

2 มิถุนายน 2559

MAI – กลุ่มทรัพยากร

**TPCH**

**บมจ. ทีพีซี เพาเวอร์ โฮลดิ้ง**

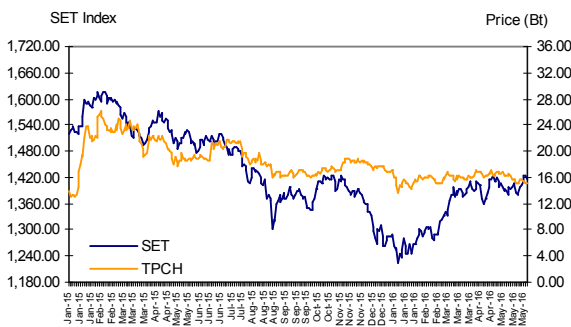
<b>Current</b>	<b>Previous</b>	<b>Close</b>	<b>2016 TP</b>	<b>Exp Return</b>	<b>Anti-corrupt</b>	<b>CGR 2015</b>
<b>BUY</b>	<b>BUY</b>	<b>15.10</b>	<b>19.50</b>	<b>+ 29.1%</b>	<b>3B</b>	<b>3</b>

Consolidated earnings				
BT (mn)	2015	2016E	2017E	2018E
Normalized profit	47	156	305	573
Net profit	47	156	305	573
EPS (Bt)-Norm	0.12	0.39	0.76	1.43
EPS (Bt)	0.12	0.39	0.76	1.43
% Norm EPS growth	53.3	234.4	95.7	87.6
Dividend (Bt)	0.00	0.00	0.26	0.40
BV/share (Bt)	4.42	4.80	5.31	6.33
EV/EBITDA (x)	58.5	25.1	14.9	8.0
PER (x) - Norm	130.0	38.9	19.9	10.6
PER (x)	130.0	38.9	19.9	10.6
PBV(x)	3.4	3.1	2.8	2.4
Dividend yield (%)	0.0	0.0	1.7	2.6
YE No. of shares (mn)	401.2	401.2	401.2	401.2
No.of shares- full dilution	401.2	401.2	401.2	401.2
Par (Bt)	1.0	1.0	1.0	1.0

Source: Company data, FSS estimates

Share data	
Close (01/06/2016)	15.10
SET Index	1,415.76
Foreign limit/actual (%)	49.00/0.00
Paid up shares (million)	401.2
Free float (%)	41.71
Market cap (Bt mn)	6,058.12
Avg daily T/O (Bt mn) (2016 YTD)	16.94
hi, lo, avg (Bt) (2016 YTD)	17.40,13.60,15.75

Source: Setsmarts



Source: SET

**Analyst: Pornsook Amonvadekul**  
 Register No : 004973  
 Tel.: +662 646 9964  
 email: pornsook.a@fnfsyrus.com  
 www.fnfsyrus.com

**คาดการณ์โตสูงใน 3 ปีข้างหน้าจากกำลังผลิตไฟฟ้าใหม่**

เราแนะนำ “ซื้อ” TPCH จากแนวโน้มกำไรเพิ่มต่อเนื่องใน 3 ไตรมาสที่เหลือของปี 2016 และคาดการณ์โตสูงเฉลี่ย 130.7% ต่อปี (CAGR) ใน 3 ปีข้างหน้า (2016-2018) จากการทยอยรับรู้รายได้ขายไฟจากโครงการโรงไฟฟ้าชีวมวลใหม่ 5 โรงจากปีก่อนที่มีโรงไฟฟ้าดำเนินการแล้ว 2 โรง เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2016 ที่ 19.50 บาท (Sum-of-the-Parts) จาก 6 โครงการที่มีสัญญาขายไฟระยะยาว (PPA) แล้ว และ 1 โครงการที่ได้รับคำตอบรับซื้อจากฟ.แล้ว โดยมีประเด็นที่เป็น Upside เร็ว ๆ นี้ คือ โครงการรับซื้อไฟโรงไฟฟ้าชีวมวลในภาคใต้ไม่เกิน 36 MW ที่จะเปิดประมูลในช่วงกลาง 2Q16- 3Q16

**เป็น Holding Company ลงทุนในโรงไฟฟ้าชีวมวล รายใหญ่ในประเทศ**

TPCH ลงทุนในบริษัทย่อยที่ประกอบธุรกิจหลักผลิตและจำหน่ายไฟฟ้าชีวมวล โดยปัจจุบันมีโรงไฟฟ้าที่ดำเนินการแล้ว 3 โรง (25.2 MW) อยู่ระหว่างก่อสร้าง 3 โรง (27.6 MW) และอยู่ระหว่างพัฒนา 1 โรง (21 MW) รวมกำลังผลิต 73.8 MW คิดเป็นกำลังผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้นของ TPCH (ที่ 46-85%) รวม 47.1 MW

