

SMOTHONG GROUP
THAILAND / AGRIBUSINESS

SMO TB

เติบโตชัดเจน มั่นคง และไม่หยุดยั้ง

- SMO เติบโตมั่นคงจากการผนึกยุทธศาสตร์ของกลุ่มผู้เชี่ยวชาญด้านการจัดหาวัตถุดิบ การผลิตและด้านการตลาดส่งออกยาวนานกว่า 22 ปีในธุรกิจปาล์มน้ำมัน
- คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2026-27 เติบโตเฉลี่ย 19% CAGR จากการขยายกำลังผลิตทั้ง Organic และ M&A รวมถึงการส่งออก CPO ที่เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ
- ราคาเหมาะสมปี 2026 ที่ 8.80 บาท (SoTP) ROE สูง คาดจ่ายปันผลดี

TARGET PRICE
IPO PRICETHB8.80
THB5.40

กลุ่มบริษัทสมทองเป็นหนึ่งในผู้ผลิตน้ำมันปาล์มดิบอันดับต้นของประเทศ

กลุ่มบริษัทสมทองเป็นหนึ่งในผู้ผลิตน้ำมันปาล์มดิบ (CPO) ชั้นนำของประเทศ ปัจจุบันมีกำลังการผลิต 240 ตันผลปาล์มสดต่อชั่วโมง และตั้งเป้าเพิ่มเป็น 315 ตันต่อชั่วโมงในปี 2026 โครงสร้างรายได้หลักมาจากการขาย CPO โดยแบ่งเป็นส่งออก 61% และขายในประเทศ 39% พร้อมกันนี้ยังมีฐานกำไรจากธุรกิจโรงไฟฟ้าก๊าซชีวภาพขนาด 14.38MW ภายใต้สัญญาซื้อขายไฟฟ้ากับ กฟภ. บริษัทมุ่งขยายกำลังผลิตและเพิ่มสัดส่วนการส่งออกต่อเนื่อง โดยอาศัยความเชี่ยวชาญของผู้บริหารระดับมืออาชีพ แม้การส่งออกส่วนใหญ่ทำผ่านผู้ค้าระหว่างประเทศ (trader) บริษัทก็ยังรักษาอัตรากำไรขั้นต้นได้ในช่วง 12-13% เงินที่ได้จากการ IPO จะใช้ลงทุนขยายกำลังการผลิตและก่อสร้างคลังเก็บน้ำมัน เพื่อรองรับการส่งออก CPO ที่มากขึ้น ซึ่งจะหนุนกำไรเติบโตอย่างมั่นคง

3 แกนหลักขับเคลื่อนการเติบโตระยะยาว

แรงขับเคลื่อนการเติบโตของบริษัทมาจาก 3 แกนหลัก ได้แก่ (1) การเพิ่มกำลังการผลิตในโรงงานปัจจุบัน (2) การขยายธุรกิจสกัดน้ำมันปาล์มในพื้นที่จังหวัดภาคใต้ และ (3) ศักยภาพการเติบโตของตลาดส่งออกที่สูง บริษัทมีแผนลงทุนในธุรกิจที่เกี่ยวข้องทั้งแบบบูรณาการไปปลายน้ำ (Forward Integration) และบูรณาการแนวนอน (Horizontal Integration) เพื่อเสริมระบบนิเวศธุรกิจน้ำมันปาล์มโดยรวม เราคาดว่ากำลังการผลิตสูงสุดของกลุ่มจะเพิ่มขึ้นประมาณ 22% ในปี 2026 และอีก 7% ในปี 2027 ขณะที่ปริมาณส่งออกจะขยายตัวตามความต้องการน้ำมันปาล์มโลกที่เพิ่มขึ้น โดยเฉพาะอินเดียซึ่งเป็นฐานลูกค้าหลักของลูกค้ากลุ่มบริษัท และจากผลปาล์มที่ออกสู่ตลาดมากขึ้นตามแนวโน้มการเพิ่มขึ้นของพื้นที่เพาะปลูก

คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2025 เติบโต 168% y-y และปี 2026-27 เติบโตเฉลี่ย 19% y-y CAGR

เราคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2025-2027 ที่ 697 ล้านบาท (+168.4% y-y), 840 ล้านบาท (+20.6% y-y) และ 990 ล้านบาท (+17.8% y-y) ตามลำดับ แรงหนุนหลักมาจาก (1) กำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นเต็มปีหลังเข้าซื้อกิจการ AL ในปี 2024 ซึ่งจะสะท้อนชัดในปี 2025 (2) แผนเพิ่มกำลังผลิตโรงงานสาขาพนาอีก 75 ตันผลปาล์มสด/ชั่วโมง ทำให้ปี 2026 กำลังการผลิตรวมเพิ่มอีกราว +22% และ (3) สัดส่วนการส่งออกที่สูงขึ้นตามดีมานด์น้ำมันปาล์มโลก ขณะที่อุปทานจากผู้ผลิตรายใหญ่เข้าสู่ตลาดลดลง ส่งผลให้ราคาขายเฉลี่ยและอัตรากำไรขั้นต้นดีขึ้น เนื่องจากมาร์จิ้นส่งออกสูงกว่าตลาดในประเทศ อีกทั้งกระแสเงินสดสม่ำเสมอจากธุรกิจโรงไฟฟ้ายังช่วยหนุนการจ่ายปันผลและรองรับการลงทุน

มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน 8.8 บาท (SOTP)

ประเมินมูลค่ายุติธรรมหุ้น SMO แบบวิธี SOTP ดังนี้ ธุรกิจน้ำมันปาล์ม: ใช้วิธี PE เปรียบเทียบกับค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปีของกลุ่มบริษัทผู้ผลิตและจำหน่ายน้ำมันปาล์มที่ 8.9 เท่า เทียบกับ EPS ปี 2026 ที่ 0.85 บาท/หุ้น คิดเป็นมูลค่า 7.6 บาท/หุ้น ธุรกิจไฟฟ้าก๊าซชีวภาพ (14MW): ใช้วิธี DCF ภายใต้สัญญา PPA ที่ WACC 5.3% ได้มูลค่า 1.2 บาท/หุ้น รวมมูลค่าพื้นฐาน 8.8 บาท/หุ้น.

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	6,253	9,353	11,269	12,555
Net profit	260	697	840	990
EPS (THB)	0.38	0.76	0.91	1.08
vs Consensus (%)	-	-	-	-
EBITDA	654	951	1,259	1,443
Recurring net profit	260	697	840	990
Core EPS (THB)	0.38	0.76	0.91	1.08
EPS growth (%)	5.6	100.8	20.6	17.8
Core P/E (x)	14.3	7.1	5.9	5.0
Dividend yield (%)	3.2	8.4	10.1	12.0
EV/EBITDA (x)	7.5	5.7	4.6	4.2
Price/book (x)	2.6	1.5	1.4	1.3
Net debt/Equity (%)	78.0	13.3	22.0	25.8
ROE (%)	18.9	30.0	24.9	26.5

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates

SMO's IPO summary

รายละเอียด	
Pre-IPO shares	688.40 ล้านหุ้น
Share offering	231.6 ล้านหุ้น คิดเป็น 25.17% ของจำนวนหุ้นหลัง IPO
Use of proceeds	1) ลงทุนในธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจผลิตและจำหน่ายน้ำมันปาล์มดิบ 2) จ่ายชำระคืนเงินกู้ยืมกับสถาบันการเงิน 3) ใช้เป็นเงินลงทุนสำหรับโครงการปรับปรุงกระบวนการผลิตที่เกี่ยวข้องกับ ESG 4) ใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนในกิจการ
Financial advisor	Asset Pro Management (APM)
Lead Underwriter	Finansia Syrus Securities

NOTE: FINANSIA SYRUS SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED JOIN AS A LEAD-UNDERWRITER OF THE INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO) OF SMOTHONG GROUP PUBLIC COMPANY LIMITED

ALL RECIPIENTS HEREOF, TO THE EXTENT THAT THEY ARE CONSIDERING MAKING AN INVESTMENT IN UNITS OF SMO BUSINESS, SHOULD READ THE PROSPECTUS PREPARED BY ASSET PRO MANAGEMENT



Songklod Wongchai

Fundamental Investment Analyst on Securities; License no. 018086
songklod.won@fssia.com, +66 2646 9970

สารบัญ

ลักษณะการประกอบธุรกิจ	3
ธุรกิจผลิตและจำหน่ายน้ำมันปาล์มดิบ และผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้อง.....	6
ธุรกิจผลิตและจำหน่ายไฟฟ้าจากเชื้อเพลิงก๊าซชีวภาพ	11
ภาวะอุตสาหกรรมน้ำมันปาล์ม.....	12
อดีตที่ผ่านมารายได้เติบโตจากการขยายกำลังผลิตต่อเนื่อง.....	16
ประเด็นการลงทุนที่สำคัญ	18
คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2025 เติบโต 168% y-y และปี 2026-27 เติบโตเฉลี่ย 19% CAGR.....	22
ประเมินมูลค่าเหมาะสม	25
โครงสร้างการถือหุ้น และนโยบายการจ่ายเงินปันผล	27
ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ.....	29
Appendix.....	31

ลักษณะการประกอบธุรกิจ

บริษัท กลุ่มสมอทอง จำกัด (มหาชน) (SMO) เติบโตอย่างเป็นลำดับและมีเหตุผลรองรับในแต่ละก้าว เริ่มตั้งแต่ปี 2009 เมื่อ 3 ครอบครัว (เสกศักดิ์ พิริยะชัยกูรู, กิตติพงษ์ พวงมาลา และลัม) ร่วมก่อตั้ง “สมอทอง น้ำมันปาล์ม” เปิดโรงงานที่ 1 ที่อ.ท่าชนะ จ.สุราษฎร์ธานี (45 ตันผลปาล์มต่อชั่วโมง (tph)) เพื่อปักฐานการผลิตใกล้แหล่งวัตถุดิบ; ต่อมาในปี 2012 ขยายสู่โรงงานที่ 2 ที่อ.พนม จ.สุราษฎร์ธานี (75 tph) เพื่อตอบรับอุปสงค์และกระจายความเสี่ยงจากการพึ่งพาพื้นที่เดียว และปี 2013 ตั้ง “สมอทองปาล์ม 3” เพื่อเตรียมหาที่ดินในจ.ชุมพรสำหรับการเติบโตระยะถัดไป; ปี 2015 สร้างโรงงานที่ 3 ในนาม “สมอทองปาล์ม 4 (สระบุรี)” อ.หนองแค (30 tph) เพื่อกระจายภูมิศาสตร์สู่ภาคกลาง ลดความเสี่ยงซัพพลายเชนและโลจิสติกส์; ปี 2017 ควมรวมทั้ง 4 บริษัทเป็น “กลุ่มสมอทอง” เพื่อยกระดับการบริหารรวมศูนย์และประสิทธิภาพต้นทุน; ปี 2024 ชื่อกิจการบริษัท เอ แอล ปาล์ม (AL) ที่อ.ทุ่งตะโก จ.ชุมพร เพื่อเพิ่มกำลังผลิตและซินเนอร์ยีกับธุรกิจพลังงานชีวภาพ โดยนำ “น้ำใช้แล้ว/ผลพลอยได้” หมักเป็นก๊าซชีวภาพผลิตไฟฟ้าใช้เองและขายให้การไฟฟ้าส่วนภูมิภาค (PEA) เพื่อลดต้นทุน สร้างรายได้ประจำ และสอดคล้องแนวคิด Circular Economy; ผลจาก ขนาดธุรกิจที่ใหญ่ขึ้น + โครงสร้างรายได้ที่เสถียรขึ้น ทำให้ในเดือนมี.ค. 2025 บริษัท แปรสภาพเป็น มหาชน ซึ่งสะท้อนเหตุผลเชิงกลยุทธ์ ตั้งแต่การวางฐานการผลิต ไล่เกียร์ขยายกำลัง-กระจายพื้นที่ ผนึกซินเนอร์ยีกับพลังงานหมุนเวียน จนถึงการเข้าสู่ตลาดทุน เพื่อเสริมความยืดหยุ่นทางการเงินและรองรับการเติบโตที่ยั่งยืนในระยะยาว

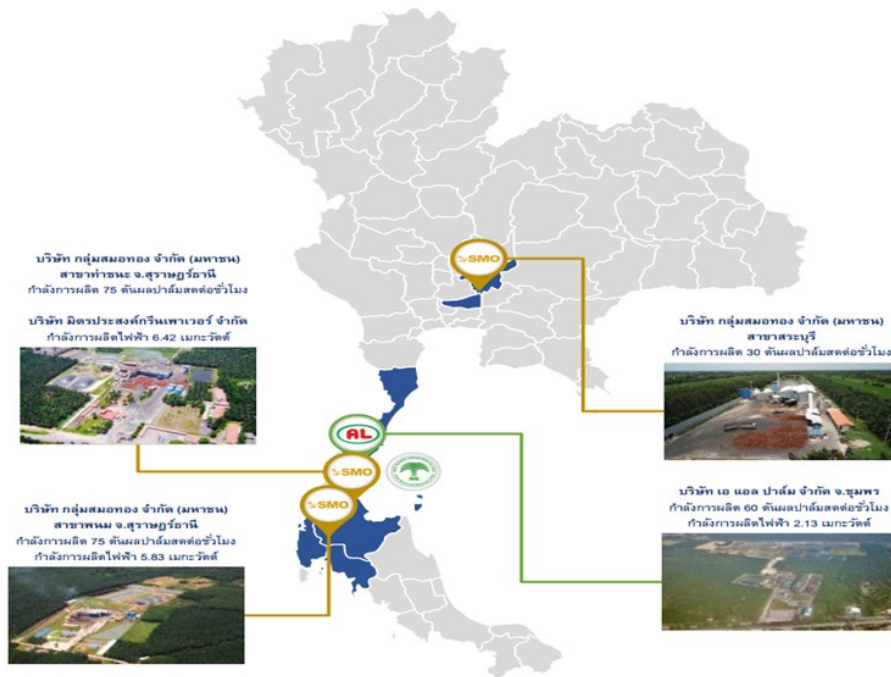
ธุรกิจผลิตและจำหน่ายน้ำมันปาล์มดิบ และผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้อง เป็นธุรกิจหลักโดยมีกำลังการผลิตน้ำมันปาล์มดิบรวมทุกโรงงานของกลุ่มบริษัท เท่ากับ 240 ตันผลปาล์มสดต่อชั่วโมง โดยวัตถุดิบหลักที่ใช้ในการผลิตคือ ผลปาล์มสด (“Fresh Fruit Bunch: FFB”) ซึ่งกลุ่มบริษัทจัดหาผ่านการรับซื้อจากเกษตรกรโดยตรง และรับซื้อจากผู้รวบรวมผลปาล์มสดเพื่อจำหน่าย หรือ “ลานเท” เพื่อสกัดน้ำมันปาล์มดิบออกจากผลปาล์มสด

Exhibit 1: โครงสร้างกลุ่มสมอทอง



Source: SMO

Exhibit 2: ทำเลที่ตั้งโรงงานผลิตน้ำมันปาล์มดิบของกลุ่มสมอทอง



Source: SMO

กระบวนการผลิตจะทำให้ได้ผลิตภัณฑ์หลัก 2 ชนิด ได้แก่

- **น้ำมันปาล์มดิบ (Crude Palm Oil: CPO)** เพื่อจำหน่ายให้กับลูกค้าทั้งในประเทศ และต่างประเทศ โดยลูกค้าที่ซื้อน้ำมันปาล์มดิบจากกลุ่มบริษัท สามารถจำแนกเป็น 2 ประเภทธุรกิจ ดังนี้
 - 1). ธุรกิจจัดหาและจำหน่าย (Trader)
 - 2). อุตสาหกรรมน้ำมันพืช และอุตสาหกรรมไบโอดีเซล
- **เมล็ดในปาล์มอบแห้ง (Palm Kernel: PK)** เพื่อจำหน่ายให้กับลูกค้าภายในประเทศ โดยลูกค้าที่ซื้อน้ำมันปาล์มดิบจากกลุ่มบริษัท สามารถจำแนกเป็น 2 ประเภทธุรกิจ ดังนี้
 - 1). ธุรกิจผลิตน้ำมันเมล็ดในปาล์ม
 - 2). ธุรกิจจัดหาและจำหน่าย (Trader)
- **และผลิตภัณฑ์พลอยได้ที่ได้จากกระบวนการผลิตน้ำมันปาล์มดิบ (By-Product)** ประกอบด้วย กะลาปาล์ม (Palm Kernel Shell: PKS) ทะลายปาล์มเปล่า (Empty fruit Bruch) ทะลายสับ (Long Fiber) เส้นใย (Fiber) ชี้เค้ก (Decanter cake) และชี้เค้กอบแห้ง (Dry Decanter Cake)

นอกจากนี้อีกหนึ่งธุรกิจของกลุ่มบริษัทที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจผลิตและจำหน่ายน้ำมันปาล์มดิบ และผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องคือผลิตและจำหน่ายไฟฟ้าจากเชื้อเพลิงก๊าซชีวภาพ ผ่านการนำน้ำที่ใช้ในกระบวนการผลิตน้ำมันปาล์มดิบ ผสมกับชี้เค้กซึ่งเป็นผลิตภัณฑ์พลอยได้จากกระบวนการผลิตน้ำมันปาล์มดิบเช่นเดียวกัน นำมาหมักในบ่อดักจุลินทรีย์เพื่อให้ได้ก๊าซชีวภาพ ("Biogas") และนำไปใช้เป็นเชื้อเพลิงผลิตไฟฟ้าเพื่อจำหน่ายให้กับการไฟฟ้าส่วนภูมิภาคภายใต้สัญญาซื้อขายไฟฟ้ากับการไฟฟ้าส่วนภูมิภาคประเภทผู้ผลิตไฟฟ้าขนาดเล็กมาก (Very Small Power Plant: VSPP) และส่วนหนึ่งนำไปใช้ภายในกิจการ

โครงสร้างรายได้

Exhibit 3: รายได้แบ่งตามประเภทธุรกิจ

ประเภทธุรกิจ	----- 2022 -----		----- 2023 -----		----- 2024 -----	
	ล้านบาท	สัดส่วน	ล้านบาท	สัดส่วน	ล้านบาท	สัดส่วน
ธุรกิจผลิตและจำหน่ายน้ำมันปาล์มดิบ และผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้อง	6,687.57	97.34%	5,752.10	97.59%	6,133.19	97.96%
ธุรกิจผลิตและจำหน่ายไฟฟ้าจากเชื้อเพลิงก๊าซชีวภาพ	123.43	1.80%	130.98	2.22%	119.64	1.91%
รวมรายได้จากการขาย	6,811.00	99.14%	5,883.08	99.81%	6,252.83	99.87%
รายได้อื่น	59.42	0.86%	11.07	0.19%	8.26	0.13%
รายได้รวม	6,870.42	100.00%	5,894.14	100.00%	6,261.09	100.00%

Source: SMO

Exhibit 4: รายได้แบ่งตามประเภทธุรกิจ

รายได้แบ่งตามประเภทธุรกิจ	----- 6M24 -----		----- 6M25 -----	
	ล้านบาท	สัดส่วน	ล้านบาท	สัดส่วน
ธุรกิจผลิตและจำหน่ายน้ำมันปาล์มดิบ และผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้อง	2,786.14	97.71%	4,837.42	97.41%
ธุรกิจผลิตและจำหน่ายไฟฟ้าจากเชื้อเพลิงก๊าซชีวภาพ	59.63	2.09%	76.15	1.53%
รวมรายได้จากการขาย	2,845.76	99.80%	4,913.57	98.95%
รายได้อื่น	5.68	0.20%	52.33/3	1.05%
รายได้รวม	2,851.44	100.00%	4,965.90	100.00%

Source: SMO

ธุรกิจผลิตและจำหน่ายน้ำมันปาล์มดิบ และผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้อง

ธุรกิจผลิตและจำหน่ายน้ำมันปาล์มดิบและผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องเป็นธุรกิจหลักของกลุ่มบริษัท โดยมีผลิตภัณฑ์หลักคือ น้ำมันปาล์มดิบ (CPO) และ เมล็ดในปาล์ม (PK) เพื่อป้อนเข้าสู่อุตสาหกรรมปลายน้ำที่หลากหลาย

Exhibit 5: ผลิตภัณฑ์หลัก



Source: SMO

Exhibit 6: ผลิตภัณฑ์ผลพลอยได้

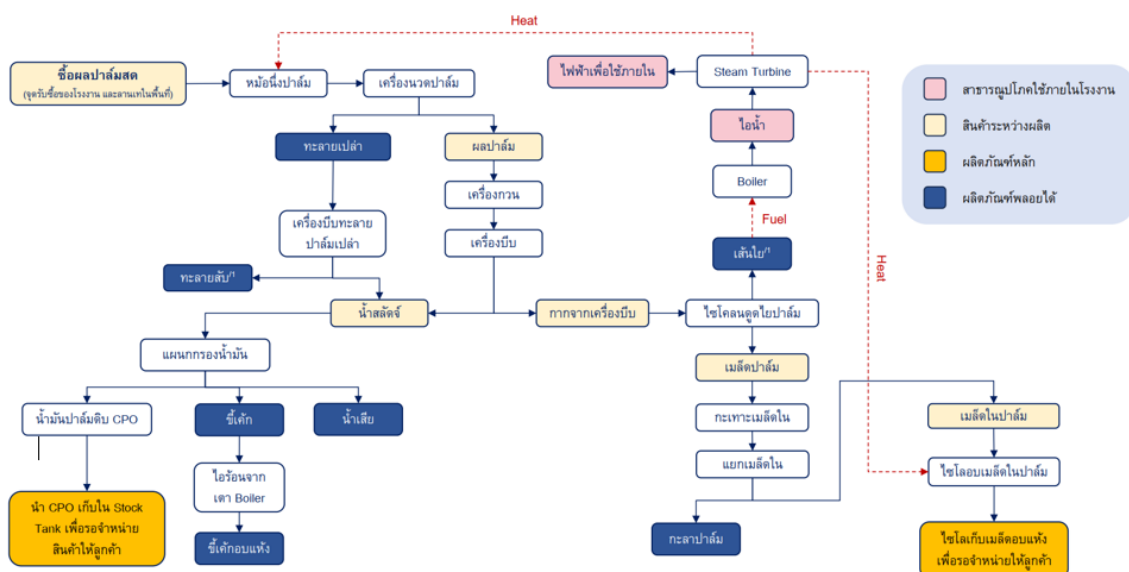


Source: SMO

กลุ่มบริษัทมีฐานการผลิตรวม 4 โรงงาน ใน 3 จังหวัด ได้แก่ สุราษฎร์ธานี ชุมพร และสระบุรี ให้กำลังการผลิตรวม 240 ตันต่อชั่วโมง รองรับผลปาล์มสด (FFB) สูงสุด 5,760 ตันต่อวัน คิดเป็นศักยภาพการผลิต CPO สูงสุดประมาณ 1,152 ตันต่อวัน ภายใต้สมมติฐาน อัตราสกัด 18% โครงสร้างธุรกิจดังกล่าวช่วยเชื่อมโยงห่วงโซ่มูลค่าอย่างเป็นระบบ โดย CPO ทำหน้าที่เป็นสินค้าขั้นกลางส่งต่อไปยังอุตสาหกรรมต่อเนื่อง เช่น ไบโอดีเซล อาหาร และโอเลโอเคมีคอล ซึ่งต่อยอดเป็นผลิตภัณฑ์ปลายทางที่ผู้บริโภครู้จัก อาทิ น้ำมันพืชสำหรับประกอบอาหาร น้ำมันไบโอดีเซล เครื่องสำอาง และขนมขบเคี้ยว

