

1 เมษายน 2559

พลังงานและสาธารณูปโภค

GPSC

บมจ. โกลบอล เพาเวอร์ ซินเนอร์ยี

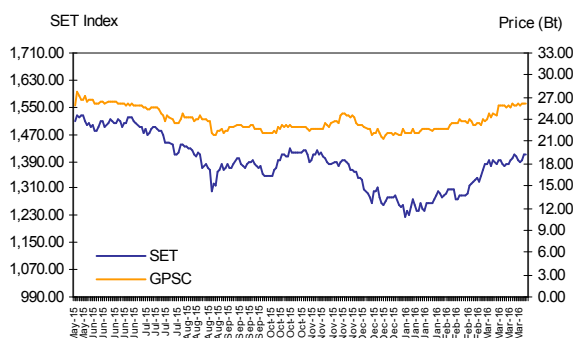
Current BUY	Previous -	Close 26.25	2016 TP 30.00	Exp Return + 14.3%	Anti-corrupt 3B	CGR 2015 -
--------------------	------------	-------------	---------------	--------------------	-----------------	------------

Consolidated earnings				
BT (mn)	2014	2015	2016E	2017E
Normalized earnings	1,589	1,953	2,229	2,366
Net profit	1,581	1,907	2,229	2,366
Normalized EPS (Bt)	1.41	1.30	1.49	1.58
% growth Y-Y	26.0	22.9	14.1	6.2
EPS (Bt)	1.41	1.27	1.49	1.58
% growth Y-Y	37.7	20.6	16.9	6.2
EPS (Bt) - full dilution	1.41	1.27	1.49	1.58
% growth Y-Y	37.7	20.6	16.9	6.2
Dividend (Bt)	0.00	0.95	0.45	0.47
BV/share (Bt)	22.50	24.03	24.69	25.81
EV/EBITDA (x)	12.6	12.6	11.8	11.0
Normalized PER (x)	18.6	20.1	17.6	16.6
PER (x)	18.7	20.6	17.6	16.6
PBV (x)	1.2	1.1	1.1	1.0
Dividend yield (%)	0.0	3.6	1.7	1.8
YE No. of shares (million)	1,124	1,498	1,498	1,498
No. of shares - full dilution	1,124	1,498	1,498	1,498
Par (Bt)	10.00	10.00	10.00	10.00

Source: Company data, FSS estimates

Share data	
Close (31/03/2016)	26.25
SET Index	1,407.70
Foreign limit/actual (%)	49.00/0.37
Paid up shares (million)	1,498.30
Free float (%)	24.91
Market cap (Bt m)	39,330.40
Avg daily T/O (Bt m) (2016 YTD)	95.17
hi, lo, avg (Bt) (2016 YTD)	26.75, 21.70, 24.42

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

เติบโตอย่างมั่นคงจากโครงการที่ Committed แล้ว และ Upside จากโอกาสเพิ่มกำลังการผลิตไฟฟ้าในอนาคต

เรากลับมาทบทวนสมมติฐานและเริ่มต้นแนะนำอีกครั้ง นอกจาก GPSC จะเป็นหุ้นโรงไฟฟ้าที่ผลประกอบการและเงินปันผลสม่ำเสมอแล้ว ผลประกอบการของ GPSC ยังมีแนวโน้มเติบโตทั้งจากโครงการที่ Committed แล้ว และมีโอกาสได้รับโครงการเพิ่มเติมในอนาคต สอดคล้องกับเป้าหมายของบริษัทที่จะเพิ่มกำลังการผลิตไฟฟ้าเป็น 2,800 MW ภายในปี 2019 เราประเมินราคาหุ้นปี 2016 ด้วยวิธี DCF ได้ที่ 30.00 บาท บนสมมติฐานที่ผลประกอบการจะเติบโตจาก Committed project ที่มีสัญญาซื้อขายไฟฟ้าเท่านั้น โดยราคาหุ้นยังมี Upside จากโครงการ Solar ที่รอสรุปสัญญาซื้อขายไฟฟ้า และ โครงการในอนาคตตามเป้าหมายระยะยาวของบริษัท เราจึงเริ่มต้นบทวิเคราะห์หุ้น GPSC ด้วยคำแนะนำ "ซื้อ"

