

VL (VL TB)

บมจ. วี.แอล.เอ็นเตอร์ไพรส์

Current	Previous	IPO Price	2019 TP	Exp Return	THAI CAC	CG 2018
--	--	1.75	2.24	+ 28.0%	N/A	N/R

Consolidated earnings

ผู้ออกหลักทรัพย์	VL
จำนวนหุ้น IPO (ล้านหุ้น)	280 ล้านหุ้น
มูลค่าหุ้นที่ตราไว้ (บาท)	0.50
ระยะเวลาจองซื้อ	7-9 พ.ค. 2019
วันที่เริ่มทำการซื้อขาย	21 พ.ค. 2019
ที่ปรึกษาทางการเงิน	บล.โกลเบล็ก
ผู้จัดการการจัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่าย	บล.โกลเบล็ก
Sector	Service-MAI

Consolidated earnings

(Bt mn)	2017	2018	2019E	2020E
Normalized profit	74	61	90	123
Net profit	74	61	90	123
EPS (Bt)-Norm	0.37	0.10	0.11	0.15
EPS (Bt)	0.37	0.10	0.11	0.15
% EPS growth	-7.3	-72.3	10.5	36.9
Dividend (Bt)	0.48	0.04	0.04	0.06
BV/share (Bt)	2.77	2.66	0.69	1.68
EV/EBITDA (x)	5.0	4.6	2.9	5.1
PER (x) - Norm	4.8	17.2	15.6	11.4
PER (x)	4.8	17.2	15.6	11.4
PBV(x)	0.6	0.7	2.5	1.0
Dividend yield (%)	27.2	2.2	2.4	3.3
ROE (%)	12.9	10.2	8.9	9.5
No. of shares- full dilution	200	600	800	800
Par (Bt)	0.50	0.50	0.50	0.50

Source: Company data, FSS estimates

หมายเหตุ : บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเข้าร่วมเป็นผู้จัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัท วี.แอล.เอ็นเตอร์ไพรส์ จำกัด (มหาชน) ที่เสนอขายต่อประชาชนเป็นครั้งแรก

Analyst: Jitra Amornthum

Register No.: 014530

Tel.: +662 646 9966

email: jitra.a@fnsyrus.com

www.fnsyrus.com

 Finansia Syrus Securities

 @finansia

 @fnsyrus

ผู้ขนส่งผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียม ที่มีกองเรือทันสมัยกว่าอุตสาหกรรม

VL ดำเนินธุรกิจให้บริการขนส่งผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียม และเคมีภัณฑ์ทางทะเล ทั้งในและต่างประเทศแถบเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ มีเรือให้บริการ 12 ลำ นำหนักบรรทุกรวม 35,081 DWT ทิศทางการกำไรปี 2015-2018 ชะลอตัวเพราะอยู่ในช่วงขยายกองเรือ แต่รายได้ยังโตดีตามอุตสาหกรรม ซึ่งขึ้นอยู่กับอุปสงค์น้ำมันและการขยายกำลังการผลิตของโรงกลั่น ที่จะโตเฉลี่ย 3-4% ต่อปี อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ากำไรสุทธิจะมาเร่งตัวตั้งแต่ปี 2019 ที่ 47% Y-Y เป็น 90 ล้านบาท เพราะผลของการขยายกองเรือและการจ่ายเงินปันผลภาวะดอกเบี้ย ส่วนปี 2020-2021 คาดโตเฉลี่ย 27% ต่อปี จากการปรับปรุงเส้นทางวิ่งในต่างประเทศเพื่อเพิ่มอัตรากำไร จุดเด่นของ VL อยู่ที่อายุเฉลี่ยของกองเรือที่ต่ำเพียง 16 ปี เทียบกับอุตสาหกรรมที่ 18-20 ปี และกลุ่มลูกค้าที่มีความมั่นคงเช่น ESSO BCP และ Chevron เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2019 โดยอิง PE เฉลี่ยของ Peer Group ที่ 20 เท่า ได้เท่ากับ 2.24 บาท

ผู้เชี่ยวชาญการขนส่งปิโตรเลียมทั้งในและต่างประเทศ

บริษัท วี.แอล.เอ็นเตอร์ไพรส์ จำกัด (มหาชน) หรือ VL ประกอบธุรกิจให้บริการขนส่งผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมและผลิตภัณฑ์เคมีทางทะเล ทั้งในและต่างประเทศแถบภูมิภาคตะวันออกเฉียงใต้ โดยมีเรือให้บริการ 12 ลำ นำหนักบรรทุกรวม 35,081 DWT ใหญ่เป็นอันดับ 4 ของเรือขนส่งผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมในประเทศ อายุเฉลี่ยของเรืออยู่ที่ 16 ปี โครงสร้างรายได้กว่า 72% มาจากการให้บริการในประเทศ และ 28% มาจากการขนส่งน้ำมันปาล์มในต่างประเทศ ส่วนสินค้าที่ขนส่งกว่าครึ่งคือน้ำมันใส 57%, รองลงมาคือน้ำมันปาล์ม 18%, น้ำมันดิบ 11%, น้ำมันเตา 8%, และน้ำมันหล่อลื่น 6%

อุตสาหกรรมเติบโตต่อเนื่องตามการขยายตัวทางเศรษฐกิจและโรงกลั่น

อุตสาหกรรมการขนส่งสินค้าปิโตรเลียมในประเทศ ขึ้นอยู่กับปริมาณความต้องการใช้น้ำมันสำเร็จรูปและกำลังการผลิตของโรงกลั่น ซึ่งมีแนวโน้มเติบโตไม่สูงแต่โตทุกปีตามการขยายตัวของ GDP ที่ประมาณ 3-4% ต่อปี โดยเส้นทางการขนส่งในประเทศ คือจากภาคกลางและภาคตะวันออกเฉียงใต้ไปภาคใต้ ซึ่งเป็นแหล่งท่องเที่ยวสำคัญ ส่วนการขนส่งน้ำมันปาล์มขึ้นอยู่กับปริมาณการใช้ในภูมิภาคที่เพิ่มขึ้นเฉลี่ย 4% ต่อปี จากการนำไปใช้ผลิตเชื้อเพลิงชีวภาพหรือไบโอดีเซล ของประเทศแถบยุโรป จีน และอินเดีย โดยมีประเทศที่เป็นผู้ผลิตหลักคืออินโดนีเซียและมาเลเซีย

