

1 ธันวาคม 2558

อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง

CK

บมจ. ช.การช่าง

Current	Previous	Close	2016 TP	Exp Return	Support	Resistance	Anti-corrupt	CGR 2014
BUY	BUY	27.75	36.00	+ 29.7%	27.5 - 26.5	29 - 30	Declared	▲▲▲▲▲

Consolidated Earnings				
BT (mn)	2013	2014	2015E	2016E
Normalized earnings	-72	992	423	1,006
Net profit	7,674	2,296	2,434	1,006
Normalized EPS (Bt)	-0.04	0.59	0.25	0.59
EPS (Bt)	4.64	1.36	1.44	0.59
% growth Y-Y	1,214.3	-70.8	6.0	-58.7
Dividend (Bt)	0.55	0.40	0.57	0.24
BV/share (Bt)	10.2	11.5	12.4	12.8
EV/EBITDA (x)	25.6	26.6	30.3	29.1
Normalized PER (x)	n.a.	47.4	111.1	46.7
PER (x)	6.0	20.5	19.3	46.7
PBV (x)	2.7	2.4	2.2	2.2
Dividend yield (%)	3.55	1.58	2.07	0.86
YE No. of shares (million)	1,653	1,694	1,694	1,694
No. of shares - full dilution	1,653	1,694	1,694	1,694
Par (Bt)	1.0	1.0	1.0	1.0

Source: Company data, FSS estimates

Share data	
Close (30/11/2015)	27.75
SET Index	1,359.70
Foreign limit/actual (%)	25.00/4.39
Paid-up shares (million)	1,693.90
Free float (%)	61.22
Market cap (Bt mn)	47,005.64
Avg daily T/O (Bt mn) (2015 YTD)	296.51
Hi, lo, avg (Bt) (2015 YTD)	30.00, 23.50, 26.92

Source: Setsmarts

แนะนำ “ซื้อ” อนาคตก่อสร้างเด่น Upside กว้างต้อง CK

เราประเมินราคาเหมาะสมปี 2016 ของ CK เท่ากับ 36 บาท ด้วยวิธี SOTP เราคาดว่ากำไรปกติปี 2015 จะหดตัวลง 57%Y-Y เหลือ 423 ล้านบาท แต่จะเติบโตอย่างก้าวกระโดด 138%Y-Y เป็น 1,006 ล้านบาทในปี 2016 เพราะกว่า 60% ของ Backlog ที่มีกว่า 6 หมื่นล้านบาทจะรับรู้รายได้ในปีหน้า และกลุ่มธุรกิจรับเหมาก่อสร้างยังมีปัจจัยบวกจากการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน ซึ่งคาดมีงานประมูลราว 2.5 - 5 แสนล้านบาทในปี 2016 นำโดยโครงการ PPP Fast Track ส่วนของรถไฟฟ้าสายสีชมพูและสีเหลืองมาก่อนใน 1H16 คิดเป็นมูลค่ากว่า 5.8 หมื่นล้านบาท นอกเหนือจากงานรับเหมาก่อสร้าง CK ยังได้ประโยชน์จากการลงทุนในธุรกิจอื่น โดยเฉพาะ BECL และ BMCL ซึ่งเมื่อการครบวงจรมีขึ้น บริษัทคาดว่า จะถือหุ้นในบริษัทใหม่ราว 27% จึงทำให้กำไรปกติปี 2016 มี Upside เพิ่มขึ้นอีก 45% ด้วยเหตุผลทั้งหมดนี้ เราจึงแนะนำ “ซื้อ” สำหรับ CK ณ ราคาเป้าหมายปี 2016 เท่ากับ 36 บาท

รอยคองการลงทุนภาครัฐให้สัมฤทธิ์ผลเป็นรูปธรรมในปี 2016

ธุรกิจรับเหมาก่อสร้างเป็นธุรกิจที่ขึ้นอยู่กับเศรษฐกิจของประเทศเป็นหลัก โดยเฉพาะการลงทุนทั้งจากภาคเอกชนและภาครัฐ เมื่ออิงจากสำนักนโยบายและแผนการขนส่งและจราจรพบว่า การอนุมัติแผนการลงทุนในปี 2015 อยู่ที่ 4% ของมูลค่าของโครงการทั้งหมด และถ้าหากเป็นไปตามแผนงานที่ประกาศ เราคาดว่า 40% ของมูลค่าโครงการทั้งหมดจะสามารถเริ่มประมูลได้ภายในปี 2016