**โครงการโรงไฟฟ้าส่วนใหญ่มีพันธมิตรเป็นผู้รับจ้างเดินเครื่องโรงไฟฟ้าและหาเชื้อเพลิงหรือเจ้าของเชื้อเพลิง ช่วยให้โครงการโรงไฟฟ้ามีความเสี่ยงต่ำ**

โครงการโรงไฟฟ้าของ TPCH ส่วนใหญ่มีการจ้างผู้เชี่ยวชาญเป็นผู้บริหารเดินเครื่องโรงไฟฟ้า (Operator) หรือมีเจ้าของเชื้อเพลิงรายใหญ่เป็นผู้ร่วมถือหุ้น จึงทำให้โครงการมีความเสี่ยงต่ำ

**คาดการณ์ 2Q16 ทำ New High ทั้งปี 2016 โตก้าวกระโดด 234.4% และ 3 ปีข้างหน้าโตสูงเฉลี่ย 130.7%**

คาดการณ์ 2Q16 จะเพิ่มขึ้น Q-Q, Y-Y เนื่องจากไม่มีการหยุดซ่อมบำรุงโรงไฟฟ้า และการเริ่ม COD ของโรงไฟฟ้ามหาชัยกรีน พาวเวอร์ (MGP: 8 MW, TPCH ถือหุ้น 46%) ตั้งแต่ต้นไตรมาส และใน 3Q16 คาดโรงไฟฟ้าทุ่งสังกรีน (TSG: 9.2 MW, TPCH ถือหุ้น 65%) จะเริ่ม COD รวมทั้งปี 2016 คาดกำไรโตก้าวกระโดด 234.4% Y-Y จากรายได้จากการขายไฟ เพิ่ม 110.5% Y-Y (จากโรงไฟฟ้า 4 โครงการ เทียบกับปีก่อนที่มีการขายไฟจาก 2 โครงการ (คือ CRB เต็มปี และ MWE 81 วัน) และอัตราการทำกำไรเพิ่มขึ้น จาก Gross margin ของโรงไฟฟ้าใหม่ภายใต้สัญญาขายไฟระบบ FIT สูงกว่าโรงไฟฟ้าแรกในระบบ Adder ส่วนปี 2017-2018 คาดกำไรโตสูงต่อเนื่อง จากการเริ่ม COD ของโรงไฟฟ้าพัทลุง กรีน พาวเวอร์ (PGP: 9.2 MW, TPCH ถือหุ้น 60%) และโรงไฟฟ้าสตูล กรีน พาวเวอร์ (SGP: 9.2 MW, TPCH ถือหุ้น 51%) ใน 1H17 และคาดการณ์โรงไฟฟ้าปัตตานีกรีน 8 เฟส 1 (PTG Ph.1 : 21 MW, TPCH ถือหุ้น 65%) เริ่ม COD 1Q18 โดยได้ Adder เพิ่ม 1 บาทต่อหน่วย กำไรที่โตอัตราสูงในช่วง 3 ปี (2016-2018) ทำให้ ROE อยู่ในทิศทางเพิ่มขึ้นด้วย จากปี 2015 ที่ 2.6% เป็น 8.1% ในปี 2016, 14.3% ในปี 2017 และ 22.5% ในปี 2018

**แนะนำ “ซื้อ” ราคาเป้าหมายปี 2016 ที่ 19.50 บาท และ Upside 3 ประเด็นรวมโครงการประมูลโรงไฟฟ้าชีวมวลในภาคใต้ ใน 2Q16-3Q16**

แนะนำ “ซื้อ” เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2016 ของหุ้น TPCH ที่ 19.50 บาท โดยรวมมูลค่าจากโครงการโรงไฟฟ้าที่มีสัญญาขายไฟ (PPA) แล้วทั้งหมด 6 โครงการ (คือ CRB, MWE, MGP, TSE, PAP, และ SGP) และโครงการปัตตานีกรีน เฟส 1 ที่การไฟฟษฯ ตอบรับซื้อไฟฟ้า (LOI) คาดได้เซ็น PPA ในปีนี้ โดยมี Upside จาก (1) โครงการประมูลโรงไฟฟ้าชีวมวลในภาคใต้เฟสแรก ไม่เกิน 36MW ที่กพ.มีกำหนดให้ยื่นขอขายไฟในช่วงวันที่ 15-30 มิ.ย. และเปิดซองข้อเสนอราคาในวันที่ 8 ส.ค. นี้ (2) โอกาสที่โรงไฟฟ้า CRB ได้ขายไฟราคาสูงขึ้น ~1 บาทต่อหน่วย หากเปลี่ยนเป็นระบบ FIT จะทำให้กำไรปี 2016-2018 เพิ่ม 7-13% และ (3) หากได้คำตอบรับซื้อไฟจาก EGAT สำหรับโครงการปัตตานีกรีน เฟส 2 (21 MW) คาดมูลค่าเพิ่มประมาณ 4 บาท ปัจจัยเสี่ยง: การเริ่ม COD โรงไฟฟ้าล่าช้ากว่าคาด

