓. หนองแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี
<b>สาขา เชียงใหม่ 1</b> 308 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่	<b>สาขา เชียงใหม่ 2</b> 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่	<b>สาขา เชียงใหม่ 3</b> อาคารมะลิเพลส 32/4 หมู่ที่ 2 ชั้น 1 ห้อง B1-1, B1-2 ต.แม่ฝ้าย อ.เมืองเชียงใหม่ เชียงใหม่	<b>สาขา เชียงราย</b> 353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย	<b>สาขา แม่สาย</b> 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย
<b>สาขา นครราชสีมา</b> 1242/2 ห้อง A3 ชั้น 7 สำนักงานเดอะมอลล์ นครราชสีมา ถ.มิตรภาพ ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา	<b>สาขา สมุทรสาคร</b> 813/30 ถ.นเรศวร ต.มหาชัย อ.เมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร	<b>สาขา ภูเก็ต</b> 22/18 ถ.หลวงพ่อดีดลอง ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต	<b>สาขา หาดใหญ่ 1</b> 200/221, 200/223 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา	<b>สาขา หาดใหญ่ 2</b> 106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา
<b>สาขา หาดใหญ่ 3</b> 200/222, 200/224, 200/226 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา	<b>สาขา ตรัง</b> 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง	<b>สาขา สุราษฎร์ธานี</b> 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี	<b>สาขา ปัตตานี</b> 300/69-70 หมู่ 4 ต.สุระมิละ อ.เมือง จ.ปัตตานี	

**คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน**

BUY	"ซื้อ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน <b>ต่ำกว่า</b> มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 10%
HOLD	"ถือ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน <b>ต่ำกว่า</b> มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 0% - 10%
SELL	"ขาย" เนื่องจากราคาปัจจุบัน <b>สูงกว่า</b> มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
TRADING BUY	"ซื้อเก็งกำไรระยะสั้น" เนื่องจากมีประเด็นที่มีผลบวกต่อราคาหุ้นในระยะสั้น แม้ว่าราคาปัจจุบันจะสูงกว่ามูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
OVERWEIGHT	"ลงทุนมากกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ <b>สูงกว่า ตลาด</b>
NEUTRAL	"ลงทุนเท่ากับตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ <b>เท่ากับ ตลาด</b>
UNDERWEIGHT	"ลงทุนน้อยกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ <b>ต่ำกว่า ตลาด</b>

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

**DISCLAIMER:** รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อว่าหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน 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 2018

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 โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของ บริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของ บริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

**โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)**

- ข้อมูล CG Score ประจำปี 2561 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 31 สิงหาคม 2561) มี 2 กลุ่ม คือ
  - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC (Declared)
  - ได้รับการรับรอง CAC (Certified)