เติบโตจากโครงการที่ Committed แล้ว

ผลประกอบการมีแนวโน้มเติบโตตามกำลังการผลิตไฟฟ้าจากโครงการที่อยู่ระหว่างก่อสร้าง ปัจจุบันมีกำลังการผลิตไฟฟ้าที่สามารถเดินเครื่องจักรได้แล้ว 1,338 MW อยู่ระหว่างก่อสร้าง 579 MW ซึ่งจะทยอย COD เพิ่มเข้ามาภายในปี 2019 ทำให้กำลังการผลิตไฟฟ้าเพิ่มเป็น 1,917 MW (+43% จากปัจจุบัน) สำหรับปี 2015 มีกำไรสุทธิ 1,906 ล้านบาท เติบโต 20.6% Y-Y จาก 1.) เงินปันผลรับจำนวน 288 ล้านบาทจากโรงไฟฟ้า RPCL 2.) ปริมาณขายไฟฟ้าเพิ่มขึ้น เนื่องจากไม่มีการหยุดซ่อมโรงไฟฟ้าเหมือนปี 2014 ส่วนปี 2016 เราคาดว่ากำไรสุทธิจะเติบโตต่อเนื่องเป็น 2,229 ล้านบาท (+16.9% Y-Y จาก 1.) รัฐบาลได้เต็มปีของ IRPC-CP Phase I ที่ COD ช่วงปลายปี 2015 2.) รัฐบาลแบ่งกำไรจากโครงการ NNEG ที่จะ COD ช่วง 2Q16 มีกำลังการผลิตไฟฟ้าตามสัดส่วนที่ 37 MW สำหรับปี 2017-2020 ผลประกอบการยังมีแนวโน้มขยายตัวต่อเนื่อง ตามการรับรู้อยู่ได้จากกำลังการผลิตไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้นดังนี้ 175 MW (ปี 2017) 45 MW (ปี 2018) และ 321 MW (ปี 2019) ทำให้เราคาดผลประกอบการปี 2016-2020 จะเติบโตเฉลี่ย 14.1% CAGR

ราคาหุ้นมี Upside จาก Solar ที่ญี่ปุ่นและโครงการในอนาคต

GPSC มีโครงการโรงไฟฟ้าแสงอาทิตย์ (Ichinoseiki) ที่ญี่ปุ่น 20.8 MW ที่เข้าไปถือหุ้น 99% น่าจะ COD ปี 2017 ปัจจุบันอยู่ระหว่างเจรจาสัญญาซื้อขายไฟฟ้า คาดว่าน่าจะใกล้ได้ข้อสรุป ซึ่งเรายังไม่รวมอยู่ในประมาณการ ทำให้น่าจะเป็น Catalyst ช่วยหนุน Upside ต่อราคาหุ้นได้ นอกจากนี้ ตามเป้าหมายกำลังการผลิตไฟฟ้าปี 2019 ที่ 2,800 MW ขณะที่ปัจจุบันมีกำลังการผลิตไฟฟ้าในมือ 1,917 MW ดังนั้น จึงยังมีโอกาสลงทุนเพิ่มซึ่งจะช่วยหนุนผลประกอบการให้สูงขึ้นจากประมาณการของเรา โดยปัจจุบันกำลังศึกษาโครงการลงทุนในเวียดนาม อินโดนีเซีย และ พม่า ซึ่งคาดว่าน่าจะเห็นความชัดเจนในการลงทุนในพม่าภายในปีนี้

ประเมินมูลค่าพื้นฐานที่ 30 บาทต่อหุ้น แนะนำ "ซื้อ"

เราประเมินราคาหุ้นด้วยวิธี DCF บนสมมติฐานของผลประกอบการเฉพาะโครงการที่ Committed แล้วและมีสัญญาซื้อขายไฟฟ้าแล้วเท่านั้น อ้างอิง WACC เฉลี่ยที่ 6.9% ได้มูลค่าพื้นฐานปี 2016 ที่ 30 บาทต่อหุ้น คิดเป็น Implied P/E ปี 2016 ที่ 20.2 เท่า และ Implied P/BV ปี 2016 ที่ 1.2 เท่า ขณะที่คู่แข่งในตลาดมี P/E เฉลี่ย 12.2 เท่า อย่างไรก็ตาม GPSC อยู่ในช่วงการลงทุนเพื่อรอรับรู้อยู่ได้จากการ COD โรงไฟฟ้า ทำให้ผลประกอบการในระยะยาวของ GPSC มีอัตราการเติบโตสูงกว่าค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรม ดังนั้น ในระยะยาวสัดส่วน P/E จะทยอยลดลง เราจึงเชื่อว่าราคาเป้าหมายที่ 30 บาทไม่แพงเกินไป และ เหมาะแก่การลงทุนในระยะยาว โดยมี Upside ราว 14.3% นอกจากนี้ ตามประมาณการของเรา อ้างอิง Dividend payout ที่ 30% คาดว่าปี 2016 จะจ่ายเงินปันผล 0.45 บาทต่อหุ้น คิดเป็น Yield 1.7% ทั้งนี้ เนื่องจาก GPSC มีสภาพคล่องสูง มีเงินสดในมือและเงินกู้เตรียม Drawdown ราว 2 หมื่นล้านบาททำให้สามารถจ่ายเงินปันผลที่สูงกว่า Payout policy ได้ เราจึงเริ่มต้นบทวิเคราะห์หุ้น GPSC ด้วยคำแนะนำ "ซื้อ"