ขณะเดียวกัน PK ซึ่งเป็นผลิตภัณฑ์หลักอีกชนิดจากกระบวนการผลิต จะถูกนำไปสกัดเป็น น้ำมันเมล็ดในปาล์มดิบ (CPKO) เพื่อใช้เป็นวัตถุดิบในหลากหลายอุตสาหกรรมเช่นเดียวกัน ได้แก่ อาหาร อาหารสัตว์ โอเลโอเคมีคอล และเครื่องสำอาง ทำให้พอร์ตสินค้าเกิดความยืดหยุ่นต่อภาวะตลาดและกระจายความเสี่ยงด้านอุปสงค์ได้ดียิ่งขึ้น

Exhibit 7: กระบวนการผลิตน้ำมันปาล์มโดยสังเขป



Source: SMO, Note: เส้นใย และทะลายสับ (บางส่วน) จะถูกส่งไปยังหม้อต้มบอยเลอร์ (Boiler) เพื่อผลิตไอน้ำและนำไอน้ำเข้าสู่เครื่องกำเนิดไฟฟ้าเพื่อผลิตกระแสไฟฟ้าใช้ภายในกระบวนการผลิต และโรงงาน

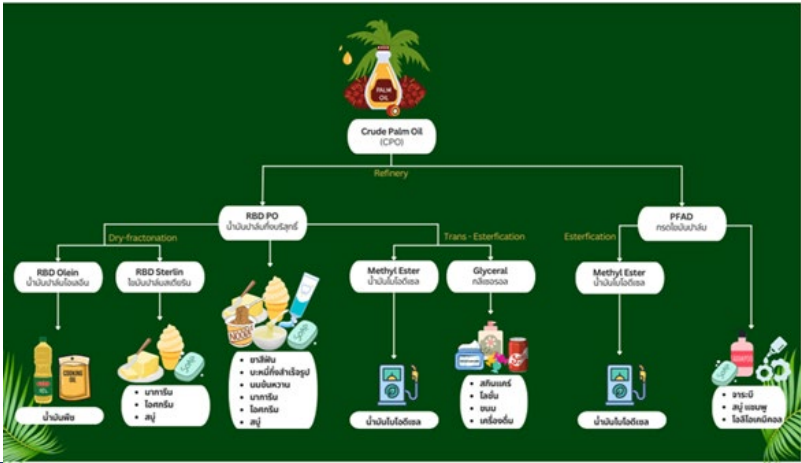
Exhibit 8: OER ของกลุ่มบริษัทเปรียบเทียบกับ OER เฉลี่ยของทั้งประเทศ

อัตราการผลิตน้ำมันปาล์มดิบ (OER)	2022	2023	2024	6M25
ค่าเฉลี่ยของประเทศไทย	17.76%	18.28%	17.56%	17.59%
ค่าเฉลี่ยของกลุ่มบริษัท	17.54%	18.73%	17.65%	17.16%

Source: SMO

นอกจากผลิตภัณฑ์หลักแล้ว กระบวนการผลิตยังสร้าง ผลิตภัณฑ์พลอยได้ จำนวนมาก ได้แก่ กะลาปาล์ม เส้นใยปาล์ม ทะลายปาล์มเปล่า (EFB) ทะลายสับ ชีคัก และชีคักอบแห้ง ซึ่งสามารถจำหน่ายให้ลูกค้าในอุตสาหกรรมผลิตไฟฟ้าพลังงานทดแทน ภาคปศุสัตว์ และใช้เป็นเชื้อเพลิงในโรงงานอุตสาหกรรม ช่วยเพิ่มรายได้เสริมแบบต่อเนื่อง และลดต้นทุนพลังงาน

Exhibit 9: รายละเอียดผลิตภัณฑ์ที่ได้จากน้ำมันปาล์มดิบ



Source: SMO

Exhibit 10: รายละเอียดการขายสินค้าสำหรับธุรกิจผลิตและจำหน่ายน้ำมันปาล์มดิบ และผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้อง

รายการ	----- 2022 -----		----- 2023 -----		----- 2024 -----	
ปริมาณการขาย (ตัน)						
น้ำมันปาล์มดิบ (CPO)	130,893		158,777		149,836	
เมล็ดในปาล์มอบแห้ง (PK)	39,570		37,192		41,917	
มูลค่าการขาย	ล้านบาท	สัดส่วน	ล้านบาท	สัดส่วน	ล้านบาท	สัดส่วน
น้ำมันปาล์มดิบ (CPO)	5,575.57	83.37%	4,990.12	86.75%	5,222.27	85.15%
เมล็ดในปาล์มอบแห้ง (PK)	936.90	14.01%	532.64	9.26%	784.69	12.79%
ผลิตภัณฑ์พลอยได้ และอื่นๆ	175.09	2.62%	229.34	3.99%	126.23	2.06%
รวมรายได้ธุรกิจผลิตและจำหน่ายน้ำมันปาล์มดิบและผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้อง	6,687.57	100.00%	5,752.10	100.00%	6,133.19	100.00%

Source: SMO

Exhibit 11: รายละเอียดการขายสินค้าสำหรับธุรกิจผลิตและจำหน่ายน้ำมันปาล์มดิบ และผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้อง

รายการ	----- 6M24 -----		----- 6M25 -----	
ปริมาณการขาย (ตัน)				
น้ำมันปาล์มดิบ (CPO)	69,012		110,639	
เมล็ดในปาล์มอบแห้ง (PK)	21,840		29,420	
มูลค่าการขาย	ล้านบาท	สัดส่วน	ล้านบาท	สัดส่วน
น้ำมันปาล์มดิบ (CPO)	2,349.63	84.33%	4,036.16	83.44%
เมล็ดในปาล์มอบแห้ง (PK)	359.31	12.90%	724.16	14.97%
ผลิตภัณฑ์พลอยได้ และอื่นๆ	77.20	2.77%	77.10	1.59%
รวมรายได้ธุรกิจผลิตและจำหน่ายน้ำมันปาล์มดิบและผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้อง	2,786.14	100.00%	4,837.42	100.00%

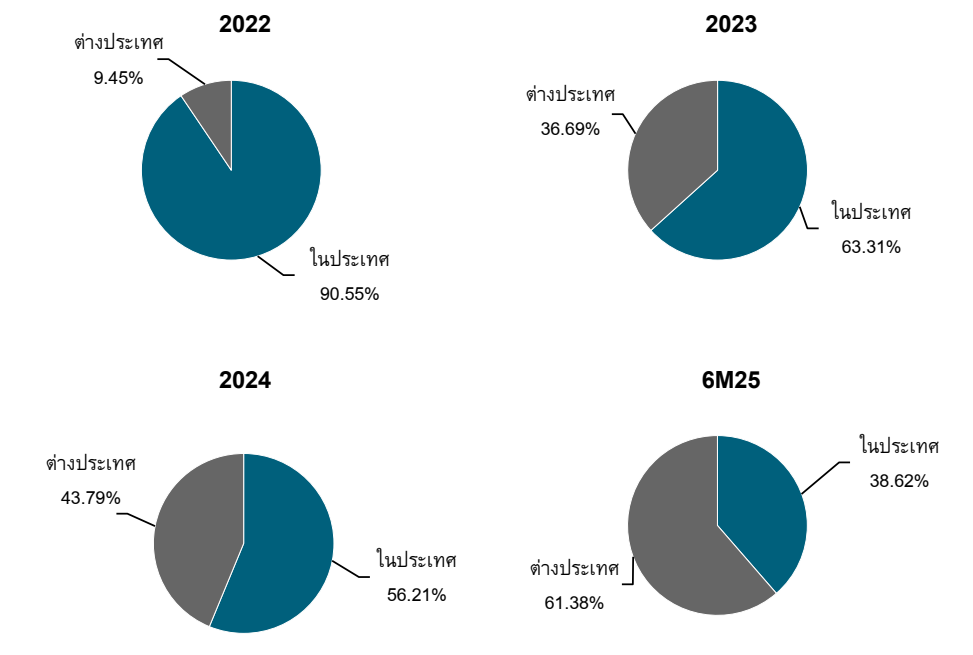
Source: SMO

การจำหน่ายและช่องทางการจำหน่าย

สำหรับช่องทางการจัดจำหน่ายน้ำมันปาล์มดิบจะสามารถแบ่งได้เป็น 2 ลักษณะ คือ

- 1) ช่องทางการขายภายในประเทศ เป็นการจำหน่ายโดยฝ่ายขายของบริษัท โดยลูกค้าส่วนใหญ่จะเป็นผู้ประกอบการในอุตสาหกรรมที่ใช้้ำมันปาล์มดิบเป็นวัตถุดิบ และมีการติดต่อซื้อขายกันมาอย่างยาวนานสม่ำเสมอ
- 2) ช่องทางการขายต่างประเทศ จะมีสองลักษณะคือ 1.การขายโดยฝ่ายขายต่างประเทศของบริษัท โดยฝ่ายขายของบริษัทจะทำหน้าที่ติดต่อนำเสนอผลิตภัณฑ์ให้กับลูกค้าโดยตรงเพื่อเจรจาราคาขายสินค้า ปริมาณขาย เงื่อนไขการส่งมอบ และเงื่อนไขการชำระเงิน และ 2.การขายผ่านนายหน้า (Brokerage) ซึ่งนายหน้าจะเป็นบุคคล หรือนิติบุคคลภายนอกที่ทำหน้าที่ประสานงานกับผู้ซื้อให้กับกลุ่มบริษัท รวมถึงช่วยในการเจรจาตกลงราคาขายสินค้า ปริมาณการขาย เงื่อนไขการส่งมอบ และเงื่อนไขการชำระเงินกับลูกค้าให้เป็นไปตามที่กลุ่มบริษัทต้องการ ปัจจุบันลูกค้าต่างประเทศของกลุ่มบริษัทคือผู้ประกอบการธุรกิจจัดหาและจำหน่าย (Trader) น้ำมันปาล์มดิบหรือสินค้าโภคภัณฑ์ชนิดอื่น ๆ ที่มีชื่อเสียงในตลาดโลก

Exhibit 12: สัดส่วนการขายน้ำมันปาล์มดิบ (CPO) แยกตามภูมิศาสตร์



Source: SMO

กลุ่มบริษัทกำหนดนโยบายราคาขายสินค้า โดยอ้างอิงตามภาวะและกลไกของตลาดในแต่ละช่วงเวลา พิจารณาร่วมกับต้นทุนการผลิตน้ำมันปาล์มดิบของกลุ่มบริษัท ปริมาณสินค้าคงคลังของกลุ่มบริษัท ปริมาณสินค้าคงคลังภายในประเทศ ราคาอ้างอิงจากกรมการค้าภายใน ราคาอ้างอิงจากตลาดต่างประเทศ (ตลาดประเทศมาเลเซีย) ราคาขายเทียบเคียงจากคู่แข่งที่มีคุณภาพของสินค้าที่คล้ายคลึงกัน เพื่อกำหนดราคาขาย (Spot Price) โดยกลุ่มบริษัทจะกำหนดการขายในแต่ละช่วงเวลาให้มีความเหมาะสมต่อสถานการณ์ เพื่อป้องกันและลดความเสี่ยงจากความผันผวนของระดับราคาสินค้าที่เป็นผลมาจากทุกปัจจัยข้างต้น โดยการขายของกลุ่มบริษัทสามารถแบ่งเป็น 2 ประเภท ได้แก่ การทำสัญญาซื้อขายกันแบบรายครั้ง และสัญญาระยะยาว (ทำเฉพาะตลาดในประเทศ)

โรงงานและกำลังผลิตของกลุ่มบริษัทสมอทอง

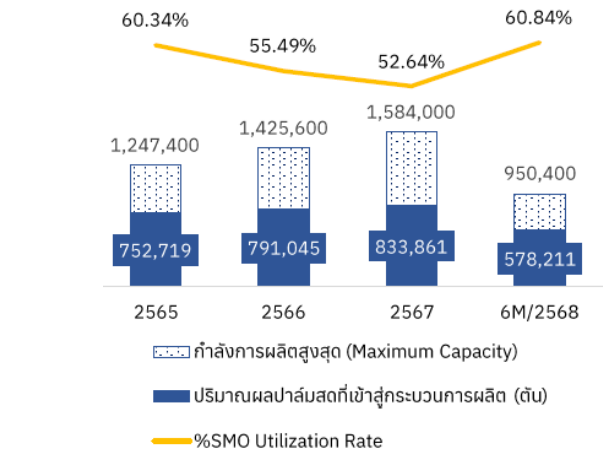
ปัจจุบันกลุ่มบริษัทมีโรงงานผลิตน้ำมันปาล์มดิบในหลายพื้นที่ ประกอบด้วย 1.โรงงานสาขาท่าชนะ 2. โรงงานสาขาพนม 3.โรงงานสาขาสระบุรี 4.โรงงาน AL (บริษัท เอ แอล ปาล์ม จำกัด)

Exhibit 13: โรงงานและกำลังการผลิต



Source: SMO

Exhibit 14: อัตราการใช้กำลังผลิตเฉลี่ย (Utilization Rate)



Source: SMO

Exhibit 15: กำลังการผลิตน้ำมันปาล์มดิบของกลุ่มสมอทอง

	หน่วย	2022	2023	2024	6M24	6M25
กำลังการผลิต ณ สิ้นงวด	ตันผลปาล์มสด/ชั่วโมง	180/2	180	240/3	180	240/3
กำลังการผลิตสูงสุด /1	ตัน	1,247,400	1,425,600	1,584,000	712,800	950,400
ปริมาณผลปาล์มสดที่เข้าสู่กระบวนการผลิต	ตัน	752,719	791,045	833,861	425,529	578,211
อัตราการใช้กำลังการผลิตเฉลี่ย	%	60.34%	55.49%	52.64%	59.70%	60.84%
น้ำมันปาล์มดิบที่ผลิตได้	ตัน	131,999	148,184	147,180	72,394	99,199
อัตราการผลิตน้ำมันปาล์มดิบ (OER)	%	17.54%	18.73%	17.65%	17.01%	17.16%
ปริมาณการขายน้ำมันปาล์มดิบ	ตัน	130,893	158,777	149,836	69,012	110,639
ราคาขายน้ำมันปาล์มดิบเฉลี่ย	บาท/กิโลกรัม	42.60	31.43	34.85	34.05	36.48
เมล็ดในปาล์มอบแห้งที่ผลิตได้	ตัน	39,352	41,786	42,356	22,047	28,747
อัตราการผลิตเมล็ดในปาล์ม (KER)	%	5.23%	5.28%	5.08%	5.18%	4.97%
ปริมาณการขายเมล็ดในปาล์มอบแห้ง	ตัน	39,570	37,192	41,917	21,840	29,420
ราคาขายเมล็ดในปาล์มอบแห้งเฉลี่ย	บาท/กิโลกรัม	23.68	14.32	18.72	16.45	24.62

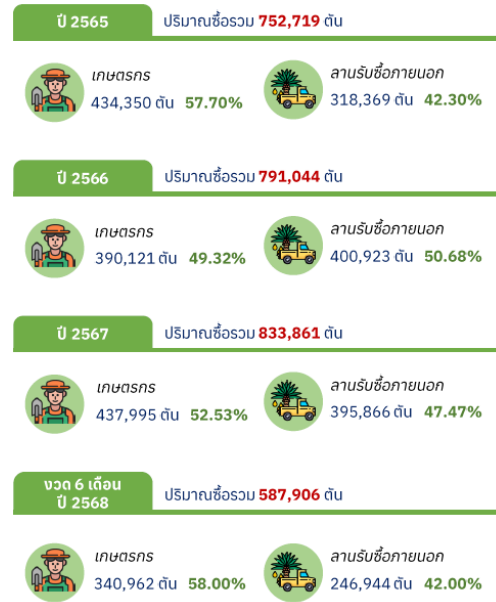
Source: SMO, /1 กำลังการผลิตสูงสุดของกลุ่มบริษัทคำนวณจากกำลังการผลิตของทุกโรงงานของกลุ่มบริษัท คูณด้วยจำนวนวันที่ดำเนินการ 330 วันต่อปี หรือคิดเป็น 27.5 วันต่อเดือน คูณด้วย 24 ชั่วโมงต่อวัน โดยมีการปรับปรุงตามการเริ่มดำเนินการเชิงพาณิชย์ของแต่ละโรงงานในปีนั้น ๆ

Exhibit 16: การจัดหาวัตถุดิบผ่านจตุรรับซื้อปัจจุบัน



Source: SMO

Exhibit 17: การจัดหาปาล์มสด



Source: SMO

สำหรับผู้ขายผลไม้สดให้กับกลุ่มบริษัทสามารถจำแนกได้เป็นทั้งหมด 3 กลุ่มหลัก ได้แก่

(1) เกษตรกร เกษตรกรสวนปาล์มที่มีพื้นที่เพาะปลูกต้นปาล์มและมีผลผลิตปาล์มสดจำหน่าย โดยเกษตรกรสวนปาล์มในประเทศไทยส่วนใหญ่เป็นรายย่อยที่มีพื้นที่เพาะปลูกไม่มากนัก ส่งผลให้มีปริมาณผลปาล์มสดที่ส่งมาขายให้กับกลุ่มบริษัทต่อครั้งมี จำนวนไม่มาก โดยผู้ขายวัตถุดิบประเภทนี้มักใช้การขนส่งผลปาล์มสดด้วยรถกระบะส่วนตัว หรือรถบรรทุกในกรณีที่เป็นสวนขนาดใหญ่ เพื่อขนส่งผลปาล์มสดมาขายยังจุดรับซื้อ หรือหน้าโรงงานสาขาของกลุ่มบริษัท

(2) เกษตรกรที่ได้รับการรับรอง **RSPO** หมายถึง เกษตรกรที่เข้าร่วมกลุ่มปาล์มยั่งยืน (RSPO) ซึ่งต้องปฏิบัติตามกฎระเบียบ ข้อบังคับ รวมถึงต้องได้รับการรับรองจาก RSPO ซึ่งเกษตรกรกลุ่มดังกล่าวเมื่อนำผลปาล์มสดมาขายให้กับกลุ่มบริษัทแล้ว กลุ่มบริษัทจะสามารถใช้ผลปาล์มสดดังกล่าวเพื่อผลิตเป็นน้ำมันปาล์มยั่งยืน (CSPO) เพื่อจำหน่ายให้กับลูกค้าต่อไป

(3) ลานรับซื้อผลปาล์มสดของบุคคลภายนอก (ลานเทของบุคคลภายนอก) เป็นลานเทที่ประกอบธุรกิจรวบรวมผลปาล์มสดโดยการซื้อจากเกษตรกร หรือจากแหล่งอื่น ๆ เพื่อจำหน่ายต่อไปให้กับโรงงาน (ซื้อมาจำหน่ายไป) โดยที่มีความอิสระกล่าวคือสามารถจำหน่ายให้กับโรงงานใดก็ได้ โดยกลุ่มบริษัทเป็นเพียงหนึ่งในผู้ซื้อผลปาล์มสดจากลานรับซื้อผลปาล์มสดต่าง ๆ ในพื้นที่ ทั้งนี้ในการรับซื้อผลปาล์มสดลานเทของบุคคลภายนอกจะต้องปฏิบัติตามหลักเกณฑ์การรับซื้อผลปาล์มสด รวมถึงราคารับซื้อภายใต้การกำหนดของกลุ่มบริษัท

Exhibit 18: การรับซื้อผลปาล์มสด แบ่งตามผู้ขายวัตถุดิบ

ข้อมูลการรับซื้อผลปาล์มสดแบ่งตามประเภทของผู้ขายวัตถุดิบ	2022		2023		2024	
	ตัน	สัดส่วน	ตัน	สัดส่วน	ตัน	สัดส่วน
เกษตรกร	398,259	52.91%	356,441	45.06%	406,806	48.79%
เกษตรกรที่ได้รับการรับรอง RSPO	36,091	4.79%	33,680	4.26%	31,189	3.74%
ลานรับซื้อผลปาล์มสดของบุคคลภายนอก	318,369	42.30%	400,923	50.68%	395,866	47.47%
รวมปริมาณ	752,719	100.00%	791,044	100.00%	833,861	100.00%

Source: SMO

ธุรกิจผลิตและจำหน่ายไฟฟ้าจากเชื้อเพลิงก๊าซชีวภาพ

ธุรกิจผลิตและจำหน่ายไฟฟ้าจากก๊าซชีวภาพ เป็นอีกหนึ่งธุรกิจของกลุ่มบริษัทซึ่งมีความเกี่ยวเนื่องกับธุรกิจผลิตและจำหน่ายน้ำมันปาล์มดิบ และผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้อง จากการนำน้ำที่ผ่านการใช้ในกระบวนการผลิตผสมกับขี้เถ้า และนำไปหมักในบ่อหมักก๊าซชีวภาพ เพื่อผลิตก๊าซชีวภาพใช้เป็นเชื้อเพลิงในการผลิตไฟฟ้าเพื่อจำหน่ายให้กับการไฟฟ้าส่วนภูมิภาค ภายใต้สัญญาขายไฟฟ้าจากผู้ผลิตขนาดเล็กมาก ("Very Small Power Producer: VSSP) กับการไฟฟ้าส่วนภูมิภาค ("กฟภ.") ซึ่งปัจจุบันกลุ่มบริษัทมีโรงไฟฟ้าก๊าซชีวภาพ จำนวน 3 แห่ง โดยมีรายละเอียดดังนี้