## ประเด็นการลงทุน

### ค่าตัวกำไร 2Q16 ทำ New High และเร่งตัวต่อเนื่องทั้งปี

หลังจาก 1Q16 TPCH มีกำไร 31 ล้านบาท อ่อนลง 9.2% จากไตรมาสก่อน เนื่องจากมีการซ่อมบำรุงโรงไฟฟ้า ช้างแรก ไบโอบาวเวอร์ (CRB: 9.2 MW, TPCH ถือหุ้น 73%) เป็นเวลา 8 วัน และผลกระทบจากค่า Ft ที่ลดลง แต่กำไรเพิ่มอย่างมากจาก 1Q15 ที่กำไรเพียง 1 ล้านบาท จากรายได้รวมเพิ่ม 124.9% Y-Y จากการเริ่มผลิตเชิงพาณิชย์ (COD) ของโรงไฟฟ้าแมงคั้ง เอ็นเนอจี (MWE: 8 MW, TPCH ถือหุ้น 85%) ตั้งแต่เดือนต.ค.ปีก่อน เราคาดว่ากำไรของ TPCH ใน 2Q16 จะเพิ่มขึ้นทั้ง Q-Q, Y-Y เป็นระดับสูงสุดใหม่ เนื่องจากไม่มีการหยุดซ่อมบำรุงของโรงไฟฟ้า และมีการเริ่ม COD ของโรงไฟฟ้ามหาชัย กรีน พาวเวอร์ (MGP: 8 MW, TPCH ถือหุ้น 46%) ตั้งแต่ต้นไตรมาส (8 เม.ย.)

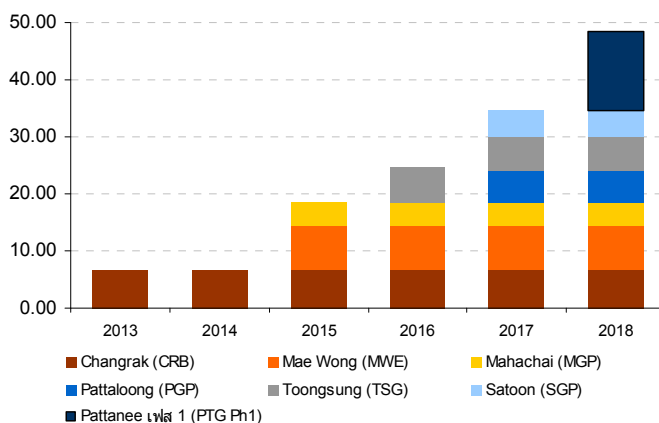
### ค่าตัวกำไรทั้งปี 2016 โตก้าวกระโดด 234.4% Y-Y และอยู่ในช่วงขาขึ้นโตสูงเฉลี่ย 130.7% ใน 3 ปีข้างหน้า (2016-2018) จากโรงไฟฟ้าใหม่และ Margin เพิ่ม