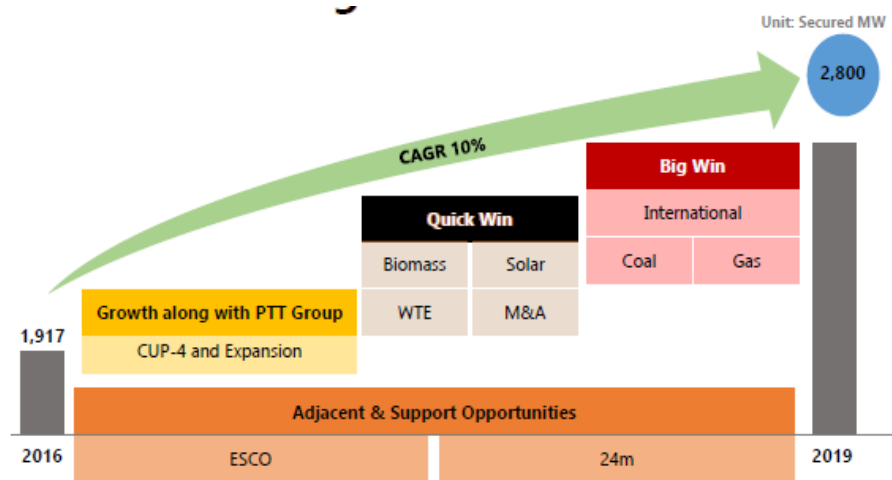
ประเด็นการลงทุน

เป้าหมายเพิ่มกำลังการผลิตไฟฟ้าเป็น 2,800 MW ในปี 2019

ด้วยลักษณะทั่วไปของธุรกิจโรงไฟฟ้าที่มีรายได้แน่นอน ทำให้มีผลประกอบการและการจ่ายปันผลที่ค่อนข้างสม่ำเสมอ แต่สำหรับ GPSC ที่มีนโยบายขยายกำลังการผลิตไฟฟ้าสู่ระดับ 2,800 MW ภายในปี 2019 ทำให้ GPSC นอกจากจะเป็นหุ้น Defensive แล้ว ผลประกอบการยังมีแนวโน้มเติบโตตามกำลังการผลิต

สำหรับการจำหน่ายไฟฟ้า ลูกค้าหลักยังเป็น EGAT ซึ่งมีสัญญาซื้อขายไฟฟ้าระยะยาว (PPA) และ กลุ่ม PTT ที่มีแนวโน้มธุรกิจเติบโต นอกจากนี้ ยังมีการจำหน่ายไฟฟ้าให้แก่ลูกค้าอุตสาหกรรม และ มีการขยายไปสู่ต่างประเทศ เช่น ญี่ปุ่น ลาว และอนาคตอาจขยายไปสู่พม่า อินโดนีเซีย และ เวียดนาม ตามความต้องการที่จะกระจาย Portfolio เป็นสัดส่วนในประเทศ : ต่างประเทศ เท่ากับ 70 : 30