กำไรสุทธิปี 2015-2018 ชะลอตัว แต่จะกลับมาโตโดดเด่นตั้งแต่ปี 2019

กำไรสุทธิปี 2015-2017 ลดลงเฉลี่ย 9% ต่อปี แม้รายได้โตเฉลี่ย 8% ต่อปี แต่เพราะผลของการเร่งขยายกองเรือเพื่อรองรับความต้องการของลูกค้า ซึ่งทำให้ค่าเสื่อมราคาและดอกเบี้ยจ่ายเพิ่มขึ้นเร็ว จึงทำให้กำไรสุทธิลดลงเฉลี่ย 9% ต่อปี เหลือ 74 ล้านบาทในปี 2017 ส่วนปี 2018 จะลดลงต่อเนื่องอีก 17% Y-Y อยู่ที่ 61 ล้านบาท จากการชะลอตัวของปริมาณสินค้าขนส่งในประเทศ แต่คาดว่ากำไรจะกลับมาโตตั้งแต่ปี 2019 ที่ 47% Y-Y เป็น 90 ล้านบาท จากการขยายกองเรือและดอกเบี้ยจ่ายที่ลดลงตามการจ่ายเงินปันผล และคาดโตต่อเนื่องเฉลี่ยปีละ 27% ในปี 2020-2021 จากประสิทธิภาพการให้บริการที่สูงขึ้น และการปรับปรุงเส้นทางต่างประเทศเพื่อเพิ่มอัตรากำไร

ประเมินมูลค่าที่เหมาะสมปี 2019 ได้เท่ากับ 2.24 บาท

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ VL โดยอิง PE Multiplier ที่ 20 เท่า ซึ่งเป็นค่าเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักตาม Market Cap. ของ PRM และ AMA ที่ทำธุรกิจคล้ายกันมากที่สุด ได้เท่ากับ 2.24 บาท

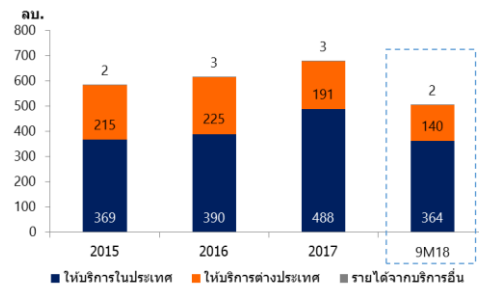
ความเสี่ยง ความผันผวนของราคาน้ำมันดิบที่กระทบทั้งรายได้และต้นทุน รวมถึงภัยพิบัติธรรมชาติที่ไม่สามารถควบคุมได้

ลักษณะการประกอบธุรกิจ

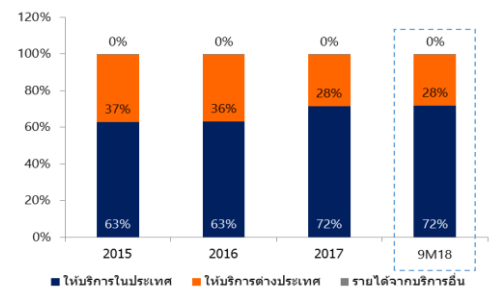
บริษัท วี.แอล.เอ็นเตอร์ไพรส์ จำกัด (มหาชน) หรือ VL ประกอบธุรกิจให้บริการขนส่งผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียม และผลิตภัณฑ์เคมีทางทะเล ทั้งในและต่างประเทศในภูมิภาคตะวันออกเฉียงใต้ โดยมีเรือให้บริการทั้งสิ้น 12 ลำ น้ำหนักบรรทุกรวม 35,081 DWT ใหญ่เป็นอันดับ 4 ของเรือขนส่งผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมในประเทศ อายุเฉลี่ยของเรืออยู่ที่ 16 ปี ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมที่ 18-20 ปี

แบ่งเป็นเรือที่ให้บริการขนส่งน้ำมันดิบ น้ำมันใส น้ำมันเตา และน้ำมันหล่อลื่น ให้กับกลุ่มลูกค้าโรงกลั่นและผู้ค้าน้ำมันในประเทศจำนวน 9 ลำ และเรือที่ให้บริการขนส่งน้ำมันปาล์ม น้ำมันหล่อลื่น และน้ำมันใส ให้กับกลุ่มโรงกลั่นน้ำมันปาล์มในต่างประเทศจำนวน 3 ลำ โดยมีโครงสร้างรายได้ดังนี้

การเติบโตของรายได้ในอดีต

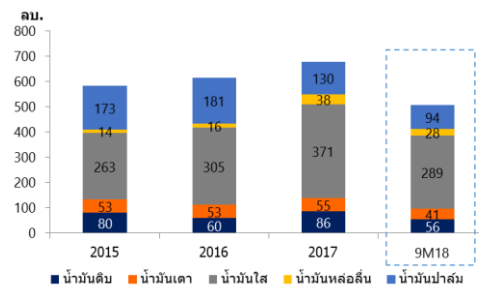


โครงสร้างรายได้ในอดีต

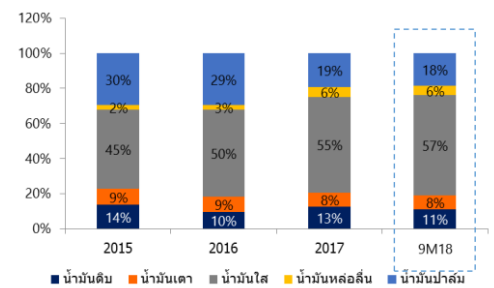


Source: Company Data

รายได้แบ่งตามประเภทสินค้า

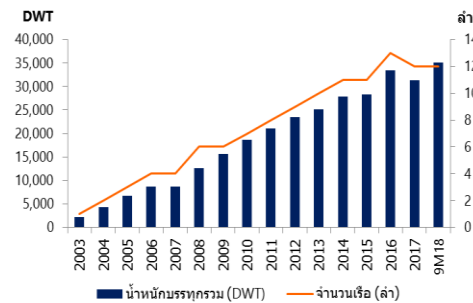


โครงสร้างรายได้แบ่งตามประเภทสินค้า



Source: Company Data

กำลังการผลิตตามขนาดกองเรือ



Source: Company Data

ณ สิ้นปี	จำนวนเรือ (ลำ)	น้ำหนักบรรทุกรวม (DWT)	ขนาดบรรทุกรวม (ลบ.ม.)
2003	1	2,148	2,416
2004	2	4,328	5,109
2005	3	6,656	7,382
2006	4	8,654	9,569
2007	4	8,729	9,597
2008	6	12,628	13,661
2009	6	15,693	15,678
2010	7	18,665	18,769
2011	8	21,129	21,150
2012	9	23,538	23,894
2013	10	25,107	25,476
2014	11	27,924	28,375
2015	11	28,314	28,766
2016	13	33,507	33,956
2017	12	31,403	32,475
9M18	12	35,081	36,036

ตัวอย่างเรือขนส่งผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมของบริษัท



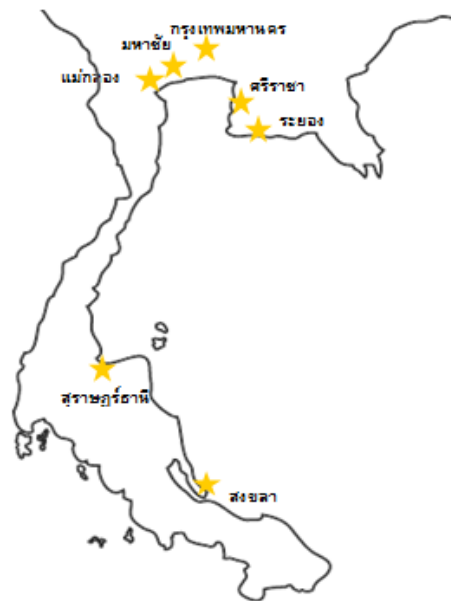
Source: Company Data

การให้บริการในประเทศมี 2 รูปแบบคือ COA และ SPOT

โดย VL จะให้บริการขนส่งน้ำมันดิบ น้ำมันเบนซิน น้ำมันดีเซล น้ำมันที่ใช้กับเครื่องบิน น้ำมันเตา น้ำมันหล่อลื่น ในเส้นทางที่ลูกค้ากำหนด ซึ่งเส้นทางหลักคือ ศรีราชา-สุราษฎร์ธานี ศรีราชา-มหาชัย ศรีราชา-กรุงเทพฯ ปัจจุบัน บริษัทมีเรือให้บริการขนส่งสินค้าในประเทศจำนวน 9 ลำ

ส่วนค่าใช้จ่ายในการขนส่ง บริษัทเป็นผู้รับผิดชอบทั้งหมด ได้แก่ ค่าใช้จ่ายบุคลากร ค่าน้ำมันเชื้อเพลิงและ น้ำมันเครื่อง ค่าใช้จ่ายพิธีการต่างๆ ในการเข้าและออกท่าเรือ ค่าซ่อมบำรุงรักษาเรือ และค่าประกันภัย เป็นต้น

ด้านรายได้หรือค่าบริการที่เรียกเก็บจากลูกค้าแบ่งตามรูปแบบการให้บริการคือ COA และ SPOT



เส้นทางการขนส่งในประเทศ
ท่าเรือต้นทาง-ปลายทาง
ศรีราชา-มหาชัย, สงขลา, กรุงเทพฯ, แม่กลอง, สุราษฎร์ธานี
ระยอง-มหาชัย, สงขลา, กรุงเทพฯ, แม่กลอง, สุราษฎร์ธานี
กรุงเทพฯ-มหาชัย, แม่กลอง, สุราษฎร์ธานี

Source: Company Data

การขนส่งสินค้าแบบทำสัญญารับขนส่งสินค้าล่วงหน้า (Contract of Affreightment หรือ COA)

ในสัญญาจะระบุระยะเวลาของสัญญาในการขนส่งตั้งแต่ 1-3 ปี รายชื่อเรือขนส่งที่ลูกค้าต้องการ ปริมาณการขนส่งขั้นต่ำ อัตราค่าบริการขนส่งที่แปรผันตามราคาน้ำมันดีเซลหน้าสถานีบริการน้ำมันในกรุงเทพฯ เส้นทางขนส่ง รวมถึงเงื่อนไขต่างๆ เช่น เงื่อนไขในการรับผิดชอบในกรณีที่เกิดการสูญหายของสินค้า เงื่อนไขในการชดเชยหากเกิดความล่าช้าของท่าเรือในการลงสินค้า เป็นต้น

นอกจากนี้ บริษัทมีการทำสัญญารับขนส่งสินค้าล่วงหน้า โดยกำหนดราคาแบบเหมาจ่ายต่อเดือน (Time Charter) ปัจจุบันมีการทำสัญญากับลูกค้า 1 ราย ใช้จำนวนเรือ 1 ลำ

การขนส่งสินค้าแบบรายเที่ยว (Spot Charter หรือ SPOT)

เป็นการเพิ่มประสิทธิภาพกองเรือ โดยนำเรือที่ว่างในบางช่วงบางเวลามาให้บริการแบบรายเที่ยว ซึ่งเรือที่ไม่ได้ใช้ในการขนส่งอยู่นั้นต้องมีลักษณะแบบที่ลูกค้าต้องการ โดยลูกค้าต้องระบุประเภทและปริมาณสินค้าที่จะขนส่ง ตารางเวลาขนส่ง และสถานที่รับส่งสินค้าให้แก่บริษัท เพื่อตกลงอัตราค่าบริการขนส่งและจัดทำใบเสนอราคาให้กับลูกค้าเป็นรายเที่ยว

การให้บริการขนส่งในต่างประเทศ

VL ให้บริการขนส่งน้ำมันปาล์มและน้ำมันหล่อลื่นชนิดต่างๆ แก่ลูกค้าในกลุ่มประเทศเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ โดยบริษัทจะจัดหาเรือขนส่งที่ได้ตามมาตรฐานและคุณลักษณะที่ลูกค้าต้องการ ให้สอดคล้องกับประเภทของสินค้าและเส้นทางการขนส่ง ปัจจุบันมีเรือให้บริการขนส่งสินค้าต่างประเทศจำนวน 3 ลำ ซึ่งบริษัทจะเป็นผู้รับผิดชอบค่าใช้จ่ายที่ใช้ในการดำเนินงานขนส่งสินค้าทั้งหมดซึ่งได้แก่ ค่าใช้จ่ายบุคลากร ค่าน้ำมันเชื้อเพลิงและน้ำมันเครื่อง ค่าใช้จ่ายพิธีการต่างๆ ในการเข้าและออกท่าเรือ ค่าซ่อมบำรุงรักษาเรือ และค่าประกันภัย เป็นต้น



เส้นทางการขนส่งระหว่างประเทศ
ท่าเรือต้นทาง-ปลายทาง
 มาเลเซีย-ฟิลิปปินส์, มาเลเซีย, เวียดนาม, อินโดนีเซีย
 อินโดนีเซีย-ฟิลิปปินส์, มาเลเซีย, เวียดนาม
 ศรีลังกา-กัมพูชา, อินโดนีเซีย, สิงคโปร์
 ระยอง-กัมพูชา, อินโดนีเซีย

Source: Company Data

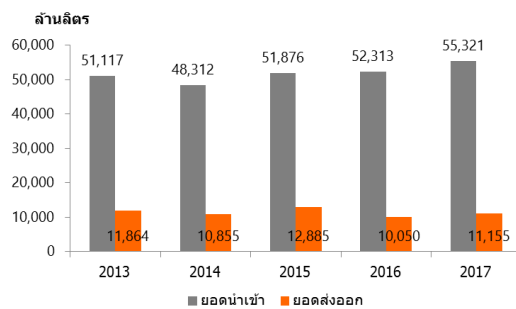
ภาวะอุตสาหกรรม

แนวโน้มอุตสาหกรรมการขนส่งน้ำมันในประเทศเติบโตต่อเนื่อง

แนวโน้มอุตสาหกรรมการขนส่งสินค้าปิโตรเลียมในประเทศ ขึ้นอยู่กับปริมาณความต้องการใช้น้ำมันสำเร็จรูปและกำลังการผลิตของโรงกลั่นเป็นหลัก ซึ่งมีแนวโน้มเติบโตไม่สูงแต่โตทุกปีตามการขยายตัวของ GDP ที่ประมาณ 3-4% ต่อปี