Exhibit 19: โรงไฟฟ้าก๊าซชีวภาพของกลุ่มบริษัทสมอทอง

บริษัท	ที่ตั้ง	กำลังการผลิต (MW)	PPA (MW)
บริษัท กลุ่มสมอทอง จำกัด (มหาชน)	อ.พนม จ.สุราษฎร์ธานี	5.83	5.70
บริษัท มิตรประสงค์กรีนเพาเวอร์ จำกัด	อ.ท่าชนะ จ.สุราษฎร์ธานี	6.42	5.00
บริษัท เอ แอล ปาล์ม จำกัด	อ.ทุ่งตะโก จ.ชุมพร	2.13	2.00
รวม		14.38	12.70

Source: SMO

Exhibit 20: ข้อมูลโรงไฟฟ้าก๊าซชีวภาพและรายได้ของกลุ่มบริษัทสมอทอง

รายละเอียดการผลิตไฟฟ้า	หน่วย	2022	2023	2024	6M24	6M25
กำลังการผลิต/1	MW	12.25	12.25	14.38/2	12.25	14.38/2
สัญญาซื้อขายไฟฟ้า	MW	10.70	10.70	12.70	10.70	12.70
ปริมาณไฟฟ้าที่ผลิตได้	ล้านยูนิต	33.32	33.41	35.17	17.45	22.26
อัตราการใช้กำลังการผลิต	%	34.35%	34.43%	30.88%	35.97%	39.10%
ปริมาณการขายไฟฟ้า	ล้านยูนิต	29.85	29.43	30.39	14.98	20.07
ราคาขายไฟฟ้าเฉลี่ย	บาทต่อยูนิต	4.14	4.45	3.94	3.98	3.79
รายได้จากการจำหน่ายไฟฟ้า	ล้านบาท	123.43	130.98	119.64	59.36	76.15

Source: SMO, /1 กำลังการผลิตไฟฟ้าของกลุ่มบริษัทคำนวณจากกำลังการผลิตรวมกลุ่มบริษัท โดยคูณด้วยจำนวนวันที่กลุ่มบริษัทผลิตน้ำมันปาล์มดิบคือ 330 วันต่อปี หรือคิดเป็น 27.5 วันต่อเดือน คูณด้วย 24 ชั่วโมงต่อวัน

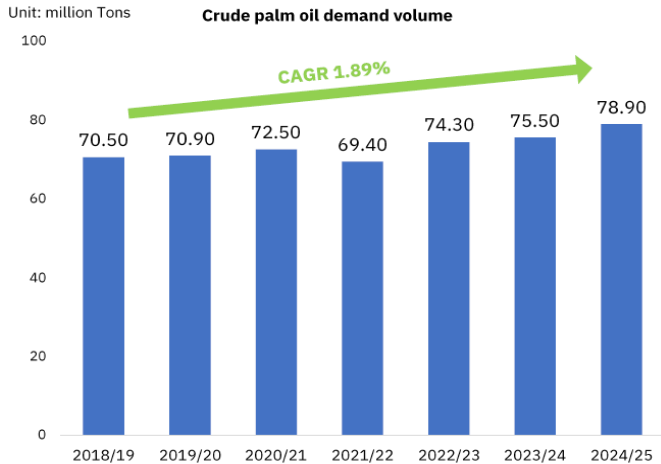
ธุรกิจผลิตไฟฟ้าของภาคเอกชนมีแนวโน้มเติบโตเพิ่มขึ้นในช่วงปี 2025-27 เนื่องจากความต้องการใช้ไฟฟ้าภายในประเทศมีอัตราขยายตัวตามภาคเศรษฐกิจของประเทศ ซึ่งปัจจุบันภาคอุตสาหกรรมจากต่างชาติซึ่งได้เข้ามาตั้งฐานการผลิตทั้งยังมีความต้องการใช้ไฟฟ้ามากกว่าภาคธุรกิจทั่วไปกว่า 10-50 เท่า และเพื่อรองรับความต้องการใช้ไฟฟ้านั้น ประเทศไทยมีแผนการพัฒนากำลังการผลิตไฟฟ้าซึ่งถูกกำหนดจากสำนักงานนโยบายและแผนพลังงาน (Energy Public and Planning Office: EPGO) ภายใต้กำกับของกระทรวงพลังงาน ผ่านการจัดทำแผนงานพัฒนากำลังการผลิตไฟฟ้าของประเทศไทย (Power Development Plan: PDP)

ปัจจุบันประเทศไทยใช้แผนพัฒนากำลังการผลิตไฟฟ้าของประเทศไทย พ.ศ. 2018 – 20037 ฉบับปรับปรุงครั้งที่ 1 (PDP2018 Revision 1) ที่คณะรัฐมนตรีมีมติเห็นชอบเมื่อวันที่ 20 ตุลาคม 2020 โดยมีเนื้อหาสำคัญในการกำหนดกำลังการผลิตไฟฟ้าของประเทศไทย ณ สิ้นปี 2580 รวมสุทธิ 77,211 MW โดยเป็นกำลังผลิตของโรงไฟฟ้าใหม่รวม 56,431 MW โดยมีแผนมุ่งเน้นการเพิ่มสัดส่วนการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนเพิ่มขึ้น และปรับลดสัดส่วนการผลิตไฟฟ้าจากโรงไฟฟ้าถ่านหิน ส่งผลให้สามารถลดปริมาณก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์จากการผลิตไฟฟ้าได้มากขึ้น

ภาวะอุตสาหกรรมน้ำมันปาล์ม

Crude Palm Oil: CPO เป็นหนึ่งในสินค้าโภคภัณฑ์ที่มีบทบาทสำคัญต่อเศรษฐกิจโลก เพราะเป็นวัตถุดิบชั้นกลางที่เชื่อมโยงกับหลากหลายอุตสาหกรรม ตั้งแต่ น้ำมันพืชและอาหาร ไปจนถึงโอเลโอเคมีคอล เครื่องสำอาง และเชื้อเพลิงชีวภาพอย่างไบโอดีเซล ผลิตภัณฑ์ปลายทางจำนวนมากที่ผู้บริโภครู้จักล้วนมีส่วนผสมของน้ำมันปาล์มดิบไม่ทางใดก็ทางหนึ่ง ขณะเดียวกัน CPO ยังทำหน้าที่เป็นพีดสต็อกสำคัญในนโยบายพลังงานหมุนเวียนของหลายประเทศจึงมีนัยเชิงยุทธศาสตร์ด้านอาหารและพลังงาน

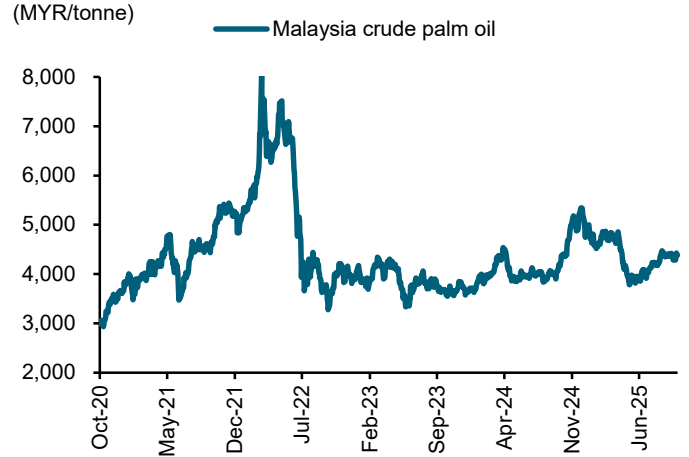
Exhibit 21: ปริมาณความต้องการน้ำมันปาล์มดิบโลก



Source: Office of Agricultural Economic (As of November 2024)

Source: SMO

Exhibit 22: ราคาน้ำมันปาล์มดิบในตลาดมาเลเซีย



Source: Bloomberg, Malaysian Palm Oil Board: (MPOB) As of 6 Oct-25

แรงขับเคลื่อนความต้องการ CPO ในช่วงหลังเกิดจากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลกหลังโควิดในปี 2021 ซึ่งรัฐบาลหลายประเทศออกมาตรการกระตุ้นการบริโภค ทำให้ดีมานด์สินค้าอาหารและสินค้าอุปโภคบริโภคกลับมาอย่างรวดเร็ว ทว่าเส้นทางราคากลับผันผวนรุนแรง โดยในปี 2022 ราคาพุ่งขึ้นจากสงครามรัสเซีย-ยูเครนที่ดันต้นทุนพลังงาน และกระทบการส่งออกน้ำมันดอกทานตะวันของสองประเทศผู้ส่งออกหลัก หลายชาติจึงหันมาพึ่งพาอาหารและพลังงาน อินโดนีเซีย—ผู้ส่งออก CPO อันดับหนึ่งของโลก—ลดโควตาส่งออกและเร่งใช้ในประเทศ ยิ่งตอกย้ำภาวะตึงตัวด้านอุปทาน ก่อนที่สถานการณ์จะค่อย ๆ ผ่อนคลายในปลายปีเดียวกัน

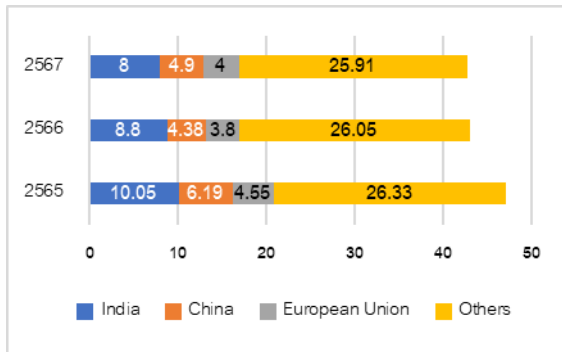
แม้ภาพรวมจะคลายตัว แต่ดัชนีราคาน้ำมันพืชของ FAO ยังสะท้อนแรงกดดันด้านราคาอย่างต่อเนื่อง โดยเดือนธันวาคม 2024 ดัชนีอยู่ที่ 162.1 จุด เพิ่มขึ้น 39.8 จุด หรือ +32.54% เมื่อเทียบกับปีก่อน และไต่ขึ้นสู่ 166.8 จุดในเดือนกรกฎาคม 2025 ซึ่งเป็นระดับสูงสุดในรอบสองปี ปัจจัยหนุนหลักคือดีมานด์ที่เพิ่มพร้อมกันทั้งปาล์ม ถั่วเหลือง ดอกทานตะวัน และเรปซีด ขณะที่ผลผลิตในอินโดนีเซียและมาเลเซียต่ำกว่าคาด นอกจากนั้นนโยบายไบโอดีเซลของอินโดนีเซียที่ขยับจาก B35 เป็น B40 ตั้งแต่ต้นปี 2025 และตั้งเป้า B50 ในปี 2026 ยังตอกย้ำ CPO ภายในประเทศมากขึ้น หนุนฐานราคาในเชิงโครงสร้าง

อย่างไรก็ดี ราคาน้ำมันปาล์มดิบยังมีความสัมพันธ์เชิง “สินค้าทดแทน” กับน้ำมันพืชชนิดอื่น เมื่อราคาฝั่งหนึ่งขยับ อีกฝั่งมักปรับสวนทางตามพลวัตอุปสงค์-อุปทานในช่วงเวลาเดียวกัน ความเชื่อมโยงนี้ทำให้ตลาด CPO ไวต่อช็อกภายนอกและนโยบายการค้าของผู้ผลิตรายใหญ่ ปัจจุบันไทยเป็นผู้ผลิต CPO อันดับ 3 ของโลก (ส่วนแบ่งผลผลิตราว 4.65% ในปี 2024) แต่ยังมีเสียเปรียบด้านต้นทุนต่ออินโดนีเซียและมาเลเซีย ทำให้มีอิทธิพลจำกัดต่อทิศทางราคาโลก สำหรับไทย เส้นทางที่เป็นเหตุเป็นผลจึงอยู่ที่การยกระดับประสิทธิภาพตลอดห่วงโซ่—เพิ่มอัตราสกัดและผลผลิตต่อไร่ ลดต้นทุนโลจิสติกส์และพลังงาน ต่อร่องและกระจายความเสี่ยงด้านราคา รวมถึงต่อยอดสู่ผลิตภัณฑ์มูลค่าสูงในโอเลโอเคมีคอลและไบโอโปรดักส์—เพื่อรักษาการเงินและความสามารถในการแข่งขันท่ามกลางตลาดโลกที่ผันผวนและเชื่อมโยงกันมากขึ้นทุกปี.

แนวโน้มอุตสาหกรรมน้ำมันปาล์มปี 2026: ประเด็นขับเคลื่อนหลัก ได้แก่

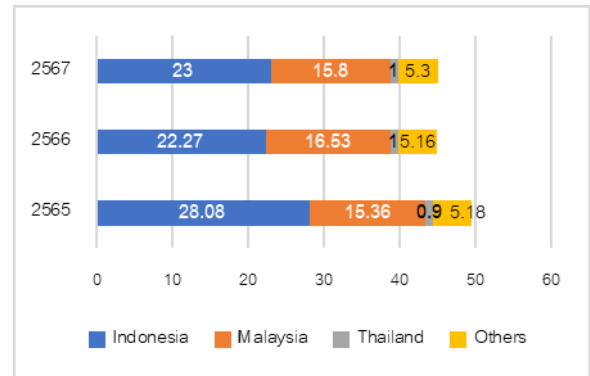
(1) อุปสงค์ยัง “ทรงตัว-ขยายตัวเล็กน้อย” การบริโภคอาหารและสินค้า FMCG คาดว่าขยายตัวต่อเนื่องตามรายได้จริงและการท่องเที่ยวที่ฟื้น ดีมานด์พลังงานทดแทนยังเป็น “ฐานรองรับ” โดยเฉพาะประเทศที่เพิ่มสัดส่วนผสมไบโอดีเซลอย่างค่อยเป็นค่อยไป (หากตัวเลขใช้งานจริงเข้าใกล้เป้าหมายนโยบาย จะดึง CPO ในประเทศผู้ผลิตต่อเนื่อง)

Exhibit 23: ปริมาณนำเข้าน้ำมันปาล์มโลก (ล้านตัน)



Sources: SMO, USDA Foreign Agriculture Service

Exhibit 24: ปริมาณส่งออกน้ำมันปาล์มโลก (ล้านตัน)



Sources: SMO, USDA Foreign Agriculture Service

(2) อุปทาน “ดีขึ้นแต่ไม่ล้น” มาเลเซียมีแนวโน้มจัดการแรงงานสวนปาล์มดีขึ้นและปรับปรุงผลผลิตต่อไร่ (yield) แต่ผลบวกจะทยอยสะท้อน ไม่ใช้การกระโดดทันที อินโดนีเซียยังเป็นตัวแปรสำคัญ: หากสภาพอากาศเป็นกลาง/เอื้อ (ไม่สุดโต่ง) ผลผลิตจะช่วยเพิ่ม “กันชน” ให้ตลาด แต่หากเกิดสภาพอากาศสุดขั้ว (เอลนีโญ/ลานีญา) ขาดเติม การผลิตอาจสะดุด วัฏจักรการโค่นปลูกทดแทน (replanting) และอายุสวนเฉลี่ยยังเป็นตัวกำหนดศักยภาพผลผลิตใน 1-3 ปีข้างหน้า

(3) ราคาน้ำมันพืชคู่แข่ง & ราคาพลังงานโลก Cross-price: หากน้ำมันถั่วเหลือง/ดอกทานตะวัน/เรปซีดออกดีกว่าคาด (เช่น อเมริกาใต้/ทะเลดำผลผลิตดี) จะกดดัน CPO ให้ “ทรงตัว-อ่อนตัว” พลังงานโลก: ราคาน้ำมันดิบ/ดีเซล ส่งผลต่อความคุ้มค่าไบโอดีเซล—ยิ่งดีเซลแพง ช่องว่างสนับสนุนการใช้ CPO ทำ B-blend จะสูงขึ้น

(4) กติกาสังแวดลอม/การค้า (ESG/Traceability) การบังคับใช้มาตรการด้านป่าไม้/ความยั่งยืนที่เข้มข้นในยุโรปและตลาดพัฒนาแล้วจะเพิ่มต้นทุนคอมเพลกซ์ แต่ผู้เล่นที่ทำได้ดีจะ “เข้าถึงตลาดพรีเมียม” และลดความผันผวนของช่องทางขาย

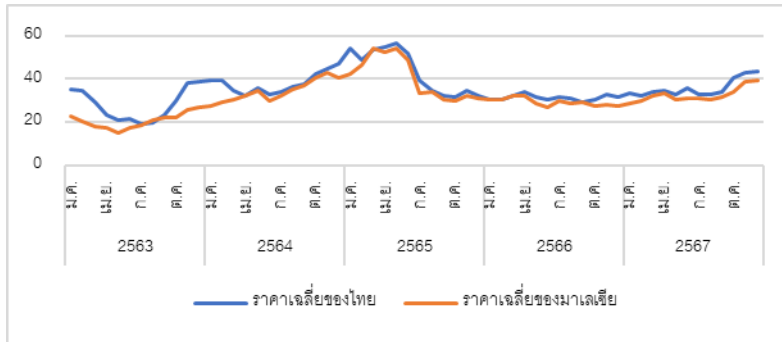
มุมมองด้านราคาน้ำมันปาล์มดิบปี 2026-27

Base case: ราคา ทรงตัวถึงอ่อนตัวเล็กน้อยในครั้งแรก จากอุปทานที่ทยอยดีขึ้นและคู่แข่งบางชนิดฟื้นตัว; ครั้งหลังมีโอกาสทรงตัว/ฟื้นเล็กน้อย หากดีมานด์ไบโอดีเซลจริงเดินหน้าใกล้เป้าหมายและอากาศไม่เป็นลบ

Upside risks: สภาพอากาศสุดขั้วในผู้ผลิตหลัก, การเร่งขึ้นสัดส่วน B-blend จริงเหนือคาด, ความปั่นป่วนทางภูมิรัฐศาสตร์/โลจิสติกส์ที่รบกวนซัพพลาย

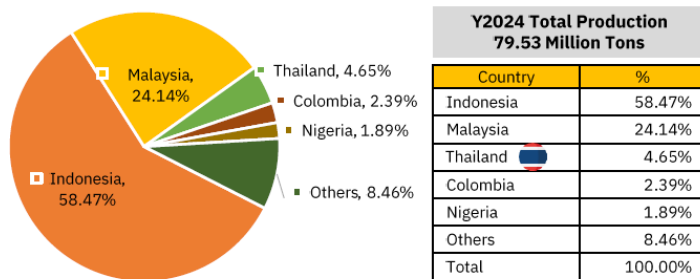
Downside risks: ผลผลิตน้ำมันพืชคู่แข่งออกมาดีกว่าคาด, เศรษฐกิจชะลอ-นโยบายกระตุ้นน้อยกว่าคาด, การเข้มงวดด้านสิ่งแวดล้อมทำให้ดีมานด์ตลาดพัฒนาแล้วชะงักชั่วคราว

Exhibit 25: เปรียบเทียบราคาขายน้ำมันปาล์มดิบของไทยและมาเลเซีย ปี 2020 - 2024



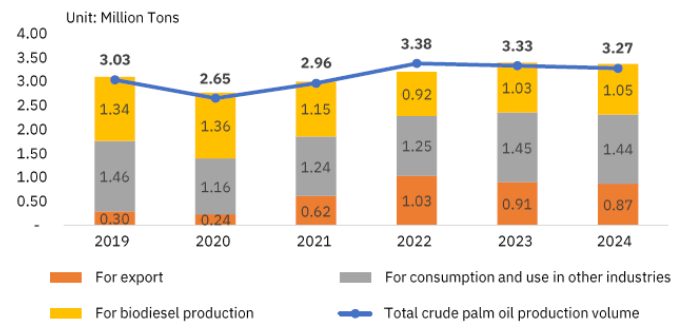
Sources: กรมการค้าภายใน, Malaysian Palm Oil Board: (MPOB)

Exhibit 26: ปริมาณการผลิตน้ำมันปาล์มโลกปี 2024



Source: USDA Foreign Agricultural Service (USA Department of Agriculture)

Exhibit 27: ปริมาณการผลิตและบริโภคน้ำมันปาล์มดิบไทย



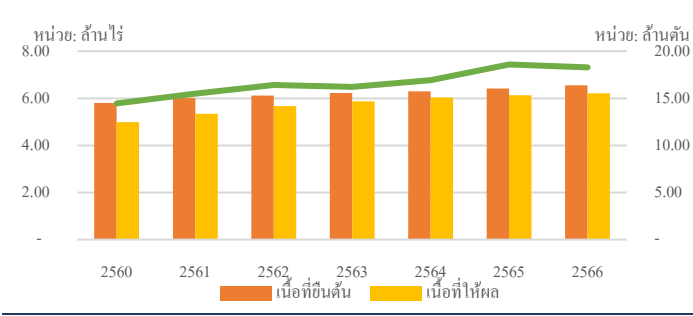
Sources: Department of Internal Trade, Office of Agricultural Economics of Thailand

ปัจจุบันประเทศไทยเป็นผู้ผลิตน้ำมันปาล์มดิบลำดับที่ 3 ของโลก โดยข้อมูลปี 2024 ประเทศไทยมีสัดส่วนผลิตน้ำมันปาล์มดิบเพียง 4.65% ของผลผลิตน้ำมันปาล์มดิบโลก รองจากประเทศอินโดนีเซีย และประเทศมาเลเซีย ซึ่งเป็นประเทศผู้ผลิตอันดับ 1 และ 2 โดยมีสัดส่วนการผลิตน้ำมันปาล์มดิบ 58.47% และ 24.14% ตามลำดับ (ข้อมูลจาก USDA Foreign Agricultural Service) อย่างไรก็ตาม ศักยภาพด้านต้นทุนการผลิตน้ำมันปาล์มดิบของไทยยังมีความสามารถในการแข่งขันที่จำกัด ซึ่งยังเป็นรองในด้านต้นทุนการผลิตเมื่อเปรียบเทียบกับผู้นำด้านการผลิตน้ำมันปาล์มดิบของโลกอย่างประเทศอินโดนีเซีย และมาเลเซีย ส่งผลให้ต้องมีการเพิ่มศักยภาพในการควบคุมต้นทุนเพื่อให้สามารถแข่งขันในตลาดโลกได้ ดังนั้นประเทศไทยจึงยังไม่มีอำนาจหรือบทบาทที่จะกำหนดทิศทางราคาน้ำมันปาล์มดิบในตลาดโลกได้

