

BMCL

บมจ. รถไฟฟ้ากรุงเทพ

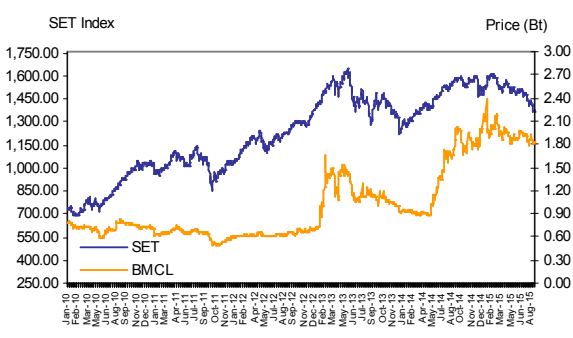
Current	Previous	Close	2015 TP	Exp Return	Support	Resistance	CGR 2014
BUY	--	1.81	2.40	+ 32.6%	1.80 - 1.70	1.84 - 1.90	▲▲▲▲

Consolidated earnings				
BT (mn)	2013	2014	2015E	2016E
Normalized earnings	2,528	2,718	2,938	4,255
Net profit	-767	-461	-592	-328
Normalized EPS (Bt)	-767	-461	-592	-328
EPS (Bt)	-0.04	-0.02	-0.03	-0.02
% growth Y-Y	nm	nm	nm	nm
Dividend (Bt)	0.00	0.00	0.00	0.00
BV/share (Bt)	0.43	0.40	0.38	0.36
EV/EBITDA (x)	27.8	37.0	49.5	30.1
Normalized PER (x)	nm	nm	nm	nm
PER (x)	nm	nm	nm	nm
PBV (x)	4.24	4.47	4.82	5.05
Dividend yield (%)	0.00	0.00	0.00	0.00
YE No. of shares (million)	20,500	20,500	20,500	20,500
No. of shares - full dilution	20,500	20,500	20,500	20,500
Par (Bt)	1.0	1.0	0.37	0.37

Source: Company data, FSS estimates

Share data	
Close (21/08/2015)	1.81
SET Index	1,428.79
Foreign limit/actual (%)	49.00/2.91
Paid-up shares (million)	20,500.00
Free float (%)	41.47
Market cap (Bt mn)	37,105.00
Avg daily T/O (Bt mn) (2015 YTD)	267.23
Hi, lo, avg (Bt) (2015 YTD)	2.38, 1.76, 2.03

Source: Setsmarts



Source: SET

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

ไปด้วยกันไปได้ไกลไปกับ BMCL

BMCL เป็นผู้เดินรถไฟฟ้าใต้ดินแห่งแรกและแห่งเดียวในประเทศไทย โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ให้บริการรถไฟฟ้าสายเฉลิมรัชมงคล (สายสีน้ำเงิน) ซึ่งธุรกิจนี้สามารถเติบโตไปได้ไกลในอนาคต เพราะโครงสร้างพื้นฐานของประเทศโดยเฉพาะระบบขนส่งมวลชนยังเหลือพื้นที่อีกมากให้ขยายตัว ราคาเหมาะสมของ **BMCL** ปี 2015 เท่ากับ 2.40 บาท โดยวิธี **SOTP** คาดว่าขาดทุนสุทธิจะเพิ่มขึ้นเป็น 592 ล้านบาท จาก 461 ล้านบาทในปี 2014 จากค่าใช้จ่ายของบริษัทจะเพิ่มขึ้น เพราะมีการเริ่มชำระค่าตอบแทนแบบรายปีให้กับ รฟม. อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าขาดทุนสุทธิปี 2016 จะดีขึ้นเป็น 328 ล้านบาท เพราะรถไฟฟ้าสายสีม่วง (คลองบางไผ่-เตาปูน) จะเริ่มให้บริการตั้งแต่ 3Q16 เป็นต้นไป โดย **BMCL** จะสามารถรับรู้รายได้เป็นค่ารับจ้างเดินรถและการควบคุมระบบ และจะส่งผลให้จำนวนผู้โดยสารของสายสีน้ำเงินปัจจุบันเติบโตอย่างก้าวกระโดด เราแนะนำ "ซื้อ" **BMCL** เพื่อนำไปแลกเปลี่ยนหุ้นในบริษัทใหม่ โดยเรามองว่าบริษัทจะได้ประโยชน์จากการควบรวม ในแง่ต้นทุนทางการเงินที่ลดลงและความสามารถในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ง่ายขึ้นภายหลังการควบรวม เพราะตัวธุรกิจเองต้องใช้เงินลงทุนอีกมากเพื่อขยายตัวในอนาคต