Figure 1: GPSC's Target Growth

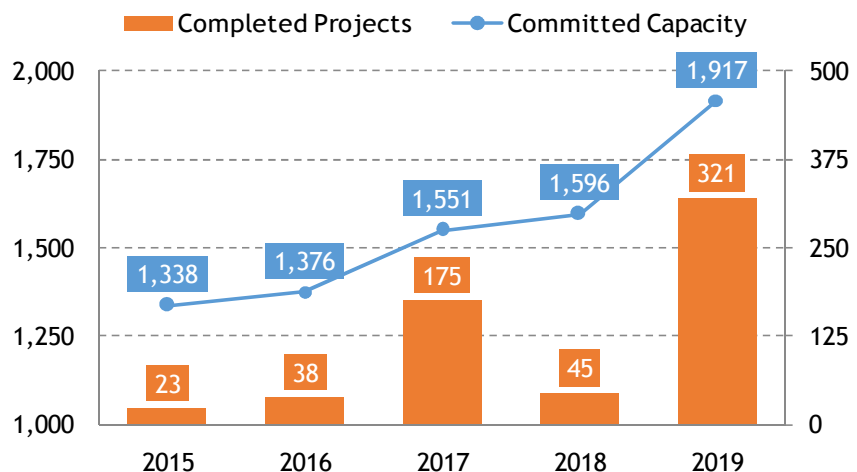


Source: Company data

ปี 2015-2019 Committed project จะเพิ่มกำลังการผลิตไฟฟ้าขึ้น 43% หรือ 9.4% CAGR

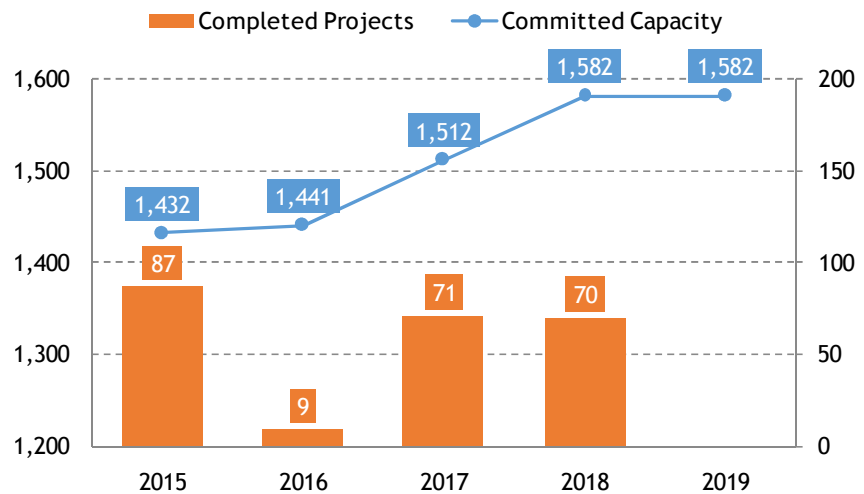
หากนับเฉพาะโครงการที่อยู่ในมือปัจจุบัน ในปี 2019 GPSC จะมีกำลังการผลิตไฟฟ้าเท่ากับ 1,917 MW เพิ่มขึ้น 43% จากปี 2015 ที่มีกำลังการผลิตไฟฟ้า 1,338 MW และอยู่ระหว่างก่อสร้าง 579 MW ด้านกำลังการผลิตไอน้ำจะเท่ากับ 1,582 ตันต่อชม. เพิ่มขึ้น 10% จากปี 2015 ที่มีกำลังการผลิตไอน้ำ 1,432 ตันต่อชม. และอยู่ระหว่างก่อสร้าง 150 ตันต่อชม. โดยในปี 2019 GPSC จะมี Portfolio ของโรงไฟฟ้าที่หลากหลายขึ้น โดยมีโรงไฟฟ้า Combined cycle/Cogeneration 79% Solar 3% และ Hydro 18%

Figure 2: GPSC's Committed Electricity Capacity (Unit: Equity MW)



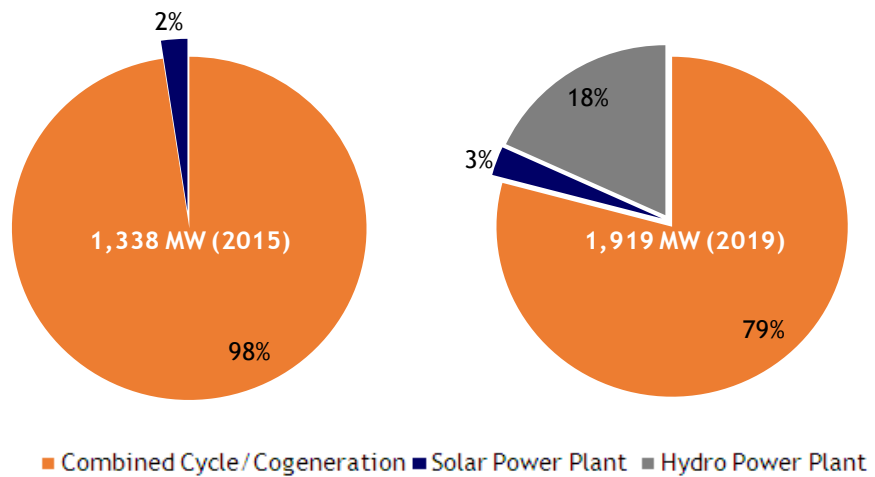
Source: Company data and FSS Research

Figure 3: GPSC's Committed Stream Capacity (Unit: Equity T/H)



