

23 มิถุนายน 2559

พลังงานและสาธารณูปโภค

PTTEP

บมจ. ปตท. สำรวจและผลิตปิโตรเลียม

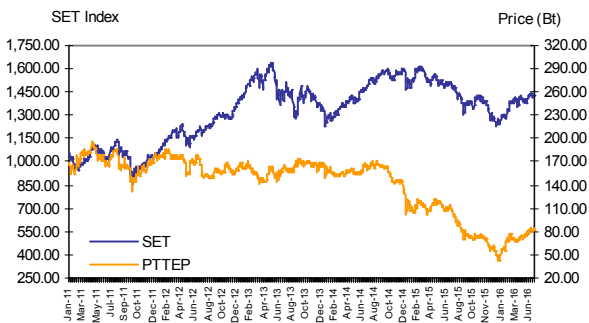
Current SELL	Previous	Close	2016 TP	Exp Return	Anti-corrupt	CGR 2015
	-	83.50	80.00	- 4.2%	4	5

Consolidated earnings				
BT (mn)	2014	2015	2016E	2017E
Normalized earnings	45,941	14,330	13,091	24,880
Net profit	21,490	-31,590	13,091	24,880
Normalized EPS (Bt)	11.57	3.61	3.30	6.27
% growth Y-Y	-18.9	-68.8	-8.6	90.1
EPS (Bt)	5.41	-7.96	3.30	6.27
% growth Y-Y	-61.8	nm	nm	90.1
EPS (Bt) - full dilution	5.41	-7.96	3.30	6.27
% growth Y-Y	-61.8	nm	nm	90.1
Dividend (Bt)	4.50	3.00	2.97	4.70
BV/share (Bt)	104.19	102.98	100.44	102.67
EV/EBITDA (x)	2.0	2.4	3.0	2.6
Normalized PER (x)	7.2	23.1	25.3	13.3
PER (x)	15.4	-10.5	25.3	13.3
PBV (x)	0.8	0.8	0.8	0.8
Dividend yield (%)	5.4	3.6	3.6	5.6
YE No. of shares (million)	3,970	3,970	3,970	3,970
No. of shares - full dilution	3,970	3,970	3,970	3,970
Par (Bt)	1.00	1.00	1.00	1.00

Source: Company data, FSS estimates

Share data	
Close (22/06/2016)	83.50
SET Index	1,424.68
Foreign limit/actual (%)	40.00/16.91
Paid up shares (million)	3,969.99
Free float (%)	34.68
Market cap (Bt m)	331,493.78
Avg daily T/O (Bt m) (2016 YTD)	1,644.24
hi, lo, avg (Bt) (2016 YTD)	85.00, 41.25, 68.81

Source: Setsmarts



Source: SET

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

แนวโน้มสดใสขึ้น แต่ไม่กลับไปจุดเดิม

เรากลับมาทบทวนสมมติฐานและเริ่มต้นบทวิเคราะห์หุ้น PTTEP อีกครั้ง โดยเราคาดว่าแนวโน้มการฟื้นตัวของราคาน้ำมัน การลดต้นทุนต่อหน่วยลง และความเสี่ยงจากด้อยค่าสินทรัพย์ค่อนข้างจำกัด จะทำให้ผลประกอบการปี 2016 สามารถพลิกกลับมามีกำไรที่ 1.31 หมื่นล้านบาท ส่วนปี 2017 คาดผลประกอบการจะเติบโตได้ดีที่ 2.49 หมื่นล้านบาท (+90% Y-Y) จากราคาขายเฉลี่ยที่ขยับขึ้น ขณะที่ต้นทุนยังคงอยู่ระดับต่ำ เราประเมินราคาเหมาะสมปี 2016 ด้วยวิธี Relative Valuation อ้างอิง PBV ที่ 0.80 เท่า ได้ราคาเหมาะสมที่ 80 บาทต่อหุ้น ปัจจุบันหุ้นไม่มี Upside เหลือแล้ว เราจึงแนะนำ "ขาย"

ราคาน้ำมันทยอยฟื้นตัว

ช่วงก่อนราคาน้ำมันที่ปรับตัวขึ้นมาแรงเหนือ US\$50/บาร์เรลได้ จากปัญหา Supply Disruption ทั้งนี้ เรามองว่าเป็นเพียงปัจจัยระยะสั้น ส่วนช่วงที่เหลือของปีเราเชื่อว่าราคาน้ำมันจะทยอยปรับตัวขึ้นแต่ไม่รุนแรง และยังคงอยู่ในภาวะอุปทานล้นตลาดไปจนถึงช่วงปี 2017 สมมติฐานราคาน้ำมันดิบดูปี 2016 ของเราเฉลี่ยที่ US\$43/บาร์เรล และ ปี 2017 ที่ US\$55/บาร์เรล