โดยถ้าอิงปริมาณการนำเข้าน้ำมันดิบระหว่างปี 2012-2017 จะเพิ่มขึ้นเฉลี่ย 2% ต่อปี อยู่ที่ 55,321 ล้านลิตรในปี 2017 ส่วนใหญ่เป็นการนำเข้าจากภูมิภาคตะวันออกกลาง ขณะที่ ปริมาณการส่งออกน้ำมันสำเร็จรูปที่ผ่านการกลั่นแล้ว ไม่มีทิศทางชัดเจนเพราะขึ้นอยู่กับความต้องการในประเทศแต่ละช่วงเวลา หากมีปริมาณที่ผลิตได้เกินความต้องการจึงมีการส่งออกไปประเทศแถบเอเชียตะวันออกเฉียงใต้

ยอดนำเข้าน้ำมันดิบและยอดส่งออกน้ำมันเชื้อเพลิงของประเทศไทย

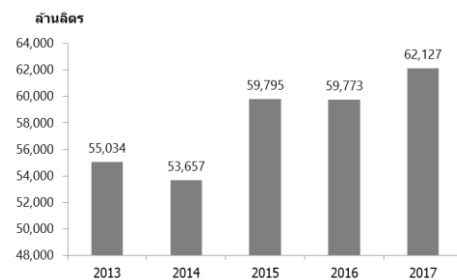


Source: Company Data

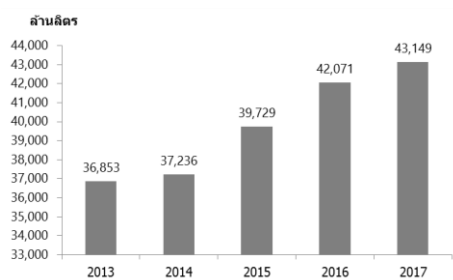
ส่วนปริมาณการผลิตน้ำมันเชื้อเพลิงในประเทศเติบโตเฉลี่ย 3% ต่อปี แปรผันโดยตรงกับการขยายตัวของปริมาณรถยนต์ที่เติบโต 2-3% ต่อปี, การใช้ในภาคเกษตรที่ขึ้นอยู่กับสภาพแวดล้อมและฤดูกาล, และการใช้ในอากาศยานที่โตประมาณ 4-5% ต่อปี ตามการขยายตัวของภาคท่องเที่ยวที่อยู่ในช่วงเติบโตสูง

ด้านปริมาณการจำหน่ายน้ำมันเชื้อเพลิงในประเทศเติบโตในระดับใกล้เคียงกับปริมาณการผลิตน้ำมันเชื้อเพลิงที่ 4% ต่อปี โดยส่วนใหญ่คือการจำหน่ายน้ำมันดีเซล เบนซิน และน้ำมันก๊าด+อากาศยาน ตามลำดับ

ปริมาณการผลิตน้ำมันเชื้อเพลิง



ปริมาณการจำหน่ายน้ำมันเชื้อเพลิง



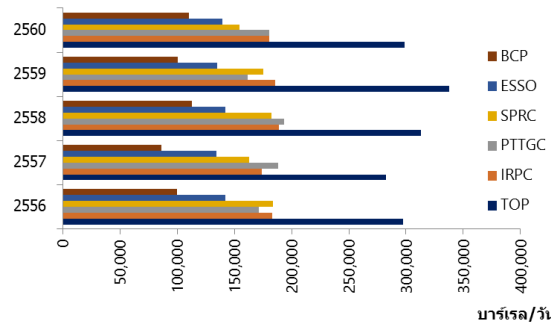
Source: Company Data

โรงกลั่นในประเทศเพิ่มกำลังการผลิตอย่างต่อเนื่อง

การขยายตัวกำลังการผลิตของโรงกลั่นน้ำมันถือเป็นอีกปัจจัยที่จะช่วยเพิ่มปริมาณการขนส่งน้ำมันในประเทศได้ โดยโรงกลั่นจะนำเชื้อเพลิงมาผลิตเป็นน้ำมันสำเร็จรูปเพื่อทดแทนการนำเข้าน้ำมันสำเร็จรูปจากต่างประเทศ ซึ่งน้ำมันดิบที่เข้าสู่โรงกลั่นจะนำเข้าจากต่างประเทศ และการขุดเจาะปิโตรเลียมในประเทศ แม้ที่ผ่านมา กำลังการผลิตของโรงกลั่นทั้ง 7 แห่ง (TOP, IRPC, PTTGC, SPRC, ESSO, BCP, และโรงกลั่นน้ำมันผาง) จะทรงตัวที่ราว 1.1 ล้านบาร์เรล/วัน แต่ทุกโรงกลั่นมีแนวโน้มขยายการลงทุนต่อเนื่อง เพื่อรองรับความต้องการในประเทศ, เพิ่มมูลค่า

ให้ผลิตภัณฑ์, และเพิ่มประสิทธิภาพการกลั่นเพื่อลดมลพิษ ซึ่งถือเป็นปัจจัยบวกต่อผู้ขนส่งปิโตรเลียมในประเทศโดยรวม

ปริมาณการกลั่นน้ำมันในประเทศไทยระหว่างปี 2013-2017

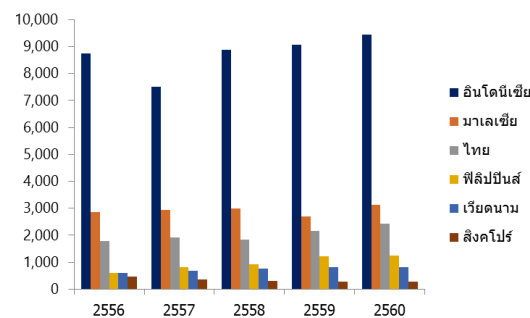


Source: Company Data

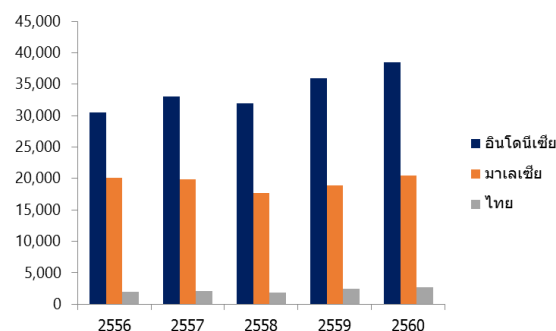
แนวโน้มการเติบโตของธุรกิจขนส่งน้ำมันปาล์มในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้

ปาล์มน้ำมันเป็นพืชเศรษฐกิจของภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ มูลค่าการส่งออกผลผลิตน้ำมันปาล์มของประเทศในแถบนี้เพิ่มขึ้นต่อเนื่องจากความต้องการที่เพิ่มขึ้นอย่างมากในสหภาพยุโรป จีน และอินเดีย โดยอินโดนีเซียและมาเลเซียถือเป็นผู้ส่งออกน้ำมันปาล์มรายใหญ่ของโลก ขณะที่ ปริมาณการใช้น้ำมันปาล์มในภูมิภาคก็เพิ่มขึ้น จากการนำไปใช้ผลิตเชื้อเพลิงชีวภาพหรือไบโอดีเซล โดยปริมาณการผลิตน้ำมันปาล์มในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ระหว่างปี 2013-2017 เพิ่มขึ้นใกล้เคียงกันที่เฉลี่ย 4% ต่อปี ถือเป็นปัจจัยบวกต่อธุรกิจเรือขนส่งน้ำมันปาล์มในภูมิภาค แม้ว่าการแข่งขันจะสูง ซึ่งทำให้ค่าบริการไม่สามารถปรับขึ้นตามต้นทุนในบางช่วงก็ตาม