ผลผลิตปาล์มสด

ปาล์มน้ำมันเป็นพืชยืนต้นที่ให้ผลผลิตตลอดปี เมื่อผลปาล์มสดสุกจะมีปริมาณน้ำมันในเนื้อปาล์มสูง ต้นปาล์มเจริญได้ดีในสภาพอากาศร้อนชื้นและพื้นที่ที่มีฝนสม่ำเสมอ จึงทำให้แหล่งเพาะปลูกหลักของไทยกระจุกตัวอยู่ในภาคใต้ซึ่งเหมาะสมที่สุด ทั้งยังสอดคล้องกับการตั้งโรงงานสกัดน้ำมันปาล์มดิบในภูมิภาคเดียวกัน ตามข้อมูลปี 2023 พื้นที่ปลูกปาล์มน้ำมันทั่วประเทศอยู่ราว 6.55 ล้านไร่ โดยภาคใต้คิดเป็น 5.64 ล้านไร่ หรือประมาณ 86.11% ของทั้งประเทศ ขณะที่ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา (2021–2023) พื้นที่เพาะปลูกเพิ่มขึ้น 256,795 ไร่ หรือราว 4.08% เมื่อเทียบกับปี 2021 ที่มี 6.30 ล้านไร่ (ข้อมูล: สำนักงานเศรษฐกิจการเกษตร) ส่วนพื้นที่ปลูกที่เหลือกระจายอยู่ในภาคกลาง ภาคตะวันออกเฉียงเหนือ ภาคตะวันออก และภาคเหนือ สะท้อนภาพการขยายตัวที่ต่อเนื่องควบคู่กับการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานการผลิตของอุตสาหกรรมปาล์มน้ำมันในประเทศ

Exhibit 28: ปริมาณการเพาะปลูกปาล์มน้ำมันของประเทศไทย



Source: กรมการค้าภายใน สำนักงานเศรษฐกิจการเกษตร, ข้อมูล ณ เดือนมีนาคม 2024

Exhibit 29: พื้นที่ปลูกปาล์มน้ำมัน

ภูมิภาค	พื้นที่ขึ้นต้น ปี 2023 (ไร่)	สัดส่วน
ภาคใต้	5,644,219	86.12 %
ภาคกลาง	560,262	8.55 %
ภาคตะวันออกเฉียงเหนือ	257,696	3.93 %
ภาคเหนือ	91,489	1.40 %
รวม	6,553,666	100.00 %

Source: กรมการค้าภายใน สำนักงานเศรษฐกิจการเกษตร, ข้อมูล ณ เดือนมีนาคม 2024

คู่แข่งและการแข่งขันด้านการจำหน่ายน้ำมันปาล์มดิบ

การแข่งขันด้านการจำหน่ายน้ำมันปาล์มดิบของกลุ่มบริษัท ซึ่งผู้ใช้จำกัดเฉพาะในอุตสาหกรรมต่อเนื่องที่ใช้น้ำมันปาล์มดิบเป็นวัตถุดิบในการผลิต โดยสถานการณ์ปัจจุบัน (ข้อมูล ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2024) ประเทศไทยมีโรงงานผลิตน้ำมันปาล์มดิบประมาณ 121 แห่ง (เปิดดำเนินการ 112 แห่ง หยุดดำเนินการชั่วคราว 9 แห่ง) (ที่มา: กรมการค้าภายใน, เดือนมิถุนายน 2025) ซึ่งประกอบด้วยผู้ประกอบการรายใหญ่และรายย่อย โดยผู้ประกอบการรายใหญ่มักขยายการลงทุนสวนปาล์มและเพาะพันธุ์ปาล์มควบคู่ไปด้วย จนถึงการลงทุนต่อยอดถึงอุตสาหกรรมปลายน้ำ เช่น โรงกลั่นน้ำมันปาล์มบริสุทธิ์ และต่อยอดไปยังอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้อง

Exhibit 30: คู่แข่งทางการค้าของกลุ่มบริษัท

บริษัท	กำลังการผลิตรวม (ตันผลปาล์มสดต่อชั่วโมง)
บริษัท ยูนิวานิชน้ำมันปาล์ม จำกัด (มหาชน) ("UVAN")	355
กลุ่มบริษัท สุขสมบูรณ์น้ำมันปาล์ม จำกัด	355
กลุ่มบริษัท เอส.พี.โอ.อะโกรอินดัสตรีส์ จำกัด	300
กลุ่มบริษัท ป.พาณิชย์รุ่งเรือง จำกัด	255
กลุ่มบริษัท กลุ่มสมทอง จำกัด มหาชน ("SMO")	240
กลุ่มบริษัท ทำฉาง อุตสาหกรรม จำกัด	225
กลุ่มบริษัท ไทยทาโลว์ แอนด์ ออยล์ จำกัด	150

Sources: SMO, ข้อมูลจากฝ่ายกลยุทธ์องค์กรของกลุ่มบริษัท เว็บไซต์ของบริษัท แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี/ รายงานประจำปี (แบบ 56-1 one report) และแบบแสดงรายการข้อมูลเสนอขายหลักทรัพย์ (แบบ 69-1 one report)

อดีตที่ผ่านมารายได้เติบโตจากการขยายกำลังผลิตต่อเนื่อง

ข้อมูลอ้างอิงจากงบการเงินตรวจสอบโดย สำนักงาน อีวาย (EY). ในช่วงปี 2022–2024 และงวด 6 เดือนแรกของปี 2025 กลุ่มบริษัทเดินหน้าปรับโครงสร้างเพื่อสอดคล้องกับแผนธุรกิจ โดยไฮไลต์สำคัญคือการเข้าซื้อหุ้น บริษัท เอ แอล ปาล์ม จำกัด (AL) จากผู้ถือหุ้นเดิมในสัดส่วน 99.99% (มติบอร์ด 27 ม.ค. 2024) และเริ่มรวมงบตั้งแต่ 2 ก.พ. 2024 ส่งผลให้รับรู้สินทรัพย์สุทธิที่ได้มา 544.87 ล้านบาท มีค่าความนิยม 100.13 ล้านบาท ส่วนกำลังการผลิตน้ำมันปาล์มดิบ กลุ่มบริษัทได้เพิ่มกำลังผลิตจาก 150 ตันผลปาล์มสด/ชั่วโมง ณ ต้นปี 2022 ที่ 180 ตัน/ชั่วโมง (เริ่มดำเนินการเชิงพาณิชย์สระบุรี ต.ค. 2022) ที่ 240 ตัน/ชั่วโมง ตั้งแต่ ก.ย. 2024 เมื่อ AL เดินเครื่องเต็มกำลัง 60 ตัน/ชั่วโมง. ทั้งนี้โรงงานทำขณะเกิดอัคคีภัย 12 ก.ย. 2024 (เฉพาะหม้อหนึ่ง) หยุดผลิตชั่วคราวและกลับมาดำเนินการ 20 ธ.ค. 2024 โดยต่อมาบริษัทได้รับคำสั่งใหม่ทดแทนใน เม.ย. 2025

ผลการดำเนินงานปี 2022

รายได้รวม 6,870.42 ลบ. และ กำไรสุทธิ 129.52 ลบ. (อัตรากำไรสุทธิ 1.89%). รายได้หลักมาจากธุรกิจ CPO และผลิตภัณฑ์เกี่ยวเนื่อง 6,687.57 ลบ. (97% ของรายได้รวม) ขณะที่ธุรกิจไฟฟ้าก๊าซชีวภาพ 123.43 ลบ. (2%) แม้ครึ่งปีแรกราคาน้ำมันปาล์มดิบ (CPO) ในตลาดโลกพุ่งจากข้อจำกัดส่งออกของอินโดนีเซียและสงครามรัสเซีย-ยูเครน (กดดันน้ำมันพืชทดแทน) แต่ ต้นทุนวัตถุดิบ FFB สูงมาก ทำให้อัตรากำไรขั้นต้นทั้งกลุ่มเพียง 5.51%. ปีนี้เริ่ม ส่งออก CPO ครั้งแรก และโรงงาน สระบุรี กลับมาเดินเครื่องเชิงพาณิชย์ (ต.ค.) ช่วยเพิ่มกำลังการผลิตรวมเป็น 180 ตัน/ชั่วโมงช่วงปลายปี สำหรับเหตุผลหลักของระดับผลประกอบการปี 2022: ราคา CPO สูงช่วยหนุนรายได้ แต่ต้นทุน FFB สูงกดดันมาร์จิ้น; โครงสร้างการขายยังเน้นในประเทศเป็นหลัก ค่าใช้จ่ายยังสูงเพราะอยู่ระหว่างขยายกำลังการผลิต

ผลการดำเนินงานปี 2023

รายได้รวมลดลงเป็น 5,894.14 ลบ. (-14.21% y-y) ตามราคา CPO เฉลี่ยที่ปรับฐานจากปีก่อน แต่ กำไรขั้นต้น เพิ่มขึ้นเป็น 547.63 ลบ. (มาร์จิ้น 9.31%) และ กำไรสุทธิ เพิ่มขึ้นเป็น 218.78 ลบ. (+68.9% y-y) สาเหตุเพราะ (1) ราคาวัตถุดิบ FFB ลดลง มากกว่าแรงกดดันของราคาขาย CPO และ (2) OER ดีขึ้น จากการคัดเลือกวัตถุดิบคุณภาพ ส่งผลให้ต้นทุนต่อหน่วยลดลง. สัดส่วน ส่งออก CPO เพิ่มขึ้น ตามแผนขยายตลาดต่างประเทศ ช่วยเฉลี่ยราคาให้ดีขึ้น แม้มีขาดทุนอัตราแลกเปลี่ยน และค่าใช้จ่ายบริหารเพิ่ม (จัดตั้งบอร์ด/คณะกรรมการชุดย่อยรองรับแผนเข้าตลาดฯ) โดยสรุปปี 2023 รายได้ลง แต่มาร์จิ้นและกำไรขึ้นจากการบริหารต้นทุนและคุณภาพวัตถุดิบ

ผลการดำเนินงานปี 2024

รายได้รวมฟื้นขึ้นเป็น 6,261.09 ลบ. (+6.23% y-y), กำไรขั้นต้น 730.98 ลบ. (มาร์จิ้น 11.69%) และ กำไรสุทธิ 259.62 ลบ. (+18.7% y-y). แรงหนุนหลักมาจาก คือ

- ติดเข้าซื้อ AL และปรับปรุงเครื่องจักรจนเริ่มเดินเครื่องเชิงพาณิชย์ ก.ย. 2024 ส่งผลให้ กำลังการผลิตรวมเพิ่มเป็น 240 ตัน/ชั่วโมง และมีโรงไฟฟ้าชีวภาพของ AL เพิ่มกำลังผลิตไฟฟ้ากลุ่มเป็น 14.38 MW;
- ราคาขาย CPO เฉลี่ยสูงขึ้น โดยเฉพาะครึ่งหลังปี จากผลกระทบอากาศแปรปรวน (เอลนีโญ/ลานีญา) ในอินโดนีเซีย-มาเลเซีย และความต้องการน้ำมันพืชของอินเดีย-จีน;
- สัดส่วนส่งออก CPO เพิ่ม ราคาต่างประเทศดีกว่าในประเทศ หนุนมาร์จิ้น

ปัจจัยถ่วงคือ เหตุไฟไหม้โรงงานทำขณะ (ก.ย.) ทำให้ MGP ต้องหยุดผลิตไฟฟ้าชั่วคราว และ ราคาขายไฟฟ้าเฉลี่ยลดลง ทำให้รายได้ไฟฟ้ารวมปี 2024 ลดลงเล็กน้อย; อีกทั้งมี ค่าใช้จ่ายบริหาร สูงขึ้น (ซื้อกิจการ AL และ “ค่าใช้จ่ายระหว่างหยุดผลิต”) รวมถึง ดอกเบี้ยจ่าย เพิ่มจากเงินกู้เพื่อทำดีล และ ภาระภาษี สูงขึ้น เพราะบัตร BOI ของโรงงานทำขณะด้าน CPO หมดอายุ 18 ม.ค. 2024. อย่างไรก็ดี แรงบวกจากราคา/มิชชั่นส่งออกและกำลังผลิตใหม่ทำให้กำไรยังเติบโตจากปีก่อน

ผลการดำเนินงานงวด 6 เดือนแรก ปี 2025

ผลประกอบการเร่งตัวชัดเจน โดยรายได้รวม 4,965.90 ลบ. เพิ่มขึ้น 2,114.46 ลบ. (+74.2% y-y), กำไรขั้นต้น 676.99 ลบ. (มาร์จิ้น 13.78%), และ กำไรสุทธิ 518.51 ลบ. (+306% y-y). ตัวขับเคลื่อนหลักมีทั้งเชิงโครงสร้างและวัฏจักร ได้แก่ กำลังการผลิตเต็มปีของ AL (60 ตัน/ชั่วโมง) และทุกโรงงานผลิตได้ตามปกติ หลังเหตุไฟไหม้ ทำให้ ปริมาณขาย CPO เพิ่มขึ้น 60.32% y-y เป็น 110,639 ตัน อุปทาน FFB ประเทศไทยดีขึ้น จากสภาพอากาศและปริมาณฝนเหมาะสม ช่วยให้วัตถุดิบเข้าสู่โรงงานมากขึ้น ราคาขายเฉลี่ย CPO เพิ่มขึ้น เป็น 36.48 บาท/กก. (+7.14% y-y) และ มิกซ์ส่งออกสูงขึ้น หนุนมาร์จิ้น ส่วนธุรกิจไฟฟ้า ปริมาณขายเพิ่ม ~34% y-y จากกำลังผลิตรวมที่สูงขึ้น แม้ราคารับซื้อเฉลี่ยลดลง นอกจากนี้ยังกำไรอัตราแลกเปลี่ยน 46.31 ลบ. และ รายได้อื่นครั้งเดียว จากค่าสินไหมประกันภัย 43.04 ลบ.ค่าใช้จ่ายระหว่างหยุดผลิตไม่มี (เทียบกับปีก่อนที่ยังซ่อม/ปรับเครื่องจักร) ขณะที่ค่าใช้จ่ายขาย-ขนส่งเพิ่มตามยอดขายที่เติบโต ผลลัพธ์คือ ทั้งขนาดรายได้, อัตรากำไรขั้นต้น และอัตรากำไรสุทธิ ดีขึ้นพร้อมกันอย่างมีนัยสำคัญ

สรุปผลประกอบการในช่วง 2022- 6M25

ตลอด 2022– 6 เดือนแรกของปี 2025 กลุ่มบริษัทเปลี่ยนผ่านจาก “วัฏจักรราคาแรงและต้นทุนสูง” ไปสู่ “ระยะขยายกำลังผลิต-ขยายตลาดส่งออก-ยกระดับมาร์จิ้น”. ปัจจัยที่ทำให้ผลลัพธ์ “ขึ้น” ในช่วงหลังประกอบด้วย กำลังการผลิตเพิ่ม (AL), มิกซ์ส่งออกที่ดีขึ้น, ราคา CPO เฉลี่ยสูงขึ้น, ต้นทุน FFB ต่อหน่วยลดลงจากประสิทธิภาพ/OER และอุปทานผลปาล์มสดที่ดีขึ้น. ส่วนปัจจัยที่ทำให้ “ลง” ในบางช่วงมาจาก วัฏจักรราคาน้ำมันพืชโลก, เหตุหยุดผลิตจากอัคคีภัย, ภาษีสูงขึ้นหลัง BOI บางโครงการหมดอายุ, อัตราดอกเบี้ยและภาระหนี้จากการลงทุน. โดยรวม ภาพปี 2024 และครึ่งแรกของปี 2025 สะท้อน ฐานรายได้ที่ใหญ่ขึ้นและคุณภาพกำไรที่ดีขึ้น จากการผนวก AL และการฟื้นกำลังการผลิตเต็มระบบ ขณะที่ความเสี่ยงหลักยังคงเป็น ความผันผวนราคา CPO/FFB, สภาพอากาศ, ค่าเงิน และต้นทุนทางการเงิน ซึ่งบริษัทมีนโยบายปิดความเสี่ยงอัตราแลกเปลี่ยนและบริหารวัตถุดิบเชิงรุกเพื่อลดความผันผวนดังกล่าว.

ฐานะทางการเงินและอัตราส่วนทางการเงินปี 2022-6M25

ภาพรวมฐานะการเงินของกลุ่มบริษัทเติบโตเนื่องจากการขยายกำลังผลิตและการเข้าซื้อกิจการ รวมถึงวินัยการบริหารทุนหมุนเวียน แม้ในบางช่วงมีค่าใช้จ่ายและต้นทุนทางการเงินเพิ่มขึ้น แต่กำไรสุทธิและคุณภาพกำไรยังขยายตัวเมื่อเทียบกับปีก่อนหน้า สะท้อนผ่านสินทรัพย์ที่เพิ่มจาก 2,475.85 ล้านบาท ณ 31 ธ.ค. 2022 เป็น 2,638.92 ล้านบาท ณ 31 ธ.ค. 2023 และ 3,501.91 ล้านบาท ณ 31 ธ.ค. 2024 ก่อนขยับเป็น 3,738.86 ล้านบาท ณ 30 มิ.ย. 2025 โดยแรงส่งหลักมาจากการรวมงบของบริษัท เอ แอล ปาล์ม จำกัด (AL) ตั้งแต่ 2 ก.พ. 2024 ซึ่งนำมาซึ่งที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ใหม่ สิทธิภายใต้สัญญาซื้อขายไฟฟ้า และค่าความนิยม 100.13 ล้านบาท ขณะเดียวกันการประกาศจ่ายเงินปันผลระหว่างกาลเมื่อ 13 ส.ค. 2025 (หุ้นละ 0.25 บาท วงเงิน 172.10 ล้านบาท) หากปรับกระทบกับงวด 6 เดือนแรกของปีจะทำให้สินทรัพย์รวมสมมติฐานลดลงเป็น 3,566.76 ล้านบาท และส่วนของผู้ถือหุ้นลดลงเป็น 1,835.51 ล้านบาท

ตลอดช่วงปี 2022–งวด 6 เดือนปี 2025 ผลประกอบการของบริษัทปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง ทั้งจากการขยายสเกลการผลิตและการกีดตันทุนต่อหน่วยให้ต่ำลง เส้นกำไรทุกระดับสะท้อนภาพนี้ชัดเจน: อัตรากำไรขั้นต้นไต่จาก 5.51% (2022) เป็น 9.31% (2023) และ 11.69% (2024) ก่อนจะขึ้นสู่ 13.99% ในงวด 6 เดือนปี 2025 ขณะที่อัตรากำไรจากการดำเนินงานในครึ่งปีล่าสุดขยับเป็น 12.18% ตามแรงหนุนของกำลังการผลิตที่สูงขึ้น และอัตรากำไรสุทธิก็ขยายจาก 1.89% (2022) เป็น 3.71% (2023) และ 4.15% (2024) จนแตะ 10.44% ในงวด 6 เดือนปี 2025 การเร่งตัวของกำไรดังกล่าวส่งผลให้ผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) พุ่งแตะ 37.20% (คำนวณแบบ annualized 12 เดือนสิ้นสุดมิถุนายน 2025) และผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) เพิ่มขึ้นเป็น 17.96%

ในด้านโครงสร้างเงินทุน บริษัทรักษาวินัยทางการเงินได้ดีขึ้นตามการเติบโตของกำไร อัตราหนี้สินต่อทุน (D/E) ลดจาก 1.35 เท่า ณ สิ้นปี 2024 เหลือ 0.86 เท่า ณ 30 มิ.ย. 2025 และจะอยู่ราว 0.94 เท่าหลังบันทึกผลจ่ายปันผลระหว่างกาล ความสามารถชำระดอกเบี้ย (ICR) แข็งแรงขึ้นเป็น 22.05 เท่า สัดส่วนหนี้ที่มีดอกเบี้ยต่อ EBITDA ลดลงเหลือ 1.51 เท่า และอัตราความสามารถชำระภาระผูกพัน (DSCR) ดีขึ้นเป็น 1.30 เท่า สะท้อนฐานกำไรและกระแสเงินสดที่รองรับภาระหนี้ได้มากขึ้นอย่างสบาย

ประเด็นการลงทุนที่สำคัญ

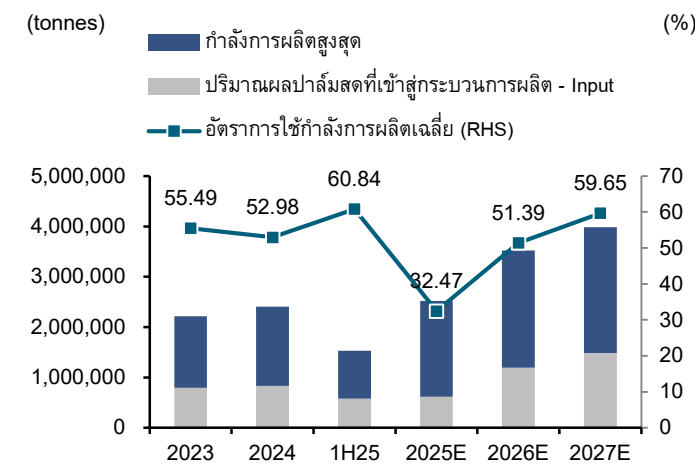
3 แกนหลักของบริษัทเติบโต - การขยายโรงงานเดิม การซื้อกิจการเพิ่ม และศักยภาพการเติบโตของตลาดส่งออกที่สูง

แรงขับเคลื่อนการเติบโตของบริษัทมาจาก 3 แกนหลัก—การขยายโรงงานเดิม การลงทุนเพิ่มในโรงงานสกัดน้ำมันปาล์มดิบใหม่ในพื้นที่ภาคใต้ และปัจจัยบวกด้านการ Supply ของตลาดส่งออก—ซึ่งเสริมกันอย่างเป็นระบบภายใต้ทีมผู้ถือหุ้นและผู้บริหารที่เชี่ยวชาญธุรกิจปาล์มโดยตรง บริษัทบริหารห่วงโซ่คุณค่าให้เกิดประโยชน์สูงสุด ตั้งแต่การคัดสรรผลปาล์มสดคุณภาพ การยกระดับประสิทธิภาพกระบวนการผลิต ไปจนถึงการขยายฐานลูกค้าต่างประเทศที่ยังมีช่องว่างเติบโตอีกมาก

หลังเข้าซื้อหุ้น 100% ในบริษัท เอ แอล ปาล์ม จำกัด (โรงสกัดกำลัง 60 ตันผลปาล์มสด/ชั่วโมง) บริษัทมีกำลังการผลิตรวม ณ สิ้นมิถุนายน 2025 ที่ 240 ตันผลปาล์มสด/ชั่วโมง และมีแผนเพิ่มอีก 75 ตันผลปาล์มสด/ชั่วโมงจากการขยายโรงงานสาขาพนมในไตรมาส 2/2026 ส่งผลให้กำลังการผลิตแตะ 315 ตันผลปาล์มสด/ชั่วโมง ซึ่งสอดคล้องกับช่วงฤดูกาลที่ผลผลิตออกสู่ตลาดมากที่สุด ยิ่งไปกว่านั้น เงินจากการระดมทุน IPO และโรดแมปเชิงกลยุทธ์จะต่อยอดลงทุนในธุรกิจเกี่ยวเนื่องทั้งแนวลึก (Forward Integration) และแนวนอน (Horizontal Integration) ภายในห่วงโซ่อุปทานเดียวกัน เพื่อเพิ่มมูลค่าและกระจายแหล่งรายได้

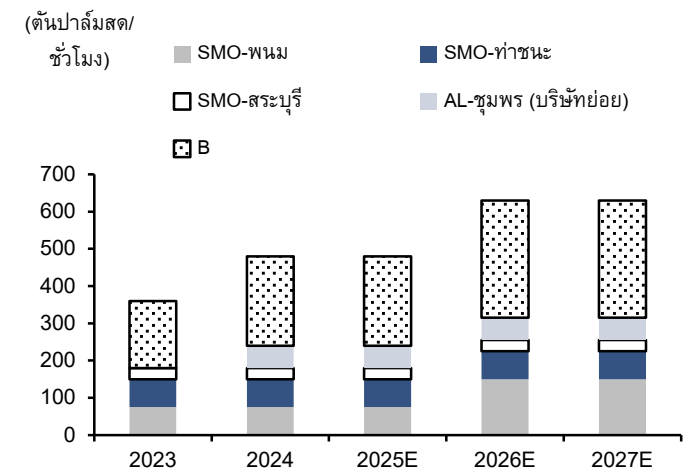
ด้วยชุดมาตรการดังกล่าว เราคาดว่ากำลังการผลิตสูงสุดของกลุ่มสมอทองจะเพิ่มขึ้น 22% ในปี 2026 และอีก 7% ในปี 2027 ขณะที่สัดส่วนส่งออกที่ขยายตัวต่อเนื่องจะช่วยยกระดับรายได้และอัตรากำไรขั้นต้นจากกำลังผลิตที่เพิ่มขึ้น และการบริหารต้นทุนที่มีประสิทธิภาพมากขึ้น.