แนวโน้มผลประกอบการดีขึ้น

เราคาดว่าผลประกอบการปี 2016 จะพลิกกลับมามีกำไรได้หลังขาดทุนสุทธิในปี 2015 เนื่องจากปีก่อนมีด้อยค่าสินทรัพย์ราว 5.0 หมื่นล้านบาท ซึ่งไม่น่าเกิดขึ้นอีก ทั้งนี้ คาดผลประกอบการปี 2016 จะพลิกกลับมาได้เพียงเล็กน้อยที่ 1.31 หมื่นล้านบาท เนื่องจากสามารถลดต้นทุนผลิตต่อหน่วยลงได้ แต่ราคาขายเฉลี่ยยังคงลดลงมาที่ US\$36.5/BOE (-19% Y-Y) ตามการปรับตัวลดลงของราคาน้ำมันช่วงต้นปี และ ราคาก๊าซที่ยังมีแนวโน้มลดลงในช่วงที่เหลือของปี ส่วนปีหน้าคาดผลประกอบการฟื้นตัวได้ดีจากราคาขายเฉลี่ยที่ขยับขึ้นตามราคาน้ำมันและก๊าซ ขณะที่ต้นทุนต่อหน่วยน่าจะยังอยู่ในระดับต่ำ คาดกำไรสุทธิปี 2017 ที่ 2.49 หมื่นล้านบาท (+90% Y-Y)

ติดตามการเข้าซื้อแหล่งผลิตก๊าซ และ เปิดประมูลสัมปทานปิโตรเลียม

จากข่าวการประกาศขายแหล่งผลิตก๊าซในประเทศและต่างประเทศของ Chevron และ Shell โดยมีความเป็นไปได้ที่ PTTEP จะเข้าไปลงทุน หากราคามีความเหมาะสม นอกจากนี้ ยังมีประเด็นเปิดประมูลสัมปทานปิโตรเลียมรอบที่ 21 ซึ่งจะช่วยให้ PTTEP มีโอกาสสำรวจแหล่งก๊าซเพิ่ม อย่างไรก็ตาม เรายังไม่ได้รับแจ้งดังกล่าวไว้ในประมาณการของเรา

ประเมินราคาเป้าหมายปีนี้ที่ 80 บาท หุ้นเต็มมูลค่าแล้ว แนะนำ "ขาย"

เราประเมินราคาหุ้นด้วยวิธี Relative Valuation อ้างอิง PBV ที่ 0.8 เท่า เนื่องจากแม้ PTTEP จะประสบความสำเร็จในการลดต้นทุนต่อหน่วยลง แต่ไม่สามารถชดเชยได้กับราคาขายเฉลี่ยที่ลดลงตามราคาน้ำมันได้ ถ้าไรสุทธิจึงจะไม่สามารถกลับไปเท่ากับช่วงปี 2010-2013 ที่อยู่ระดับ 4 - 6 หมื่นล้านบาทที่ราคาน้ำมันดิบอยู่ที่ระดับ US\$80-100/บาร์เรล และมี ROE 16-29% ขณะที่ในช่วงปี 2016-2020 เราประเมินราคาน้ำมันดิบ US\$43-70/บาร์เรล ทำให้มี ROE ที่ 3-9% ต่ำกว่า Cost of Equity ที่ 11% เราจึงประเมิน PBV ที่ 0.80 เท่า ทำให้ได้ราคาเป้าหมายปี 2016 ที่ 80.0 บาท คิดเป็น Implied PE ปีนี้ที่ 24.4 เท่า และแม้ PE ปีหน้าจะลดลงเป็น 12.8 เท่า แต่ Book value ปีหน้าเพิ่มเพียง 2-3 บาทซึ่งไม่มีผลต่อมูลค่าหุ้นปีหน้ามากนัก ราคาหุ้นปัจจุบันเต็มมูลค่าแล้ว เราจึงแนะนำ "ขาย"

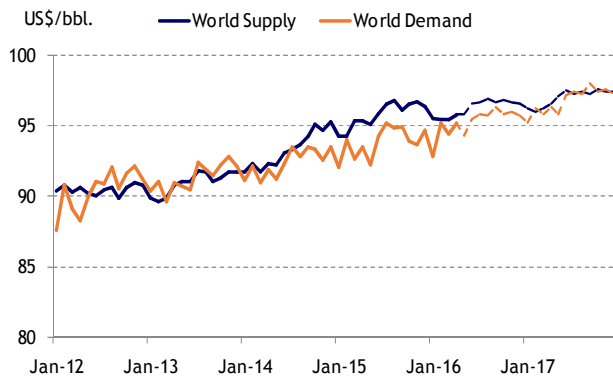
ความเสี่ยง - ราคาน้ำมันผันผวน, ดิลการเข้าซื้อแหล่งผลิต, อัตราแลกเปลี่ยนผันผวน, การเปิดประมูลสัมปทานปิโตรเลียม