ประชุมผู้ถือหุ้น BMCL-BECL เรื่องการควบรวม 29 ก.ย. 2015 นี้

ประเด็นการควบรวมระหว่าง **BMCL** และ **BECL** ยังคงถูกเลื่อนออกไปจากกำหนดเดิมราวต้นเดือนสิงหาคม เพราะปัจจุบันบริษัทยังรอความเห็นชอบเรื่องการแก้ไขสัญญาสัมปทานโครงการระบบรถไฟฟ้าฟ้ามหานคร สายเฉลิมรัชมงคล (สายสีน้ำเงิน) และสายสีม่วงจากคณะกรรมการดูแลและจากรคม. ในขณะนี้ โดยบริษัทจะมีการจัดประชุมผู้ถือหุ้นขึ้นในวันที่ 29 ก.ย. 2015 เพื่อขออนุมัติขยายเวลาการควบรวมออกไปไม่เกินวันที่ 1 เม.ษ. 2016 และจะถูกขึ้นเครื่องหมาย **XM** ในวันที่ 24 ส.ค. 2015

รายงานขาดทุนสุทธิ 2Q15 มากขึ้น Y-Y แต่ลดลง Q-Q เป็น 128 ล้านบาท

รายงานขาดทุนสุทธิ 2Q15 มากขึ้น Y-Y แต่ลดลง Q-Q เป็นขาดทุน 128 ล้านบาท จากปัจจัยด้านค่าใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้น เพราะบริษัทได้เริ่มชำระค่าตอบแทนรายได้ค่าโดยสารแบบรายปีให้กับ รฟม. ตั้งแต่ 3Q14 ดังนั้น **BMCL** จึงมีรายจ่ายเพิ่มขึ้นจำนวน 90 ล้านบาทในไตรมาสนี้ แต่ขาดทุนสุทธิก็กลับลดลง Q-Q จาก 150 ล้านบาท เนื่องจากรายได้จากการพัฒนาเชิงพาณิชย์เพิ่มขึ้น 9%Q-Q และ 2%Y-Y บวกกับค่าใช้จ่ายในส่วนการบริหารที่ลดลง 34%Q-Q และ 19%Y-Y และต้นทุนทางการเงินยังลดลงกว่า 1% Q-Q และ 11%Y-Y

คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2015 ขาดทุนเพิ่มขึ้นเป็น 592 ลบ.แต่จะลดลงในปี 2016

คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2015 ของ **BMCL** ขาดทุนมากขึ้นเป็น 592 ล้านบาท จาก 461 ล้านบาทในปี 2014 เพราะเราคาดว่ารายได้จากธุรกิจรถไฟฟ้าจะสามารถเติบโตได้กว่า 9%Y-Y แต่ค่าใช้จ่ายของบริษัทจะเพิ่มขึ้นเพราะต้องชำระค่าตอบแทนแบบรายปีให้กับ รฟม. ส่งผลให้อัตรากำไรทำกำไรขั้นต้นหดตัวลง Y-Y เหลือ 15% ทั้งนี้ เราคาดว่าขาดทุนสุทธิจะดีขึ้นเป็น 328 ล้านบาทในปี 2016 เพราะรถไฟฟ้าสายสีม่วงจะเริ่มให้บริการตั้งแต่ 3Q16 เป็นต้นไป โดย **BMCL** จะสามารถรับรู้รายได้เป็นค่ารับจ้างเดินรถและการควบคุมระบบ และส่งผลให้จำนวนผู้โดยสารสายสีน้ำเงินปัจจุบันเติบโตอย่างก้าวกระโดด

ประเมินราคาเหมาะสมของ BMCL ที่ 2.40 บาท โดยวิธี SOTP

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ **BMCL** ที่ 2.40 บาท โดยวิธี **SOTP** บริษัทประกอบธุรกิจหลักในลักษณะสัญญาสัมปทาน จากรายได้ค่าโดยสารที่เติบโต 9%Y-Y ถึงสมมติฐานจำนวนผู้โดยสารเฉลี่ยต่อวันที่เพิ่มขึ้น 7%Y-Y เพราะรถไฟฟ้าขนส่งมวลชนได้รับการสนับสนุนจากภาครัฐที่ต้องการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน และแนะนำ "ซื้อ" เพื่อนำไปแลกเปลี่ยนหุ้นในบริษัทใหม่ โดยเรามองว่าบริษัทจะได้ประโยชน์จากการเงินที่ลดลงและสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ง่ายขึ้นภายหลังการควบรวม

ประเด็นการลงทุน

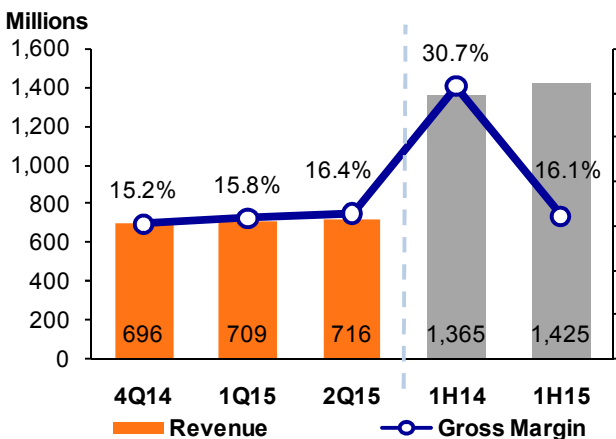
ประชุมผู้ถือหุ้น BMCL-BECL เรื่องการควมรวม 29 ก.ย. 2015 นี้