Source: Company data and FSS Research

Figure 4: GPSC's Portfolio ปัจจุบัน ถึง ปี 2019



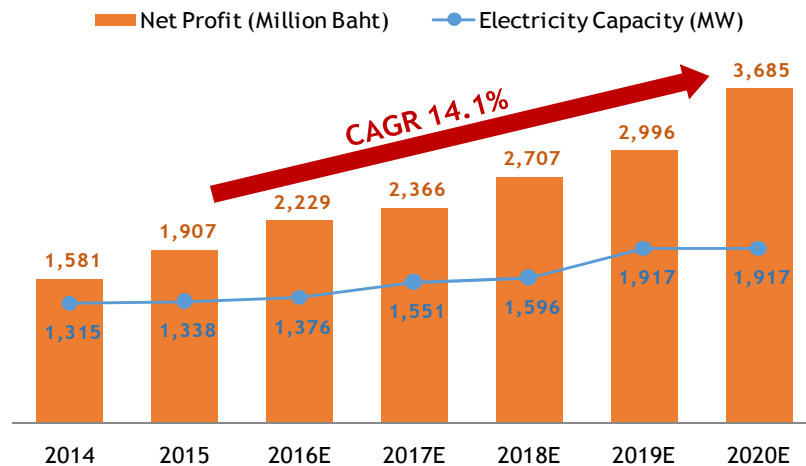
Source: Company data and FSS Research

แนวโน้มผลประกอบการเติบโตต่อเนื่องอย่างมั่นคง

กำลังการผลิตไฟฟ้าที่เติบโตตาม Project ที่ทยอย COD ทำให้ผลประกอบการขยายตัวขึ้นตามลำดับ สำหรับปี 2015 มีกำไรสุทธิ 1,906 ล้านบาท (+20.6% Y-Y) โดย 1.) ได้แรงหนุนจากปริมาณขายไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้นเนื่องจากปี 2014 มีการหยุดซ่อมโรงไฟฟ้า 2. ได้รับเงินปันผลจาก RPCL ราว 288 ล้านบาท ส่วนปี 2016 เราคาดผลประกอบการเติบโตต่อเนื่องที่ 16.9% เป็น 2,229 ล้านบาท ตามกำลังการผลิตไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้น โดย 1.) รับรู้รายได้เต็มปีจากโรงไฟฟ้า IRCP-CP Phase I ที่ COD ช่วงปลายปี 2015 มีกำลังการผลิตไฟฟ้า 45 MW และ ไอน้ำ 170 ตัน/ชม. โดย GPSC เข้าไปถือหุ้น 51% ทำให้มีกำลังการผลิตไฟฟ้าตามสัดส่วนที่ราว 23 MW 2.) รับรู้ส่วนแบ่งกำไรจากโครงการ NNEG ที่จะ COD ช่วง 2Q16 มีกำลังการผลิตไฟฟ้า 125 MW และ ไอน้ำ 30 ตัน/ชม. โดย GPSC เข้าไปถือหุ้น 30% ทำให้มีกำลังการผลิตไฟฟ้าตามสัดส่วนที่ราว 37 MW

จากนั้นปี 2017-2020 คาดผลประกอบการยังมีแนวโน้มเติบโตต่อเนื่อง ตามกำลังการผลิตไฟฟ้าที่เพิ่มสูงขึ้นจากโรงไฟฟ้าที่ทยอยเริ่มเดินเครื่องจักรได้ โดยปี 2017-2019 จะมีกำลังการผลิตไฟฟ้าเพิ่มขึ้น 175 MW 45 MW และ 321 MW ตามลำดับ ทำให้คาดผลประกอบการช่วงปี 2016-2020 จะเติบโตเฉลี่ยที่ 14.1% CAGR

Figure 5: GPSC's Capacity vs. Net Profit



Source: Company data and FSS Research

ราคาหุ้นมี Upside จากความชัดเจนของโครงการ Solar และ โอกาสได้กำลังการผลิตเพิ่ม

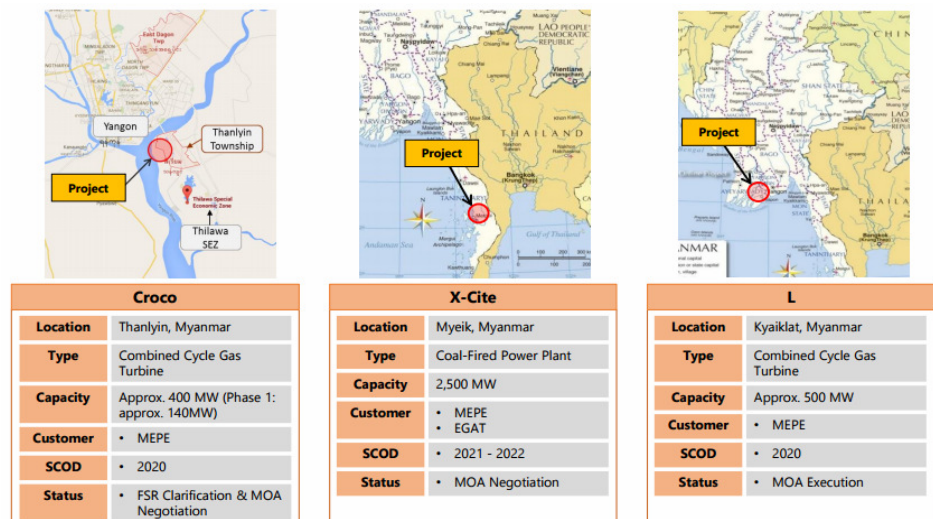
GPSC มีโครงการลงทุนโครงการ Ichinoseiki โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่ญี่ปุ่น กำลังการผลิตไฟฟ้า 20.8 MW ถือหุ้น 99% ปัจจุบันอยู่ระหว่างเจรจาสัญญาซื้อขายไฟฟ้า คาดว่าจะ COD ได้ปี 2017 ซึ่งเรายังไม่รวมโครงการนี้ในประมาณการ ทั้งนี้ เราคาดว่าใกล้ได้ข้อสรุปเกี่ยวกับสัญญาซื้อขายไฟฟ้าเร็วขึ้น ซึ่งน่าจะเป็น Catalyst ช่วยหนุนราคาหุ้นได้