ใน 2H16 คาดว่ากำไรจะเพิ่มมากกว่า 1H16 จากโรงไฟฟ้า MGP และการเริ่ม COD ของโรงไฟฟ้าทุ่งสังกรีน (TSG: 9.2 MW, TPCH ถือหุ้น 65%) ตั้งแต่ 3Q16 รวมทั้งปี 2016 คาดกำไรที่ 156 ล้านบาท โตก้าวกระโดด 234.4% Y-Y จาก (1) คาดรายได้จากการขายไฟ (จากโรงไฟฟ้า 4 โครงการ เทียบกับปีก่อนที่มีการขายไฟจาก 2 โครงการ (คือ CRB เต็มปี และ MWE 81 วัน) เพิ่ม 110.5% Y-Y และ (2) คาดอัตราการทำกำไรเพิ่มขึ้น โดยคาด Gross margin เฉลี่ยเพิ่มเป็น 45.8% จากปีก่อนที่ 40.5% และ Net margin เพิ่มเป็น 24.3% จากปีก่อนที่ 15.3% จากราคาขายไฟของโรงไฟฟ้าใหม่ทั้ง 3 โครงการ คือ MWE, MGP, TSG ภายใต้สัญญาขายไฟในระบบ Feed in Tariff (FIT: ราคาขายไฟฟ้าคงที่ 4.54 บาทต่อหน่วย ใน 20 ปี) สูงกว่าของโรงไฟฟ้าแรก คือ CRB ซึ่งอยู่ภายใต้สัญญาขายไฟในระบบ Adder (ให้ส่วนเพิ่มราคาซื้อไฟฟ้า 0.30 บาทต่อหน่วย จากราคาค่าไฟฐาน เป็นเวลา 7 ปี) ประมาณ 32% รวมทั้งค่าบริหารโรงไฟฟ้า (Outsource) ของโรงไฟฟ้า MWE ที่ต่ำกว่าของโรงไฟฟ้าเดิมคือ CRB (38% vs 44.75% ของรายได้ขายไฟฟ้า)

ปี 2017 และ 2018 คาดว่ากำไรจะเพิ่มต่อเนื่องเป็น 314 ล้านบาท (+90.9% Y-Y) และ 576 ล้านบาท (+83.1% Y-Y) ตามลำดับ จากการเริ่ม COD ของโรงไฟฟ้าพัทลุง กรีน พาวเวอร์ (PGP: 9.2 MW, TPCH ถือหุ้น 60%) และโรงไฟฟ้าสตูล กรีน พาวเวอร์ (SGP: 9.2 MW, TPCH ถือหุ้น 51%) ใน 1H17 และการเริ่ม COD โรงไฟฟ้าปัตตานีกรีน เฟส 1 (PTG Ph.1 : 21 MW, TPCH ถือหุ้น 65%) และให้ adder 1.30 บาท/หน่วย 7 ปี (เนื่องจาก PPA ตั้งอยู่ใน 3 จังหวัดชายแดนภาคใต้จึงได้เพิ่มพิเศษอีก 1 บาท/หน่วย) ใน 1Q18 (บริษัทคาด 2H17) โดยเราคาดว่ารายได้จากการขายไฟในปี 2017 จะเพิ่มอีก 82.1% และปี 2018 เพิ่มอีก 84.0% อัตรากำไรเพิ่มขึ้นอีก โดยคาด Gross margin เพิ่มเป็น 48.5% และ 51.0% ในปี 2017 และ 2018 ตามลำดับ

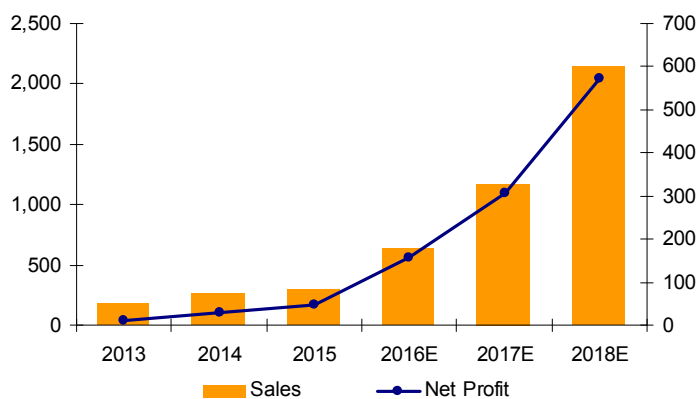
กำไรที่เพิ่มในอัตราสูงในช่วง 3 ปี (2016-2018) ดังกล่าว จะทำให้ ROE อยู่ในทิศทางเพิ่มขึ้นด้วย จากปี 2015 ที่เพียง 2.6% เป็น 8.1% ในปี 2016, 14.3% ในปี 2017 และ 22.5% ในปี 2018