รายงานกำไรปกติ 3Q15 พลิกเป็นบวก Q-Q เติบโต 32%Y-Y เท่ากับ 245 ล้านบาท

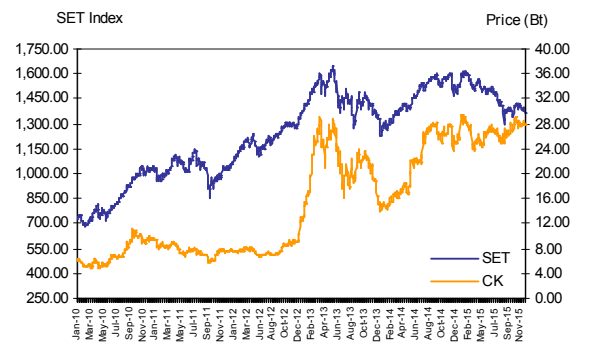
รายงานกำไรสุทธิ 3Q15 หดตัวอย่างมาก 82%Q-Q และ 76%Y-Y เหลือ 284 ล้านบาท เพราะไม่มีกำไรพิเศษจากการขายเงินลงทุนในบริษัทร่วมในไตรมาสนี้ แต่กำไรปกติพลิกจากขาดทุนเท่ากับ 3.4 ล้านบาทใน 2Q15 และเติบโตได้ดีที่ 32%Y-Y เท่ากับ 245 ล้านบาท เพราะรายได้จากงานก่อสร้างเติบโต 3%Q-Q และ 11%Y-Y เป็น 8,727 ล้านบาทบวกกับรายได้จากเงินลงทุนในบริษัทร่วมและเงินปันผลที่เพิ่มขึ้น 8%Q-Q และทรงตัว Y-Y เท่ากับ 321 ล้านบาท

ประมาณการกำไรปกติปี 2016 เติบโตก้าวกระโดด 138%Y-Y ที่ 1,006 ล้านบาท

คาดการณ์กำไรปกติปี 2016 เท่ากับ 1,006 ล้านบาท หรือเติบโตอย่างก้าวกระโดดถึง 138%Y-Y (ยังไม่รวมกำไรที่จะเพิ่มขึ้นจากการรวม BECL และ BMCL) มีปัจจัยหนุนจากการรับรู้รายได้ของงานใน Backlog สิ้นปี 2015 ที่เพิ่มขึ้นเป็น 66,348 ล้านบาท เพราะงานส่วนใหญ่ประมาณ 60% มีกำหนดเสร็จและรับรู้เป็นรายได้ในปี 2016 ดังนั้น รายได้ในปี 2016 จะเติบโตกว่า 14%Y-Y บนสมมติฐานอัตรากำไร 8 - 10% และรายได้อื่นๆ จากเงินลงทุนในบริษัทร่วม ดังนั้น อัตราการทำกำไรปกติจะดีขึ้นเป็น 2.5% จาก 1.2% จากปี 2015

ประเมินมูลค่าเหมาะสมปี 2016 เท่ากับ 36 บาท ด้วยวิธี SOTP แนะนำ “ซื้อ”

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ CK ด้วยวิธี SOTP เพราะบริษัทมีการประกอบและลงทุนใน 5 ธุรกิจด้วยกัน คือ รับเหมาก่อสร้าง ทางด่วน รถไฟฟ้าใต้ดิน น้ำประปา และโรงไฟฟ้าพลังงานทางเลือก ซึ่งจะทำให้ได้ราคาเหมาะสมปี 2016 ของ CK เท่ากับ 36 บาท และคงคำแนะนำ “ซื้อ” เพราะเราคาดว่ากำไรปกติปี 2016 จะเติบโตอย่างมากถึง 138%Y-Y เป็น 1,006 ล้านบาท บวกกับประเด็นการครบวงจรมหา BECL และ BMCL จะทำให้ CK สามารถรับรู้ส่วนแบ่งจากกำไรสุทธิในบริษัทใหม่แทนการรับเงินปันผลจาก BECL และการรับรู้ผลขาดทุนสุทธิจาก BMCL ซึ่งในเบื้องต้นบริษัทคาดว่าถือหุ้นในบริษัทใหม่ราว 27% ซึ่งจะทำให้กำไรปกติของ CK มี Upside ถึง 45% ภายหลังการควบรวมกิจการในอนาคต



Source: SET

Analyst: Jitra Amornthum
 Register No.: 014530
 Assistant Analyst : Tirada Kulsuppaisarn
 Tel.: +662 646 9966
 email: jitra.a@fnsyrus.com
 www.fnsyrus.com

ประเด็นการลงทุน

ภาครัฐกำลังพยายามผลักดันเศรษฐกิจและการลงทุนให้เห็นเป็นรูปธรรมมากยิ่งขึ้น

กลุ่มธุรกิจรับเหมาก่อสร้างเป็นธุรกิจที่ผันแปรไปตามความเชื่อมั่นในการลงทุนและอัตราการเติบโตของเศรษฐกิจภายในประเทศ ดังนั้น ผลประกอบการของอุตสาหกรรมก่อสร้างจึงมีความผันผวนตามสภาพเศรษฐกิจและความเชื่อมั่นการลงทุน ซึ่งแนวโน้มเศรษฐกิจในประเทศไทยในช่วงที่ผ่านมามีความผันผวนอย่างมากมาตั้งแต่ปี 2010 จากทั้งภัยทางการเมืองและภัยทางธรรมชาติ แม้การลงทุนและมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจภายในประเทศยังคงมีความล่าช้าในปี 2015 แต่ภาครัฐมีความพยายามที่จะผลักดันการลงทุนและการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของประเทศในอนาคต เมื่ออิงจากสำนักนโยบายและแผนการขนส่งและจราจร จะพบว่า การอนุมัติแผนการลงทุนในปี 2015 อยู่ที่ 4% ของมูลค่าของโครงการทั้งหมด และถ้าหากเป็นไปตามแผนงานที่ประกาศ เราคาดว่า 40% ของมูลค่าโครงการทั้งหมดจะสามารถเริ่มประมูลได้ภายในปี 2016 ซึ่งโครงการต่างๆมีรายละเอียด ดังนี้