นอกจากนี้ ปัจจุบัน GPSC มีกำลังการผลิตไฟฟ้าในมือ 1,917 MW ซึ่งเป้าหมายในปี 2019 อยู่ 2,800 MW ทำให้ยังอยู่ในช่วงมองหาโอกาสในการลงทุนขยายกำลังการผลิตไฟฟ้าเพิ่มอีกราว 883 MW โดยในปัจจุบัน GPSC กำลังศึกษาโครงการลงทุนโรงไฟฟ้าในเวียดนาม อินโดนีเซีย และ พม่า สำหรับโครงการโรงไฟฟ้าในพม่าจำนวน 3 แห่ง เรามองว่ามีโอกาสที่ GPSC จะเข้าไปลงทุน 1 ใน 3 โครงการนี้ โดยน่าจะเห็นความชัดเจนภายในปีนี้ ทำให้เป็นอีกหนึ่งปัจจัยช่วยเพิ่ม upside ให้ราคาหุ้นได้ ซึ่งปัจจุบัน GPSC มีเงินสดในมือที่ได้จากการขายหุ้น IPO เมื่อปี 2015 กว่าหมื่นล้านบาทและ ยังมีวงเงินกู้เตรียม Drawdown อีกราว 8 พันล้านบาท ทำให้มีเงินลงทุนเพียงพอสนับสนุนการลงทุนดังกล่าวแล้ว

โครงการลงทุนโรงไฟฟ้าในพม่าที่อยู่ระหว่างการศึกษา

1. โครงการ Croco ที่เมือง Thanlyin เป็นโรงไฟฟ้าความร้อนร่วมขนาด 400 MW
2. โครงการ X-Cite ที่เมือง Myeik เป็นโรงไฟฟ้าถ่านหินขนาด 2,500 MW
3. โครงการ L ที่เมือง Kyaiklat เป็นโรงไฟฟ้าความร้อนร่วมขนาด 500 MW

Figure 6: GPSC's Committed Projects



Source: Company data and FSS Research

Figure 6: GPSC's Committed Projects

Project	Location	Plant's Capacity	GPSC's Holding	Equity Capacity (MW)				
				2015	2016	2017	2018	2019
Combined Cycle/Cogeneration Power Plant								
GPSC	Sriracha	700 MW, 80 Cu.m./h	100%	700	-	-	-	-
GPSC-CUP1-3	Map Ta Phut	339 MW, 1,340 T/h, 2,000 Cu.m	100%	339	-	-	-	-
GPSC-CUP4	Map Ta Phut	45 MW, 70 T/h	100%	-	-	-	45	-
RPCL	Ratchaburi	1,400 MW	15%	210	-	-	-	-
CHPP	Chaeng Watthana	5 MW, 12,000 Rt	100%	5	-	-	-	-
BIC-1	Bangpa-in	117 MW, 20 T/h	25%	29	-	-	-	-
BIC-2	Bangpa-in	117 MW, 20 T/h	25%	-	-	29	-	-
NNEG	Navanakorn	125 MW, 30 T/h	30%	-	38	-	-	-
IRPC-CP-1	Rayong	45 MW, 170 T/h	51%	23	-	-	-	-
IRPC-CP-2	Rayong	195 MW, 130 T/h	51%	-	-	99	-	-
Solar Power Plant								
SSE1	Kanchanaburi	80 MW	40%	32	-	-	-	-
ISP1	Ichinoseiki	20.8 MW	99%	-	-	21	-	-
Hydro Power Plant								
XPCL	Xayaburi Laos	1,285 MW	25%	-	-	-	-	321
NL1PC	Laos	65 MW	40%	-	-	26	-	-
Total Capacity				1,338	1,376	1,551	1,596	1,917

Source: Company data and FSS Research

การประเมินมูลค่าหุ้น

เราประเมินราคาหุ้นด้วยวิธี DCF บนสมมติฐานประมาณการกำไรเฉพาะโครงการที่ Committed แล้ว และมีสัญญาซื้อขายไฟฟ้าแล้วเท่านั้น อ้างอิง WACC เฉลี่ยที่ 6.9% ได้มูลค่าพื้นฐานปี 2016 ที่ 30.0 บาทต่อหุ้น มี Upside ราว 14.3% เราจึงเริ่มต้นบทวิเคราะห์หุ้น GPSC ด้วยคำแนะนำ "ซื้อ"