กำลังผลิตไฟฟ้าตามสัดส่วนถือหุ้น VS กำไรปกติ ปี 2014-2018E



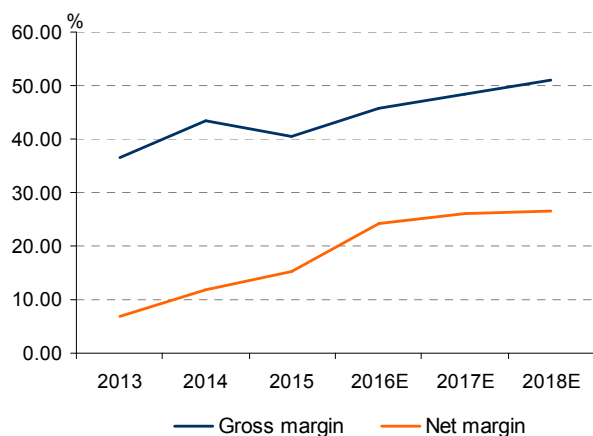
Source: Company Data, FSS estimates

รายได้และกำไรปี 2013- 2018E

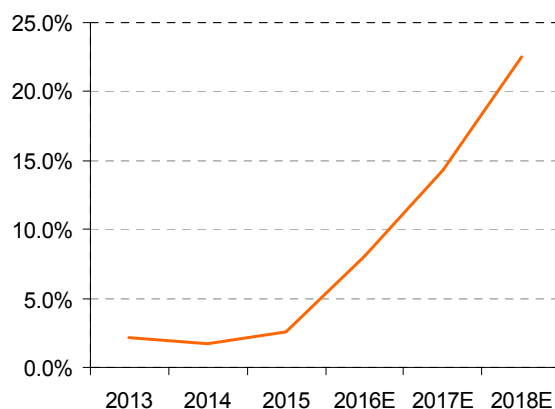


Source: Company Data, FSS estimates

Gross Margin, Net Margin: 2013-2018E



ROE: 2013-2018E



Source: Company Data, FSS estimates

## Upside...โอกาสได้สัญญาขายไฟฟ้ากับรัฐเพิ่ม

### 1. โครงการประมูลโรงไฟฟ้าชีวมวลในภาคใต้ ไม่เกิน 36 MW เดือนมิ.ย.-ส.ค.นี้

คณะกรรมการกำกับกิจการพลังงาน (กกพ.) ได้ประกาศกำหนดการรับซื้อไฟฟ้าโครงการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนประเภทชีวมวล ผู้ผลิตไฟฟ้าขนาดเล็กมาก (VSPP) ในแบบ FIT ระยะที่ 1 สำหรับพื้นที่ใน 3 จังหวัดชายแดนภาคใต้ และ 4 อำเภอในจังหวัดสงขลา จำนวนไม่เกิน 36 MW โดย ด้วยวิธีแข่งขันด้านราคา (FIT Bidding) โดยจะเปิดให้ยื่นข้อเสนอขายไฟในช่วงวันที่ 15-30 มิ.ย. และเปิดซองข้อเสนอราคาในวันที่ 8 ส.ค. และประกาศรายชื่อผู้ได้รับคัดเลือกในวันที่ 11 ส.ค.นี้

TPCH แสดงความสนใจเข้าร่วมประมูลในโครงการนี้ด้วย แม้มีแนวโน้มการแข่งขันค่อนข้างสูง จากการแสดงความสนใจเข้าร่วมประมูลของผู้ประกอบการอื่น 3-4 ราย เช่น ECF, FPI, GUNKUL, PSTC แต่เราเชื่อว่า TPCH มีข้อได้เปรียบจากประสบการณ์และความคุ้นเคยในพื้นที่ภาคใต้ โดยมีผู้ถือหุ้นใหญ่ คือ TPOLY (ถือหุ้น 41.26%) ซึ่งมีความเชี่ยวชาญในการก่อสร้างต่างๆ รวมทั้งโรงไฟฟ้า และมีความสัมพันธ์ที่ดีกับผู้บริหารโรงไฟฟ้าที่มีประสบการณ์ รวมถึงผู้จำหน่ายวัตถุดิบเชื้อเพลิงรายใหญ่ ซึ่งส่วนใหญ่ถือหุ้นในโรงไฟฟ้าต่างๆ ที่ TPCH ลงทุน ทั้งนี้ ประเมินเบื้องต้น หากบริษัทชนะประมูลและได้เพิ่มกำลังผลิต 10 MW คาดเพิ่มมูลค่าต่อหุ้นประมาณ 1.50 บาท เรายังไม่รวมมูลค่าเพิ่มดังกล่าวในราคาเป้าหมาย

#### กำหนดการประมูลโรงไฟฟ้าชีวมวลในภาคใต้ 36 MW

เหตุการณ์	ระยะเวลา
ยื่นข้อเสนอขายไฟ	15-30 มิ.ย.2016
กกพ.ประกาศผู้ผ่านคุณสมบัติทางเทคนิค	22 ก.ค.2016.
เปิดซองข้อเสนอราคา	8 ส.ค.2016
ประกาศรายชื่อผู้ได้รับคัดเลือก	11 ส.ค.2016
กกพ.และผู้ได้รับคัดเลือกลงนามสัญญาขายไฟ	9 ธ.ค.2016

Source: nnpw.