Future Projects	Value (mBt)
Dual Tracks (Meter Gauge)	
1 ชุมทางจิระ-ขอนแก่น	26,007
2 มาบกะเบา-ชุมทางจิระ	28,992
3 นครปฐม-หัวหิน	19,163
4 ประจวบคีรีขันธ์-ชุมพร	23,622
5 ลพบุรี-ปากน้ำโพ	24,092
6 หัวหิน-ประจวบคีรีขันธ์	11,348
Airport	
7 โครงการพัฒนาท่าอากาศยานสุวรรณภูมิ ระยะที่ 2	49,000
Metro Railway	
8 สายสีส้ม ศูนย์วัฒนธรรม-มีนบุรี	90,695
9 สายสีชมพู แคราย-มีนบุรี	26,731
10 สายสีเหลือง ลาดพร้าว-สำโรง	31,728
11 สายสีแดง บางซื่อ-พญาไท-มักกะสัน-หัวหมาก และบางซื่อ-หัวลำโพง	44,157
12 สายสีม่วง เตาปูน-ราษฎร์บูรณะ	72,134
13 สายสีน้ำเงิน ส่วนต่อขยาย	11,109
Motorway	
14 พัทยา-มาบตาพุด	20,200
15 บางปะอิน-สระบุรี-นครราชสีมา	84,600
16 บางใหญ่-บ้านโป่ง-กาญจนบุรี	55,620
Dual Tracks (Standard Gauge)	
17 กรุงเทพ-หนองคาย,แก่งคอย-มาบตาพุด	369,148
18 กรุงเทพ-พิษณุโลก-เชียงใหม่	449,473
19 กรุงเทพ-หัวหิน	94,673
20 กรุงเทพ-ระยอง	155,774
Shipping	
21 โครงการพัฒนาท่าเทียบเรือชายฝั่ง (ท่าเทียบเรือ A) ที่ท่าเรือแหลมฉบัง	1,864
22 โครงการพัฒนาศูนย์การขนส่งตู้สินค้าทางรถไฟที่ท่าเรือแหลมฉบัง ระยะที่ 1	2,031
Total Value	1,692,161

Source: Office of Transport and Traffic Policy and Planning, Company's Data

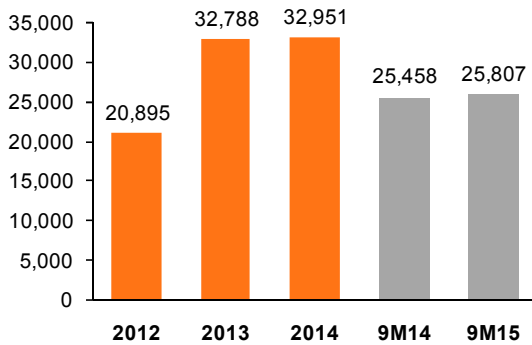
รายงานผลการดำเนินงานปกติ 3Q15 พลิกเป็นกำไรเท่ากับ 245 ล้านบาท และเติบโต 32%Y-Y

CK รายงานกำไรสุทธิ 3Q15 ลดลงอย่างมาก 82%Q-Q และ 76%Y-Y เหลือ 284 ล้านบาท เนื่องจากไม่มีการกำไรพิเศษจากการขายเงินลงทุนในบริษัทร่วมในไตรมาสนี้ อย่างไรก็ตาม เนื่องจากบริษัทรับรู้รายได้จากงานก่อสร้างเพิ่มขึ้น 3%Q-Q และ 11%Y-Y เป็น 8,727 ล้านบาท บวกกับรายได้จากเงินลงทุนในบริษัทร่วมและเงินปันผลที่เติบโต 8%Q-Q และทรงตัว Y-Y เท่ากับ 321 ล้านบาท ทั้งหมดนี้ จึงทำให้กำไรปกติพลิกจากขาดทุนเท่ากับ 3.4 ล้านบาทใน 2Q15 และเติบโตได้ดีที่ 32%Y-Y เท่ากับ 245 ล้านบาท