ปริมาณการใช้น้ำมันปาล์มของภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้



Source: Company Data



Source: Company Data

การแข่งขันไม่รุนแรง เพราะผู้ประกอบการแต่ละรายมีพันธมิตรทางธุรกิจที่เหี่ยวแห้งยาวนาน

ธุรกิจให้บริการขนส่งปิโตรเลียมในประเทศถือว่าการแข่งขันไม่รุนแรง เพราะโครงสร้างการกำหนดราคาค่าบริการไม่แตกต่างกันมากนัก และเนื่องจากเป็นบริการที่มีมาตรฐานรวมถึงต้องการความปลอดภัยสูง ซึ่งลูกค้าแต่ละรายจะมีรายละเอียดต่างกัน เมื่อเลือกใช้บริการกับผู้ให้บริการรายใดแล้วมักไม่เปลี่ยนแปลงโดยง่าย การเติบโตจึงขึ้นอยู่กับการขายกำลังการผลิตของกลุ่มลูกค้า เช่น โรงกลั่น และประสิทธิภาพในการควบคุมต้นทุน โดยเฉพาะน้ำมันเชื้อเพลิง จำนวนพนักงาน และการรั่วไหลของสินค้าที่ขนส่งเป็นหลัก ซึ่งแน่นอนว่าอุตสาหกรรมที่แข่งขันไม่รุนแรงจะเติบโตในอัตราไม่สูง แต่มั่นคงและมีความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้างของอุตสาหกรรมค่อนข้างต่ำ

ผู้ประกอบการที่ดำเนินธุรกิจให้บริการขนส่งน้ำมันดิบและผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียม ณ ปี 2017

บริษัท	DWT	อายุเฉลี่ยของเรือ
กลุ่มบริษัท พรินา มารีน จำกัด (มหาชน)	275,609	18.93
บริษัท ไทยออยล์มารีน จำกัด	49,167	16.00
บริษัท บี.พี.พี ซัพพลาย จำกัด	37,370	40.25
บริษัท วี.แอล.เอ็นเตอร์ไพรส์ จำกัด (มหาชน)(บริษัท)	35,081	16.12
บริษัท สมูทซี จำกัด	29,344	15.75
บริษัท ซี.แอนด์.พี.จำกัด	18,012	18.75
บริษัท สยามมงคลเดินเรือ จำกัด	8,470	20.00
บริษัท พี.ไอ.เอ็น.เค.ขนส่งและการค้า จำกัด	9,057	44.00
บริษัท วี.ซี.ซี.อินเตอร์มารีนเซอร์วิส แอนด์ ทรานสปอร์ต จำกัด	7,340	28.0

Source: Company Data, TSA Maritime Directory 2016 สมาคมเจ้าของเรือไทย

ประเด็นการลงทุนและโอกาสการเติบโตในอนาคต

ขยายกองเรือเพื่อเพิ่มขนาดและประสิทธิภาพการบริการ รองรับการเติบโตในอนาคต

เงินทุนส่วนหนึ่งที่ได้จากการทำ IPO ครั้งนี้ จะนำไปส่งต่อเรือใหม่เพื่อเพิ่มขนาดให้บริการ โดยในปี 2019-2020 มีแผนเพิ่มกองเรือปีละ 1 ลำ ขนาด 2,800-6,000 DWT คาดว่าจะใช้เงินลงทุนราว 1,079 ล้านบาท ซึ่งนอกจากจะช่วยหนุนการเติบโตตามปริมาณการขนส่งที่เพิ่มขึ้นแล้ว ยังช่วยเพิ่มศักยภาพการแข่งขัน จากอายุเฉลี่ยของกองเรือที่จะต่ำลงด้วย โดยแผนการเพิ่มเรือทั้ง 3 ลำมีดังนี้

เรือที่ลงทุนเพิ่ม	ปีที่คาดว่าจะสามารถให้บริการ
เรือ วี.แอล. 21	ครึ่งปีแรกปี 2562
เรือ วี.แอล. 22	ครึ่งปีแรกปี 2563
เรือ วี.แอล. 23	ครึ่งปีแรกปี 2563

Source: Company Data

อายุเฉลี่ยของกองเรือไม่สูง มีโอกาสเติบโตอีกมากในอนาคต

อายุเฉลี่ยของกองเรือทั้ง 12 ลำในปัจจุบันอยู่ที่ 16 ปี คาดว่าจะลดเหลือ 15 ปีเมื่อได้เรือใหม่ทั้ง 3 ลำแล้ว ซึ่งถือว่าต่ำมากเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยกองเรือของอุตสาหกรรมที่ 15-20 ปี ข้อดีของอายุกองเรือที่ต่ำ นอกจากจะช่วยเพิ่มศักยภาพการแข่งขัน ยังช่วยลดค่าใช้จ่ายในการบำรุงรักษาต่อปี และยังทำให้การดำเนินธุรกิจจะระยะยาวมีความต่อเนื่องด้วย

มีสัญญาจากลูกค้าแน่นอน

เรือที่ให้บริการในประเทศ 8 ใน 9 ลำมีสัญญาแบบ COA อายุสัญญาเฉลี่ย 3 ปี โดยมีกลุ่มลูกค้าที่เป็นโรงกลั่นขนาดใหญ่ก่อนข้างกระจายตัว ขณะที่ เรืออีก 1 ลำให้บริการแบบ Time Charter ที่เป็นลักษณะเหมาจ่ายรายเดือน ความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจจึงค่อนข้างต่ำ

ส่วนเรือขนส่งน้ำมันปาล์มในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ที่มีสัญญาแบบ SPOT นั้น อาจมีความเสี่ยงจากการแข่งขันที่สูงอยู่บ้าง ซึ่งส่งผลให้อัตรากำไรจากการให้บริการนั้นต่ำกว่าในประเทศ แต่ VL มีการปรับเส้นทางให้เหมาะสมกับความต้องการของกลุ่มลูกค้าแล้ว จึงคาดว่าจะค่อยๆเห็นการเติบโตและส่งผลบวกต่อกำไรรวมอย่างมีนัยสำคัญตั้งแต่นี้ปี 2019