Exhibit 31: กำลังผลิตน้ำมันปาล์มและประมาณการ



Sources: SMO, FSSIA estimates

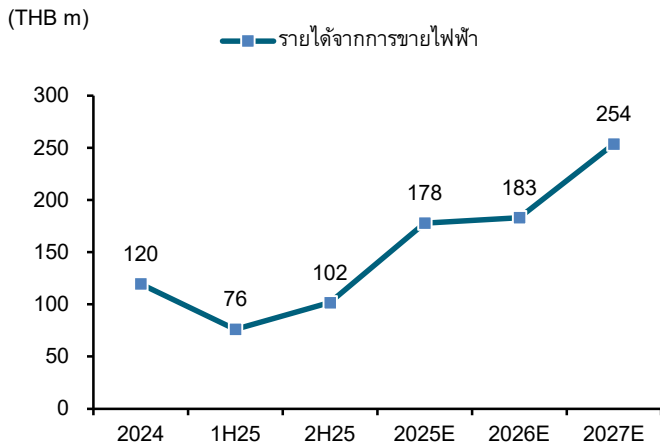
Exhibit 32: กำลังผลิตน้ำมันปาล์มแยกตามโรงงาน



Sources: SMO, FSSIA estimates

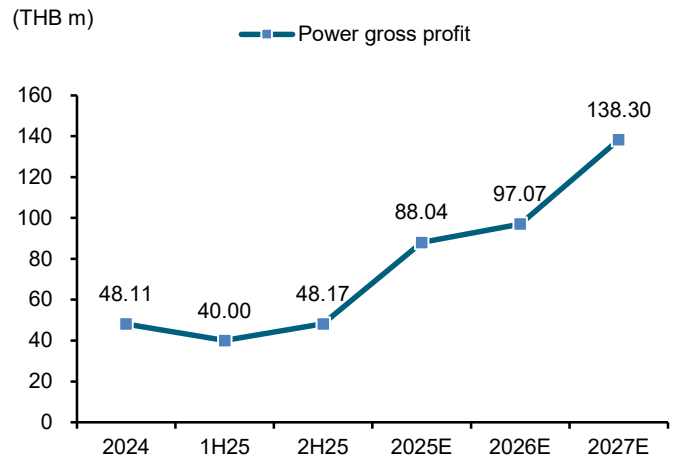
นอกจากนี้ ธุรกิจผลิตและจำหน่ายไฟฟ้าจากเชื้อเพลิงก๊าซชีวภาพ มีกำลังการผลิตไฟฟ้ารวม 14.38MW ภายใต้สัญญาซื้อขายไฟฟ้า (PPA) รวม 12.70MW ซึ่งปัจจุบัน ซึ่งปัจจุบันโรงไฟฟ้าทั้งหมดยังใช้กำลังผลิตไม่เต็มที่ โดยเราคาดว่ากำลังขั้นต้นของธุรกิจโรงไฟฟ้าจะเพิ่มขึ้นตามปริมาณผลผลิตน้ำมันปาล์มดิบของกลุ่มสมอทองที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง คาดว่ากำไรขั้นต้นปี 2025 อยู่ที่ 88 ล้านบาท คิดเป็นประมาณ 12-13% ของกำไรสุทธิทั้งปี และถือเป็นกำไรที่มั่นคง ภายใต้สัญญาซื้อขายไฟฟ้า อีกทั้งยังสามารถประหยัดค่าไฟฟ้าภายในโรงงานบางส่วนอีกด้วย

Exhibit 33: รายได้จากจำหน่ายไฟฟ้าของโรงไฟฟ้าชีวภาพ



Sources: SMO, FSSIA estimates

Exhibit 34: ประมาณการกำไรขั้นต้นจากการขายไฟฟ้า

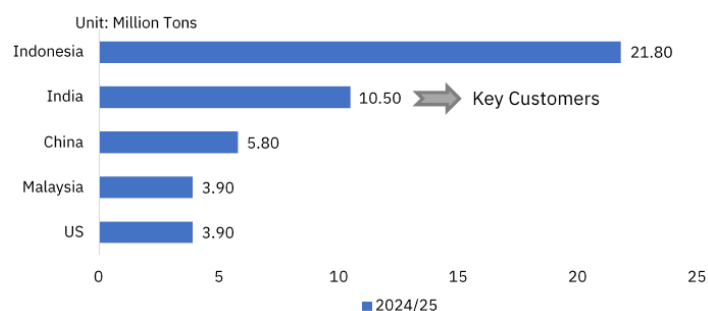


Sources: SMO, FSSIA estimates

ตลาดส่งออก CPO ยังมีศักยภาพในการเติบโตสูง

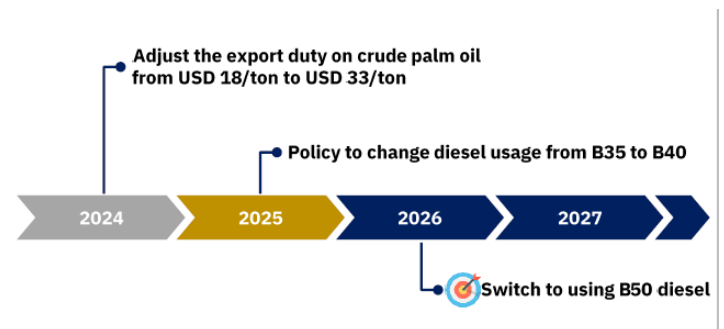
เราเชื่อว่าตลาดส่งออกจะเป็นแรงผลักดันหลักที่หนุนการเติบโตในอนาคต ซึ่งจะช่วยให้ปริมาณการขายเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้นการที่บริษัทมีสัดส่วนส่งออก CPO เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจากปี 2022 คิดเป็นเพียง 9.45% ของยอดขายรวม เป็น 61.38% ใน 6M25 ประกอบกับศักยภาพในการเติบโตในตลาดส่งออก CPO ยังมีปัจจัยเกื้อหนุนอย่างเช่น ด้านความต้องการน้ำมันปาล์ม - อินเดียปรับลดภาษีนำเข้า น้ำมันปาล์มจากความต้องการน้ำมันปาล์มที่เพิ่มขึ้น และเป็นฐานลูกค้าหลักของลูกค้าของ SMO กลุ่มประเทศในตะวันออกกลางมีความต้องการเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจากความไม่สงบ ด้านอุปทาน - อินโดนีเซีย ซึ่งเป็นประเทศที่ส่งออก CPO รายใหญ่ของโลกมีนโยบายเก็บภาษีส่งออกเพิ่มขึ้นจาก 13 เป็น 33 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน และมีปรับการใช้สูตรน้ำมันดีเซลจาก B5 เป็น B40 ขณะที่มาเลเซียยังจัดเก็บภาษีส่งออก CPO 9% จากปัจจัยดังกล่าวทำให้ประเทศไทยที่เป็นผู้ส่งออกอันดับ 3 มีศักยภาพในการส่งออกสูง

Exhibit 35: 5 อันดับประเทศบริโภคน้ำมันปาล์มโลก



Sources: SMO, Office of Agriculture Economic (as of November 2024)

Exhibit 36: Indonesia's energy policy



Source: SMO

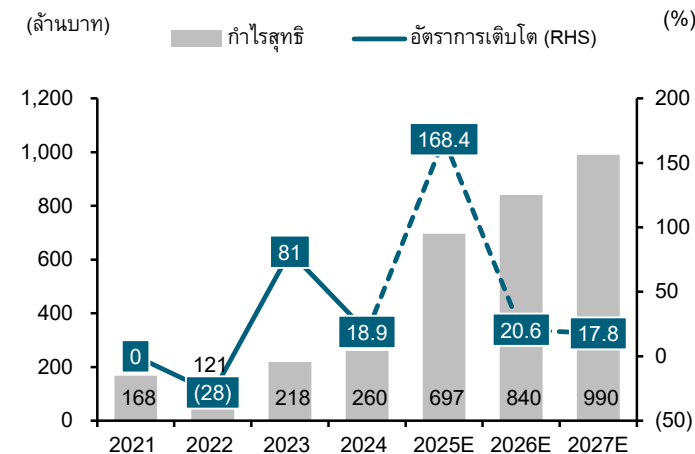
กลยุทธ์การจัดหาวัตถุดิบในเชิงรุกจะเสริมสร้างแผนขยายการผลิตและส่งออกเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง

วัตถุดิบหลักที่ใช้ในการผลิต คือ ผลปาล์มสด จากข้อมูลของกรมการค้าภายในเดือนธันวาคม 2024 ประเทศไทยมีโรงงานผลิตน้ำมันปาล์มดิบประมาณ 120 แห่ง (เปิดดำเนินการ 103 แห่ง หยุดดำเนินการชั่วคราว 17 แห่ง) ซึ่งคิดเป็นปริมาณความต้องการผลปาล์มสดประมาณ 42.50 ล้านตัน ในขณะที่ปริมาณผลผลิตผลปาล์มสดของประเทศไทยในปี 2023 ที่ผ่านมามีประมาณ 18.27 ล้านตัน แสดงให้เห็นถึงปริมาณความต้องการผลปาล์มสดที่มากกว่าปริมาณผลผลิตปาล์มสดภายในประเทศ ส่งผลให้เกิดการแข่งขันด้านราคาในการรับซื้อวัตถุดิบเพื่อใช้ในการผลิตในบางเวลา อย่างไรก็ตามกลุ่มบริษัทไม่มีนโยบายในการแข่งขันด้านราคารับซื้อผลปาล์มสด แต่ใช้วิธีการแข่งขันผ่านการสร้างความสัมพันธ์กับเกษตรกรโดยตรงผ่านการการขยายจุดรับซื้อผลปาล์มสดเพื่อให้สามารถใกล้ชิดกับเกษตรกรที่มีผลปาล์มสดจำหน่าย โดยมุ่งเน้นการสร้างความสัมพันธ์อันดีกับเกษตรกรทั้งรายเล็ก รายกลาง รายใหญ่ รวมถึงลานรับซื้อผลปาล์มสด นอกจากนี้ยังมีการจัดฝึกอบรมให้ความรู้กับเกษตรกรเพื่อให้เกษตรกรสามารถลดต้นทุนการปลูกและได้ผลผลิตเพิ่มขึ้น รวมถึงการจัดกิจกรรมต่าง ๆ ให้กับชุมชนเพื่อสร้างความใกล้ชิดให้กับชุมชนซึ่งเป็นเป้าประสงค์ของบริษัทที่จะพัฒนาองค์กรสู่ความยั่งยืน ควบคู่กับสังคม และชุมชน

คาดการณ์ปี 2026-27 เติบโตเฉลี่ยปีละ 19% CAGR พร้อมจ่ายปันผลสูง และมีมั่นคงจากกระแสเงินสดจากธุรกิจไฟฟ้า

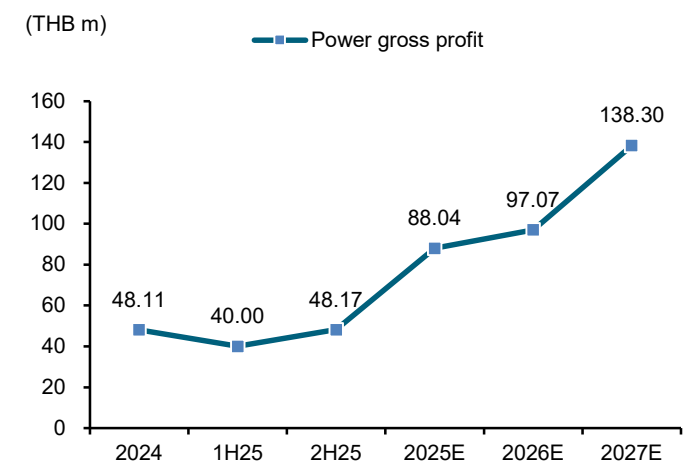
เราคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2025–2027 ที่ 697 ล้านบาท (+168.4% y-y), 840 ล้านบาท (+20.6% y-y) และ 990 ล้านบาท (+17.8% y-y) ตามลำดับ แรงหนุนหลักมาจาก (1) กำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นเต็มปีหลังเข้าซื้อกิจการ AL ในปี 2024 ซึ่งจะสะท้อนชัดในปี 2025 (2) แผนเพิ่มกำลังผลิตโรงงานสาขาพนมอีก 75 ตันผลปาล์มสดชั่วโมง ทำให้ปี 2026 กำลังการผลิตรวมเพิ่มอีกราว +22% และ (3) สัดส่วนการส่งออกที่สูงขึ้นตามดีมานด์น้ำมันปาล์มโลก ขณะที่อุปทานจากผู้ผลิตรายใหญ่เข้าสู่ตลาดลดลง ส่งผลให้ราคาขายเฉลี่ยและอัตรากำไรขั้นต้นดีขึ้น เนื่องจากมาร์จิ้นส่งออกสูงกว่าตลาดในประเทศ อีกทั้งกระแสเงินสดสม่ำเสมอจากธุรกิจโรงไฟฟ้ายังช่วยหนุนการจ่ายเงินปันผลและรองรับการลงทุน

Exhibit 37: ประมาณการกำไรสุทธิและอัตรากำไรเติบโต



Sources: SMO, FSSIA estimates

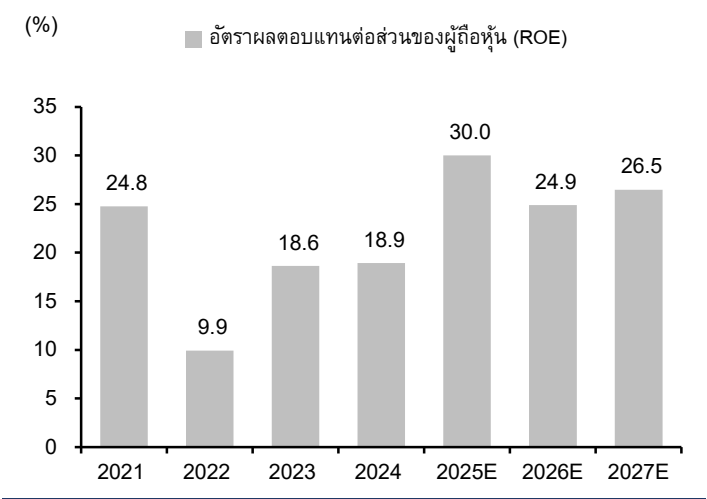
Exhibit 38: กำไรขั้นต้นจากธุรกิจไฟฟ้าก๊าซชีวภาพ



Sources: SMO, FSSIA estimates

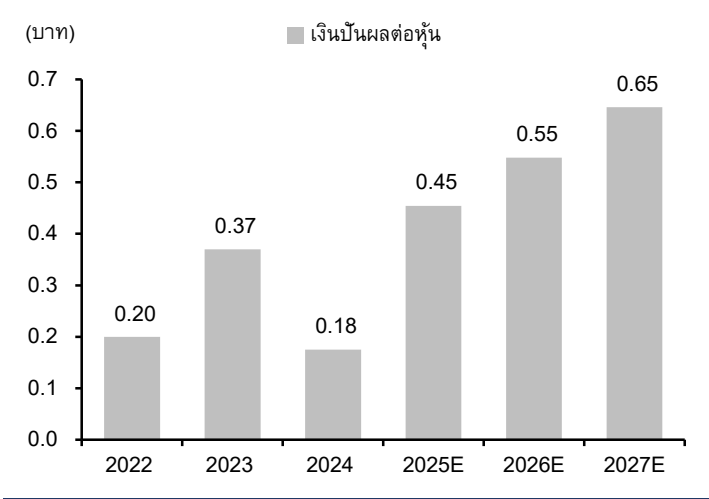
เรามอง SMO เป็นหุ้น Growth stock จาก อัตราการเติบโตของกำไรที่อยู่ในระดับสูง และมีอัตราผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นสูงถึง 26-30% พร้อมจ่ายปันผลสูง ด้วย payout ratio ไม่ต่ำกว่า 50% ของกำไรสุทธิ ขณะที่เราคาดว่า payout ratio ที่ 60% ในปี 2025-2027

Exhibit 39: อัตราผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้น



Sources: SMO, FSSIA estimates

Exhibit 40: อัตราการจ่ายปันผลต่อปี นโยบายไม่ต่ำกว่า 50%



Sources: SMO, FSSIA estimates

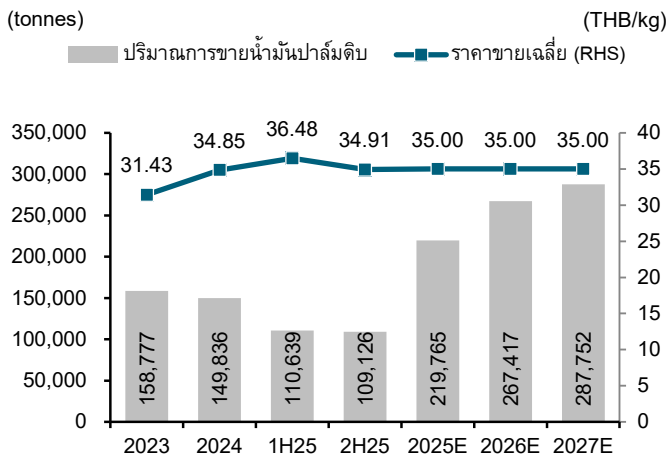
คาดการณ์ราคาระดับปี 2025 เติบโต 168% y-y และปี 2026-27 เติบโตเฉลี่ย 19% CAGR

เราคาดการณ์ราคาระดับปี 2025-27 อยู่ที่ 697 ล้านบาท (+168.4% y-y) และ 840 ล้านบาท (+20.6% y-y) และ 990 ล้านบาท (+17.8% y-y) ตามลำดับ โดยมีปัจจัยหนุนมาจาก

- 1) คาดรายได้จากการขายปี 2025 อยู่ที่ 9.3 พันลบ. เพิ่มขึ้น 50% y-y โดยรายได้รวม 1H25 อยู่ที่ 4.9 พันล้านบาท คิดเป็น 53% ของประมาณการทั้งปี 2025 หลักๆ มาจากผลจากการเข้าซื้อกิจการ AL ส่งผลให้บริษัทมีกำลังผลิตเพิ่มขึ้นอีก 60 ตันปาล์มสดต่อชั่วโมง อย่างไรก็ตามเนื่องจากรายได้จากการจำหน่าย CPO จะมีปัจจัยฤดูกาลเข้ามาเกี่ยวข้อง โดยปกติ 2Q ของทุกปี จะเป็นช่วงที่ผลผลิตปาล์มดิบจะออกสู่ตลาดมากที่สุด และจะค่อยๆ ลดลงจนต่ำสุดใน Q1 ของทุกปี ขณะเดียวกันราคาน้ำมันปาล์มปรับเพิ่มขึ้นใน 2Q25 โดยมีแรงหนุนจากปริมาณการผลิตน้ำมันปาล์มเพิ่มขึ้นในไทย มาเลเซีย และอินโดนีเซีย ขณะที่อินเดียมีนโยบายลดภาษีนำเข้าเพื่อเพิ่มการนำเข้า และความไม่สงบในตะวันออกกลางจะยังหนุนความต้องการน้ำมันปาล์มเราคาดประมาณการขาย CPO ปี 2025 จะอยู่ที่ 2.19 แสนตัน เพิ่มขึ้น 47% y-y