ประมาณการกำไรปกติปี 2015 จะหดตัวลงแต่จะเติบโตแข็งแกร่ง 138%Y-Y ในปี 2016

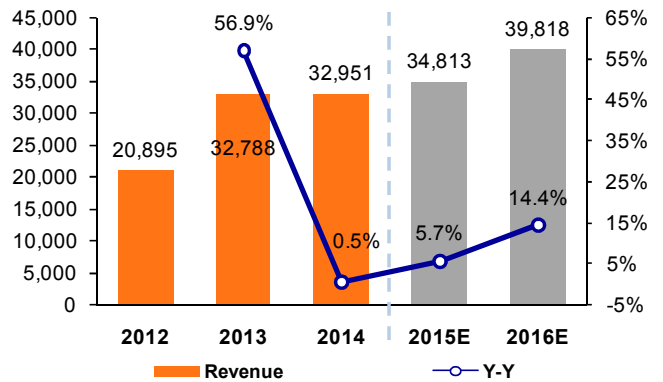
เราประมาณการกำไรปกติปี 2015 เท่ากับ 423 ล้านบาท หดตัวลง 57%Y-Y จากสมมติฐานของ Gross Margin เท่ากับ 8.5% และภาษีที่เพิ่มขึ้น 18%Y-Y เนื่องจากมีรายได้พิเศษจากการขายเงินลงทุนในบริษัท รวมรวมกว่า 2,011 ล้านบาท ในขณะที่คาดการณ์กำไรปกติปี 2016 ของ CK จะเท่ากับ 1,006 ล้านบาท หรือเติบโตอย่างก้าวกระโดดถึง 138%Y-Y โดยได้แรงหนุนจากการรับรู้รายได้ของงานใน Backlog สิ้นปี 2015 ซึ่งงานส่วนใหญ่เป็นงานที่ทั้งใกล้กำหนดเสร็จและมีกำหนดเสร็จสิ้นภายในปี 2016 รวม 84% ของมูลค่างานทั้งหมด ดังนั้น รายได้ในปี 2016 จะเติบโตกว่า 14%Y-Y บวกกับสมมติฐานอัตรากำไร 8 – 10% และรายได้อื่นๆจากเงินลงทุนในบริษัทรวม ดังนั้น อัตราการทำกำไรปกติจะดีขึ้นเป็น 2.5% จาก 1.2% จากปี 2015 ทั้งนี้ เนื่องจากการควบรวมระหว่าง BECL และ BMCL จะทำให้ CK สามารถรับรู้ส่วนแบ่งจากกำไรสุทธิในบริษัทใหม่แทนการรับเงินปันผลจาก BECL และการรับรู้ผลขาดทุนสุทธิจาก BMCL ซึ่งในเบื้องต้น บริษัทคาดว่า จะถือหุ้นในบริษัทใหม่ราว 27% ดังนั้น เราคาดว่ากำไรปกติปี 2016 ของ CK จะมี Upside เพิ่มขึ้นถึง 45% หลังการควบรวมกิจการในอนาคต

Figure 1: Reported Total Revenue



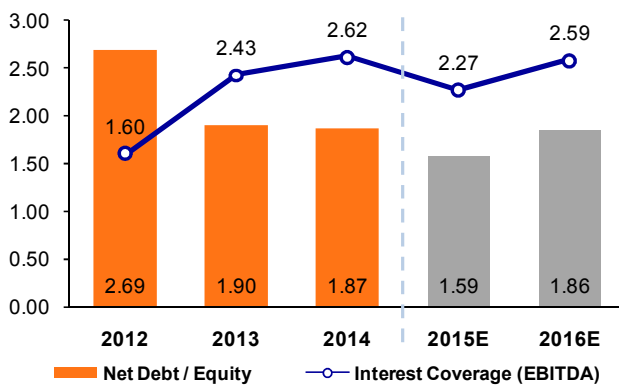
Sources: Company Data, FSS Research

Figure 2: Forecasting Total Revenue



Source: Company Data, FSS Research

Figure 3: Net D/E & Interest Coverage (EBITDA) Ratio



Sources: Company Data, FSS Research

การประเมินมูลค่าหุ้น

ประเมินราคาเหมาะสมปี 2016 ของ CK เท่ากับ 36 บาท โดยวิธี SOTP

เนื่องจากบริษัทไม่ได้ประกอบเพียงธุรกิจรับเหมาก่อสร้างเท่านั้น แต่ยังมีการลงทุนในหลายธุรกิจที่แตกต่างอีก 4 กลุ่มธุรกิจ คือ 1) BECL หรือ บมจ. ทางด่วนกรุงเทพ ซึ่งเป็นผู้ให้บริการและบำรุงรักษาทางด่วนชั้นที่ 1 ชั้นที่ 2 และทางด่วนสายบางปะอิน-ปากเกร็ด เราประเมินมูลค่าโดยใช้วิธี Price to Earning Ratio เท่ากับ 13x 2) BMCL หรือ บมจ. รถไฟฟ้ากรุงเทพ โดยเป็นผู้ให้บริการและพัฒนาเชิงพาณิชย์กับรถไฟฟ้าใต้ดิน