ผลการดำเนินงานในอดีต และคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคต

รายได้ปี 2015-2017 เติบโตต่อเนื่อง แต่กำไรสุทธิชะลอตัวลง จากการลงทุนซื้อเรือใหม่

รายได้ปี 2015-2017 เติบโตในอัตราเฉลี่ยแบบทบต้นต่อเนื่อง (CAGR) 8% ต่อปี จาก 586 ล้านบาทในปี 2015 มาอยู่ที่ 682 ล้านบาทในปี 2017 จากการเติบโตของรายได้ให้บริการขนส่งปิโตรเลียมในประเทศเป็นหลัก โดยมีการเพิ่มขนาดกองเรือในประเทศใหม่ 3 ลำในปี 2016 และ 1 ลำในปี 2017 ทำให้มีจำนวนวันเดินเรือเพิ่มขึ้น แต่ธุรกิจขนส่งน้ำมันปาล์มในต่างประเทศชะลอตัวลงในปี 2017 จากการหยุดซ่อมเรือ 1 ลำนอกแผน และเงินดอลลาร์สหรัฐที่อ่อนค่าลง

ขณะที่ อัตรากำไรขั้นต้นเฉลี่ย ลดลงจาก 20.7% ในปี 2015 เหลือ 18.6% ในปี 2017 จากค่าเสื่อมราคาเรือใหม่เพิ่มขึ้น และมีการเพิ่มพนักงานประจำเรือเพื่อรองรับเรือใหม่ที่มีขนาดใหญ่กว่าเดิม ส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเพิ่มขึ้นเล็กน้อย แต่ถือว่ายังควบคุมได้ดี โดยเพิ่มขึ้นจาก 4.14% ของรายได้รวมในปี 2015 เป็น 5.60% ของรายได้รวมในปี 2017

อย่างไรก็ตาม เนื่องจากการจัดหาเงินทุนเพื่อซื้อเรือใหม่มาจากการการกู้ยืมเป็นส่วนใหญ่ จึงทำให้ดอกเบี้ยจ่ายเร่งตัวขึ้นจากเพียง 7 ล้านบาทในปี 2015 เป็น 33 ล้านบาทในปี 2017 ซึ่งถือเป็นสาเหตุสำคัญที่ทำให้กำไรสุทธิลดลงจาก 15.3% ในปี 2015 เหลือเพียง 10.8% ในปี 2017 ส่งผลให้กำไรสุทธิลดลงเฉลี่ย 9% ต่อปี เหลือ 74 ล้านบาทในปี 2017

กำไรสุทธิ 9M18 ลดลง 14% Y-Y อยู่ที่ 42 ล้านบาท

รายได้รวม 9M18 ทรงตัวที่ 509 ล้านบาท เพราะรายได้จากการขนส่งปิโตรเลียมในประเทศชะลอตัวจากปริมาณการขนส่งที่ลดลง แต่ถูกหักล้างด้วยระยะทางการขนส่งที่ไกลขึ้น และค่าบริการที่เพิ่มขึ้นตามราคาน้ำมันดีเซล ขณะที่ อัตรากำไรขั้นต้นก็เพิ่มขึ้นเป็น 20.6% จาก 16.9% ใน 9M17 จากการบริหารต้นทุนได้ดีขึ้นและประสิทธิภาพการใช้เรือที่สูงขึ้น โดยอัตราความสามารถในการให้บริการเพิ่มขึ้นเป็น 98.7% จาก 96.8% ใน 9M17 อย่างไรก็ตาม เนื่องจากค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารปรับตัวเพิ่มขึ้น 4% Y-Y อยู่ที่ 32 ล้านบาท หรือคิดเป็น 6.2% ของรายได้รวม จาก 5.9% ของรายได้รวมใน 9M17 กอปรกับ ดอกเบี้ยจ่ายก็เร่งตัวขึ้น 38% Y-Y เป็น 32 ล้านบาท ทำให้กำไรสุทธิ 9M18 ลดลง 14% Y-Y เหลือ 42 ล้านบาท

	2015	2016	2017	9M17	9M18
จำนวนวันที่สามารถให้บริการได้ (วัน)	3,656	4,304	4,507	3,408	3,200
อัตราความสามารถในการให้บริการ	95.34%	96.44%	97.43%	96.78%	98.74%

Source: Company Data

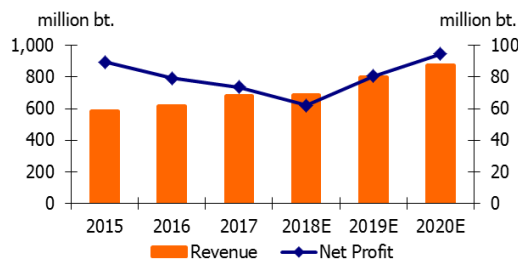
กำไรสุทธิปี 2018 ชะลอตัวลง ก่อนจะกลับมาโตต่อเหนือในปี 2019-2021

กำไรสุทธิปี 2018 อยู่ที่ 61 ล้านบาท ลดลง 17% Y-Y ซึ่งถือเป็นระดับต่ำสุดในรอบ 4 ปี เพราะปริมาณการขนส่งปิโตรเลียมในประเทศชะลอตัวตามภาวะอุตสาหกรรม โดยเรคาดว่ารายได้รวมจะโตเพียง 2% Y-Y อยู่ที่ 695 ล้านบาท ขณะที่ ดอกเบี้ยจ่ายคาดว่าจะเร่งตัวขึ้น 35% Y-Y อยู่ที่ 44 ล้านบาท จากผลของการซื้อเรือใหม่ในปีก่อนๆ และมีการเพิ่มเรือใหม่อีก 1 ลำใน 9M18 ทำให้อัตรากำไรสุทธิจะลดลงเหลือ 8.8% จาก 10.8% ใน 9M17

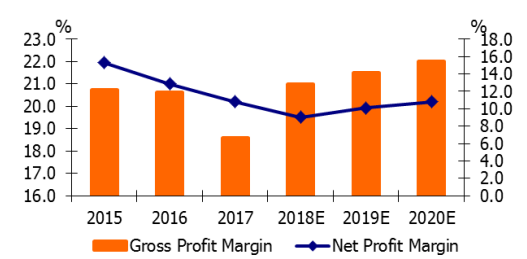
อย่างไรก็ตาม เรคาดว่ากำไรสุทธิจะกลับมาโตโดดเด่นตั้งแต่ปี 2019 ซึ่งที่ผ่านมาจะเห็นได้ว่ารายได้รวมของ VL มีการเติบโตต่อเนื่อง สะท้อนให้เห็นถึงภาวะอุตสาหกรรมที่ยังมีการเติบโต แต่ที่กำไรชะลอมมาจาก 2 เหตุผลคือ (1) ค่าเสื่อมราคาที่สูงขึ้นจากการซื้อเรือใหม่ แต่ไม่ได้ส่งผลต่อกำไรสุทธิอย่างมีนัยสำคัญเท่ากับ (2) ดอกเบี้ยจ่ายที่เร่งตัวขึ้นมาก เนื่องจากใช้แหล่งเงินทุนจากการกู้ยืมเป็นหลัก