ประเด็นการควมรวมระหว่าง BMCL และ BECL ยังคงถูกเลื่อนออกไปจากกำหนดเดิมราวต้นเดือนสิงหาคมเพราะปัจจุบันบริษัทยังรอความเห็นชอบเรื่องการแก้ไขสัญญาสัมปทานโครงการระบบรถไฟฟ้ามหานครสายเฉลิมรัชมงคล (สายสีน้ำเงิน) และสายสีม่วง (คลองบางไผ่-เตาปูน) จากคณะกรรมการดูแลและจากกรม. ในขณะนี้ ทั้งนี้ บริษัทจะมีการจัดประชุมผู้ถือหุ้นขึ้นในวันที่ 29 ก.ย. 2015 เพื่อขออนุมัติขยายเวลาการควมรวมออกไปไม่เกินวันที่ 1 เม.ษ. 2016 และจะถูกขึ้นเครื่องหมาย XM ในวันที่ 24 ส.ค. 2015

รายงานขาดทุนสุทธิ 2Q15 มากขึ้น Y-Y แต่ลดลง Q-Q เป็น 128 ล้านบาท

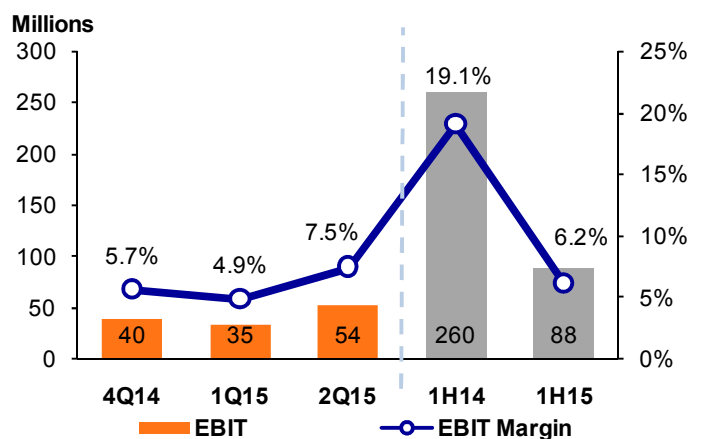
รายงานขาดทุนสุทธิ 2Q15 มากขึ้น Y-Y แต่ลดลง Q-Q เป็นขาดทุน 128 ล้านบาท จากค่าใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้นเพราะบริษัทได้เริ่มชำระค่าตอบแทนรายได้ค่าโดยสารแบบรายปีให้กับ รฟม. ตั้งแต่ 3Q14 ดังนั้น BMCL จึงมีรายจ่ายเพิ่มขึ้นเป็นจำนวน 90 ล้านบาทในไตรมาสนี้ อย่างไรก็ตาม ขาดทุนสุทธิกลับลดลง Q-Q จาก 150 ล้านบาท เนื่องจากรายได้จากการพัฒนาเชิงพาณิชย์เพิ่มขึ้น 9%Q-Q และ 2%Y-Y บวกกับค่าใช้จ่ายในด้านการบริหารที่ลดลง 34%Q-Q และ 19%Y-Y และต้นทุนทางการเงินยังลดลงกว่า 1% Q-Q และ 11%Y-Y