สายแรกแห่งประเทศไทย โดยเราประเมินมูลค่าเหมาะสมด้วยวิธี SOTP 3) TTW หรือ บมจ. ทีทีดับบลิว ซึ่งเป็นผู้ผลิตและจำหน่ายน้ำประปาให้กับการประปาส่วนภูมิภาคในพื้นที่ฝั่งตะวันตกของกรุงเทพมหานคร สำหรับ TTW เราใช้วิธี DCF และ 4) CKP หรือ บมจ. ซีเค พาวเวอร์ โดยเป็นบริษัทที่เน้นการลงทุนในบริษัทที่ผลิตและจำหน่ายไฟฟ้าจากพลังงานประเภทต่างๆ ได้แก่ โรงไฟฟ้าพลังน้ำ โรงไฟฟ้าระบบ Cogeneration และโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ สำหรับ CKP เราประเมินมูลค่าด้วยวิธี DCF ในขณะที่ธุรกิจหลักอย่างรับเหมาก่อสร้าง เราประเมินมูลค่าเหมาะสมด้วยวิธี Price to Book Ratio เท่ากับ 3.4x ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยของ PB กลุ่มรับเหมาใน SET เพราะ CK มักจะได้รับงานก่อสร้างที่บริษัทย่อยเป็นเจ้าของสัมปทาน บวกกับยังได้ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทในเครือเมื่อการก่อสร้างเสร็จสิ้นอีกด้วย ดังนั้น เราจึงประเมินมูลค่าเหมาะสมของ CK ด้วยวิธี Sum-of-the-part และทำให้ได้ราคาเป้าหมายปี 2016 เท่ากับ 36 บาท

Business Units	Equity Base	Value/Share	Valuation
BECL	17.1%	3.0	PE
BMCL	35.5%	11.0	SOTP
TTW	19.0%	5.0	DCF
CKP	30.3%	3.0	DCF
Construction	100.0%	14.0	PBV
CK Value	TP 2016	36.0	

Source: FSS Research

เราคงแนะนำ “ซื้อ” ณ ราคาเป้าหมายใหม่ปี 2016 ที่ 36 บาท

คาดการณ์กำไรปกติปี 2016 จะเติบโตอย่างก้าวกระโดดที่ 138%Y-Y เป็น 1,006 ล้านบาท เพราะรายได้ของงานรับเหมาก่อสร้างเติบโตกว่า 14%Y-Y เป็น 39,703 ล้านบาท โดยมาจากงานที่ทั้งใกล้กำหนดเสร็จและมีกำหนดเสร็จสิ้นภายในปี 2016 รวม 84% ของมูลค่างานทั้งหมด นอกจากนี้ อีกหนึ่งปัจจัยบวกที่สำคัญคือ การควบรวมระหว่าง BECL และ BMCL ซึ่งจะทำให้ประมาณการกำไรปกติปี 2016 ของ CK มี Upside เพิ่มขึ้นถึง 45% หลังการควบรวมกิจการในอนาคต เราจึงแนะนำ “ซื้อ” สำหรับ CK ณ ราคาเป้าหมายใหม่ปี 2016 เท่ากับ 36 บาท

ปัจจัยความเสี่ยง

1. ความเสี่ยงจากความล่าช้าของโครงการก่อสร้าง ช.การช่างมีความเสี่ยงจากการล่าช้าของโครงการ โดยอาจจะมาจากผู้ว่าจ้าง เช่น การส่งมอบพื้นที่ช้ากว่ากำหนด การอนุมัติเรื่องต่างๆ ซึ่งอาจทำให้ระยะเวลาและค่าใช้จ่ายในการก่อสร้างบานปลาย นอกจากนี้ บริษัทเองทำให้เกิดความล่าช้าอันเนื่องมาจากภาวะการขาดแคลนวัสดุก่อสร้าง ทั้งนี้ บริษัทได้ทำการปิดความเสี่ยงโดยการทำสัญญาซื้อขายวัสดุก่อสร้างล่วงหน้าสำหรับโครงการที่มีการลงนามในสัญญาแล้ว และสุดท้ายโครงการก่อสร้างอาจเกิดความล่าช้าจากสาเหตุที่ไม่สามารถระบุความผิดบนฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งได้ เช่น ภัยธรรมชาติ ดังนั้น บริษัทจึงได้ทำประกันภัยสำหรับโครงการก่อสร้างต่างๆ เพื่อควบคุมความเสี่ยงจากเหตุขัดข้องที่อาจเกิดขึ้นระหว่างการก่อสร้างได้

2. ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน การรับรู้รายได้และต้นทุนในบางโครงการของ ช.การช่างอยู่ในเงินตราต่างประเทศ ดังนั้น บริษัทจึงจะได้รับความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนเมื่อเทียบรายได้และต้นทุนกลับมาเป็นค่าเงินบาท อย่างไรก็ตาม บริษัทได้ทำการควบคุมความเสี่ยงเหล่านี้โดยการนำฝากรายได้ในสกุลเงินต่างประเทศไว้ในบัญชี Foreign Currency Deposit และจ่ายเงินออกจากบัญชีนี้เมื่อโครงการต่างๆ มีค่าใช้จ่ายเกิดขึ้นในสกุลเงินเดียวกัน