ที่ราคาเป้าหมาย 30.0 บาทต่อหุ้น คิดเป็น Implied P/E ปี 2016 ที่ 20.2 เท่า และ Implied P/BV ปี 2016 ที่ 1.2 เท่า ซึ่งเมื่อเทียบกับ Peers ในอุตสาหกรรมพบว่า ที่ราคาเป้าหมายหุ้นมี P/E สูงกว่าค่าเฉลี่ยของตลาด อย่างไรก็ตาม GPSC อยู่ในช่วงการลงทุน และ ทอยอรับริบายได้จากการ COD โรงไฟฟ้า ทำให้ผลประกอบการของ GPSC มีอัตราการเติบโตสูงกว่าค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรม ดังนั้น เราจึงเชื่อว่าราคาเป้าหมายที่ 30.0 บาท มีความเหมาะสม และ น่าลงทุนในระยะยาว เนื่องจากจะมีเงินปันผลที่สม่ำเสมอ โดยตามประมาณการของเราคาดว่าปี 2016 จะจ่ายเงินปันผล 0.45 บาทต่อหุ้น คิดเป็น Yield 1.7% อ้างอิง Payout ที่ 30% ซึ่งเรามองว่า GPSC มีเงินสดในมือและเงินกู้ที่รอ Drawdown รวมกว่า 2 หมื่นล้านบาท ทำให้สามารถจ่ายปันผลได้สูงกว่า Payout policy และสูงกว่าประมาณการของเรา เพื่อรักษาระดับ ROE

Figure 7: Peer comparison

Company	Market Capitalization	EV/EBITDA	P/E	Dividend Yield (%)
GLOBAL POWER SYNERGY PCL	38,955.8	13.1	18.1	3.7
RATCHABURI ELEC GEN HODG PUB	74,312.5	10.8	10.6	4.4
ELECTRICITY GENERATING PCL	91,078.5	22.7	11.1	3.6
GLOW ENERGY PCL	129,097.8	9.7	14.8	4.1
Average		14.4	12.2	4.0

Source: Bloomberg and FSS Research

ความเสี่ยง

ความล่าช้าของโครงการ ความล่าช้าของโครงการที่อยู่ระหว่างดำเนินการก่อสร้างเป็นความเสี่ยงที่ทำให้ผลประกอบการไม่เป็นไปตามคาด

โครงการมีการปรับเพิ่มเงินลงทุน นอกจากโครงการที่อยู่ระหว่างก่อสร้างจะมีความเสี่ยงด้านระยะเวลาการดำเนินงานตามแผนแล้ว ยังมีความเสี่ยงจากต้นทุนการก่อสร้างที่อาจเพิ่มสูงขึ้น ส่งผลให้ผลตอบแทนจากลงทุนอาจไม่เป็นไปตามเป้าหมายตอนเริ่มต้นโครงการ

โรงไฟฟ้าหยุดเดินเครื่องจักรนอกแผน โดยทั่วไปโรงไฟฟ้าจะมีการหยุดซ่อมบำรุงเป็นประจำ อย่างไรก็ตามการหยุดเดินเครื่องจักรนอกแผน ทำให้สูญเสียรายได้และผลประกอบการอาจต่ำกว่าที่คาด

สถานการณ์ทางธรรมชาติ เนื่องจาก Portfolio ของ GPSC มีโรงไฟฟ้าพลังงานน้ำ และ แสงอาทิตย์ ดังนั้น สภาพอากาศและสถานการณ์ทางธรรมชาติย่อมส่งผลกระทบต่อความสามารถในการผลิตไฟฟ้า

Income Statement (Consolidated)						Cash Flow Statement (Consolidated)					
(Bt mn)	2013	2014	2015	2016E	2017E	(Bt mn)	2013	2014	2015	2016E	2017E
Revenue	25,595	23,654	22,444	23,525	26,021	Net profit	1,141	1,310	1,552	1,835	2,016
Cost of sales	23,649	21,571	20,177	21,013	23,271	Depre. & amortization	991	1,043	1,082	1,186	1,299
Gross profit	1,946	2,083	2,267	2,512	2,751	Change in working capital	-1,223	1,184	-1,132	460	390
SG&A	281	410	670	678	704	Other operating CF	642	1,066	1,130	-101	-80
Operating profit	1,665	1,673	1,597	1,834	2,047	Cash flow from operations	1,551	4,603	2,632	3,381	3,625
Other income	191	142	485	539	469	Capital expenditure	358	7,347	5,404	5,067	3,824
EBIT	1,856	1,815	2,082	2,373	2,516	Other investing CF	2,620	-317	8,705	-4,905	-2,914
EBITDA	2,849	3,126	3,503	3,932	4,266	Cash flow from investing	-2,978	-7,030	-14,109	-162	-910
Interest charge	600	470	394	431	382	Free cash flow	-1,427	-2,427	-11,477	3,218	2,716
Tax on income	2	27	90	106	117	Net borrowings	-1,515	-206	2,197	-1,595	-1,595
Earnings after tax	1,141	1,310	1,552	1,835	2,016	Equity capital raised	6,000	0	9,916	0	0
Minority interest	5	3	16	20	-102	Dividends paid	0	-112	-1,120	-1,233	-689
Net profit	1,148	1,581	1,907	2,229	2,366	Other CF from financing	-945	-224	-72	-708	-485
Extraordinary items	-113	-8	-46	0	0	Cash flow from financing	3,540	-542	10,921	-3,537	-2,769
Normalized earnings	1,261	1,589	1,953	2,229	2,366	Other adjustments	0	0	0	277	102
Profit sharing	2	268	339	373	452	Net change in cash	2,113	-2,969	-556	-41	49