Figure 2: Reported Total Revenue



Sources: Company Data, FSS Research

Figure 3: Reported Earnings Before Interest and Tax

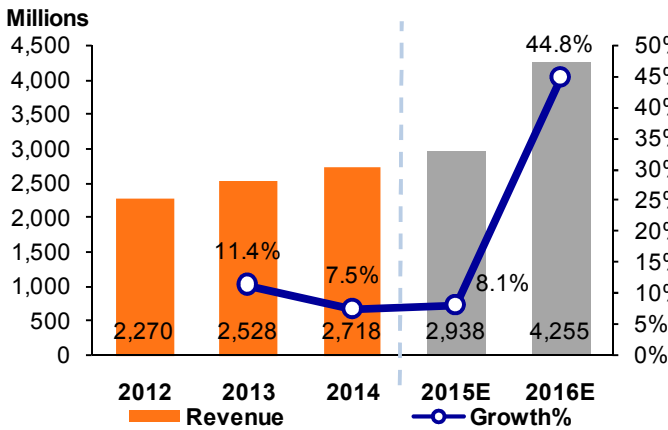


Source: Company Data, FSS Research

ประมาณการกำไรสุทธิปี 2015 ขาดทุนเพิ่มขึ้นแต่จะลดลงในปี 2016

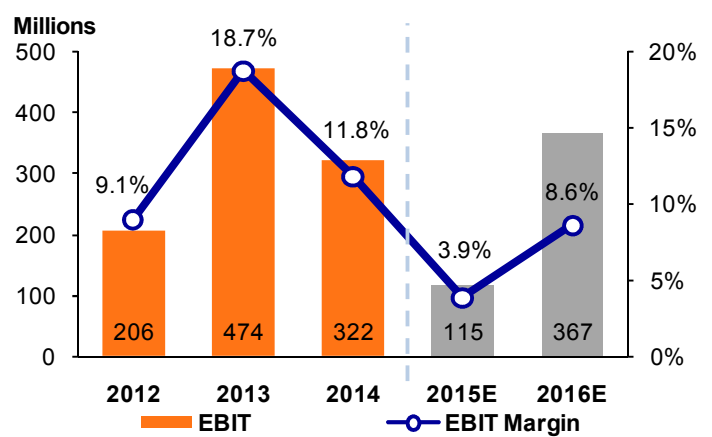
คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2015 ของ BMCL จะขาดทุนมากขึ้นเป็น 592 ล้านบาท จาก 461 ล้านบาทในปี 2014 เพราะค่าใช้จ่ายของบริษัทจะเพิ่มขึ้น เนื่องจากบริษัทได้เริ่มชำระค่าตอบแทนแบบรายปีให้กับ รฟม. ตั้งแต่ 3Q14 ไปจนจบระยะเวลาสัมปทาน เราจึงคาดว่าอัตราการทำกำไรขั้นต้นจะหดตัวลง Y-Y เหลือ 15% จาก 22% ในปี 2014 อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ารายได้จากรุกกิจการไฟฟ้าจะสามารถเติบโตได้กว่า 9%Y-Y สมมติฐานจากจำนวนผู้โดยสารเฉลี่ยต่อวันที่เพิ่มขึ้น 7%Y-Y ซึ่งใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยการเติบโตย้อนหลัง 5 ปีเท่ากับ 7.8% และรายได้ค่าโดยสารเฉลี่ยต่อเที่ยวที่ 24.7 บาท เพิ่มขึ้นราว 2%Y-Y อิงตามอัตราเงินเฟ้อในกรุงเทพฯ (ไม่รวมเครื่องดื่มและอาหาร) โดยมีปัจจัยสนับสนุนจากภาครัฐที่ต้องการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของประเทศ และหนึ่งในเครื่องมือหลักคือโครงการรถไฟฟ้าขนส่งมวลชน ดังนั้น ในระยะถัดไปเราคาดว่าขาดทุนสุทธิจะดีขึ้นเป็น 328 ล้านบาทในปี 2016 เพราะรถไฟฟ้าสายสีม่วง (คลองบางไผ่-เตาปูน) จะเริ่มให้บริการตั้งแต่ 3Q16 เป็นต้นไป โดย BMCL จะสามารถรับรู้รายได้เป็นค่ารับจ้างเดินรถและการควมคุมระบบ และส่งผลให้จำนวนผู้โดยสารของสายสีน้ำเงินปัจจุบันเติบโตอย่างก้าวกระโดดในอนาคต