3. ความเสี่ยงจากต้นทุนการก่อสร้าง บริษัทจะได้รับความเสี่ยงด้านต้นทุนการก่อสร้างจาก 3 ปัจจัยหลักคือ วัสดุก่อสร้าง ต้นทุนแรงงาน และความผันผวนของราคาน้ำมัน ซึ่งบริษัทได้มีบริหารความเสี่ยงโดยการประมาณการต้นทุนโครงการ และควบคุมต้นทุนที่เกิดขึ้นจริงให้ใกล้เคียงกับการประมาณการมากที่สุด โดยสามารถทำได้ 2 วิธีด้วยกัน ดังนี้ 1) โครงการที่มีการปรับราคาได้ตามสูตรการปรับราคา (Escalation Factor, K) ซึ่งสามารถรองรับการเพิ่มขึ้นของราคาที่สูงกว่าคาดได้บางส่วน และ 2) บริษัทจะรวมค่าเผื่อราคาต้นทุนไว้ในมูลค่าของโครงการที่ไม่สามารถระบุค่า K ได้ หรือมีจำนวนเงินคงที่ หรือไม่ได้ระบุจำนวนเงินไว้ในสัญญา

4. ความเสี่ยงที่เกี่ยวกับนโยบายภาครัฐ เนื่องจากโครงสร้างรายได้ส่วนหนึ่งของบริษัทมาจากลูกค้าที่เป็นหน่วยงานภาครัฐ ดังนั้น บริษัทจึงอาจได้รับความเสี่ยงจากภาวะความมั่นคงทางการเมือง และการเปลี่ยนแปลงนโยบายต่างๆ ของรัฐบาลในโครงการที่ยังมิได้มีการลงนามสัญญา อย่างไรก็ตาม บริษัทจะไม่ได้รับความเสี่ยงจากเสถียรภาพทางการเมืองและเศรษฐกิจในสัญญาที่ลงนามเสร็จสิ้นแล้ว เพราะภาครัฐจะมีภาระผูกพันกับโครงการที่ได้มีการลงนามไว้เรียบร้อยแล้ว

5. ความเสี่ยงด้านสภาพคล่องทางการเงิน สภาพคล่องทางการเงินมีความสำคัญต่อธุรกิจรับเหมาก่อสร้างอย่างมาก เพราะเป็นธุรกิจที่ต้องการเงินทุนหมุนเวียนในการดำเนินงานที่เพียงพอ ดังนั้น บริษัทจึงทำการควบคุมความเสี่ยงโดยการคงเงินสดให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม และบริษัทจะได้รับเงินล่วงหน้าจากทั้งโครงการของภาครัฐและเอกชน ซึ่งช่วยให้บริษัทได้รับการสนับสนุนสินเชื่อจากสถาบันการเงินต่างๆ อยู่เสมอ

Income Statement (Consolidated)					
(Bt mn)	2012	2013	2014	2015E	2016E
Revenue	20,895	32,788	32,951	34,813	39,818
Cost of sales	18,457	29,233	29,827	31,854	36,354
Gross profit	2,438	3,555	3,124	2,959	3,464
SG&A	1,571	1,505	1,475	1,567	1,792
Operating profit	867	2,050	1,648	1,393	1,672
Other income	957	987	1,215	947	979
EBIT	1,824	3,037	2,863	2,339	2,651
EBITDA	2,274	3,734	3,851	3,322	3,772
Interest charge	1,421	1,538	1,468	1,462	1,457
Tax on income	296	1,533	342	404	167
Earnings after tax	107	-34	1,053	473	1,027
Minority Interests	33	38	61	50	21
Norm profit	73	-72	992	423	1,006
Extraordinary items	510	7,746	1,304	2,011	0
Net profit	584	7,674	2,296	2,434	1,006

Cash Flow Statement (Consolidated)					
(Bt mn)	2012	2013	2014	2015E	2016E
Net profit	584	7,674	2,296	2,434	1,006
Depreciation etc.	451	697	988	989	990
Change in working capital	1,776	-5,278	-2,235	376	-2,609
Other adjustments	0	0	0	0	0
Cash flow from operation	2,811	3,093	1,049	3,799	-613
Capital expenditures	-2,091	-3,577	-433	-989	-990
Others	-4,374	-7,474	-6,549	-3,307	-4,885
Cash flow from investing	-6,465	-11,051	-6,982	-4,296	-5,875
Free cash flow	-3,654	-7,959	-5,933	-497	-6,488
Net borrowings	2,445	5,689	5,686	1,872	-73
Equity capital raised	0	0	41	0	0
Dividend paid	-413	-909	-674	-974	-402
Others	2,216	3,018	1,435	50	21
Cash flow from financing	4,248	7,798	6,489	948	-454
Net Change in cash	594	-160	556	450	-6,943