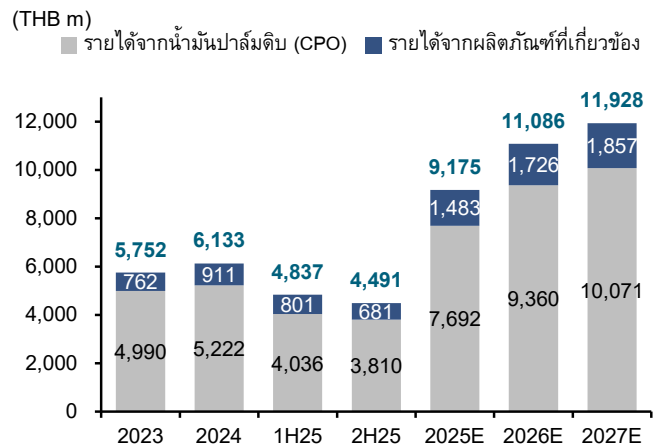
สำหรับปี 2026-27 คาดว่าปริมาณการขาย CPO เพิ่มขึ้น 22% y-y และ 12% y-y ตามลำดับ จากแผนการขยายกำลังผลิตน้ำมันปาล์มของโรงผลิตน้ำมันปาล์มสาขาพนมอีก 75 ตันปาล์มสดต่อชั่วโมง ประกอบกับโรงงาน AL ที่สามารถผลิตได้เต็มกำลังผลิตเต็มปี คาดจะส่งผลให้กำลังผลิตน้ำมันปาล์มรวมเพิ่มขึ้นเป็น 315 ตันปาล์มสดต่อชั่วโมง จาก 240 ตันปาล์มสดต่อชั่วโมงใน 2025 นอกจากนี้เชื่อว่าบริษัทจะเพิ่มสัดส่วนการส่งออกเป็น 70% ในปี 2026 และ 75% ในปี 2027 และคาดว่าราคาขายเฉลี่ยน้ำมันปาล์มจะอยู่ที่ 35 บาทต่อกิโลกรัม

Exhibit 41: ปริมาณการขายน้ำมันปาล์มดิบและราคาขายเฉลี่ย



Sources: SMO, FSSIA estimates

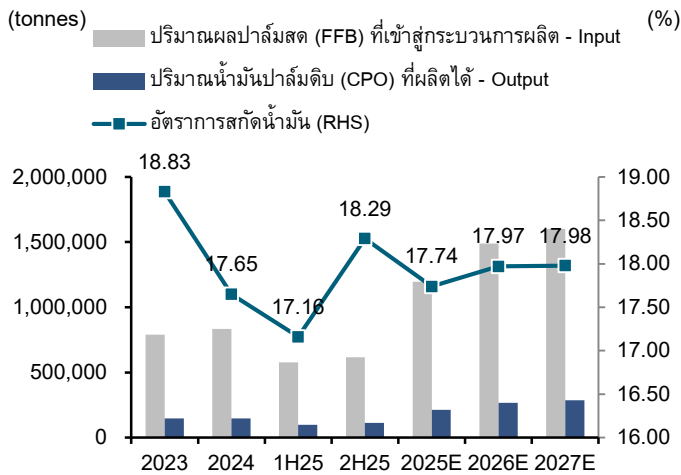
Exhibit 42: รายได้จากการขาย CPO และอื่น ๆ



Sources: SMO, FSSIA estimates

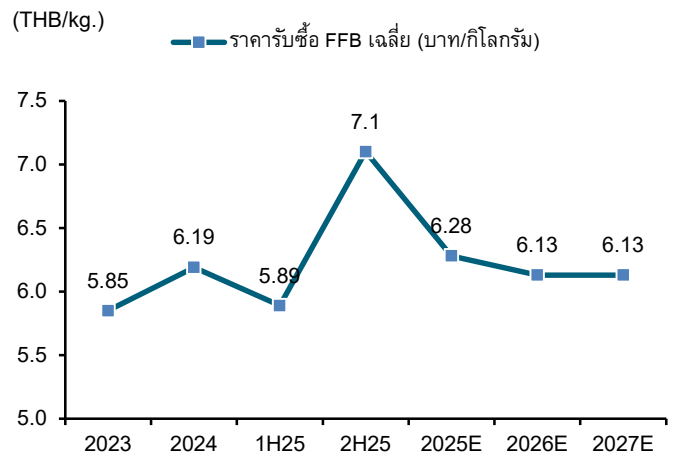
- 2) เราคาดว่าราคา CPO น่าจะทรงตัวอยู่ที่ระดับ 35 บาท/กิโลกรัมในปี 3 ปีข้างหน้า โดยบริษัทมีช่องทางการจัดจำหน่ายทั้งในและต่างประเทศ ช่วยให้สามารถบริหารอัตราทำกำไรได้ดี ขณะเดียวกันต้นทุนวัตถุดิบ (FFB) ผันผวนตามฤดูกาล แต่เฉลี่ยทั้งปีน่าจะทรงตัว นอกจากนี้แผนการก่อสร้างคลังน้ำมันปาล์มเพื่อสนับสนุนธุรกิจหลักจะทำให้การส่งออกน้ำมันปาล์มได้เพิ่มมากขึ้นและประหยัดค่าใช้จ่ายดำเนินงาน ดังนั้นเราจึงคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นน่าจะปรับขึ้นอยู่ที่ระดับ 12.2% ในปี 2025 และ 12.7% ในปี 2026 และ 12.9% ในปี 2027
- 3) รายได้จากธุรกิจไฟฟ้าก๊าซชีวภาพยังมีโอกาสเติบโต จากกำลังผลิตปาล์มน้ำมันที่เพิ่มขึ้นทำให้บริษัทมีผลิตภัณฑ์ที่เป็นผลพลอยได้จากโรงผลิตน้ำมันปาล์มเพื่อนำมาเป็นเชื้อเพลิงในการผลิตไฟฟ้าได้เพิ่มขึ้น ดังนั้นเราจึงคาดการณ์รายได้จากโรงไฟฟ้าปี 2025 จะเพิ่มขึ้น % เป็น 175 ล้านบาท และปี 2026 อยู่ที่ 183 ล้านบาท ส่วนปี 2027 คาดว่าจะเพิ่มเป็น 254 ล้านบาท จากการเพิ่มกำลังผลิตที่เป็นธุรกิจเกี่ยวเนื่องกับโรงผลิตน้ำมันปาล์มที่มีการขยายกำลังผลิตต่อเนื่อง

Exhibit 43: ปริมาณ FFB, CPO และอัตราการสกัดน้ำมัน



Sources: SMO, FSSIA estimates

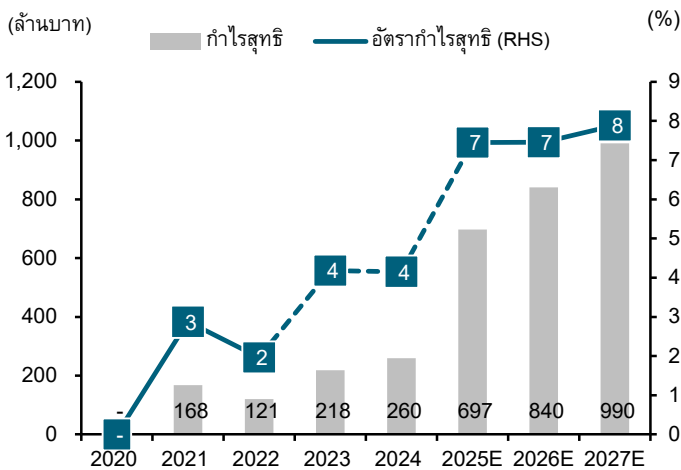
Exhibit 44: ราคาซื้อขาย FFB เฉลี่ย



Sources: SMO, FSSIA estimates

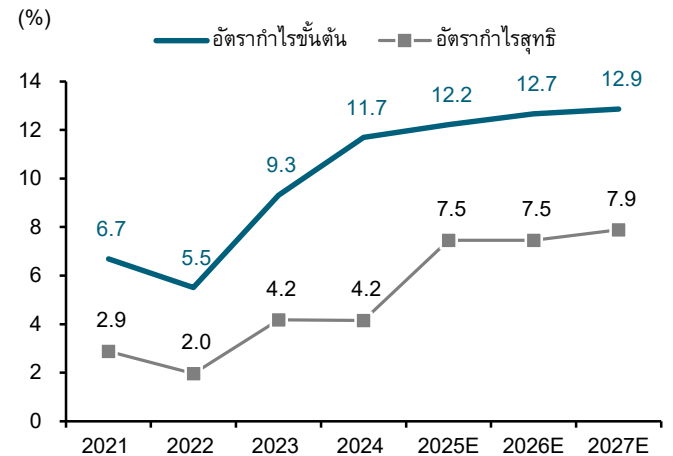
- ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร และค่าใช้จ่ายอื่นๆ โดยรวมคาดว่าจะบริษัทจะยังสามารถบริหารจัดการให้อยู่ในระดับ 3.5-4.5% ของรายได้รวม ภาวะดอกเบี้ยจ่ายมีแนวโน้มปรับลง ซึ่งน่าจะเป็นไปตามแผนการนำเงินที่ได้จาก IPO บางส่วนมาชำระหนี้ที่เกิดจากซื้อกิจการ AL เมื่อปีที่ผ่านมา และอาจมีค่าใช้จ่ายอื่น อาทิ ค่าใช้จ่ายที่ปรึกษาทางการเงินในการนำหุ้นเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เป็นต้น ส่วนภาษีเงินได้นิติบุคคล เนื่องจากโรงงานผลิตน้ำมันปาล์มยังอยู่ในช่วงการได้รับการส่งเสริมการลงทุนจาก BOI ดังนั้นอัตราภาษีนิติบุคคลของบริษัทน่าจะอยู่ที่ระดับ 12-13% ในปี 2025-27
- เรคาดกำไรสุทธิปี 2025 อยู่ที่ เรคาดผลประกอบการปี 2025-27 อยู่ที่ 697 ล้านบาท (+168.4% y-y) และ 840 ล้านบาท (+20.6% y-y) และ 990 ล้านบาท (+17.8% y-y) และมีอัตรากำไรสุทธิเฉลี่ยอยู่ที่ 7-8%

Exhibit 45: กำไรสุทธิและอัตรากำไรสุทธิ



Sources: SMO, FSSIA estimates

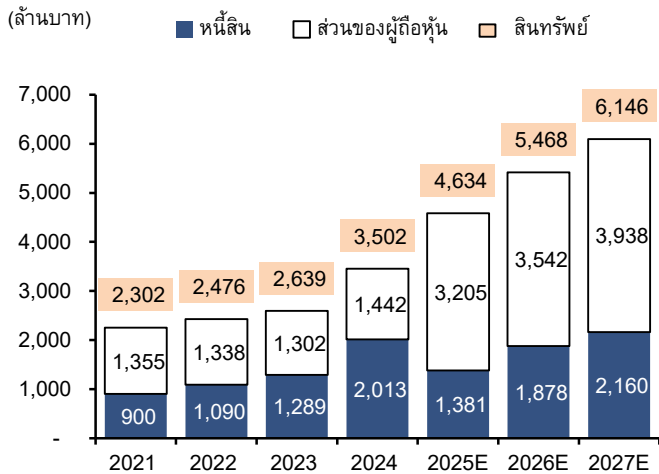
Exhibit 46: อัตรากำไรขั้นต้นและอัตรากำไรสุทธิ



Sources: SMO, FSSIA estimates

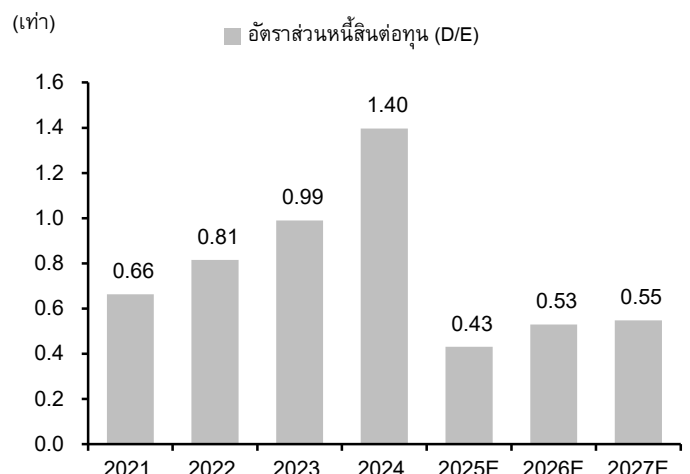
- 6) ฐานะการเงินและกระแสเงินสดแข็งแกร่ง คาดสามารถจ่ายปันผลได้สม่ำเสมอ โดยเราคาดการณ์อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนปี 2025 จะปรับลดลงเหลือเพียง 0.45 เท่า หลังนำเงินบางส่วนจากการเสนอขายหุ้น IPO มาจ่ายชำระหนี้บางส่วน และมีแนวโน้มปรับขึ้นเล็กน้อยในปี 2026-27 จากการใช้เงินทุนหมุนเวียนที่เพิ่มขึ้นหลังการขยายกำลังการผลิตและการเติบโตของการส่งออก ด้วยกระแสเงินสดที่ดีต่อเนื่องและยังมีกระแสเงินสดจากธุรกิจโรงไฟฟ้า เชื่อว่าบริษัทจะสามารถจ่ายเงินปันผลได้สูงกว่านโยบายบริษัทที่ตั้งไว้ไม่ต่ำกว่า 50% ของกำไรสุทธิ และสม่ำเสมอ ดังนั้นเราจึงคาดว่า payout ratio น่าจะอยู่ที่ 60% และสามารถจ่ายเงินปันผลปี 2025 ที่ 0.45 บาท/หุ้น และ 0.55 บาท/หุ้นในปี 2026

Exhibit 47: สินทรัพย์ หนี้สิน และส่วนของผู้ถือหุ้น



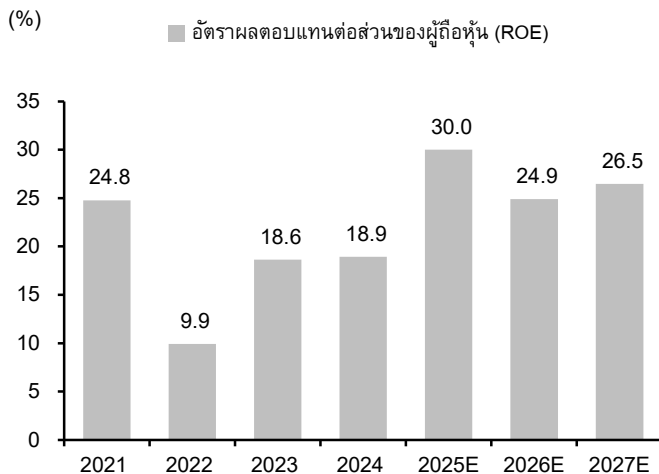
Sources: SMO, FSSIA estimates

Exhibit 48: อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน



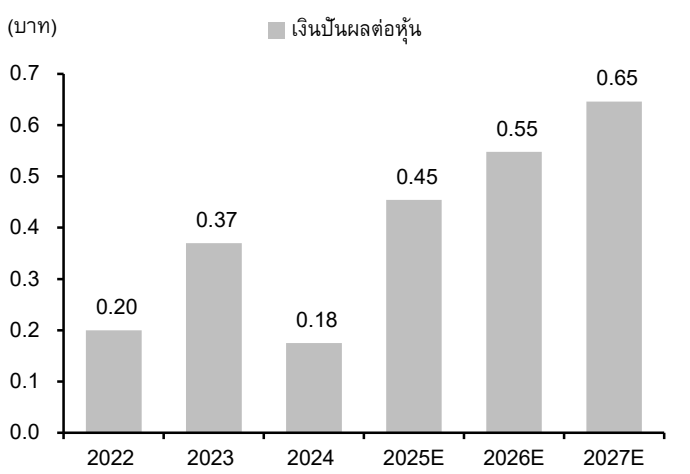
Sources: SMO, FSSIA estimates

Exhibit 49: ROE



Sources: SMO, FSSIA estimates

Exhibit 50: คาดการจ่ายเงินปันผลต่อปี



Sources: SMO, FSSIA estimates

ประเมินมูลค่าเหมาะสม

เพื่อสะท้อนแหล่งกำไรหลักทั้งสองของ SMO—ธุรกิจผลิตและจำหน่ายน้ำมันปาล์มดิบควบคู่กับธุรกิจไฟฟ้าชีวภาพภายใต้สัญญาซื้อขายไฟฟ้ากับ กฟผ.—เราเลือกประเมินมูลค่าด้วยวิธี Sum-of-the-Parts (SoTP) ที่สอดคล้องกับโครงสร้างรายได้จริงของบริษัท มากกว่าจะใช้ตัวคูณเพียงก้อนเดียวทั้งกิจการ วิธีนี้ทำให้เห็นคุณค่าเฉพาะของแต่ละเสาหลักได้ชัดเจนขึ้น ทั้งในมิติของความผันผวนของราคาสินค้าโภคภัณฑ์ (CPO) และความมั่นคงของกระแสเงินสดจากสัญญา PPA

ในส่วนธุรกิจน้ำมันปาล์มดิบ เราใช้วิธีเปรียบเทียบค่า PE กับค่าเฉลี่ยของกลุ่มอุตสาหกรรมน้ำมันปาล์ม ประกอบด้วย UVAN, VPO, UPOIC, APO และ PCE โดยมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 8.9 เท่า และนำไปคำนวณกับประมาณการกำไรต่อหุ้นของธุรกิจน้ำมันปาล์มปี 2026 ที่ 0.85 บาท/หุ้น ได้มูลค่าพื้นฐานสำหรับธุรกิจนี้ที่ราว 7.60 บาท/หุ้น ขณะที่ธุรกิจไฟฟ้าชีวภาพกำลังผลิต 14MW ประเมินด้วยวิธี DCF ภายใต้กรอบสัญญา PPA อายุ 20 ปี โดยใช้ WACC 5.3% ได้มูลค่าโรงไฟฟ้า 1.20 บาทต่อหุ้น เมื่อรวมสองส่วนเข้าด้วยกัน มูลค่าเหมาะสมของ SMO ตามวิธี SoTP อยู่ที่ 8.8 บาทต่อหุ้น สะท้อนทั้งศักยภาพการเติบโตจากฝั่ง CPO และความมั่นคงของกระแสเงินสดจากไฟฟ้าชีวภาพในระยะยาว

Exhibit 51: เปรียบเทียบมูลค่าหุ้นกับคู่แข่งในธุรกิจผลิตและจำหน่ายน้ำมันปาล์มในประเทศไทย

Company	BBG	Market Cap (THB m)	----- PE -----			----- ROE -----		----- PBV -----		--- EV/ EBITDA ---		---- DivYld ----		D/E
			5Y-avg	23	24	23	24	23	24	23	24	23	24	
			(20-24)	(x)	(x)	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	
Plant, Mill and Refinery														
Univanich Palm Oil	UVAN TB	10,716	8.7	8.2	6.7	21.4	27.6	1.8	1.8	4.6	4.5	12.2	9.3	1.1
Vichitbhan Palmoil	VPO TB	489	11.4	n/a	11.4	(21.2)	9.5	1.4	1.0	5.2	4.5	n/a	n/a	14.2
United Palm Oil Industry	UPOIC TB	2,090	9.4	9.9	12.5	13.1	10.1	1.3	1.2	9.3	8.0	7.2	4.8	2.6
Chumporn Palm Oil Industry	CPI TB	2,025	7.2	10.9	5.7	5.8	11.6	0.6	0.6	7.6	4.0	8.1	3.8	21.6
Asian Palm Oil	APO TB	605	5.9	n/a	5.9	5.6	34.4	n/a	1.8	n/a	3.3	n/a	7.5	3.0
Petchsrivichai Enterprise	PCE TB	6,490	10.7	n/a	10.7	10.1	17.2	n/a	n/a	n/a	9.7	n/a	n/a	4.0
Plant, Mill and Refinery average		22,415	8.9	9.7	8.8	5.8	18.4	1.3	1.3	6.6	5.7	9.2	6.4	7.8

Sources: Bloomberg; FSSIA estimates

ประเมินมูลค่าธุรกิจโรงไฟฟ้าชีวภาพ

เราประเมินมูลค่าธุรกิจโรงไฟฟ้าชีวภาพของกลุ่มบริษัทสมอทอง ดังตารางข้างล่างนี้

Exhibit 52: ข้อมูลที่สำคัญของโรงไฟฟ้าก๊าซชีวภาพกลุ่มบริษัทสมอทอง

รายละเอียดการผลิตไฟฟ้า	หน่วย	2022	2023	2024	6M24	6M25
กำลังการผลิต/1	MW	12.25	12.25	14.38/2	12.25	14.38/2
สัญญาซื้อขายไฟฟ้า	MW	10.70	10.70	12.70	10.70	12.70
ปริมาณไฟฟ้าที่ผลิตได้	ล้านยูนิต	33.32	33.41	35.17	17.45	22.26
อัตราการใช้กำลังการผลิต	%	34.35%	34.43%	30.88%	35.97%	39.10%
ปริมาณการขายไฟฟ้า	ล้านยูนิต	29.85	29.43	30.39	14.98	20.07
ราคาขายไฟฟ้าเฉลี่ย	บาทต่อยูนิต	4.14	4.45	3.94	3.98	3.79
รายได้จากการจำหน่ายไฟฟ้า	ล้านบาท	123.43	130.98	119.64	59.36	76.15

Source: SMO, /1 กำลังการผลิตไฟฟ้าของกลุ่มบริษัทคำนวณจากกำลังการผลิตรวมกลุ่มบริษัท โดยคูณด้วยจำนวนวันที่กลุ่มบริษัทผลิตน้ำมันปาล์มดิบคือ 330 วันต่อปี หรือคิดเป็น 27.5 วันต่อเดือน คูณด้วย 24 ชั่วโมงต่อวัน

Exhibit 53: DCF- key assumptions

Cost of equity assumptions	(%)	Cost of debt assumptions	(%)
Risk-free rate	1.8	Pretax cost of debt	4.0
Market risk premium	8.5	Marginal tax rate	20
Stock beta	1.0		
Cost of equity	9.5	Net cost of debt	3.9
Weight applied	25	Weight applied	75
WACC (%)	5.3		