การได้เงินจาก IPO เพื่อนำไปลดหนี้บางส่วน และซื้อเรือใหม่โดยไม่ต้องกู้ยืมมากเหมือนอดีต จะทำให้ดอกเบี้ยจ่ายเพิ่มขึ้นในอัตราเร่งที่ชะลอกว่าการเพิ่มขึ้นของรายได้รวม นั่นหมายถึง พื้นที่จากการให้บริการจากการซื้อเรือใหม่ตามแผนปีละ 1-2 ลำ จะส่งผลบวกต่อกำไรสุทธิอย่างเต็มที่ ซึ่งเมื่อผนวกกับอัตรากำไรขั้นต้นที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้น เพราะมีการเพิ่มพนักงานรองรับการเติบโตในอนาคตไว้แล้ว ทำให้เรคาดว่ากำไรสุทธิปี 2019 จะกลับมาโต 47% Y-Y อยู่ที่ 90 ล้านบาท และโตต่อเนื่องเฉลี่ย 27% ต่อปีในปี 2020-2021 อยู่ที่ 123 ล้านบาท และ 144 ล้านบาท ตามลำดับ

คาดการณ์รายได้รวมและกำไรสุทธิ



คาดการณ์อัตรากำไรขั้นต้นและอัตรากำไรสุทธิ



Source: Company Data, FSS Forecasted

ความเสี่ยงทางการเงินจะลดลงหลัง IPO

ความเสี่ยงทางการเงินจะลดลงต่อเนื่องจากปี 2018 ซึ่งคาดว่า Debt to Equity Ratio จะเพิ่มขึ้นไปอยู่ที่ 1.17 เท่า แต่หลังเพิ่มทุนจะลดเหลือ 0.67 เท่า ในปี 2019 และ 0.81 เท่า ในปี 2020 ตามลำดับ ขณะที่ ROE จะลดลงในช่วงแรกจากฐานของทุนที่ใหญ่ขึ้น แต่คาดว่าจะค่อยๆปรับขึ้นตั้งแต่ปี 2021 เป็นต้นไป เช่นเดียวกับกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) ที่จะพลิกเป็นบวกได้ในปีเดียวกัน

ประเมินมูลค่าเหมาะสม

เราเลือกประเมินมูลค่าที่เหมาะสมปี 2019 ของ VL โดยใช้วิธี Relative Valuation Techniques โดยอิง PE Multiplier เฉลี่ยของผู้ประกอบการที่ทำธุรกิจใกล้เคียงกันใน SET และ MAI คือ (1) PRM ผู้ให้บริการเรือขนส่งและจัดเก็บน้ำมันทั้งในประเทศและต่างประเทศ ซึ่งมี PE Ratio เฉลี่ยในรอบ 12 เดือนอยู่ที่ 21 เท่า และ (2) AMA ผู้ให้บริการเรือขนส่งน้ำมันปาล์มแก่ประเทศในแถบเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ และรถขนส่งน้ำมันในประเทศ ซึ่งมี PE Ratio เฉลี่ยในรอบ 12 เดือนอยู่ที่ 16 เท่า เมื่อเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักด้วยมูลค่าตลาดจะได้ PE Multiplier ที่ 20 เท่า อิงกำไรต่อหุ้นปี 2019 ของ VL ที่ 0.10 บาท ได้ราคาเหมาะสมเท่ากับ 2.24 บาท

ตารางเปรียบเทียบข้อมูลทางการเงิน ณ สิ้นปี 2018

	VL	PRM	AMA
Gross Profit Margin (%)	21.50	25.94	17.45
Net Profit Margin (%)	8.66	16.17	3.84
ROE (%)	9.52	14.81	8.50
D/E Ratio (X)	1.67	0.68	0.85
PE Ratio (X)	-	21.00	16.00
PBV (X)	-	2.10	1.20

Source: Company Data, Setsmart

โครงสร้างการถือหุ้น การเพิ่มทุน และนโยบายการจ่ายเงินปันผล

บริษัทมีแผนขายหุ้น IPO จำนวน 280 ล้านหุ้น (ราคาพาร์ 0.50 บาท/หุ้น) เสนอขายให้กับประชาชนทั่วไปคิดเป็นสัดส่วน 35% ของจำนวนหุ้นสามัญที่ออกและเรียกชำระแล้วหลัง IPO โดยภายหลัง IPO บริษัทจะมีหุ้นชำระแล้วเพิ่มขึ้นเป็น 400 ล้านบาท จากปัจจุบัน 300 ล้านบาท

บริษัทมีนโยบายการจ่ายเงินปันผลไม่น้อยกว่า 40% ของกำไรสุทธิตามงบการเงินเฉพาะกิจการหลังหักภาษีเงินได้นิติบุคคลและสำรองต่างๆทุกประเภทที่กฎหมายและบริษัทกำหนดไว้ในแต่ละปี (ถ้ามี)

วัตถุประสงค์การเพิ่มทุนครั้งนี้ 1) ลงทุนในเรือลำใหม่ (2) ชำระคืนเงินกู้ (3) การซ่อมบำรุงตามแผน (4) เงินทุนหมุนเวียนในการดำเนินธุรกิจ

โครงสร้างผู้ถือหุ้น

รายชื่อผู้ถือหุ้น	ก่อน IPO	หลัง IPO
นางชุตติภา กลิ่นสุวรรณ	99.93%	64.95%
นางไพเราะ กลิ่นสุวรรณ	0.03%	0.03%
นางสาวอรอุมา ธงสุวรรณ	0.02%	0.01%
นายชินโชติ ไกรโชติชัย	0.02%	0.01%
หุ้นเดิมเสนอขายแก่ประชาชนทั่วไป	0.00%	10.00%
หุ้นใหม่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไป	0.00%	25.00%
จำนวนหุ้นรวม (ล้านหุ้น)	600	800

Source: Company Data

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากการพึ่งพาลูกค้ารายใหญ่ ปัจจุบัน VL มีแหล่งรายได้มาจากการขนส่งปิโตรเลียมให้ ESSO มากถึง 46.78% (ค่าเฉลี่ยปี 2015 - 9M18) หากเกิดเหตุการณ์ที่ ESSO ต้องหยุดดำเนินธุรกิจชั่วคราว จะกระทบกำไรของ VL อย่างมีนัยสำคัญได้

ความเสี่ยงจากการพึ่งพบุคลากร เนื่องจากธุรกิจให้บริหารขนส่งปิโตรเลียมเป็นธุรกิจเฉพาะทางที่ต้องอาศัยความรู้ความชำนาญเป็นพิเศษ ซึ่งบุคลากรบางตำแหน่งเช่น ลูกเรือ จะมีอัตราการเปลี่ยนงานค่อนข้างสูง ซึ่งถ้า VL ไม่สามารถจัดหาบุคลากรทดแทนได้ทัน อาจกระทบต่อการดำเนินธุรกิจปกติได้

ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาน้ำมัน ซึ่งเป็นทั้งตัวกำหนดรายได้จากการให้บริการที่อิงราคาน้ำมันดิบดีเซลขายปลีกหน้าสถานีน้ำมัน และเป็นตัวกำหนดต้นทุนในการขนส่ง และเนื่องจากราคาน้ำมันเป็นตัวแปรทาง

ธุรกิจที่ไม่สามารถควบคุมได้ หากช่วงเวลาใดมีความผันผวนอย่างมาก อาจกระทบต่อผลประกอบการรายไตรมาส อย่างมีนัยสำคัญ