Figure 4: Forecasting Total Revenue



Sources: Company Data, FSS Research

Figure 5: Forecasting Earnings Before Interest and Tax



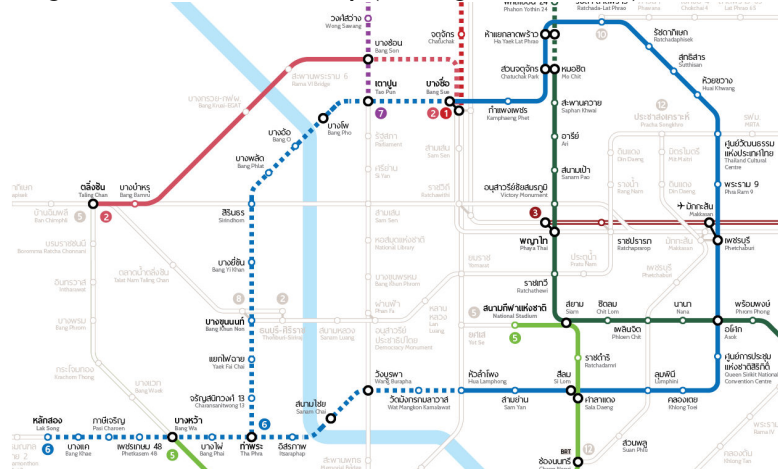
Source: Company Data, FSS Research

ประเมินมูลค่าหุ้น

ประเมินราคาเหมาะสมของ BMCL ที่ 2.40 บาท โดยอิงวิธี Sum of the part

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ BMCL โดยวิธี SOTP เพราะบริษัทประกอบธุรกิจเป็นลักษณะสัญญาสัมปทาน ซึ่งสามารถแบ่งได้เป็น 4 ส่วน ดังนี้ 1) สัญญาสัมปทานโครงการระบบรถไฟฟ้ามหานครสายเฉลิมรัชมงคล (สายสีน้ำเงิน) 2) สัญญาสัมปทานการพัฒนาเชิงพาณิชย์บนรถไฟฟ้าสายเฉลิมรัชมงคล 3) สัญญาสัมปทานการให้บริการเดินรถและซ่อมบำรุงรถไฟฟ้าสายสีม่วง (สถานีคลองบางไผ่-เตาปูน) และสุดท้าย 4) สัญญาสัมปทานโครงการระบบรถไฟฟ้าสายสีน้ำเงินส่วนต่อขยาย แม้ว่าในปัจจุบันบริษัทจะยังไม่ได้รับสัมปทานรถไฟฟ้าสายสีน้ำเงินส่วนต่อขยาย เนื่องจากสัมปทานอยู่ระหว่างการพิจารณาของภาครัฐในเรื่องของรูปแบบการทำสัญญาระหว่างรัฐและเอกชน แต่เรานำมูลค่าของสัมปทานมารวมในมูลค่าเหมาะสมของ BMCL เพราะบริษัทจะสามารถบริหารต้นทุนได้ดีกว่าคู่แข่ง โดยมีปัจจัยลักษณะเส้นทางเข้ามาสนับสนุน เนื่องจากเส้นทางรถไฟฟ้าสายสีน้ำเงินและสีน้ำเงินส่วนต่อขยายมีลักษณะเป็นวงกลม จึงมีความจำเป็นที่จะต้องเดินรถแบบต่อเนื่อง เพื่อให้ระบบสามารถทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพและให้ความสะดวกแก่ผู้ใช้บริการมากที่สุด ดังนั้น เราจึงคาดว่าบริษัทมีโอกาสสูงมากที่จะได้รับสัมปทานการเดินรถไฟฟ้าสายสีน้ำเงินส่วนต่อขยายนี้

Figure 6: MRT - Blue Line Map (Existing and Extension)



Source: Metropolitan Rapid Transit

ทั้งนี้ เราใช้วิธีส่วนลดกระแสเงินสด (DCF) ในการหามูลค่าเหมาะสมของสัมปทานทั้ง 4 ส่วน โดยตั้งสมมติฐาน WACC ที่ 8% และมีอัตราการเติบโตเฉลี่ยกับระยะเวลาที่แตกต่างกันไปในแต่ละสัมปทาน ดังนี้ 1) สัมปทานรถไฟฟ้าสายสีน้ำเงินปัจจุบัน CAGR 7% ระยะเวลา 15 ปี 2) สัมปทานการพัฒนาเชิงพาณิชย์บนรถไฟฟ้าสายสีน้ำเงิน (ปัจจุบัน) CAGR 4.7% ระยะเวลา 15 ปี 3) สัมปทานรถไฟฟ้าสายสีม่วง

CAGR 5% ระยะเวลา 29 ปี และ 4) สัมปทานรถไฟฟ้าสายสีน้ำเงินส่วนต่อขยาย CAGR 2.3% ระยะเวลา 25 ปี และด้วยการคาดการณ์ทั้งหมดนี้จึงทำให้ได้ราคาเป้าหมายของ BMCL เท่ากับ 2.40 บาท

Business Units	Equity Base	NPV/Share
Blue Line (Existing)	100.0%	1.3
Commercial (Blue Line Existing)	65.2%	0.2
Purple Line	100.0%	0.1
Blue Line (Extension)	100.0%	0.8
BMCL Value		2.4

Source: FSS Research

Blue Line (Existing)	2015E
Farebox NPV	27,559
Duration	15
CGAR	7.0%
WACC	8.0%
Value/ Share	1.3

Source: FSS Research

Commercial (Blue Line Existing)	2015E
NPV	5,024
Duration	15
CGAR	4.7%
WACC	8.0%
Value/ Share	0.2

Source: FSS Research

Purple Line	2015E
O&M NPV	1,265
Duration	29
CGAR	5.0%
WACC	8.0%
Value/ Share	0.1

Source: FSS Research

Blue Line (Extension)	2015E
Farebox NPV	16,623
Duration	25
CGAR	2.3%
WACC	8.0%
Value/ Share	0.8

Source: FSS Research

เราแนะนำ “ซื้อ” ณ ราคาเป้าหมายใหม่ปี 2015 ที่ 2.40 บาท

คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2015 จะขาดทุนเพิ่มขึ้นเป็น 592 ล้านบาท จาก 461 ล้านบาทในปี 2014 เพราะค่าใช้จ่ายของบริษัทเพิ่มขึ้นจากการเริ่มชำระค่าตอบแทนแบบรายปีให้กับ รฟม. ตั้งแต่ 3Q16 ดังนั้น อัตราการทำกำไรขั้นต้นจึงหดตัวลง Y-Y อย่างไรก็ตาม เราให้คำแนะนำ “ซื้อ” ที่ราคาเหมาะสมปี 2015 เท่ากับ 2.40 บาท เพื่อนำไปแลกเปลี่ยนหุ้นในบริษัทใหม่ เพราะเรามองว่า BMCL จะได้ประโยชน์ในเรื่องค่าใช้จ่ายทางการเงินที่ลดลง บวกกับตัวธุรกิจเองต้องใช้เงินลงทุนอีกมากในอนาคต ซึ่งบริษัทจะสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ง่ายมากยิ่งขึ้นภายหลังการควบรวมในครั้งนี้