Source: FSSIA estimates

Exhibit 54: DCF valuation ของโรงไฟฟ้าก๊าซชีวภาพ ขนาดกำลังผลิต 14MW

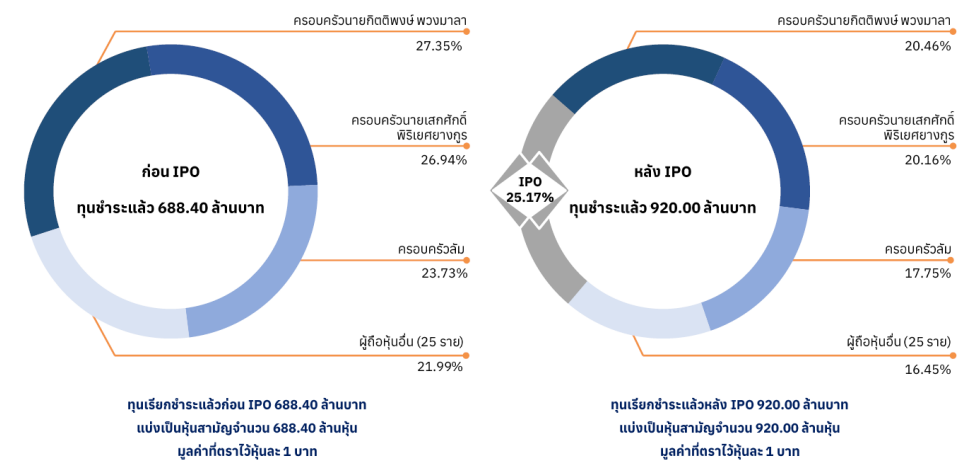
		2022	2023	2024	2025E
Capacity	MW	14.0	14.0	14.0	14.0
Capacity	GWh	123	123	123	123
Dispatch factor	%	38.0%	38.0%	38.0%	38.0%
Production	GWh	47	47	47	47
Price	THB / kWh	4.14	4.45	3.94	3.79
Revenue	THB m	193	207	184	177
Operating margin	%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%
Cost of goods sold		97	101	94	92
Depreciation	THB m	39	39	39	39
Tax	%	0%	0%	0%	0%
Net profit		91	106	89	84
EBITDA	THB m	135	145	129	124
FCFF	THB m	135	145	129	124
Estimate total investment cost		980			
Total MW		14.0			
Cost per MW		70			
IRR		14%			
PV FCFF		1,830			
Fair value for SMO		1,097			
Value per share to SMO		1.20			

Source: FSSIA estimates

โครงสร้างการถือหุ้น และนโยบายการจ่ายเงินปันผล

SMO มีทุนจดทะเบียน 920 ล้านบาท เรียกชำระแล้ว 688.4 ล้านบาท แบ่งออกเป็นหุ้นสามัญจำนวน 668.4 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 1.00 บาท ภายหลังจากการเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนจำนวน 231.6 ล้านหุ้นแก่ประชาชนเป็นครั้งนี้ บริษัทจะมีทุนจดทะเบียนเรียกชำระแล้วเต็มมูลค่า 920 ล้านบาท แบ่งเป็นหุ้นสามัญจำนวน 231.6 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 1.00 บาท โดยจำนวนหุ้นที่ IPO ในครั้งนี้ คิดเป็น 25.17% ของจำนวนหุ้นสามัญที่ออกและเรียกชำระแล้วหลัง IPO

Exhibit 55: โครงสร้างผู้ถือหุ้นก่อนและหลัง IPO



Source: SMO

วัตถุประสงค์การเพิ่มทุนครั้งนี้

- 1) ลงทุนในธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจผลิตและจำหน่ายน้ำมันปาล์มดิบ ซึ่งอยู่ในห่วงโซ่อุปทานเดียวกัน ทั้งในรูปแบบ Forward Integration และ Horizontal Integration ภายในปี 2026- 27
- 2) จ่ายชำระคืนเงินกู้ยืมกับสถาบันการเงิน ซึ่งเป็นเงินที่กู้ยืมมาเพื่อเป็นเงินทุนสำหรับการขยายกำลังการผลิตของกลุ่มบริษัทภายในปี 2026
- 3) ใช้เป็นเงินทุนสำหรับโครงการปรับปรุงกระบวนการผลิตที่เกี่ยวข้องกับ ESG ภายในปี 2026
- 4) ใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนในการดำเนินธุรกิจ ภายในปี 2026

โครงการลงทุนในอนาคต

- 1) ขยายโรงงานผลิตน้ำมันปาล์มดิบเพิ่มในพื้นที่อื่น ซึ่งอยู่ในภาคใต้ของประเทศไทย โดยรูปแบบการลงทุนจากการลงทุนเอง การลงทุนในหุ้นสามัญของกิจการอื่น การลงทุนซื้อสินทรัพย์กิจการอื่นๆ รวมถึงการจัดตั้งบริษัทร่วมทุน เป็นต้น
- 2) ลงทุนคลั่งน้ำมันในอุตสาหกรรมเพื่อสนับสนุนธุรกิจหลักของกลุ่มบริษัท และ/หรือ ธุรกิจที่เกี่ยวข้องอยู่ในห่วงโซ่อุปทานเดียวกัน
- 3) การลงทุนในโครงการปรับปรุงกระบวนการผลิตเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในการจัดการสิ่งแวดล้อม (ESG)

นโยบายการจ่ายปันผล

บริษัทมีนโยบายจ่ายปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นตามความสามารถในการทำกำไรในแต่ละปี โดยมีนโยบายการจ่ายเงินปันผลไม่น้อยกว่า 50% ของกำไรสุทธิหลังจากหักสำรองต่าง ๆ ทุกประเภทตามที่กฎหมายกำหนดโดยพิจารณาจากงบการเงินรวม ทั้งนี้การพิจารณาจ่ายเงินปันผลจะต้องพิจารณาถึงฐานะทางการเงิน กระแสเงินสด สภาพคล่อง แผนการลงทุน และปัจจัยอื่น ๆ ตามความเห็นสมควรของคณะกรรมการบริษัท และการจ่ายเงินปันผลนั้นจะต้องไม่มีผลกระทบต่อการดำเนินงานปกติของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ โดยคณะกรรมการมีมติให้จ่ายเงินปันผลและนำเสนอเพื่อขออนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น เว้นแต่เป็นการจ่ายเงินปันผลระหว่างกาล ซึ่งคณะกรรมการบริษัทมีอำนาจอนุมัติและรายงานให้ที่ประชุมผู้ถือหุ้นรับทราบในการประชุมคราวถัดไป

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากการผันผวนของราคาและการขาดแคลนวัตถุดิบ

กลุ่มบริษัทพึ่งพารายได้จากผลิตภัณฑ์ที่ได้จากการผลิตน้ำมันปาล์มดิบเป็นหลัก โดยในปี 2022, 2023, 2024 และงวด 6 เดือน ปี 2025 รายได้ส่วนนี้คิดเป็น 97.34%, 97.59%, 97.96% และ 97.41% ของรายได้จากการขายตามลำดับ ความเสี่ยงสำคัญจึงอยู่ที่ “ราคาและปริมาณวัตถุดิบผลปาล์มสด (FFB)” ซึ่งเป็นผลผลิตการเกษตรตามฤดูกาล ขณะที่โรงงานมีความต้องการวัตถุดิบคงที่ เมื่อเข้าสู่ช่วงผลผลิตต่ำ การแย่งซื้อกับผู้ประกอบการรายอื่นมักดันราคา FFB สูงกว่าราคาที่ภาครัฐประกาศ ทำให้บริหารต้นทุนยาก และในบางช่วงอาจต้องหยุดเดินเครื่อง 1–3 วันเพื่อสะสมวัตถุดิบ นอกจากนั้น ราคาวัตถุดิบยังผันผวนตามอุปสงค์-อุปทานของน้ำมันปาล์มดิบในตลาดโลก ภาวะเศรษฐกิจ-การเมืองต่างประเทศ ความไม่สงบ ราคาน้ำมันดิบ และราคาน้ำมันพืชชนิดอื่น บริษัทก็ไม่สามารถผลักภาระต้นทุนที่เพิ่มขึ้นไปยังราคาขายได้ทั้งหมด ส่งผลให้ผลการดำเนินงานและฐานะการเงินอาจได้รับผลกระทบ

เพื่อลดความเสี่ยง บริษัทตั้งทีมติดตามราคา FFB และน้ำมันปาล์มดิบอย่างใกล้ชิด ใช้ข้อมูลทั้งภายใน-ภายนอกในการคาดการณ์ราคา ปริมาณ และสินค้าคงคลัง เพื่อวางแผน “จัดซื้อ-ผลิต-ขาย” ให้สอดคล้องกับสถานการณ์จริง ควบคู่กับการกระจายแหล่งวัตถุดิบด้วยการเพิ่มจุดรับซื้อและขยายฐานการผลิตไปยังพื้นที่ใหม่ เพื่อลดผลกระทบจากสภาพอากาศหรือความผันผวนในพื้นที่ใดพื้นที่หนึ่ง โดย ณ 30 มิถุนายน 2025 บริษัทมีจุดรับซื้อ 53 จุด ครอบคลุมอย่างน้อย 7 จังหวัด ได้แก่ สุราษฎร์ธานี กระบี่ พังงา ชุมพร สระบุรี ปทุมธานี และประจวบคีรีขันธ์ พร้อมทั้งสร้างความสัมพันธ์ใกล้ชิดกับลานเทและเกษตรกรรายย่อยเพื่อให้การรับซื้อเป็นไปอย่างต่อเนื่องและมีเสถียรภาพมากขึ้น

ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาน้ำมันปาล์มดิบ (CPO)

CPO เป็นสินค้าโภคภัณฑ์ซึ่งราคาขึ้นลงตามอุปสงค์-อุปทานโลก รวมถึงปัจจัยแวดล้อมอย่างพื้นที่เพาะปลูก สภาพภูมิอากาศ ราคาสินค้าทดแทน และความตึงเครียดทางการเมืองระหว่างประเทศ แม้ไทยจำกัดการนำเข้าเพื่อคุ้มครองผู้ผลิตในประเทศ แต่ราคายังอิงทิศทางโลกที่กำหนดโดยผู้ผลิตรายใหญ่คืออินโดนีเซียและมาเลเซีย (รวมกันราว 82.61% ของกำลังผลิตโลก) ขณะที่ไทยเป็นอันดับ 3 ผลิตคิดเป็น 4.65% นอกจากนี้เหตุการณ์ระดับโลก เช่น สงครามรัสเซีย-ยูเครนในปี 2022 ที่กระทบการส่งออกน้ำมันดอกทานตะวันยังหนุนให้ราคาน้ำมันพืช—including CPO—ผันผวนรุนแรง ซึ่งอาจกระทบผลการดำเนินงาน กระแสเงินสด และฐานะการเงินของกลุ่มบริษัท

แนวทางบริหารความเสี่ยงของบริษัทคือเฝ้าติดตามราคาทั้งตลาดโลกและไทยอย่างใกล้ชิด คุ่มต้นทุนการผลิตให้ต่ำ และปรับ “พอร์ตการขาย” ให้เหมาะสมกับสภาวะตลาด โดยผสมผสานสัญญาระยะยาวกับการขายแบบสปอตเพื่อเฉลี่ยความผันผวนของราคา พร้อมทั้งเพิ่มสัดส่วนการขายต่างประเทศเพื่อกระจายตลาดและใช้ประโยชน์จากส่วนต่างราคา ช่วยลดผลกระทบต่อผลประกอบการโดยรวม

ความเสี่ยงด้านการแข่งขันในอุตสาหกรรมผลิตน้ำมันปาล์มดิบ

เนื่องจากเป็นอุตสาหกรรมชั้นกลางที่รับซื้อผลปาล์มสด (FFB) มาแปรรูปเป็นน้ำมันปาล์มดิบ (CPO) แล้วจำหน่ายต่อให้โรงกลั่นหรือต้นน้ำพลังงานชีวภาพ ตามข้อมูลกรมการค้าภายในในปี ค.ศ. 2024 มีโรงสกัด CPO 121 แห่ง มีกำลังการผลิตรวมราว 6.70 ล้านตันต่อปี ซึ่งเทียบเท่าความต้องการ FFB ประมาณ 37.22 ล้านตันต่อปี (คำนวณจาก OER 18%) แต่ผลผลิต FFB ของเกษตรกรทั่วประเทศอยู่ราว 18.61 ล้านตันต่อปีเท่านั้น ส่งผลให้โรงงานจำนวนมากเดินเครื่องต่ำกว่าศักยภาพ ต้นทุนต่อหน่วยสูงขึ้น และเมื่อผลผลิตลดลงเป็นช่วง ๆ ก็ยิ่งเร่งการแข่งขันรับซื้อจากราคาตั้งตัว กระทบต่อผลการดำเนินงาน กระแสเงินสด และฐานะการเงินของกลุ่มบริษัท

เพื่อรับมือกับความเสี่ยงดังกล่าว บริษัทวางนโยบายไม่แข่งด้วย “ราคา” เป็นหลัก แต่เน้นสร้างความสัมพันธ์ระยะยาวและใกล้ชิดกับเครือข่ายเกษตรกรและจุดรับซื้อ ควบคู่กับการคัดเลือกวัตถุดิบคุณภาพเพื่อรักษา OER ให้อยู่ในระดับสูง ลดต้นทุนต่อหน่วย และบริหารจัดการหัววัตถุดิบให้เพียงพอต่อกำลังการผลิตอย่างต่อเนื่อง แนวทางนี้ช่วยลดแรงกดดันจากการแข่งขันและเสถียรภาพด้านต้นทุนได้ดีกว่าการพึ่งพาการแข่งขันด้านราคาเพียงอย่างเดียว

ความเสี่ยงเกี่ยวกับความสามารถในการผลิตของโรงงาน

ความเสี่ยงด้าน “ความสามารถในการผลิตของโรงงาน” เป็นปัจจัยสำคัญของกลุ่มบริษัท เพราะผลประกอบการส่วนใหญ่พึ่งพาการผลิตน้ำมันปาล์มดิบและเมล็ดในปาล์มในโรงงานของตนเอง โดยระดับการใช้กำลังการผลิตแปรผันโดยตรงกับปริมาณผลปาล์มสด (FFB) ที่รับซื้อได้ ซึ่งแม้ปาล์มน้ำมันจะเก็บเกี่ยวได้ตลอดปี แต่ปริมาณผลผลิตขึ้นกับฤดูกาล ทำให้การเดินเครื่องมีช่วงเร่ง-ชะลอเป็นรอบนอกเหนือจากวัฏจักรแล้ว สมรรถนะเครื่องจักร ความพร้อมของแรงงานที่มีทักษะ และการจัดการทางซ่อมบำรุงล้วนเป็นตัวกำหนด “คอขวด” ของการผลิต

ปัจจุบันกลุ่มบริษัทมีโรงงาน 4 แห่ง รวมกำลังการผลิต 240 ตันผลปาล์มสดต่อชั่วโมง ได้แก่ สาขาท่าชนะ 75 ตัน/ชม., สาขาพนม 75 ตัน/ชม., สาขาสระบุรี 30 ตัน/ชม., และบริษัท เอ แอล ปาล์ม ชุมพร 60 ตัน/ชม. ด้านทรัพยากรบุคคล ณ วันที่ 30 มิถุนายน ค.ศ. 2025 มีพนักงานรวม 705 คน (ส่วนใหญ่เป็นสัญชาติไทย) เพียงพอต่อการเดินระบบตามแผนปัจจุบัน อย่างไรก็ตาม ภัยคุกคามไม่คาดคิด เช่น การหยุดเครื่องนอกแผน ปัญหาขาดแคลนแรงงาน/ข้อพิพาทแรงงาน การแพร่ระบาดของโรคติดต่อ หรือภัยพิบัติอาจทำให้กำลังการผลิตลดลงหรือหยุดชะงัก ส่งผลต่อรายได้ กระแสเงินสด และฐานะการเงินได้

เพื่อบรรเทาความเสี่ยง กลุ่มบริษัทดำเนินมาตรการเชิงรุก ได้แก่ การซ่อมบำรุงเชิงป้องกัน (Preventive Maintenance) อย่างสม่ำเสมอ การวางแผนอัตราการใช้กำลังและการจัดหาคนให้สอดคล้องกับแผนผลิต การทำประกันทรัพย์สินและความคุ้มครองที่เกี่ยวข้องในระดับเพียงพอ ตลอดจนการกระจายฐานการผลิตใน 4 พื้นที่ เพื่อลดผลกระทบเชิงภูมิศาสตร์เมื่อเกิดเหตุเฉพาะจุด แนวทางดังกล่าวช่วยคงเสถียรภาพการผลิต ลดความผันผวนของอัตราการใช้กำลังการผลิต และจำกัดผลกระทบทางการเงิน หากเกิดเหตุสุดวิสัย

ความเสี่ยงจากการไม่สามารถดำเนินการผลิต หรือหยุดชะงักชั่วคราวของโรงงานผลิตน้ำมันปาล์มดิบ

ความเสี่ยงจากการหยุดชะงักของการผลิตน้ำมันปาล์มดิบมีนัยสำคัญต่อกลุ่มบริษัท เพราะรายได้หลักพึ่งพาการผลิตในโรงงานของตนเอง หากเกิดเหตุการณ์ที่อยู่นอกเหนือการควบคุม—เช่น ภัยพิบัติทางธรรมชาติ โรคระบาดรุนแรง อุบัติเหตุในโรงงาน หรือเหตุวิบัติอื่น—อาจทำให้กระบวนการผลิตต้องหยุดลงชั่วคราว ส่งผลกระทบต่อรายได้ กระแสเงินสด และฐานะการเงินทันที

เพื่อบรรเทาความเสี่ยง กลุ่มบริษัทจัดทำแผนความต่อเนื่องทางธุรกิจ (Business Continuity Plan: BCP) ครอบคลุมหน่วยงานสำคัญ เพื่อให้ธุรกิจเดินหน้าต่อไปได้ในภาวะวิกฤตแม้อาจไม่เทียบเท่าสภาวะปกติ นอกจากนี้ การมีโรงงานตั้งอยู่หลายพื้นที่ช่วยกระจายความเสี่ยงเชิงภูมิศาสตร์ ลดโอกาสที่เหตุการณ์ในจุดใดจุดหนึ่งจะกระทบการผลิตทั้งหมด กลุ่มบริษัทยังโอนถ่ายความเสี่ยงผ่านประกันภัยที่ครอบคลุมทรัพย์สินและภัยรูปแบบต่าง ๆ รวมถึงประกันธุรกิจหยุดชะงัก (Business Interruption Insurance) เพื่อชดเชยความสูญเสียจากรายได้ที่หายไปและค่าใช้จ่ายคงที่ระหว่างหยุดผลิต แนวทางเชิงระบบดังกล่าวทำให้เมื่อเกิดเหตุไม่คาดคิด ผลกระทบต่อการดำเนินงานและฐานะการเงินลดลงเหลือน้อยที่สุด

Appendix

Company Overview

บริษัท กลุ่มสมอทอง จำกัด (มหาชน) เติบโตอย่างเป็นลำดับและมีเหตุผลรองรับในแต่ละก้าว เริ่มตั้งแต่ปี 2009 เมื่อ 3 ครอบครัว (เสกศักดิ์ ภิริเยศยางกูร, กิตติพงษ์ พวงมาลา และลัม) ร่วมก่อตั้ง “สมอทอง น้ำมันปาล์ม” เปิดโรงงานที่ 1 ที่อ.ท่าชนะ จ.สุราษฎร์ธานี (45 ตันผลปาล์มต่อชั่วโมง (tph)) เพื่อบุกเบิกการผลิตใกล้แหล่งวัตถุดิบ; ต่อมาในปี 2012 ขยายสู่โรงงานที่ 2 ที่อ.พนม จ.สุราษฎร์ธานี (75 tph) เพื่อตอบสนองอุปสงค์และกระจายความเสี่ยงจากการพึ่งพาพื้นที่เดียว และปี 2013 ตั้ง “สมอทองปาล์ม 3” เพื่อเตรียมหาที่ดินในจ.ชุมพรสำหรับการเติบโตระยะถัดไป; ปี 2015 สร้างโรงงานที่ 3 ในนาม “สมอทองปาล์ม 4 (สระบุรี)” อ.หนองแค (30 tph) เพื่อกระจายภูมิศาสตร์สู่ภาคกลาง ลดความเสี่ยงขั้วพลาเลย์และโลจิสติกส์; ปี 2017 ควบรวมทั้ง 4 บริษัทเป็น “กลุ่มสมอทอง” เพื่อยกระดับการบริหารรวมศูนย์และประสิทธิภาพต้นทุน; ปี 2024 ชื่อกิจการบริษัท เอแอล ปาล์ม (AL) ที่อ.ทุ่งตะโก จ.ชุมพร เพื่อเพิ่มกำลังผลิตและขึ้นเนอรัยกับธุรกิจพลังงานชีวภาพ โดยนำ “น้ำใช้แล้ว/ผลพลอยได้” หมักเป็นก๊าซชีวภาพผลิตไฟฟ้าใช้เองและขายให้การไฟฟ้าส่วนภูมิภาค (PEA) เพื่อลดต้นทุน สร้างรายได้ประจำ และสอดคล้องแนวคิด Circular Economy; ผลจาก ขนาดธุรกิจที่ใหญ่ขึ้น บวกกับโครงสร้างรายได้ที่เสถียรขึ้น ทำให้ในเดือนมี.ค. 2025 บริษัท แปรสภาพเป็น มหาชน ซึ่งสะท้อนเหตุผลเชิงกลยุทธ์ ตั้งแต่การวางฐานการผลิต ใส่เกียร์ขยายกำลัง-กระจายพื้นที่ ผนึกชนเนอรัยกับพลังงานหมุนเวียน จนถึงการเข้าสู่ตลาดทุน เพื่อเสริมความยืดหยุ่นทางการเงินและรองรับการเติบโตที่ยั่งยืนในระยะยาว

Valuation Methodology

เพื่อสะท้อนแหล่งกำไรหลักทั้งสองของ SMO—ธุรกิจผลิตและจำหน่ายน้ำมันปาล์มดิบควบคู่กับธุรกิจไฟฟ้าชีวภาพภายใต้สัญญาซื้อขายไฟฟ้ากับ กฟผ.—เราเลือกประเมินมูลค่าด้วยวิธี Sum-of-the-Parts (SoTP) ที่สอดคล้องกับโครงสร้างรายได้จริงของบริษัท มากกว่าจะใช้ตัวคูณเพียงก้อนเดียวทั้งกิจการ วิธีนี้ทำให้เห็นคุณค่าเฉพาะของแต่ละเสาหลักได้ชัดเจนขึ้น ทั้งในมิติของความผันผวนของราคาสินค้าโภคภัณฑ์ (CPO) และความมั่นคงของกระแสเงินสดจากสัญญา PPA

ในส่วนธุรกิจน้ำมันปาล์มดิบ เราใช้วิธีเปรียบเทียบค่า PE กับค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี ของกลุ่มอุตสาหกรรมน้ำมันปาล์ม ประกอบด้วย UVAN, VPO, UPOIC, APO และ PCE โดยมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 8.9 เท่า และนำไปคำนวณกับประมาณการกำไรต่อหุ้นของธุรกิจน้ำมันปาล์ม ปี 2026 ที่ 0.85 บาท/หุ้น ได้มูลค่าพื้นฐานสำหรับธุรกิจนี้ที่ราว 7.6 บาท/หุ้น ขณะที่ธุรกิจไฟฟ้าชีวภาพกำลังผลิต 14MW ประเมินด้วยวิธี DCF ภายใต้กรอบสัญญา PPA อายุ 20 ปี โดยใช้ WACC 5.3% ได้มูลค่าโรงไฟฟ้า 1.20 บาทต่อหุ้น เมื่อรวมสองส่วนเข้าด้วยกันมูลค่าเหมาะสมของ SMO ตามวิธี SoTP อยู่ที่ 8.8 บาทต่อหุ้น สะท้อนทั้งศักยภาพการเติบโตจากฝั่ง CPO และความมั่นคงของกระแสเงินสดจากไฟฟ้าชีวภาพในระยะยาว.