Balance Sheet (Consolidated)					
(Bt mn)	2012	2013	2014	2015E	2016E
Cash	22,856	32,309	28,960	30,596	34,994
Current investment	1,305	2,496	8,562	3,165	3,620
Accounts receivable	962	937	509	509	509
Inventory	30,677	41,136	43,979	40,668	38,579
Other current asset	10,311	19,561	21,604	24,481	28,208
Total current assets	5,000	7,880	7,325	7,325	7,325
Investment	5,234	3,458	7,963	8,394	9,552
PPE	51,221	72,034	80,872	80,869	83,665
Other assets	2,484	4,374	4,516	4,516	4,516
Total Assets	13,393	15,414	15,105	16,283	18,583
Short-term loans	8,043	9,322	8,554	3,991	3,935
Account payable	290	441	1,430	1,430	1,430
Current maturities	24,210	29,551	29,604	26,219	28,464
Other current liabilities	17,947	23,636	29,322	31,194	31,121
Total current liabilities	555	2,006	2,475	2,475	2,475
Long-term debt	18,502	25,643	31,797	33,669	33,596
Other LT liabilities	42,712	55,194	61,402	59,888	62,060
Total non-cu	1,653	1,653	1,694	1,694	1,694
Total liabilities	1,653	1,653	1,694	1,694	1,694
Registered capital	4,869	4,869	4,869	4,869	4,869
Paid-up capital	171	171	175	175	175
Share Premium	479	7,182	8,762	10,223	10,826
Legal reserve	1,220	2,847	3,799	3,799	3,799
Retained earnings	287	290	346	396	416
Others	8,509	16,841	19,471	20,981	21,605
Minority Interest	22,856	32,309	28,960	30,596	34,994
Shareholders' equity	1,305	2,496	8,562	3,165	3,620

Important Ratios (Consolidated)					
	2012	2013	2014	2015E	2016E
Growth (%)					
Sales	91.3	57.5	0.9	5.6	14.4
EBITDA	217.0	64.2	3.1	-13.7	13.6
Net profit	-37.0	1,214.3	-70.1	6.0	-58.7
Norm profit	n.a.	-198.5	n.a.	-57.3	137.7
Profitability Ratios (%)					
Gross profit margin	11.7	10.8	9.5	8.5	8.7
EBITDA margin	10.9	11.4	11.7	9.5	9.5
EBIT margin	8.7	9.3	8.7	6.7	6.7
Norm profit margin	0.4	-0.2	3.0	1.2	2.5
Net profit margin	2.8	23.4	7.0	7.0	2.5
Normalized ROA	0.2	-0.1	1.3	0.5	1.2
Normalized ROE	1.0	-0.6	5.5	2.1	4.7
Normalized ROCE	6.8	7.1	5.6	4.3	4.8
Risk (x)					
D/E	2.7	1.9	1.9	1.6	1.9
Net D/E	10.1	8.6	9.5	10.0	10.6
Net debt/EBITDA	1.6	2.4	2.6	2.3	2.6
Per share data (Bt)					
Reported EPS	0.35	4.64	1.36	1.44	0.59
Norm EPS	0.04	-0.04	0.59	0.25	0.59
EBITDA	1.38	2.26	2.27	1.96	2.23
Book value	5.15	10.19	11.49	12.39	12.75
Dividend	0.25	0.55	0.40	0.57	0.24
Par (Bt)	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Valuations (x)					
P/E	78.5	6.0	20.5	19.3	46.7
Norm P/E	624.4	n.a.	47.4	111.1	46.7
P/BV	5.4	2.7	2.4	2.2	2.2
EV/EBITDA	36.5	25.6	26.6	30.3	29.1
Dividend Yield	1.9	3.5	1.6	2.1	0.9