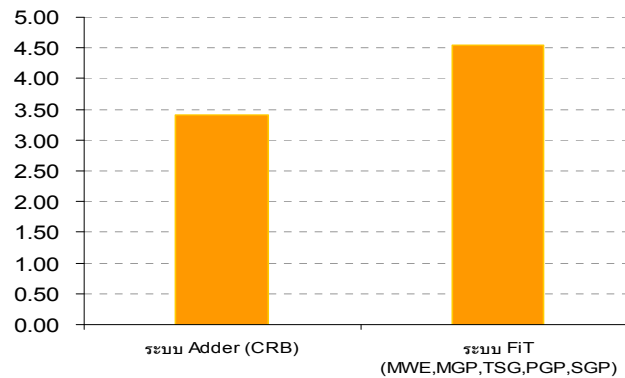
### 2. โครงการปัตตานีกรีน เฟส 2 (21 MW)

โครงการดังกล่าวตั้งอยู่ในพื้นที่เดียวกับโครงการปัตตานีกรีน เฟส 1 (21 MW) โดย TPCH ถือหุ้น 65% เช่นกันและทางบริษัทได้จัดทำรายงานผลกระทบสิ่งแวดล้อม (IEA) พร้อมกับโครงการเฟส 1 อย่างไรก็ตาม ยังอยู่ระหว่างการพิจารณาของกกพ.ในการรับซื้อไฟฟ้า เพื่ออนุรักษ์นิยม เราจึงยังไม่รวมในประมาณการและการประเมินราคาเป้าหมายของเรา แต่หากได้รับอนุมัติทำสัญญาขายไฟ คาดมูลค่าเพิ่มประมาณ 4 บาท

### 3. หากรัฐอนุมัติให้โรงไฟฟ้า CRB เปลี่ยนโครงสร้างการขายไฟจากระบบ Adder เป็น FIT

ภาครัฐได้มีร่างประกาศให้ผู้ประกอบการไฟฟ้ารายเล็กมาก (VSPP – กำลังผลิตน้อยกว่า 10 MW) สามารถเปลี่ยนโครงสร้างการขายไฟจากระบบ Adder เป็น FIT ได้ โดยหากมีผลจริง (คาดใน 2H16) จะเป็นผลดีต่อโรงไฟฟ้า CRB เนื่องจากมีโอกาสขายไฟได้ในราคาเพิ่มจากปัจจุบันประมาณ 1 บาทต่อหน่วย คาดจะทำให้ยอดขายไฟจากโครงการดังกล่าวเพิ่มขึ้นปีละ 70 ล้านบาท และกำไรเพิ่มปีละประมาณ 39 ล้านบาท คิดเป็น Upside 7-13% จากประมาณการกำไรปี 2016-2018 และราคาเป้าหมายเพิ่มประมาณ 0.60 บาทต่อหุ้น

ราคาขายไฟระบบ ADDER (ที่ 0.30 บาทต่อหน่วย) และระบบ FIT (บาท/หน่วย)



Source: Company Data, FSS estimates

แนะนำ “ซื้อ” ราคาเป้าหมายปี 2016 ที่ 19.50 บาท

เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2016 ของหุ้น TPCH ที่ 19.50 บาท โดยวิธี Sum-of-the-Parts โดยรวมมูลค่าจากโครงการโรงไฟฟ้าที่มีสัญญาขายไฟฟ้า (PPA) แล้วทั้งหมด 6 โครงการ (คือ CRB, MWE, MGP, TSE, PAP, และ SGP) และโรงไฟฟ้าที่การไฟฟ้าฯ ตอรับซื้อไฟฟ้า (Letter of Intent: LOI) คาดได้เซ็น PPA ในระยะถัดไป 1 โครงการ (คือ PTG เฟส 1) โดยมี Upside รวม 6.10 บาท จาก (1) โครงการประมูลโรงไฟฟ้าชีวมวลในภาคใต้ (1.50 บาท ที่ 10 MW), (2) หากโรงไฟฟ้า CRB ได้เปลี่ยนการขายไฟจากระบบ Adder เป็นระบบ FIT (0.60 บาท) และ (3) โครงการปัดตานีกรีน เฟส 2 (21 MW) หากกฟผ.ตอรับซื้อไฟฟ้าประมาณ 4 บาท แนะนำ “ซื้อ”

## รายละเอียดโครงการโรงไฟฟ้าชีวมวลที่ได้ PPA/LOI แล้ว และ Potential Projects

โครงการ	ที่ตั้ง	สัญญาซื้อขายไฟฟ้า (PPA)	#MW	% ถือหุ้ม	#MW ตามสัดส่วนลงทุนของ TPCH	ระบบค่าไฟฟ้า	COD	มูลค่า/หุ้ม (บาท)
CRB	จ.นครศรีธรรมราช	มี	9.20	73	6.7	Adder - 0.30 บาท/หน่วย	มี.ค.2013	2.20
MWE	จ.นครสวรรค์	มี	8.00	85	6.8	FiT - ที่ 4.54 บาท/หน่วย	ต.ค.2015	2.94
MGP	จ.สมุทรสาคร	มี	8.00	46	3.7	FiT - ที่ 4.54 บาท/หน่วย	เม.ย.2016	1.72
TSG	จ.นครศรีธรรมราช	มี	9.20	65	6.0	FiT - ที่ 4.54 บาท/หน่วย	3Q16	2.95
PGP	จ.พัทลุง	มี	9.20	60	5.5	FiT - ที่ 4.54 บาท/หน่วย	1Q17	2.84
SGP	จ.สตูล	มี	9.20	51	4.7	FiT - ที่ 4.54 บาท/หน่วย	2Q17	1.98
PTG เฟส 1	จ.ปัตตานี	ได้ LOI แล้ว คาดได้ PPA ปีนี้	21.00	65	13.7	Adder - 1.30 บาท/หน่วย	1Q18	4.90
รวม			<b>73.80</b>		<b>47.05</b>			<b>19.53</b>
<b>Potential Projects</b>								
โรงไฟฟ้าชีวมวล	3 จังหวัดชายแดนภาคใต้	หากชนะประมูลเซ็นสัญญา PPA 9 ธ.ค.2016	10-20	50-60	5.0-13.0	FiT		
PTG เฟส 2	จ.ปัตตานี	ยังไม่มี	21.00	65	13.7	Adder - 1.30 บาท/หน่วย		

Source: Company Data, FSS estimates

Income Statement (Consolidated)					
(Bt mn)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Revenue	258	305	642	1,169	2,150
Cost of sales	146	181	348	601	1,053
Gross profit	112	124	294	567	1,097
SG&A	42	47	65	75	86
Operating profit	69	76	229	493	1011
Other income	3	18	16	16	16
EBIT	73	94	245	509	1,028
EBITDA	96	110	311	613	1,144
Interest charge	28	27	83	136	162
Equity income	0	-2	43	55	57
Tax on income	-6	-4	0	0	0
Minority Interests	21	22	49	124	349
Norm profit	30	47	156	305	573
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Net profit	30	47	156	305	573

Cash Flow Statement (Consolidated)					
(Bt mn)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Net profit	30	47	156	305	573
Depreciation etc.	27	34	82	120	132
Change in working capital	-52	-154	111	59	3
Other adjustments	0	2	0	-55	-57
Cashflow from operation	6	-71	364	429	651
Capital expenditures	-565	-625	-1,500	-1,500	-500
Others	-68	-80	-58	-50	-74
Cash flow from investing	-632	705	-1,558	-1,550	-574
Free cash flow	-627	-775	-1,651	-1,121	77
Net borrowings	460	15	1,212	738	76
Equity capital raised	1,118	4	0	0	0
Dividend paid	-2	-2	0	-104	-160
Others	144	140	49	124	349
Cash flow from financing	1,720	158	1,261	757	265
Net Change in cash	1,093	-617	-182	-364	342

Balance Sheet (Consolidated)					
(Bt mn)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Cash	1,372	754	654	291	632
Accounts receivable	94	97	123	192	353
Inventory	0	0	0	0	0
Other current asset	142	414	481	584	753
Total current assets	1,608	1,266	1,259	1,067	1,738
Investment	66	123	165	221	278
PPE	1,256	1,847	3,264	4,644	5,012
Other assets	36	59	74	68	85
Total Assets	2,966	3,294	4,762	6,000	7,113
Short-term loans	99	0	0	0	0
Account payable	65	43	67	99	173
Total current liab.	239	261	355	586	919
Long-term debt	774	861	2,001	2,689	2,659
Other LT liabilities	5	35	64	58	108
Total non-cl	779	896	2,065	2,748	2,766
Total liabilities	1,019	1,157	2,420	3,334	3,685
Registered capital	401	401	880	1,283	1,375
Paid-up capital	400	401	401	401	401
Share Premium	1,252	1,254	1,254	1,254	1,254
Legal reserve	0	4	4	4	4
Retained earnings	70	112	268	469	881
Minority Interest	226	366	415	538	888
Shareholders' equity	1,948	2,137	2,342	2,667	3,428

Important Ratios (Consolidated)					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>Growth (%)</b>					
Sales	43.3	18.1	110.5	82.1	84.0
EBITDA	75.2	14.5	181.9	96.9	86.7
Net profit	145.8	53.3	234.4	95.7	87.6
Norm profit	145.8	53.3	234.4	95.7	87.6
<b>Profitability Ratios (%)</b>					
Gross profit margin	43.3	40.5	45.8	48.5	51.0
EBITDA margin	37.3	36.2	48.5	52.4	53.2
EBIT margin	28.2	30.8	38.2	43.6	47.8
Norm profit margin	11.8	15.3	24.3	26.1	26.6
Net profit margin	11.8	15.3	24.3	26.1	26.6
Normalized ROA	1.0	1.4	3.3	5.1	8.0
Normalized ROE	1.8	2.6	8.1	14.3	22.5
Normalized ROCE	2.7	3.1	5.6	9.4	16.6
<b>Risk (x)</b>					
D/E	0.6	0.7	1.3	1.6	1.5
Net D/E	-0.2	0.2	0.9	1.4	1.2
Net debt/EBITDA	-3.7	3.6	5.7	5.0	2.7
<b>Per share data (Bt)</b>					
Reported EPS	0.08	0.12	0.39	0.76	1.43
Norm EPS	0.08	0.12	0.39	0.76	1.43
EBITDA	0.24	0.28	0.78	1.53	2.85
Book value	4.31	4.42	4.80	5.31	6.33
Dividend	0.00	0.00	0.00	0.26	0.40
Par (Bt)	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
<b>Valuations (x)</b>					
P/E	198.7	130.0	38.9	19.9	10.6
Norm P/E	198.7	130.0	38.9	19.9	10.6
P/BV	3.5	3.4	3.1	2.8	2.4
EV/EBITDA	59.0	58.5	25.1	14.9	8.0
Dividend Yield	-	-	-	1.7	2.6

Source: Company data, FSS research

**บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)**

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

**คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน**

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

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

**DISCLAIMER:** รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือหรือควรเชื่อว่ามีคุณภาพ เชื่อถือได้ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดๆ ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ โดยบริษัทฯ อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าวนี้ ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน



**Thai Institute of Directors Association (IOD) - Corporate Governance Report Rating 2015**

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 โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

**การเปิดเผยข้อมูล Anti-corruption Progress Indicator**

ระดับ 5	Extended	ขยายผลผู้ที่เกี่ยวข้อง	มีการขยายผลการดำเนินนโยบายต่อต้านการทุจริตสู่ผู้ที่เกี่ยวข้องในห่วงโซ่อุปทาน และการเปิดเผยข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับกรณีทุจริตที่เกิดขึ้น
ระดับ 4	Certified	ได้รับการรับรอง	มีการสอบทานจากคณะกรรมการตรวจสอบหรือผู้สอบบัญชีที่สำนักงาน ก.ล.ด. ให้ความเห็นชอบ และได้รับการรับรองหรือผ่านการตรวจสอบเพื่อความเชื่อมั่นอย่างเป็นทางการจากหน่วยงานภายนอก (เช่น CAC)
ระดับ 3	Established	มีมาตรการป้องกัน	มีมาตรการป้องกัน การประเมินความเสี่ยง การสื่อสารและฝึกอบรมแก่พนักงาน รวมทั้งการดูแลให้มีการดำเนินการและการทบทวนความเหมาะสมของมาตรการอย่างสม่ำเสมอ
		- ระดับ 3A	บริษัทมีการประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วมโครงการ CAC หรือภาคี
		- ระดับ 3B	บริษัทมีค่านิยมและนโยบายของบริษัท แต่มิได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วมโครงการ CAC หรือภาคี
ระดับ 2	Declared	ประกาศเจตนารมณ์	มีการประกาศเจตนารมณ์เข้าเป็นแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านการทุจริต (CAC) หรือโครงการต่อต้านทุจริตที่กำหนดให้องค์กรต้องมีกระบวนการในตนเองเดียวกัน
ระดับ 1	Committed	มีนโยบาย	มีค่านิยมหรือมติคณะกรรมการในเรื่องการดำเนินธุรกิจที่จะไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตและการดูแลให้บริษัทปฏิบัติตามให้เป็นไปตามกฎหมายที่เกี่ยวข้อง

ข้อมูล Anti-corruption Progress Indicator จาก สถาบันไทยพัฒนา (ข้อมูล ณ วันที่ 6 พฤศจิกายน 2558)