ESG

Environment

กลุ่มบริษัทขับเคลื่อนความยั่งยืนภายใต้แนวคิด “ใช้ทรัพยากรอย่างคุ้มค่า” โดยมุ่งลดผลกระทบสิ่งแวดล้อมตลอดห่วงโซาการผลิต ได้แก่

- บริหารพลังงานอย่างมีประสิทธิภาพ และเพิ่มสัดส่วนพลังงานทดแทน (ชีวมวล/แสงอาทิตย์) แทนเชื้อเพลิงฟอสซิล
- บริหารจัดการน้ำแบบครบวงจร: ลดการใช้น้ำ ใช้น้ำอย่างรู้คุณค่า นำกลับมาใช้ซ้ำ/ใช้ใหม่หลังบำบัด
- จัดการขยะ ของเสีย และมลพิษ ด้วยการลด-ใช้ซ้ำ-รีไซเคิล ปรับกระบวนการผลิต หนุนเศรษฐกิจหมุนเวียน และใช้นวัตกรรมพร้อมสร้างจิตสำนึกผู้บริโภคเลือกสินค้าที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม
- จัดการการปล่อยก๊าซเรือนกระจก: จัดทำคาร์บอนฟุตพริ้นท์ ตั้งเป้าลดการปล่อย สนับสนุนซื้อขายคาร์บอนเครดิตและทำกิจกรรมชดเชยคาร์บอน
- รักษาคุณภาพสิ่งแวดล้อมและความหลากหลายทางชีวภาพตามกฎหมาย ลงทุนและยกระดับระบบจัดการสิ่งแวดล้อมอย่างต่อเนื่อง คำนวณมาตรการใหม่เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพการควบคุมคุณภาพสิ่งแวดล้อม
- บริษัทลงทุนโครงการปรับปรุงกระบวนการผลิตเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในด้านการจัดการสิ่งแวดล้อมหลัง IPO ครั้งนี้ด้วย

Social

- กลุ่มบริษัท มุ่งมั่นในการสร้างความมั่นคงให้กับสังคม ชุมชน รวมถึงพนักงานบริษัท โดยการผลิตสินค้าที่มีคุณภาพ ควบคุมการดูแลกระบวนการผลิตให้เป็นไปตามมาตรฐานสิ่งแวดล้อม ดูแลรักษาชุมชนบริเวณทั้งภายใน และรอบสถานประกอบการของกลุ่มบริษัท ให้มีความปลอดภัย อาชีวอนามัยที่ดี และเป็นมิตรต่อชุมชนรอบข้าง มีการสร้างงาน สร้างอาชีพ เพื่อเป็นการกระจายรายได้สู่ชุมชน นอกจากนี้พนักงานของบริษัทยังได้รับการให้ความรู้ ความเข้าใจ และมีกระบวนการพัฒนาทักษะที่สำคัญอย่างสม่ำเสมอ เพื่อสร้างบุคลากรที่มีคุณภาพสู่สังคม อันจะก่อให้เกิดความยั่งยืนของกลุ่มบริษัท สังคมและชุมชน

Governance

- กำหนดวิสัยทัศน์-กลยุทธ์-นโยบาย-เป้าหมายเพื่อความยั่งยืน ติดตามให้ฝ่ายจัดการนำไปปฏิบัติ ดูแลผู้มีส่วนได้เสียอย่างเป็นธรรม และสื่อสาร/อบรมด้าน ESG เป็นประจำทุกปี
- เสริมระบบควบคุมภายในและการบริหารความเสี่ยง เพื่อรักษาความน่าเชื่อถือทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูลที่โปร่งใส
- ยึดหลักธรรมาภิบาล: ซื่อสัตย์ ยุติธรรม โปร่งใส รับผิดชอบ และปฏิบัติตามกฎหมาย/ระเบียบและนโยบายสำคัญ
- มุ่งปรับปรุงต่อเนื่อง โดยกำหนดเป้าหมาย ตัวชี้วัด วิธีติดตาม และการประเมินผลความยั่งยืนในทุกกิจกรรม
- มุ่งปรับปรุงต่อเนื่อง โดยกำหนดเป้าหมาย ตัวชี้วัด วิธีติดตาม และการประเมินผลความยั่งยืนในทุกกิจกรรม

Financial Statements

Smothong Group

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	5,883	6,253	9,353	11,269	12,555
Cost of goods sold	(5,335)	(5,522)	(8,209)	(9,841)	(10,941)
Gross profit	548	731	1,143	1,427	1,614
Other operating income	0	0	0	0	0
Operating costs	(257)	(286)	(406)	(405)	(427)
Operating EBITDA	470	654	951	1,259	1,443
Depreciation	(179)	(209)	(214)	(237)	(256)
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	291	445	738	1,022	1,188
Net financing costs	(33)	(48)	(64)	(56)	(50)
Associates	0	0	0	0	0
Recurring non-operating income	(8)	(96)	109	0	0
Non-recurring items	(28)	0	0	0	0
Profit before tax	222	300	783	966	1,138
Tax	(3)	(40)	(86)	(126)	(148)
Profit after tax	219	260	697	840	990
Minority interests	0	0	0	0	0
Preferred dividends	0	0	0	0	0
Other items	0	0	0	0	0
Reported net profit	218	260	697	840	990
Non-recurring items & goodwill (net)	28	0	0	0	0
Recurring net profit	246	260	697	840	990
Per share (THB)					
Recurring EPS *	0.36	0.38	0.76	0.91	1.08
Reported EPS	0.32	0.38	0.76	0.91	1.08
DPS	0.37	0.18	0.45	0.55	0.65
Diluted shares (used to calculate per share data)	688	688	920	920	920
Growth					
Revenue (%)	(13.6)	6.3	49.6	20.5	11.4
Operating EBITDA (%)	61.5	39.0	45.5	32.4	14.6
Operating EBIT (%)	145.3	52.9	65.7	38.6	16.2
Recurring EPS (%)	83.8	5.6	100.8	20.6	17.8
Reported EPS (%)	81.1	18.9	100.8	20.6	17.8
Operating performance					
Gross margin inc. depreciation (%)	9.3	11.7	12.2	12.7	12.9
Gross margin exc. depreciation (%)	12.4	15.0	14.5	14.8	14.9
Operating EBITDA margin (%)	8.0	10.5	10.2	11.2	11.5
Operating EBIT margin (%)	4.9	7.1	7.9	9.1	9.5
Net margin (%)	4.2	4.2	7.5	7.5	7.9
Effective tax rate (%)	1.4	13.5	11.0	13.0	13.0
Dividend payout on recurring profit (%)	103.6	46.4	60.0	60.0	60.0
Interest cover (X)	8.5	7.2	13.3	18.1	24.0
Inventory days	14.8	21.4	27.8	31.8	30.1
Debtor days	10.8	9.2	7.9	9.1	9.5
Creditor days	4.8	5.3	4.9	5.3	5.5
Operating ROIC (%)	154.9	189.7	111.6	80.9	81.4
ROIC (%)	14.6	13.2	22.3	19.4	18.9
ROE (%)	18.6	18.9	30.0	24.9	26.5
ROA (%)	10.9	9.8	17.9	16.1	15.9
* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted					
Revenue by Division (THB m)					
รายได้จากการขายสินค้า	5,752	6,133	9,175	11,086	12,301
รายได้จากการขายไฟฟ้า	131	120	178	183	254

Sources: Smothong Group; FSSIA estimates

Financial Statements

Smothong Group

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Recurring net profit	246	260	697	840	990
Depreciation	179	209	214	237	256
Associates & minorities	0	0	0	0	0
Other non-cash items	0	0	0	0	0
Change in working capital	75	(43)	(253)	43	114
Cash flow from operations	500	425	657	1,120	1,360
Capex - maintenance	(179)	(309)	(213)	(237)	(256)
Capex - new investment	0	0	0	0	0
Net acquisitions & disposals	(33)	(691)	(671)	(683)	(714)
Other investments (net)	0	0	0	0	0
Cash flow from investing	(212)	(1,000)	(885)	(920)	(970)
Dividends paid	(255)	(120)	(418)	(504)	(594)
Equity finance	0	0	1,485	0	0
Debt finance	203	463	(712)	276	246
Other financing cash flows	10	23	0	0	0
Cash flow from financing	(42)	366	355	(228)	(347)
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	0	0	0	0
Net other adjustments	(28)	0	(110)	(52)	(35)
Movement in cash	219	(209)	17	(80)	8
Free cash flow to firm (FCFF)	321.67	(526.28)	(164.27)	256.51	439.79
Free cash flow to equity (FCFE)	473.58	(88.62)	(1,049.74)	424.28	601.57
Per share (THB)					
FCFF per share	0.59	(0.97)	(0.30)	0.47	0.81
FCFE per share	0.87	(0.16)	(1.93)	0.78	1.10
Recurring cash flow per share	0.62	0.68	0.99	1.17	1.35
Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Tangible fixed assets (gross)	4,835	4,836	5,336	5,936	6,236
Less: Accumulated depreciation	(4,835)	(4,736)	(4,949)	(5,186)	(5,442)
Tangible fixed assets (net)	0	100	387	750	794
Intangible fixed assets (net)	0	0	0	0	0
Long-term financial assets	0	0	0	0	0
Invest. in associates & subsidiaries	1,419	2,079	2,758	3,437	4,116
Cash & equivalents	556	347	364	284	292
A/C receivable	169	146	256	309	344
Inventories	167	457	759	917	843
Other current assets	8	11	17	20	5
Current assets	900	962	1,397	1,531	1,484
Other assets	320	362	380	400	446
Total assets	2,639	3,502	4,921	6,117	6,840
Common equity	1,302	1,442	3,205	3,542	3,938
Minorities etc.	48	47	47	47	47
Total shareholders' equity	1,350	1,489	3,253	3,589	3,986
Long term debt	245	655	377	473	519
Other long-term liabilities	43	53	79	95	106
Long-term liabilities	289	708	456	568	626
A/C payable	69	86	128	153	170
Short term debt	800	854	420	600	800
Other current liabilities	132	365	378	557	564
Current liabilities	1,001	1,305	926	1,310	1,534
Total liabilities and shareholders' equity	2,639	3,502	4,634	5,468	6,145
Net working capital	143	163	527	536	458
Invested capital	1,882	2,703	4,051	5,123	5,814
* Includes convertibles and preferred stock which is being treated as debt					
Per share (THB)					
Book value per share	1.89	2.09	3.48	3.85	4.28
Tangible book value per share	1.89	2.09	3.48	3.85	4.28
Financial strength					
Net debt/equity (%)	36.3	78.0	13.3	22.0	25.8
Net debt/total assets (%)	18.5	33.2	8.8	12.9	15.0
Current ratio (x)	0.9	0.7	1.5	1.2	1.0
CF interest cover (x)	15.2	(0.8)	(15.5)	8.5	13.1
Valuation	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Recurring P/E (x) *	15.1	14.3	7.1	5.9	5.0
Recurring P/E @ target price (x) *	24.6	23.3	11.6	9.6	8.2
Reported P/E (x)	17.0	14.3	7.1	5.9	5.0
Dividend yield (%)	6.9	3.2	8.4	10.1	12.0
Price/book (x)	2.9	2.6	1.5	1.4	1.3
Price/tangible book (x)	2.9	2.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA (x) **	9.0	7.5	5.7	4.6	4.2
EV/EBITDA @ target price (x) **	14.0	11.1	9.0	7.1	6.4
EV/invested capital (x)	2.3	1.8	1.3	1.1	1.0
* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted ** EBITDA includes associate income and recurring non-operating income					

Sources: Smothong Group; FSSIA estimates

Disclaimer for ESG scoring

ESG score	Methodology	Rating																				
The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) By S&P Global	The DJSI World applies a transparent, rules-based component selection process based on the companies' Total Sustainability Scores resulting from the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA). Only the top-ranked companies within each industry are selected for inclusion.	Be a member and invited to the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA) for DJSI. Companies with an S&P Global ESG Score of less than 45% of the S&P Global ESG Score of the highest scoring company are disqualified. The constituents of the DJSI indices are selected from the Eligible Universe.																				
SET ESG Ratings List (SETESG) by The Stock Exchange of Thailand (SET)	SET ESG quantifies responsibility in Environmental and Social issues by managing business with transparency in Governance, updated annually. Candidates must pass the preemptive criteria, with two crucial conditions: 1) no irregular trading of the board members and executives; and 2) free float of >150 shareholders, and combined holding must be >15% of paid-up capital. Some key disqualifying criteria include: 1) CG score of below 70%; 2) independent directors and free float violation; 3) executives' wrongdoing related to CG, social & environmental impacts; 4) equity in negative territory; and 5) earnings in red for > 3 years in the last 5 years.	To be eligible for SETESG inclusion , verified data must be scored at a minimum of 50% for each indicator, unless the company is a part of DJSI during the assessment year. The scoring will be fairly weighted against the nature of the relevant industry and materiality. SETESG Index is extended from the SET ESG Ratings companies whose 1) market capitalization > THB5b (~USD150b); 2) free float >20%; and 3) liquidity >0.5% of paid-up capital for at least 9 out of 12 months. The SETTHSI Index is a market capitalisation-weighted index, cap 5% quarterly weight at maximum, and no cap for number of stocks.																				
CG Score by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)	An indicator of CG strength in sustainable development, measured annually by the Thai IOD, with support from the Stock Exchange of Thailand (SET). The results are from the perspective of a third party, not an evaluation of operations.	Scores are rated in six categories: 5 for Excellent (90-100), 4 for Very Good (80-89), 3 for Good (70-79), 2 for Fair (60-69), 1 for Pass (60-69), and not rated for scores below 50. Weightings include: 1) the rights; 2) and equitable treatment of shareholders (weight 25% combined); 3) the role of stakeholders (25%); 4) disclosure & transparency (15%); and 5) board responsibilities (35%).																				
AGM level By Thai Investors Association (TIA) with support from the SEC	It quantifies the extent to which shareholders' rights and equitable treatment are incorporated into business operations and information is transparent and sufficiently disclosed. All form important elements of two out of five the CG components to be evaluated annually. The assessment criteria cover AGM procedures before the meeting (45%), at the meeting date (45%), and after the meeting (10%). <i>(The first assesses 1) advance circulation of sufficient information for voting; and 2) facilitating how voting rights can be exercised. The second assesses 1) the ease of attending meetings; 2) transparency and verifiability; and 3) openness for Q&A. The third involves the meeting minutes that should contain discussion issues, resolutions and voting results.)</i>	The scores are classified into four categories: 5 for Excellent (100), 4 for Very Good (90-99), 3 for Fair (80-89), and not rated for scores below 79.																				
Thai CAC By Thai Private Sector Collective Action Against Corruption (CAC)	The core elements of the Checklist include corruption risk assessment, establishment of key controls, and the monitoring and developing of policies. The Certification is good for three years. <i>(Companies deciding to become a CAC certified member start by submitting a Declaration of Intent to kick off an 18-month deadline to submit the CAC Checklist for Certification, including risk assessment, in place of policy and control, training of managers and employees, establishment of whistleblowing channels, and communication of policies to all stakeholders.)</i>	The document will be reviewed by a committee of nine professionals. A passed Checklist will move for granting certification by the CAC Council approvals whose members are twelve highly respected individuals in professionalism and ethical achievements.																				
Morningstar Sustainalytics	The Sustainalytics' ESG risk rating provides an overall company score based on an assessment of how much of a company's exposure to ESG risk is unmanaged. <i>Sources to be reviewed include corporate publications and regulatory filings, news and other media, NGO reports/websites, multi-sector information, company feedback, ESG controversies, issuer feedback on draft ESG reports, and quality & peer reviews.</i>	A company's ESG risk rating score is the sum of unmanaged risk. The more risk is unmanaged, the higher ESG risk is scored. <table><tr><th>NEGL</th><th>Low</th><th>Medium</th><th>High</th><th>Severe</th></tr><tr><td>0-10</td><td>10-20</td><td>20-30</td><td>30-40</td><td>40+</td></tr></table>	NEGL	Low	Medium	High	Severe	0-10	10-20	20-30	30-40	40+										
NEGL	Low	Medium	High	Severe																		
0-10	10-20	20-30	30-40	40+																		
ESG Book	The ESG score identifies sustainable companies that are better positioned to outperform over the long term. The methodology considers the principle of financial materiality including information that significantly helps explain future risk-adjusted performance. Materiality is applied by over-weighting features with higher materiality and rebalancing these weights on a rolling quarterly basis.	The total ESG score is calculated as a weighted sum of the features scores using materiality-based weights. The score is scaled between 0 and 100 with higher scores indicating better performance.																				
MSCI	MSCI ESG ratings aim to measure a company's management of financially relevant ESG risks and opportunities. It uses a rules-based methodology to identify industry leaders and laggards according to their exposure to ESG risks and how well they manage those risks relative to peers. <table><tr><td>AAA</td><td>8.571-10.000</td><td rowspan="3">Leader:</td><td rowspan="3">leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities</td></tr><tr><td>AA</td><td>7.143-8.570</td></tr><tr><td>A</td><td>5.714-7.142</td></tr><tr><td>BBB</td><td>4.286-5.713</td><td rowspan="3">Average:</td><td rowspan="3">a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers</td></tr><tr><td>BB</td><td>2.857-4.285</td></tr><tr><td>B</td><td>1.429-2.856</td></tr><tr><td>CCC</td><td>0.000-1.428</td><td>Laggard:</td><td>lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks</td></tr></table>		AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities	AA	7.143-8.570	A	5.714-7.142	BBB	4.286-5.713	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers	BB	2.857-4.285	B	1.429-2.856	CCC	0.000-1.428	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities																			
AA	7.143-8.570																					
A	5.714-7.142																					
BBB	4.286-5.713	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers																			
BB	2.857-4.285																					
B	1.429-2.856																					
CCC	0.000-1.428	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks																			
Moody's ESG solutions	Moody's assesses the degree to which companies take into account ESG objectives in the definition and implementation of their strategy policies. It believes that a company integrating ESG factors into its business model and relatively outperforming its peers is better positioned to mitigate risks and create sustainable value for shareholders over the medium to long term.																					
Refinitiv ESG rating	Designed to transparently and objectively measure a company's relative ESG performance, commitment and effectiveness across 10 main themes, based on publicly available and auditable data. The score ranges from 0 to 100 on relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly. <i>(Score ratings are 0 to 25 = poor; >25 to 50 = satisfactory; >50 to 75 = good; and >75 to 100 = excellent.)</i>																					
S&P Global	The S&P Global ESG Score is a relative score measuring a company's performance on and management of ESG risks, opportunities, and impacts compared to its peers within the same industry classification. The score ranges from 0 to 100.																					
Bloomberg	ESG Score	Bloomberg score evaluating the company's aggregated Environmental, Social and Governance (ESG) performance. The score is based on Bloomberg's view of ESG financial materiality. The score is a weighted generalized mean (power mean) of Pillar Scores, where the weights are determined by the pillar priority ranking. Values range from 0 to 10; 10 is the best.																				
Bloomberg	ESG Disclosure Score	Disclosure of a company's ESG used for Bloomberg ESG score. The score ranges from 0 for none to 100 for disclosure of every data point, measuring the amount of ESG data reported publicly, and not the performance on any data point.																				

Rating regarding the sustainable development of Thai listed companies, both on the SET and MAI, are publicly available on the website of the Securities and Exchange Commission of Thailand (SEC). Currently, ratings available are 1) "CG Score"; 2) "AGM Level"; 3) "Thai CAC"; and 4) "SETESG". The ratings are updated on an annual basis. FSSIA does not confirm nor certify the accuracy of such ratings. Source: FSSIA's compilation

GENERAL DISCLAIMER

ANALYST(S) CERTIFICATION

Songklod Wongchai FSS International Investment Advisory Securities Co., Ltd

Finansia Syrus Securities Public Company Limited and FSS International Investment Advisory Securities Company Limited are subsidiaries of Finansia X Public Company Limited, with shared directors or executives.

The individual(s) identified above certify(ies) that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal view of the analyst(s) with regard to any and all of the subject securities, companies or issuers mentioned in this report; and (ii) no part of the compensation of the analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed herein.

This report has been prepared by FSS International Investment Advisory Company Limited (FSSIA). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however FSSIA makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. FSSIA has no intention to solicit investors to buy or sell any security in this report. In addition, FSSIA does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making investment decisions. All rights are reserved.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without permission of FSSIA. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making investment decisions.

Additional Disclosures

Target price history, stock price charts, valuation and risk details, and equity rating histories applicable to each company rated in this report is available in our most recently published reports. You can contact the analyst named on the front of this note or your representative at Finansia Syrus Securities Public Company Limited

All share prices are as at market close on, unless otherwise stated.

RECOMMENDATION STRUCTURE

Stock ratings

Stock ratings are based on absolute upside or downside, which we define as (target price* - current price) / current price.

BUY (B). The upside is 10% or more.

HOLD (H). The upside or downside is less than 10%.

REDUCE (R). The downside is 10% or more.

Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on market price and the formal recommendation.

* In most cases, the target price will equal the analyst's assessment of the current fair value of the stock. However, if the analyst doesn't think the market will reassess the stock over the specified time horizon due to a lack of events or catalysts, then the target price may differ from fair value. In most cases, therefore, our recommendation is an assessment of the mismatch between current market price and our assessment of current fair value.

Industry Recommendations

Overweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be positive over the next 12 months.

Neutral. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be maintained over the next 12 months.

Underweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be negative over the next 12 months.

Country (Strategy) Recommendations

Overweight (O). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on two or more of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Neutral (N). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on one of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Underweight (U). Over the next 12 months, the analyst does not expect the market to score positively on any of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.