ปัจจัยความเสี่ยง

1. ความเสี่ยงจากธุรกิจให้บริการรถไฟฟ้า

BMCL มีรายได้หลักเป็นค่าโดยสาร โดยจะผันแปรต่อจำนวนผู้โดยสารกับอัตราค่าโดยสาร ซึ่งทั้งสองปัจจัยอาจจะได้รับผลกระทบจากปัจจัยภายนอกที่ไม่สามารถควบคุมได้ เช่น การขยายระบบขนส่งมวลชนที่ไม่เป็นไปตามแผน และการขยายตัวของอสังหาริมทรัพย์รอบเส้นทางรถไฟฟ้าที่เปลี่ยนแปลงตามภาพรวมเศรษฐกิจ นอกจากนี้ ในส่วนของต้นทุนค่าโดยสารก็มีความเสี่ยงที่จะสูงขึ้นจากดัชนีราคาผู้บริโภคที่เพิ่มขึ้น และค่าสาธารณูปโภคที่อาจมีการปรับเปลี่ยนตามอัตราค่าไฟฟ้าของการไฟฟ้านครหลวง บวกกับการชำระค่าตอบแทนรายได้ค่าโดยสารแบบรายปีให้แก่ รฟม. ทั้งนี้ บริษัทอาจได้รับความเสี่ยงจากสัญญาจัดหาและบำรุงรักษาอุปกรณ์ที่มีผู้รับเหมาหลักเพียงรายเดียว และยังคงได้รับความเสี่ยงจากการก่อการร้ายและภัยธรรมชาติ อย่างไรก็ตาม บริษัทได้มีการวางระบบป้องกันและมีแผนปฏิบัติการรองรับในกรณีฉุกเฉิน รวมไปถึงมีประกันภัยคุ้มครองความเสียหายไว้แล้ว

2. ความเสี่ยงจากธุรกิจสื่อโฆษณาและการพัฒนาเชิงพาณิชย์

รายได้สื่อโฆษณาและการพัฒนาเชิงพาณิชย์จะผันแปรกับภาวะเศรษฐกิจและการเมือง การแข่งขันในธุรกิจสื่อโฆษณาและกิจการให้เช่าพื้นที่ค้าปลีก รวมไปถึงการเปลี่ยนแปลงในกฎหมายที่ควบคุมธุรกิจดังกล่าวและความเสี่ยงจากการใช้เอเจนซี่ ซึ่งอาจทำให้รายได้ลดลง เพราะหากผู้ให้บริการวางแผนโฆษณารายใหญ่ไม่แนะนำให้เจ้าของสินค้าและบริการใช้สื่อโฆษณาของบริษัทย่อย (BMN) อย่างไรก็ตาม บริษัทได้พัฒนาสื่อโฆษณาให้มีความหลากหลายเพื่อเพิ่มประเภทและปริมาณของสื่อที่ให้บริการ นอกจากนี้ บริษัทยังมีแผนพัฒนาพื้นที่ชั้นร้านค้าเพิ่มเติมอีก 1-2 แห่งเพื่อจูงใจให้มีลูกค้ามาใช้บริการเพิ่มขึ้น

3. ความเสี่ยงจากการก่อสร้างและการรับสัมปทานจากรัฐบาล

การก่อสร้างโครงการรถไฟฟ้าอาจมีความเสี่ยงที่จะไม่เสร็จตามระยะเวลาที่สัญญาสัมปทานกำหนดและมูลค่าเงินลงทุนอาจสูงกว่าที่ประมาณการได้ แต่บริษัทมีการจัดการความเสี่ยงโดยให้บมจ. ช.การช่างเป็นผู้รับจ้างเหมาพร้อมจัดหาแหล่งเงินทุน หากงานล่าช้าบมจ. ช.การช่างจะต้องจ่ายค่าปรับให้แก่ BMCL ซึ่งช่วยให้บริษัทไม่ต้องรับผิดชอบในกรณีที่มติดทุนเพิ่มเติม ทั้งนี้ การดำเนินธุรกิจภายใต้สัญญาสัมปทานอาจเกิดความขัดแย้งกับรฟม. โดยหากแผนการขยายโครงข่ายระบบรถไฟฟ้าของรัฐบาลเกิดความล่าช้า อัตราการเติบโตของบริษัทก็อาจลดตามไปด้วย

4. ความเสี่ยงด้านการเงิน

บริษัทมีเงินกู้ยืมระยะยาวที่เป็นอัตราดอกเบี้ยแบบลอยตัว บริษัทจึงมีความเสี่ยงจากอัตราดอกเบี้ย ดังนั้นการดอกเบี้ยจ่ายอาจเพิ่มขึ้นหากอัตราดอกเบี้ยมีการปรับตัวสูงขึ้น อีกทั้งบริษัทยังมีค่าใช้จ่ายที่เป็นสกุลเงินต่างประเทศจากการจัดซื้อรถไฟฟ้าเพิ่มเติม การบำรุงรักษาอุปกรณ์งานระบบรถไฟฟ้า และจากเบี้ยประกันภัย ซึ่งหากค่าเงินบาทอ่อนค่าลงจะส่งผลให้ค่าใช้จ่ายของบริษัทเพิ่มสูงขึ้น อย่างไรก็ตาม บริษัทได้ควบคุมสัดส่วนค่าใช้จ่ายสกุลเงินตราต่างประเทศยังอยู่ในระดับต่ำเมื่อเทียบกับรายได้รวมหากตัดการจัดซื้อรถไฟฟ้าออกไป