ประเด็นการลงทุน

แนวโน้มราคาน้ำมันทยอยฟื้นตัว

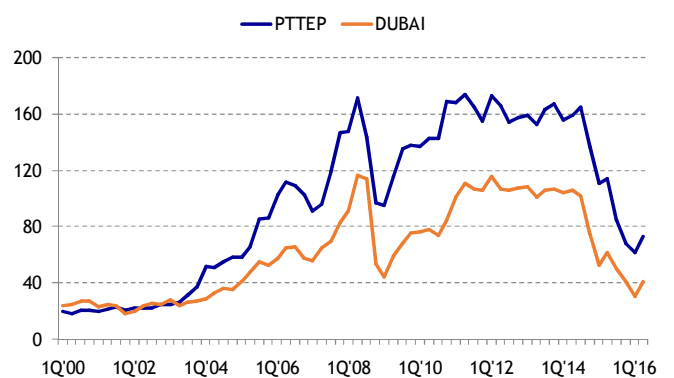
เรามองว่าราคาน้ำมันช่วงก่อนเป็นปัจจัยหนุนราคาหุ้น โดยราคาน้ำมันปรับตัวขึ้นมารวดเร็วและทะลุ US\$50/บาร์เรล สาเหตุจากปัญหา Supply Disruption 3-4 ล้านบาร์เรล/วัน ทั้งนี้ เรามองว่าเป็นเพียงปัจจัยระยะสั้นสำหรับช่วงที่เหลือของปี เราเชื่อว่าตลาดน้ำมันยังคงอยู่ในภาวะอุปทานล้นตลาดจนถึงปี 2017 แต่สถานการณ์จะค่อยๆ ดีขึ้น ทำให้ราคาน้ำมันน่าจะทยอยปรับขึ้นแบบไม่รุนแรง โดยมีปัจจัยบวกจากค่าเงินดอลลาร์ที่อ่อนค่าตามแนวโน้มการลดลงของการขึ้นดอกเบี้ยของเฟด อุปทานจากฝั่งสหรัฐที่ยังลดลง อุปสงค์ที่แข็งแกร่งจากจีนและอินเดีย ส่วนปัจจัยลบยังเป็นเรื่องอุปทานจากกลุ่มโอเปก โดยหากราคาน้ำมันปรับตัวขึ้นแรงต่อเนื่องจะทำให้ผู้ผลิตจากฝั่งสหรัฐกลับเข้ามาผลิตใหม่ โดยเฉพาะหลุมน้ำมันที่ขุดเจาะไว้แล้ว (Drilled but Uncompleted Wells: DUCs) ทำให้เราคาดการณ์ราคาน้ำมันดิบดูไบเฉลี่ยปี 2016 ที่ US\$43/บาร์เรล และ ปี 2017 ที่ US\$55/บาร์เรล

Figure 1: World Oil Supply and Demand



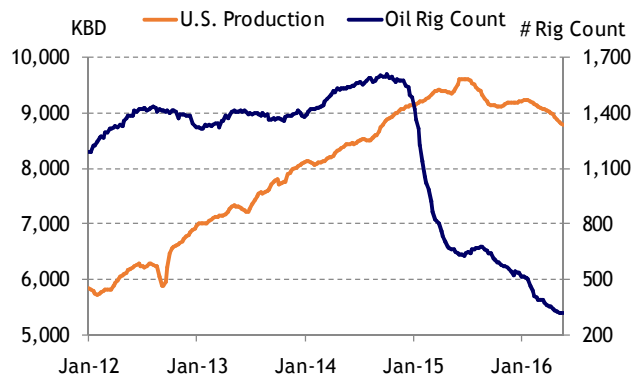
Source: EIA

Figure 2: Historical PTTEP and Dubai Price Movement



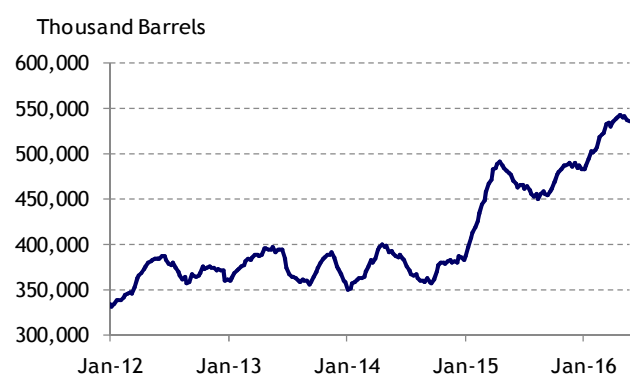
Source: Bloomberg, FSS Research

Figure 3: U.S. Oil Production vs Rig Count



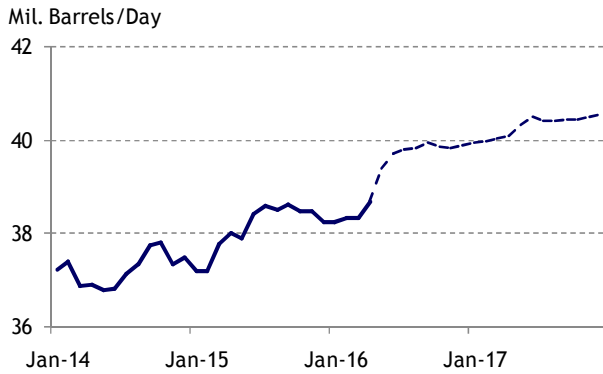
Source: Baker Hughes

Figure 4: U.S. Crude Inventory



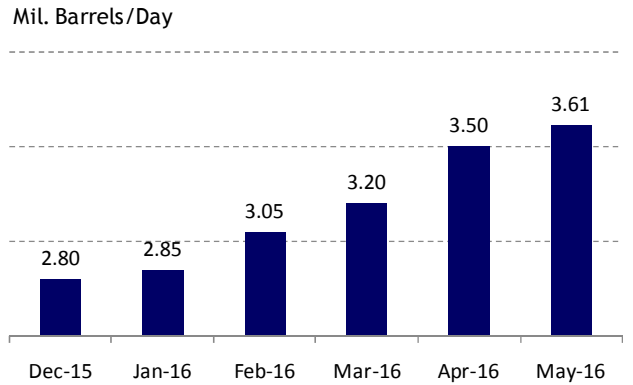
Source: EIA

Figure 5: OPEC Production



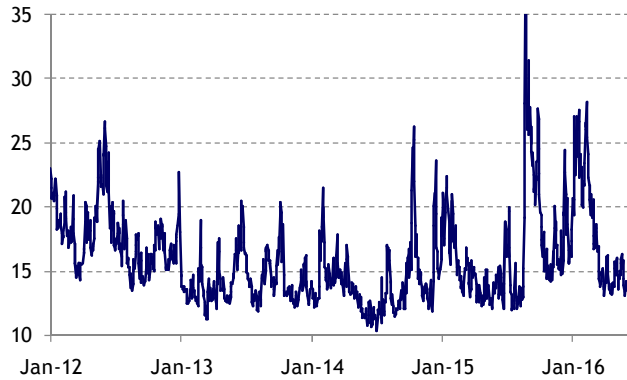
Source: EIA

Figure 6: Iran Production



Source: EIA

Figure 7: VIX Index



Source: Bisnews

Figure 8: Dollar Index

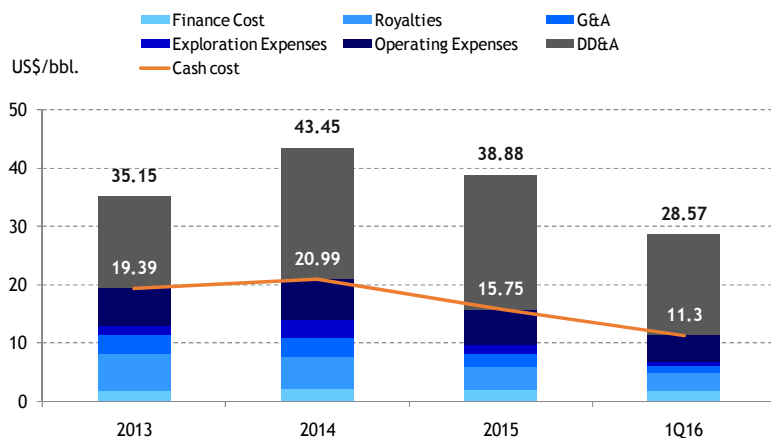


Source: Bisnews

ประสบความสำเร็จในการลดต้นทุน

ตั้งแต่ปี 2014 PTTEP ได้มีการปรับตัวเพื่อให้สอดคล้องกับภาวะตลาด โดยการลด-เลื่อนการลงทุนในโครงการที่ต้นทุนสูง ลดต้นทุนเงินสดต่อหน่วย (Cash Cost) และ ให้ความสำคัญกับสินทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนสูง ทำให้ปี 2015 PTTEP มีต้นทุนต่อหน่วย (Unit Cost) ที่ US\$38.9/BOE ลดลงจากปี 2014 ที่ US\$43.5/BOE (-11% Y-Y) และปี 2016 จะลดลงอีกราว 10% โดยเราคาดต้นทุนต่อหน่วยปี 2016 ที่ US\$33.5/BOE (-14% Y-Y)