Balance Sheet (Consolidated)						Important Ratios (Consolidated)					
(Bt mn)	2013	2014	2015	2016E	2017E		2013	2014	2015	2016E	2017E
Cash and equivalent	6,390	3,421	2,865	2,824	2,873	Growth (%)					
ST investment	906	182	8,556	4,556	2,556	Revenue	nm	-7.6	-5.1	4.8	10.6
Accounts receivable	4,999	3,013	2,848	2,985	3,302	EBITDA	nm	9.7	12.0	12.3	8.5
Inventory	389	359	406	423	468	Net profit	nm	37.7	20.6	16.9	6.2
Other current asset	1,808	1,171	1,640	1,640	1,640	Normalized earnings	nm	26.0	22.9	14.1	6.2
Total current assets	14,492	8,146	16,315	12,428	10,839	Profitability (%)					
PPE	18,177	20,048	23,468	27,282	29,683	Gross profit margin	7.6	8.8	10.1	10.7	10.6
Other assets	10,674	14,738	16,084	15,618	15,209	EBITDA margin	11.1	13.2	15.6	16.7	16.4
Total Assets	43,343	42,932	55,867	55,328	55,731	EBIT margin	7.3	7.7	9.3	10.1	9.7
Short-term loans	360	0	0	0	0	Normalized profit margin	4.9	6.7	8.7	9.5	9.1
Account payable	3,112	2,276	1,960	2,041	2,260	Net profit margin	4.5	6.7	8.5	9.5	9.1
Current maturities	2,254	1,595	1,595	1,595	1,595	Normalized ROA	2.9	3.7	3.5	4.0	4.2
Other current lia.	2,330	1,332	1,014	1,014	1,014	Normalized ROE	5.2	6.1	5.3	5.8	5.9
Total current lia.	8,056	5,203	4,569	4,650	4,869	Normalized ROCE	5.3	4.8	4.1	4.7	4.9
Long-term debt	10,384	11,197	13,394	11,799	10,204	Risk (x)					
Other LT liabilities	542	514	777	777	777	D/E	0.78	0.65	0.50	0.45	0.40
Total LT liabilities	10,926	11,711	14,171	12,576	10,981	Net D/E	0.48	0.51	0.20	0.26	0.26
Total liabilities	18,982	16,914	18,740	17,226	15,850	Net debt/EBITDA	4.10	4.26	2.09	2.50	2.44
Paid-up capital	11,237	11,237	14,983	14,983	14,983	Per share data (Bt)					
Share premium	3,393	3,393	9,563	9,563	9,563	Reported EPS	1.02	1.41	1.27	1.49	1.58
Legal reserve	197	344	439	439	439	EPS - Full Dilution	1.02	1.41	1.27	1.49	1.58
Unappropriated	10,186	11,508	12,188	13,183	14,860	Normalized EPS	1.12	1.41	1.30	1.49	1.58
Others	-1,086	-1,197	-1,168	-1,168	-1,168	EBITDA	2.53	2.78	2.34	2.62	2.85
Minority Interest	434	733	1,122	1,102	1,204	Book value	21.29	22.50	24.03	24.69	25.81
Shareholders' equity	24,361	26,018	37,127	38,102	39,881	Dividend	0.00	0.00	0.95	0.45	0.47
						Par	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00
						Valuations (x)					
						P/E	25.70	18.66	20.63	17.65	16.62
						Norm P/E	23.40	18.57	20.14	17.65	16.62
						P/BV	1.23	1.17	1.09	1.06	1.02
						EV/EBITDA	12.51	12.61	12.57	11.81	10.99
						Dividend yield (%)	0.0	0.0	3.6	1.7	1.8

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 1 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 อาคารระสา ทาวเวอร์ 2 ยูนิต 1106 ชั้น 11 ถ.พหลโยธิน แขวงจตุจักร เขตจตุจักร กรุงเทพมหานคร	สาขา ประชาชื่น 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร กรุงเทพมหานคร	สาขา รัชดา 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 (ดีคคอม 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. หนองแขก 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.แม่เหียะ 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.ยิงเป้า ต.สนามจันทร์ อ.เมือง จ.นครปฐม	สาขา ภูเก็ต 22/18 ศูนย์การค้าวานิชพลาซ่า ถ.หลวงพ่อดำ ถ.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.มหาพรต 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 บิดดาณี 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

DISCLAIMER: รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูล ที่เชื่อว่าหรือควรเชื่อว่ามีคุณภาพ เชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ใน รายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือ ขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ ที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ โดยบริษัทฯ อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าวนี้ ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดง สิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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 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 สถาบันไทยพัฒน์ (ข้อมูล ณ วันที่ 6 พฤศจิกายน 2558)