Income Statement (Consolidated)					
(Bt mn)	2012	2013	2014	2015E	2016E
Revenue	2,270	2,528	2,718	2,938	4,255
Cost of sales	1,827	1,832	2,110	2,507	3,430
Gross profit	443	697	608	431	824
SG&A	248	232	297	316	457
Operating profit	195	465	311	115	367
Other income	10.6	8.9	10.8	0.0	0.0
EBIT	206	474	322	115	367
EBITDA	548	839	712	533	861
Interest charge	1,186	1,229	766	686	683
Tax on income	-1.8	3.8	4.9	4.6	2.5
Earnings after tax	-979	-759	-449	-575	-319
Minority Interests	0.2	8.8	11.6	17.3	9.6
Norm profit	-979	-767	-461	-592	-328
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Net profit	-979	-767	-461	-592	-328

Cash Flow Statement (Consolidated)					
(Bt mn)	2012	2013	2014	2015E	2016E
Net profit	-979	-767	-461	-592	-328
Depreciation etc.	342	365	391	418	494
Change in working capital	8	27	-53	201	357
Other adjustments	0	0	0	0	0
Cash flow from operation	-629	-375	-124	26	522
Capital expenditures	-106	-36	-80	365	401
Others	-86	-174	-120	-630	-683
Cash flow from investing	-192	-210	-200	-265	-281
Free cash flow	-820	-585	-323	-239	241
Net borrowings	674	-5,486	-1,276	-42	-42
Equity capital raised	0	8,550	0	-12,915	0
Dividend paid	-1,016	-1,217	-1,309	-1,080	-1,140
Others	1,132	934	1,270	14,044	1,130
Cash flow from financing	789	2,781	-1,315	7	-51
Net Change in cash	-31	2,197	-1,638	-232	190

Balance Sheet (Consolidated)					
(Bt mn)	2012	2013	2014	2015E	2016E
Cash	83	2,195	557	324	514
Current investment	0	0	0	0	0
Accounts receivable	61.3	82.7	101.8	81.8	97.5
Inventory	0	0	0	0	0
Other current asset	70.8	133.9	67.2	70.8	70.8
Total current assets	215	2,411	726	477	682
Investment	0	0	0	0	0
PPE	17,902	17,574	17,263	16,480	15,584
Other assets	201	374	494	1,124	1,807
Total Assets	18,318	20,359	18,482	18,081	18,073
Short-term loans	6.0	0.0	0.0	0.0	100.0
Account payable	608	603	498	685	958
Current maturities	10	33	41	42	42
Other current liabilities	50	72	68	63	63
Total current liabilities	674	707	606	791	1,163
Long-term debt	16,226	10,740	9,464	9,422	9,380
Other LT liabilities	447	156	110	176	176
Total non-cu	16,673	10,895	9,574	9,598	9,556
Total liabilities	17,347	11,603	10,180	10,388	10,719
Registered capital	11,950	20,500	20,500	7,585	7,585
Paid-up capital	11,950	20,500	20,500	7,585	7,585
Share Premium	968	968	968	968	968
Legal reserve	0	0	0	0	0
Retained earnings	-12012	-12786	-13251	-929	-1257
Others	0	0	0	0	0
Minority Interest	64.3	73.4	85.0	67.7	58.1
Shareholders' equity	971	8,756	8,302	7,692	7,354

Important Ratios (Consolidated)					
	2012	2013	2014	2015E	2016E
Growth (%)					
Sales	19.5	11.4	7.5	8.1	44.8
EBITDA	118.2	53.2	-15.1	-25.1	61.3
Net profit	nm	nm	nm	nm	nm
Norm profit	nm	nm	nm	nm	nm
Profitability Ratios (%)					
Gross profit margin	19.5	27.6	22.4	14.7	19.4
EBITDA margin	24.1	33.2	26.2	18.2	20.2
EBIT margin	9.1	18.7	11.8	3.9	8.6
Norm profit margin	-60.9	-43.2	-29.9	-16.4	-19.4
Net profit margin	-60.8	-43.1	-30.4	-17.0	-20.2
Normalized ROA	-5.3	-4.0	-2.4	-3.2	-1.8
Normalized ROE	-67.3	-15.8	-5.4	-7.4	-4.4
Normalized ROCE	1.2	2.4	1.8	0.7	2.2
Risk (x)					
D/E	16.72	1.23	1.14	1.23	1.28
Net D/E	16.64	0.98	1.08	1.19	1.21
Net debt/EBITDA	29.50	10.22	12.56	17.13	10.35
Per share data (Bt)					
Reported EPS	-0.08	-0.04	-0.02	-0.03	-0.02
Norm EPS	-0.08	-0.04	-0.02	-0.03	-0.02
EBITDA	0.05	0.04	0.03	0.03	0.04
Book value	0.08	0.43	0.40	0.38	0.36
Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Par (Bt)	1.00	1.00	1.00	0.37	0.37
Valuations (x)					
P/E	nm	nm	nm	nm	nm
Norm P/E	nm	nm	nm	nm	nm
P/BV	22.28	4.24	4.47	4.82	5.05
EV/EBITDA	7.7	27.8	37.0	49.5	30.1
Dividend Yield	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