Figure 9: PTTEP's Unit Cost Structure



Source: Company data, FSS Research

ฐานะการเงินแข็งแกร่ง

นอกจากนี้ ฐานะการเงินของ PTTEP ยังอยู่ในระดับดีมาก ณ 1Q16 มีเงินสดในมือกว่า 3 พันล้านเหรียญสหรัฐ โดยมีโครงการซื้อหุ้นกู้ตปท. 500 ล้านดอลลาร์สหรัฐ คืนเพื่อลดภาระดอกเบี้ยจ่าย ซึ่งหากซื้อคืนครบจำนวนจะทำให้ Interest Debt to Equity ลดลงจาก 0.27 เท่า เป็น 0.23 เท่า

ช่วงเวลาเลวร้ายผ่านไปแล้ว

เรามองว่าปัจจัยกดดันผลประโยชน์และราคาหุ้นที่เกิดขึ้นตั้งแต่ช่วงกลางปี 2014 เป็นการด้อยค่าสินทรัพย์ และการปรับตัวลดลงรุนแรงของราคาน้ำมัน ซึ่งความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้นอีกมีน้อยมาก สำหรับปี 2016 ราคาขายเฉลี่ยยังถูกกดดันจากราคาน้ำมันที่ตัวลดลงช่วงต้นปี และราคาก๊าซที่จะปรับตัวลงตามหลังราคาน้ำมัน ทำให้เรคาดราคาขายเฉลี่ยที่ US\$36.5/BOE (ราคาน้ำมันดิบดูไบเฉลี่ยที่ US\$43/บาร์เรล และ ราคาก๊าซเฉลี่ยที่ US\$5.6/MMBTU) ลดลง 19% Y-Y ขณะที่ต้นทุนผลิตต่อหน่วยจะลดลงมาที่ US\$33.5/BOE (-14% Y-Y) ทำให้ปี 2016 น่าจะพลิกมีกำไรสุทธิเล็กน้อยที่ 1.31 หมื่นล้านบาท ขณะที่กำไรปกติ -8.6% Y-Y ตามราคาขายเฉลี่ย ส่วนปี 2017 คาดว่าตลาดน้ำมันจะเข้าสู่สมดุลมากขึ้น ส่งผลให้ราคาน้ำมันน่าจะปรับตัวดีขึ้น (คาดราคาน้ำมันดิบดูไบเฉลี่ยที่ US\$55/บาร์เรล) ทำให้คาดราคาขายเฉลี่ยที่ US\$ 42.3/BOE (+16% Y-Y) ขณะที่ต้นทุนต่อหน่วยน่าจะทรงตัวอยู่ในระดับต่ำ ทำให้คาดกำไรสุทธิปี 2017 ที่ 2.49 หมื่นล้านบาท (+90% Y-Y)

ติดตามดีลการเข้าซื้อแหล่งก๊าซ และการเปิดประมูลสัมปทานปิโตรเลียมรอบ 21

จากข่าวที่ Chevron และ Shell ประกาศขายแหล่งก๊าซธรรมชาติบงกช ยานาดา และอาทิตย์ หากดีลการซื้อแหล่งก๊าซดังกล่าวมูลค่าเหมาะสม PTTEP ก็มีศักยภาพที่จะเข้าซื้อแหล่งผลิตดังกล่าว ซึ่งจะช่วยเพิ่มปริมาณการขายให้สูงขึ้นกว่าประมาณการของเรา นอกจากนี้ ล่าสุดกรมผ่านร่างพ.ร.บ.ปิโตรเลียม และ พ.ร.บ.ภาษีปิโตรเลียมแล้ว ซึ่งคาดว่าจะนำไปสู่การเปิดประมูลสัมปทานปิโตรเลียมรอบ 21 ได้ ทำให้ PTTEP มีโอกาสในการสำรวจแหล่งก๊าซเพิ่ม อย่างไรก็ตาม เรายังไม่รวมผลกระทบจากทั้ง 2 ประเด็นนี้ในประมาณการของเรา

Figure 10: PTTEP's Project Information

No.	Location	Operator	Phase	Project	PTTEP's
1	Thailand	PTTEP	Production	Bongkot	44%
2		PTTEP	Production	S1	100%
3		PTTEP	Production	PTTEP1	100%
4		PTTEP	Production	B6/27	60%
5		PTTEP	Production	Arthit	80%
6		PTTEP	Production	Sinphuhorm	55%
7		PTTEP	Production	L22/43	100%
8		PTTEP	Production	L53/43-L54/43	100%
9		EXXON	Production	E5	20%
10		CHEVRON	Production	Contract3	5%
11		CHEVRON	Production	Contract4	60%
12		CHEVRON	Production	G4/43	21%
13		CHEVRON	Production	B8/32-9A	25%
14		CHEVRON	Production	G4/48	5%
15	Thai.-Cam.	PTTEP	Exploration	G9/43	100%
16	Malay.-Thai.	CPOC (Joint oper.)	Production	MTJDA	50%
17	Myanmar	PTTEP	Exploration	M3	80%
18		PTTEP	Exploration	M11	100%
19		PTTEP	Production	Zawtika	80%
20		PTTEP	Exploration	PSC G&EP2	70%
21		PTTEP	Exploration	MD-7,8	100%
22		PTTEP	Exploration	MOGE3	75%
23		TOTAL	Production	YADANA	26%
24		PETRONAS	Production	YETAGUN	19%
25	Vietnam	HOAN VU (Joint oper.)	Production	VIETNAM9-2	25%
26		HOANG LONG (Joint oper.)	Production	VIETNAM16-1	29%
27		PETROVIETNAM	Exploration	B&48/95	9%
28		PETROVIETNAM	Exploration	VIETNAM52/97	7%
29	Indonesia	PREMIER OIL (Joint oper.)	Production	NATUNA SEA A	12%
30	Oman	PTTEP	Production	OMAN44	100%
31	ALGERIA	PTTEP	Exploration	HASSI BIR REKAIZ	25%
32		GBRS	Production	433A-416B	35%
33	Mozambique	ANADARKO	Exploration	ROVUMA AREA1	9%
34	Kenya	ANADARKO	Exploration	L11A, L11B, L12	10%
35	Australia	PTTEP	Production/Exploration	PTTEP AUSTRALASIA	20%-100%
36	Canada	PTTEP	Exploration	MARIANA OIL SAND	100%
37	Brazil	BG	Exploration	BARREIRINHAS AP1	25%
38		Protrobas	Exploration	BM-ES-23	20%

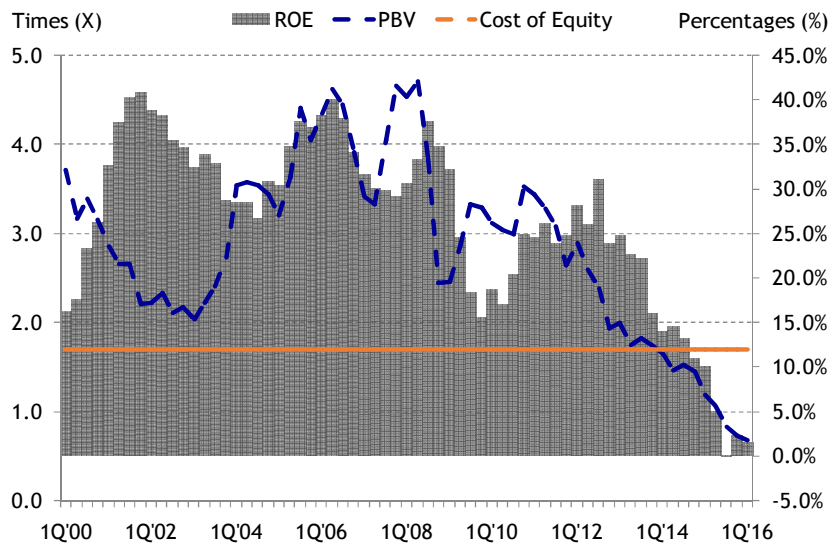
Source: Company data, FSS Research

การประเมินมูลค่าหุ้น

Price to Book Value of Equity

เราประเมินราคาหุ้นด้วยวิธี Relative Valuation อ้างอิงวิธี Price to Book Value โดยอ้างอิง PBV ที่ 0.80 เท่า เนื่องจากเรามองว่าราคาน้ำมันที่ตกต่ำ สาเหตุจากโครงสร้างตลาดน้ำมันได้เปลี่ยนแปลงจากเทคโนโลยีการผลิต ทำให้แม้ PTTEP จะลดต้นทุนต่อหน่วยลง แต่ไม่สามารถชดเชยได้กับราคาขายเฉลี่ยที่ลดลง ส่งผลให้กำไรสุทธิไม่สามารถกลับไประดับ 4-6 หมื่นล้านบาทเหมือนช่วงปี 2010-2013 ได้ซึ่งมี ROE ที่ 16-29% เราประเมิน ROE ปี 2016-2020 ที่ระดับ 3-9% เท่านั้น ซึ่งยังต่ำกว่า Cost of Equity ที่ 11% ดังนั้น เราจึงเชื่อว่าราคาหุ้นของ PTTEP ควรซื้อขายที่ PBV ระดับ 0.80 เท่า

Figure 11: ROE, PBV, and Cost of Equity



Source: Bloomberg, FSS Research

ราคาหุ้นไม่เหลือ Upside แล้ว แนะนำ “ขาย”

จากเหตุผลข้างต้นทำให้เราได้ราคาเป้าหมายปี 2016 ที่ 80.0 บาทต่อหุ้น (PBV 0.8 เท่า) คิดเป็น Implied PE ปี 2016 ที่ 24.4 เท่า แต่หากผลประกอบการปีหน้าฟื้นตัวตามสมมติฐานของเรา สัดส่วน Implied PE ปี 2017 จะลดลงเป็น 12.8 เท่า ทั้งนี้ ราคาหุ้นปัจจุบันไม่เหลือ Upside แล้ว เราจึงแนะนำ “ขาย”

Figure 12: Sensitivity Matrix

PTTEP's price		% Dubai Change				
		-20.0%	-10.0%	0.0%	10.0%	20.0%
Target Price	2016	22	50	80	106	132
Average Dubai	2016	33	38	43	48	53
	2017	42	49	55	61	68
	2018	46	53	60	67	74

Source: FSS Research

ความเสี่ยง

ราคาน้ำมันผันผวน ราคาน้ำมันมีความผันผวนโดยอาจมีปัจจัยใหม่เข้ามากระทบราคาน้ำมันได้ เช่น ภัยธรรมชาติ เทคโนโลยี ปัญหาคารเมือง

แหล่งก๊าซธรรมชาติทั้งหมดสัมปทาน แหล่งก๊าซบงกชซึ่งเป็นแหล่งทรัพยากรหลักของ PTTEP จะสิ้นสุดสัมปทานในปี 2023 โดยหลังจากนั้นจะต้องเข้าสู่กระบวนการประมูล ทำให้มีความเสี่ยงด้านการได้รับสัมปทาน ราคาประมูล และ ความต่อเนื่องของการผลิต

ความล่าช้าของการเปิดประมูลสัมปทานปิโตรเลียมรอบ 21 คปพ.ยังมีการเรียกร้องให้รัฐบาลชะลอส่งร่างพ.ร.บ.ปิโตรเลียม และ พ.ร.บ.ภาษีปิโตรเลียม จนกว่าจะได้ผลสรุปเรื่องการจัดตั้งบริษัทพลังงานแห่งชาติ ซึ่งอาจทำให้การเปิดประมูลสัมปทานปิโตรเลียมล่าช้าออกไป

อัตราแลกเปลี่ยน เนื่องจาก PTTEP ใช้สกุลเงินดอลลาร์เป็น Functional Currency

Income Statement (Consolidated)						Cash Flow Statement (Consolidated)					
(Bt mn)	2013	2014	2015	2016E	2017E	(Bt mn)	2013	2014	2015	2016E	2017E
Revenue	224,972	242,071	185,770	158,751	184,640	Net profit	55,996	20,771	-31,901	12,732	24,515
Cost of sales	106,269	141,580	137,821	124,366	127,044	Depre. & amortization	50,351	83,177	92,822	80,373	81,001
Gross profit	118,703	100,491	47,949	34,385	57,597	Change in working capital	2,616	-20,830	-6,197	4,054	-3,039
SG&A	10,329	12,050	9,553	9,306	9,805	Other operating CF	5,635	56,979	44,030	6,889	6,932
Operating profit	108,374	88,441	38,396	25,078	47,791	Cash flow from operations	114,598	140,097	98,754	104,048	109,410
Other income	1,008	746	1,084	1,148	1,168	Capital expenditure	109,941	136,390	60,317	74,989	99,499
EBIT	109,382	89,187	39,480	26,226	48,959	Other investing CF	-20,655	-38,885	12,712	-1,507	-1,533
EBITDA	159,923	173,083	132,613	106,958	130,325	Cash flow from investing	-89,286	-97,505	-73,029	-73,482	-97,966
Interest charge	6,175	8,430	8,592	8,037	8,100	Free cash flow	25,312	42,592	25,725	30,566	11,444
Tax on income	46,743	35,535	16,869	5,457	16,344	Net borrowings	8,380	7,382	-30,936	0	0
Earnings after tax	55,996	20,771	-31,901	12,732	24,515	Equity capital raised	0	0	0	0	0
Minority interest	0	0	0	0	0	Dividends paid	-23,848	-23,343	-9,923	-13,831	-15,221
Net profit	56,186	21,490	-31,590	13,091	24,880	Other CF from financing	-6,175	24,251	-15,962	-16,576	-8,100
Extraordinary items	-468	-24,451	-45,920	0	0	Cash flow from financing	-21,643	8,290	-56,821	-30,407	-23,321
Normalized earnings	56,654	45,941	14,330	13,091	24,880	Other adjustments	3269	1531	9640	-796	-796
Profit sharing	190	719	311	359	365	Net change in cash	6,938	52,413	-21,456	-637	-12,673