Source: Company data, FSS research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร	สาขา อัลมาลิ้งค์ 25 อาคารอัลมาลิ้งค์ ชั้น 9,14,15 ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร	สาขา อัมรินทร์ 496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร	สาขา ไทยซัมมิท ทาวเวอร์ 1768 อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 5, 31 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง กรุงเทพมหานคร	สาขา เซ็นทรัลพลาซ่า 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ทาวเวอร์ ปิ่นเกล้า ชั้นที่ 14 ห้อง 1404 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย กรุงเทพมหานคร
สาขา บางกะปิ 3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ กรุงเทพมหานคร	สาขา ลิตเติลไทย ทาวเวอร์ 2034/52 อาคารลิตเติลไทย ทาวเวอร์ ชั้น 11 ยูนิค 11-07/01 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง กรุงเทพมหานคร	สาขา บางนา 1093 อาคารเซ็นทรัลซิตีทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 1093/105 หมู่ 12 ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา เขตบางนา กรุงเทพมหานคร	สาขา ลินธอร์ 1 130-132 อาคารลินธอร์ ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร	สาขา ลินธอร์ 2 130-132 อาคารลินธอร์ ทาวเวอร์ 3 ชั้น 24 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร
สาขา ลินธอร์ 3 130-132 อาคารลินธอร์ ทาวเวอร์ 3 ชั้น 19 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร กรุงเทพมหานคร	สาขา ลาดพร้าว 555 อาคารระสา ทาวเวอร์ 2 ยูนิค 1106 ชั้น 11 ถ.พหลโยธิน แขวงจตุจักร เขตจตุจักร กรุงเทพมหานคร	สาขา ประชาชื่น 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร กรุงเทพมหานคร	สาขา รัชสีด 1/832 พหลโยธิน 60 ต.จตุคต อ.ลำลูกกา ปทุมธานี	สาขา ไทยซัมมิท ทาวเวอร์ 1768 อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 2 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง กรุงเทพมหานคร
สาขา รัตนธิเบศร์ 68/127 หมู่ 8 ถ.รัตนธิเบศร์ ต.บางกระสอ อ.เมืองนนทบุรี นนทบุรี				
สาขา ศรีราชา 135/99 (ตึกคอม ชั้น G) ถนนสุขุมวิท ต.ศรีราชา อ.ศรีราชาชลบุรี	สาขา ขอนแก่น 1 311/16 ถ.กลางเมือง ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น	สาขา ขอนแก่น 3 4/6 ชั้น 2 อาคาร ธนาคารไอซีซี(ไทย)จำกัด(มหาชน) ถ.กลางเมือง ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น	สาขา อุดรธานี 104/6 ชั้น 2 อาคาร ธนาคารไอซีซี(ไทย)จำกัด(มหาชน) ถ.อุดรธานี ต. หนองแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี	สาขา เชียงใหม่ 308 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่
สาขา เชียงใหม่ 2 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่	สาขา เชียงใหม่ 3 อาคารมะลิเพลส 32/4 หมู่ที่ 2 ชั้น 1 ห้อง B1-1, B1-2 ต.แม่เหีย อ.เมืองเชียงใหม่ เชียงใหม่	สาขา เชียงราย 353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย	สาขา แม่สาย 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย	สาขา นครราชสีมา 1242/2 ห้อง A3 ชั้น 7 สำนักงานเดอะมอลล์ นครราชสีมา ถ.มิตรภาพ ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา
สาขา สมุทรสาคร 1045/16-17 ถ.วิเชียรโชฎก ต.มหาชัย อ.เมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร	สาขา นครปฐม 28/16-17 ถ.สิงเฝ้า ต.สนามจันทร์ อ.เมือง จ.นครปฐม	สาขา ภูเก็ต 22/18 ศูนย์การค้าวานิชพลาซ่า ถ.หลวงพ่อดำ ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต	สาขา หาดใหญ่ 1 200/221, 200/223 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา	สาขา หาดใหญ่ 2 106 ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา
สาขา หาดใหญ่ 3 200/222, 200/224, 200/226 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา	สาขา กระบี่ 223/20 ถ.มหาสาร ต.ปากน้ำ อ.เมือง จ.กระบี่	สาขา ตรัง 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง	สาขา สุราษฎร์ธานี 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี	สาขา บิดธานี 300/69-70 หมู่ 4 ต.ระมุณี อ.เมือง จ.ปัตตานี

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

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อว่าหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตาม บริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลา โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูล และใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า

การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

Thai Institute of Directors Association (IOD) - Corporate Governance Report Rating 2014

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
100-90		ดีเลิศ
80-89		ดีมาก
70-79		ดี
60-69		ดีพอใช้
50-59		ผ่าน
<50	no logo given	n/a

สัญลักษณ์ **N/R** หมายถึง “ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR”

IOD (IOD Disclaimer)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

การเปิดเผยข้อมูล Anti-corruption Progress Indicator

ระดับ 5	Extended	ขยายผลสู่ผู้ที่เกี่ยวข้อง	มีการขยายผลการดำเนินนโยบายต่อต้านการทุจริตสู่ผู้ที่เกี่ยวข้องในห่วงโซ่อุปทาน และการเปิดเผยข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับกรณีทุจริตที่เกิดขึ้น
ระดับ 4	Certified	ได้รับการรับรอง	มีการสอบทานจากคณะกรรมการตรวจสอบหรือผู้สอบบัญชีที่สำนักงาน ก.ล.ด. ให้ความเห็นชอบ และได้รับการรับรองหรือผ่านการตรวจสอบเพื่อความเชื่อมั่นอย่างเป็นทางการหน่วยงานภายนอก (เช่น CAC)
ระดับ 3	Established	มีมาตรการป้องกัน	มีมาตรการป้องกัน การประเมินความเสี่ยง การสื่อสารและฝึกอบรมแก่พนักงาน รวมทั้งการดูแลให้มีการดำเนินการและการทบทวนความเหมาะสมของมาตรการอย่างสม่ำเสมอ
ระดับ 2	Declared	ประกาศเจตนารมณ์	มีการประกาศเจตนารมณ์เข้าเป็นแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านการทุจริต (CAC) หรือโครงการต่อต้านทุจริตที่กำหนดให้องค์กรต้องมีกระบวนการในตนเองเดียวกัน
ระดับ 1	Committed	มีนโยบาย	มีคำมั่นหรือมติดคณะกรรมการในเรื่องการดำเนินธุรกิจที่จะไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตและการดูแลให้บริษัทปฏิบัติให้เป็นไปตามกฎหมายที่เกี่ยวข้อง
*	Insufficient or not clearly defined policy		เปิดเผยบ้างแต่ไม่มีนโยบายที่ชัดเจน
**	Data not available / no policy		ไม่เปิดเผยหรือไม่มีนโยบาย

ข้อมูล Anti-corruption Progress Indicator ประจำปี 2557 จาก สถาบันไทยพัฒน์ (ข้อมูล ณ วันที่ 27 กรกฎาคม 2558)