ความเสี่ยงจากการนำเรือขึ้นอู่แห้ง ซึ่งถ้าเป็นไปตามแผนตั้งตารางจะไม่กระทบต่อคาดการณ์ผลประกอบการ แต่ถ้าเป็นการซ่อมนอกแผนเหมือนที่เกิดขึ้นในปี 2016 แล้ว VL ไม่สามารถหาเรือทดแทนได้ทัน อาจกระทบต่อการให้บริการลูกค้าและผลประกอบการของบริษัทได้

แผนการเข้าอู่แห้ง	ปี 2561	ปี 2562				ปี 2563				ปี 2564
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
จำนวนเรือ (ลำ)	1	1	1	1	2	3	0	1	0	2

Source: Company Data

ความเสี่ยงจากอุบัติเหตุและภัยพิบัติทางธรรมชาติ ซึ่งถือเป็นความเสี่ยงที่เหนือการควบคุม แม้ว่าจะมีประกันภัยครอบคลุมความเสี่ยงทางธุรกิจทั้งหมด แต่ความต่อเนื่องทางธุรกิจที่ขาดหายไป อาจกระทบต่อโอกาสการเติบโตในอนาคตได้

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2016	2017	2018	2019E	2020E
Revenue	618	682	695	909	1,097
Cost of sales	491	556	545	711	856
Gross profit	127	127	150	197	241
SG&A	37	38	44	55	66
Operating profit	91	89	106	143	176
Other income	12	26	7	9	11
EBIT	103	115	112	152	186
EBITDA	179	217	236	322	388
Interest charge	15	33	44	48	44
Tax on income	8	8	7	14	20
Earnings after tax	79	74	61	90	123
Minority interest	0	0	0	0	0
Normalized earnings	79	74	61	90	123
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Net profit	79	74	61	90	123

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2016	2017	2018	2019E	2020E
Net profit	79	74	61	90	123
Deprec. & amortization	76	103	124	170	202
Change in working capital	5	-36	-4	-3	-9
Other adjustments	-11	5	-4	8	0
Cash flow from operations	150	145	177	265	316
Capital expenditure	-487	-264	-216	-971	-531
Others	1	1	0	0	0
Cash flow from investing	-487	-264	-216	-971	-531
Free cash flow	-336	-119	-40	-706	-215
Net borrowings	262	278	163	-123	226
Equity capital raised	14	0	200	520	0
Dividends paid	12	-95	-380	322	-47
Others	2	0	0	2	1
Cash flow from financing	290	183	-17	721	180
Net change in cash	-46	64	-56	15	-35

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2016	2017	2018	2019E	2020E
Cash	41	105	49	64	29
Accounts receivable	40	70	84	91	110
Inventory	15	15	19	21	25
Other current assets	0	0	0	0	2
Total current assets	96	190	152	175	166
Investments	0	0	0	0	0
Plant, property & equip	1,017	1,177	1,270	2,071	2,401
Other assets	1	2	2	2	2
Total assets	1,114	1,370	1,424	2,248	2,568
Short-term loans	0	0	80	0	0
Accounts payable	57	50	64	70	84
Current maturities	72	115	124	123	157
Other current liabilities	1	6	3	10	12
Total current liabilities	129	172	270	203	254
Long-term debt	421	655	727	695	886
Other non-current liab.	11	11	14	5	7
Total non-current liab.	432	666	741	701	893
Total liabilities	561	838	1,011	903	1,147
Registered capital	100	100	400	400	400
Paid up capital	100	100	300	400	400
Share premium	14	14	14	434	434
Legal reserve	6	10	13	18	24
Retained earnings	434	408	86	494	564
Minority Interests	0	0	0	0	0
Shareholders' equity	553	532	413	1,345	1,422

Important Ratios (Consolidated)

	2016	2017	2018	2019E	2020E
Growth (%)					
Revenue	5.48	10.42	1.80	30.79	20.78
Net profit	-11.37	-7.27	-17.11	47.31	36.91
Normalized earnings	-11.37	-7.27	-17.11	47.31	36.91
Profitability (%)					
Gross profit margin	20.62	18.58	21.55	21.72	22.00
EBIT margin	14.68	12.98	15.19	15.72	16.00
Normalized profit margin	10.88	6.97	7.81	8.90	10.22
Net profit margin	12.84	10.79	8.78	9.89	11.21
Normalized ROA	8.50	5.93	4.37	4.89	5.11
Normalize ROE	15.85	13.57	12.92	10.22	8.90
Risk (x)					
D/E	1.01	1.58	2.45	0.67	0.81
Net D/E	0.84	1.27	2.17	0.56	0.72
Per share data (Bt)					
Reported EPS	0.40	0.37	0.10	0.11	0.15
Normalized EPS	0.40	0.37	0.10	0.11	0.15
EBITDA	-1.68	-0.59	-0.07	-0.88	-0.27
Book value	2.24	2.77	2.66	0.69	1.68
Dividend	-0.06	0.48	0.04	0.04	0.06
Par	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
Valuations (x)					
P/E	4.41	4.75	17.21	15.58	11.38
Norm P/E	4.41	4.75	17.21	15.58	11.38
P/BV	0.78	0.63	0.66	2.54	1.04
EV/EBITDA	2.14	5.04	4.65	2.86	5.12
Dividend yield (%)	-3.46	27.20	2.21	2.44	3.34

Source: Company data, FSS research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

<p>สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดี ออฟฟิศ แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 G,ก.ก.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน 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 ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p>สาขา บางกระบือ 3105 อาคารเอ็มมาร์ค 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.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p>สาขา เคียนหวน (สินธร 2) 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p>สาขา ลาดพร้าว 555 อาคารสา ทาวเวอร์ 2 ยูนิต 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 รัชสิด 1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17 ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี</p>	<p>สาขา อิมุดลารามิ 990 อาคารอิมุดลารามิเพลส ชั้น 12 ห้อง 1210 ถ.พระราม 4 แขวงสีลม เขตบางรัก จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p>สาขา รัตนนิมิตร์ 576 ถ.รัตนนิมิตร์ ต.บางกระสอบ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี</p>	<p>สาขา แจ่งวัฒนะ 99, 99/9 เซ็นทรัลแจ่งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ ห้อง 2203, ชั้น 22 หมู่ 2 ถ.แจ่งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี</p>	
<p>สาขา ขอนแก่น 1 311/16 ชั้น 2 ถ.กลางเมือง 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>สาขาเชียงใหม่ 2 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่</p>
<p>สาขาเชียงใหม่ 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.นครสิงห์ ต.มหาชัย อ.เมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร</p>
<p>สาขา ออนไลน์ภูเก็ต 22/18 ถ.หลวงพ่อดำ ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต</p>	<p>สาขา หาดใหญ่ 106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย 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.รุสะมิแล 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 บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ โดยบริษัทฯ อาจจัดทำพันธบัตรหรือของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าวนี้ 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 เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน 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)