Balance Sheet (Consolidated)						Important Ratios (Consolidated)					
(Bt mn)	2013	2014	2015	2016E	2017E		2013	2014	2015	2016E	2017E
Cash and equivalent	77,143	129,556	108,100	107,463	94,789	Growth (%)					
ST investment	5	6	9,537	9,537	9,537	Revenue	5.9	7.6	-23.3	-14.5	16.3
Accounts receivable	33,783	25,782	20,212	17,272	20,089	EBITDA	6.3	8.2	-23.4	-19.3	21.8
Inventory	12,246	13,060	16,293	14,702	15,019	Net profit	-2.0	-61.8	nm	nm	90.1
Other current asset	10,768	15,006	15,500	15,500	15,500	Normalized earnings	-5.3	-18.9	-68.8	-8.6	90.1
Total current assets	133,945	183,410	169,642	164,474	154,934	Profitability (%)					
PPE	415,100	378,611	348,342	342,959	361,457	Gross profit margin	52.8	41.5	25.8	21.7	31.2
Other assets	158,460	205,052	190,880	190,880	190,880	EBITDA margin	71.1	71.5	71.4	67.4	70.6
Total Assets	707,505	767,073	708,864	698,313	707,271	EBIT margin	48.6	36.8	21.3	16.5	26.5
Short-term loans	0	0	0	0	0	Normalized profit margin	25.2	19.0	7.7	8.2	13.5
Account payable	5,123	4,631	4,879	4,403	4,497	Net profit margin	25.0	8.9	-17.0	8.2	13.5
Current maturities	11,699	24,696	0	0	0	Normalized ROA	8.0	6.0	2.0	1.9	3.5
Other current lia.	68,667	64,964	45,925	45,925	45,925	Normalized ROE	14.7	11.1	3.5	3.3	6.1
Total current lia.	85,489	94,291	50,804	50,328	50,422	Normalized ROCE	17.6	13.3	6.0	4.0	7.5
Long-term debt	120,310	114,695	108,455	108,455	108,455	Risk (x)					
Other LT liabilities	117,170	144,467	140,794	140,794	140,794	D/E	0.84	0.85	0.73	0.75	0.74
Total LT liabilities	237,480	259,162	249,249	249,249	249,249	Net D/E	0.64	0.54	0.45	0.46	0.48
Total liabilities	322,969	353,453	300,053	299,577	299,671	Net debt/EBITDA	1.54	1.29	1.38	1.71	1.50
Paid-up capital	3,970	3,970	3,970	3,970	3,970	Per share data (Bt)					
Share premium	105,418	105,418	105,418	105,418	105,418	Reported EPS	14.15	5.41	-7.96	3.30	6.27
Legal reserve	17,297	17,297	17,297	17,297	17,297	EPS - Full Dilution	14.15	5.41	-7.96	3.30	6.27
Unappropriated	249,784	247,056	204,747	203,211	212,074	Normalized EPS	14.27	11.57	3.61	3.30	6.27
Others	8,067	39,879	77,379	68,840	68,840	EBITDA	40.28	43.60	33.40	26.94	32.83
Minority Interest	0	0	0	0	0	Book value	96.86	104.19	102.98	100.44	102.67
Shareholders' equity	384,536	413,620	408,811	398,736	407,599	Dividend	6.00	4.50	3.00	2.97	4.70
						Par	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
						Valuations (x)					
						P/E	5.90	15.43	-10.49	25.32	13.32
						Norm P/E	5.85	7.22	23.13	25.32	13.32
						P/BV	0.86	0.80	0.81	0.83	0.81
						EV/EBITDA	2.42	1.97	2.43	3.02	2.58
						Dividend yield (%)	7.2	5.4	3.6	3.6	5.6

Source: Company data, FSS research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

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

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน

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

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

DISCLAIMER: รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูล เชื่อว่าหรือควรเชื่อว่ามีคุณภาพ เชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม 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	ขยายผลสู่ผู้ที่เกี่ยวข้อง	มีการขยายผลการดำเนินนโยบายต่อต้านการทุจริตสู่ผู้ที่เกี่ยวข้องในห่วงโซ่อุปทาน และการเปิดเผยข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับกรณีทุจริตที่เกิดขึ้น
ระดับ 4	Certified	ได้รับการรับรอง	มีการสอบทานจากคณะกรรมการตรวจสอบหรือผู้สอบบัญชีที่สำนักงาน ก.ล.ด. ให้ความเห็นชอบ และได้รับการรับรองหรือผ่านการตรวจสอบเพื่อความเชื่อมั่นอย่างเป็นทางการหน่วยงานภายนอก (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	มีค่านิยมหรือมติคณะกรรมการในเรื่องการดำเนินธุรกิจที่จะไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตและการดูแลให้บริษัทปฏิบัติให้เป็นไปตามกฎหมายที่เกี่ยวข้อง

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