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 ยูนิต 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 อาคารสา ทาวเวอร์ 2 ยูนิต 1106 ชั้น 11 ถ.พหลโยธิน แขวงจตุจักร เขตจตุจักร กรุงเทพมหานคร	สาขา ประชาชื่น 105/1 อาคารปิ่น ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร กรุงเทพมหานคร	สาขา รัชโยธิน 1/832 พหลโยธิน 60 ต.จตุตถ 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 ธนาคารไอซีบีซี(ไทย)จำกัด(มหาชน) ถ.กลางเมือง ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น	สาขา อุดรธานี 104/6 ชั้น 2 อาคาร ธนาคารไอซีบีซี(ไทย)จำกัด(มหาชน) ถ.อุดรธานี ต. หมากแข้ง 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.รัฐสมิแล 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 บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชี้แจงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า

การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

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



BAFS	EGCO	IRPC	KTB	PTTEP	SAT	SIM	TMB
BCP	GRAMMY	IVL	MINT	PTTGC	SC	SPALI	TOP
BTS	HANA	KBANK	PSL	SAMART	SCB	THCOM	
CPN	INTUCH	KKP	PTT	SAMTEL	SE-ED	TISCO	



AAV	BAY	CFRESH	DTC	HMPRO	MACO	OCC	PR	SAMCO	SSI	TIPCO	TSTH
ACAP	BBL	CIMBT	EASTW	ICC	MC	OFM	PRANDA	SCC	SSSC	TK	TTA
ADVANC	BECL	CK	EE	KCE	MCOT	PAP	PS	SINGER	STA	TKT	TTW
ANAN	BIGC	CNT	ERW	KSL	NBC	PE	PT	SIS	SVI	TNITY	TVO
AOT	BKI	CPF	GBX	LANNA	NCH	PG	QH	SITHAI	TCAP	TNL	UAC
ASIMAR	BLA	CSL	GC	LH	NINE	PHOL	RATCH	SNC	TF	TOG	VGI
ASK	BMCL	DELTA	GFPT	LHBANK	NKI	PJW	ROBINS	SNP	THAI	TRC	VNT
ASP	BROOK	DRT	GUNKUL	LOXLEY	NMG	PM	RS	SPI	THANI	TRUE	WACOAL
BANPU	CENDEL	DTAC	HEMRAJ	LPN	NSI	PPS	S&J	SSF	TIP	TSTE	



2S	BEC	DEMCO	IRCP	MOONG	PTG	SPC	TIC	UPOIC
AF	BFIT	DNA	ITD	MPG	QLT	SPCG	TICON	UT
AH	BH	EA	KBS	MTI	QTC	SPPT	TIW	UV
AHC	BJC	ESSO	KGI	NC	RCL	SST	TKS	UWC
AIT	BJCHI	FE	KKC	NTV	SABINA	STANLY	TLUXE	VIH
AJ	BOL	FORTH	KTC	NUSA	SALEE	STEC	TMI	WAVE
AKP	BTNC	FPI	L&E	NWR	SCBLIF	STPI	TMT	WHA
AKR	BWG	GENCO	LRH	NYT	SCCC	SUC	TNDT	WIN
AMANAH	CCET	GL	LST	OGC	SCG	SWC	TPC	WINNER
AMARIN	CGD	GLOBAL	MAJOR	OISHI	SEAFCO	SYMC	TPCORP	YUASA
AMATA	CGS	GLOW	MAKRO	PACE	SEAOIL	SYNEX	TRT	ZMICO
AP	CHOW	GOLD	MATCH	PATO	SFP	SYNTEC	TRU	
APCO	CI	HOTPOT	MBK	PB	SIAM	TASCO	TSC	
APCS	CKP	HTC	MBKET	PDI	SIRI	TBSP	TTCL	
AQUA	CM	HTECH	MEGA	PICO	SKR	TEAM	TUF	
ARIP	CMR	HYDRO	MFC	PPM	SMG	TFD	TVD	
AS	CSC	IFS	MFEC	PPP	SMK	TFI	TWFP	
ASIA	CSP	IHL	MJD	PREB	SMPC	THANA	UMI	
AYUD	CSS	INET	MODERN	PRG	SMT	THIP	UP	
BEAUTY	DCC	IRC	MONO	PRIN	SOLAR	THREL	UPF	

สัญลักษณ์ N/R หมายถึง “ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR”

ช่วงคะแนน

- 100-90
- 80-89
- 70-79
- 60-69
- 50-59
- <50

สัญลักษณ์



no logo given

ความหมาย

- ดีเลิศ
- ดีมาก
- ดี
- ดีพอใช้
- ผ่าน
- n/a

IOD (IOD Disclaimer)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด