

3 กุมภาพันธ์ 2559

พลังงานและสาธารณูปโภค

PTTGC

บมจ. พีทีที โกลบอล เคมิคอล

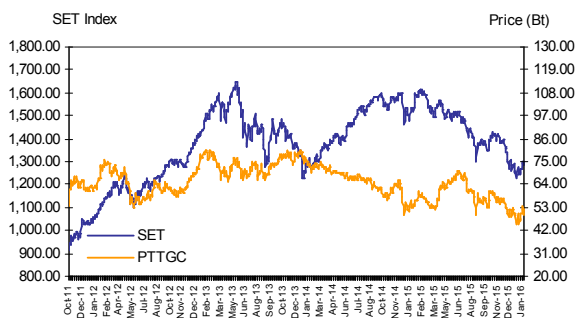
Current	Previous	Close	2016 TP	Exp Return	Anti-corrup	CGR 2015
BUY	-	49.00	60.00	+ 22.4%	5	5

Consolidated earnings				
BT (mn)	2014	2015E	2016E	2017E
Normalized earnings	12,171	22,364	27,026	25,683
Net profit	15,035	20,118	25,676	25,683
Normalized EPS (Bt)	2.70	4.96	5.99	5.70
% growth Y-Y	-64.0	83.7	20.8	-5.0
EPS (Bt)	3.33	4.46	5.69	5.70
% growth Y-Y	-54.6	33.8	27.6	0.0
EPS (Bt) - full dilution	3.33	4.46	5.69	5.70
% growth Y-Y	-54.6	33.8	27.6	0.0
Dividend (Bt)	2.37	2.05	2.56	2.56
BV/share (Bt)	53.10	55.06	58.93	62.06
EV/EBITDA (x)	8.6	6.4	5.1	5.2
Normalized PER (x)	18.2	9.9	8.2	8.6
PER (x)	14.7	11.0	8.6	8.6
PBV (x)	0.9	0.9	0.8	0.8
Dividend yield (%)	4.8	4.2	5.2	5.2
YE No. of shares (million)	4,509	4,509	4,509	4,509
No. of shares - full dilution	4,509	4,509	4,509	4,509
Par (Bt)	10.00	10.00	10.00	10.00

Source: Company data, FSS estimates

Share data	
Close (02/02/2016)	49.00
SET Index	1,285.30
Foreign limit/actual (%)	37.00/19.95
Paid up shares (million)	4,508.85
Free float (%)	51.07
Market cap (Bt m)	220,933.61
Avg daily T/O (Bt m) (2016 YTD)	866.83
hi, lo, avg (Bt) (2016 YTD)	53.75, 44.25, 49.02

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

Valuation เริ่มน่าสนใจ

เรคาดกำไรสุทธิ 4Q15 ที่ 4,306 ล้านบาท พื้นตัว 257% Q-Q และฟื้นจาก 4Q14 ที่ขาดทุนสุทธิ 4,935 ล้านบาท การฟื้นตัวมาจากธุรกิจโรงกลั่นตามค่าการกลั่นที่สูงขึ้น และอะโรมาติกส์ที่ margin ดีขึ้น แม้จะมีขาดทุนสต็อกราว 2,748 ล้านบาท จากราคาน้ำมันดิบที่ปรับลงถึง US\$11.9/บาร์เรล (-27% Q-Q) แต่ชดเชยได้ด้วยกำไรจาก Oil hedging และมีการตั้งต๋อยค่าสินทรัพย์โรงงาน Myriant ในต่างประเทศ US\$60mn ส่งผลให้ทั้งปีจะมีกำไรสุทธิ 20,118 ล้านบาท (+33.8% Y-Y) เรคาดกำไรสุทธิปี 2016 พื้นต่อ 27.6% Y-Y เป็น 25,676 ล้านบาทหนุนโดยธุรกิจโรงกลั่นและอะโรมาติกส์ ขณะที่ธุรกิจโอเลฟินส์ซึ่งเป็นธุรกิจหลักน่าจะทำได้เพียงทรงตัว ราคาหุ้นปัจจุบันซื้อขายต่ำกว่า BV และคาด Dividend yield 4-5% ต่อปี ประกอบกับโครงการซื้อหุ้นคืนจะสิ้นสุดอายุโครงการ 7 มี.ค. นี้ น่าจะช่วยจำกัด downside ของราคาหุ้นได้ เราประเมินราคาเหมาะสมปี 2016 ที่ 60 บาท แนะนำซื้อ

คาดกำไรใน 4Q15 พื้นตัวทั้ง Q-Q และ Y-Y ตามค่าการกลั่นและอะโรมาติกส์

เรคาดผลประกอบการ 4Q15 จะมีกำไรสุทธิ 4,306 ล้านบาท เติบโต 257% Q-Q เนื่องจาก 1) ธุรกิจโรงกลั่นเติบโต โดยค่าการกลั่นตลาดสูงขึ้นจาก US\$4.2/บาร์เรลใน 3Q15 เป็น US\$6.2/บาร์เรล (+48% Q-Q) ตาม Spread ของ Jet และ Gasoil 2) ธุรกิจอะโรมาติกส์กลับมาโดดเด่นอีกครั้งจากส่วนต่างของราคาที่เพิ่มขึ้น 38% Q-Q เพราะสามารถขาย Reformat ที่ Margin สูงตามสเปคของน้ำมันเบนซินได้ ขณะที่ Spread BZ และ PX ยังทรงตัว นอกจากนี้ Utilization rate ยังเพิ่มขึ้นจาก 57% เป็น 66% (+16% Q-Q) หลังผ่าน Major shutdown ช่วง 3Q-4Q15 และ 3) ขาดทุนสต็อกราว 2,748 ล้านบาท (3Q15 ขาดทุนสต็อก 2,687 ล้านบาท) ชดเชยได้ด้วยกำไร Hedging ราคาพลังงานที่ทำได้จำนวน 4.3 ล้านบาร์เรล ที่ราคาเฉลี่ย US\$51/บาร์เรล อย่างไรก็ตาม การฟื้นตัวยังไม่เต็มที่เพราะค่าใช้จ่ายการบริหารที่สูงช่วงไตรมาสสุดท้าย และ Margin โอลิฟินส์ที่ชะลอลง และมีการตั้งต๋อยค่าสินทรัพย์โรงงาน Myriant ในต่างประเทศจำนวน US\$60mn

ปี 2016 คาดโรงกลั่นและอะโรมาติกส์หนุนผลประกอบการ

สำหรับปี 2016 เรคาดกำไรสุทธิที่ 25,676 ล้านบาท (+27.6% Y-Y) หนุนโดยธุรกิจโรงกลั่นและอะโรมาติกส์ เพราะราคาน้ำมันที่คาดว่าจะยังอยู่ในระดับต่ำ หนุนให้ค่าการกลั่นจะยังทรงตัวอยู่ในระดับสูงได้ ส่วนธุรกิจอะโรมาติกส์ แม้ BZ และ PX spread อาจไม่เติบโตมากนัก แต่จะได้ประโยชน์จากการขาย Reformat ซึ่งมี Margin สูงอย่างน้อยจนถึงกลางปี 2016 ขณะที่แนวโน้มปริมาณการขายจะยังเติบโตต่อเนื่องเพราะไม่มี Shutdown plan อย่างที่เกิดขึ้นในปี 2015 ประกอบกับโครงการ Debottlenecking จะทำให้กำลังการผลิต PX เพิ่มขึ้น 1.15 แสนตันปี ส่วน BZ เพิ่มขึ้น 3.5 หมื่นตันปี และ OX เพิ่มขึ้น 2.0 หมื่นตันปี ส่วนธุรกิจหลักคือโอเลฟินส์ เรคาดว่าผลประกอบการจะทรงตัวโดยคาด Spread ของเม็ดพลาสติกน่าจะยืนอยู่ระดับ US\$700/ตัน ได้

Valuation น่าสนใจ แนะนำซื้อ” ประเมินราคาเป้าหมาย 60 บาท

ราคาหุ้นปัจจุบันหันมี Downside ต่ำ โดยซื้อขายต่ำกว่า BV (PBV 0.8 เท่า) เทียบกับ PBV เฉลี่ย 5 ปีย้อนหลังในอดีตอยู่ที่ 1.29 เท่า ขณะที่เงินปันผล 2H15 คาดว่าจะอยู่ที่ 0.55 บาท/หุ้น (yield 1.1%) และคาดปีนี้ 2.56 บาท/หุ้น (yield 5.2%) นอกจากนี้ โครงการซื้อหุ้นคืนจำนวนไม่เกิน 90 ล้านหุ้นที่จะสิ้นสุดโครงการ 7 มี.ค. นี้ ซึ่งปัจจุบันซื้อคืนไปแล้วเพียง 48.6 ล้านหุ้นที่ราคาเฉลี่ย 50.10 บาท/หุ้น น่าจะช่วยจำกัด downside ของราคาหุ้นได้ เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2016 ที่ 60 บาท อิง EV/EBITDA ที่ 6.0 เท่า discount 25% จากค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมในภูมิภาค จาก EBITDA margin และ ROE ที่ต่ำกว่า และคิดเป็น Implied P/E เพียง 10.5 เท่า ราคาเป้าหมายดังกล่าวมี upside กว่า 22% จึงแนะนำ “ซื้อ”

ประเด็นการลงทุน

คาด 4Q15 ผลประกอบการกำไรเติบโต

เราคาดผลประกอบการ 4Q15 จะเติบโตกว่า 257% Q-Q เนื่องจาก 1.) ธุรกิจโรงกลั่นเติบโต โดยค่าการกลั่นตลาดสูงขึ้นจาก US\$4.2/บาร์เรล เป็น US\$6.2/บาร์เรล (+48% Q-Q) ตาม Spread ของ Jet-Dubai ที่สูงขึ้นจาก US\$10.9/บาร์เรล เป็น US\$14.1/บาร์เรล (+29% Q-Q) และ Gasoil ที่สูงจาก US\$10.8/บาร์เรล เป็น US\$13.8/บาร์เรล (+28% Q-Q) 2.) ธุรกิจอะโรมาติกส์กลับมาโดดเด่นอีกครั้ง แม้ Spread product PX และ BZ ยังทรงตัว แต่ PTTGC มีการขาย Reformate แทน ซึ่ง Spread อ้างอิงตามทิศทางราคาน้ำมันเบนซิน นอกจากนี้ Utilization rate ยังสูงขึ้นจาก 57% เป็น 66% (+16% Q-Q) หลังผ่านช่วง Major shutdown จำนวน 105 วัน ส่งผลให้ P2F margin เติบโตจาก US\$183/ตัน เป็น US\$255/ตัน (+38% Q-Q) 3.) ผลขาดทุนสต็อกคร่าว 2,748 ล้านบาท (3Q15 อยู่ที่ 2,687 ล้านบาท) จากราคาน้ำมันดิบที่ลดลงรุนแรงใน 4Q16 (-27% Q-Q) ถูกชดเชยด้วยผลกำไรจาก Hedging ราคาน้ำมันที่ทำได้จำนวน 4.3 ล้านบาร์เรล ณ ราคาเฉลี่ยที่ US\$51/บาร์เรล ทั้งนี้ ผลประกอบการถูกกดดันจาก 1.) การตั้งต้อยคำสินทรัพย์โรงงาน Myriant จำนวน US\$60mn เนื่องจากประสิทธิภาพการเดินเครื่องจักรที่เหมาะสมอยู่ที่ราว 45% 2.) ค่าใช้จ่ายการบริหารที่สูงขึ้นในช่วงไตรมาสสุดท้าย 3.) ธุรกิจโอเลฟินชะลอตัวตาม Spread ของเม็ดพลาสติก HDPE LLDPE และ LDPE (-8% Q-Q) ทำให้คาด 4Q15 น่าจะมีกำไรสุทธิ 4,306 ล้านบาท

Key drivers

	2013	2014	Q1/2015	Q2/2015	Q3/2015
Refinery					
Utilization	91%	102%	102%	100%	101%
Market GRM	3.52	4.41	5.98	5.40	4.16
Accounting GRM	5.14	0.98	4.17	7.59	0.91
Aromatics					
Utilization	90%	81%	89%	85%	57%
Market P2F	296	174	219	216	183
Accounting P2F	313	88	191	271	134
Olefins					
Utilization	90%	91%	96%	89%	93%

Source: Company data and FSS Research

Key product spread margin

	2012	2013	2014	Q1/2015	Q2/2015	Q3/2015	Q4/2015
Dubai	109.1	105.5	96.6	51.9	61.3	49.7	40.7
JET-DB	17.8	17.5	15.9	17.1	13.5	10.9	14.1
Diesel-DB	19.1	17.9	16.1	16.3	13.7	10.8	13.8
HSFO-DB	-3.4	-8.1	-8.3	-1.9	-3.6	-8.1	-6.6
Condensate	946	922	836	453	533	427	375
PX-Condensate	539	557	400	333	391	397	410
BZ-Condensate	261	380	375	217	271	235	230
Phenol-BZ	239	115	216	240	175	221	170
Naphtha (MOPJ)	943	921	861	494	563	461	445
HDPE-MOPJ	436	566	682	694	812	774	708
LLDPE-MOPJ	411	566	681	687	811	763	713
LDPE-MOPJ	419	613	710	698	837	783	713

Source: Company data and FSS Research

ปี 2016 โรงกลั่น และ อะโรมาติกส์หนุนผลประกอบการ

สำหรับปี 2016 เราคาดกำไรสุทธิที่ 25,676 ล้านบาท (+27.6% Y-Y) โดยธุรกิจที่จะหนุนผลประกอบการของ PTTGC คือ โรงกลั่น และ อะโรมาติกส์ เนื่องจากมองว่าช่วงครึ่งปีแรกราคาน้ำมันน่าจะยังอยู่ในระดับต่ำ ส่งผลให้ค่าการกลั่นยังทรงตัวอยู่ในระดับสูงได้ตาม Product spread ของน้ำมันเบนซิน จากนั้นจะค่อยๆ ชะลอลงเนื่องจากราคาน้ำมันน่าจะปรับตัวขึ้นช่วงครึ่งปีหลัง ส่วนธุรกิจอะโรมาติกส์ แม้ BZ และ PX spread อาจไม่เติบโตมากนัก แต่จะได้ประโยชน์จากการขาย Reformate แทน ซึ่งภาวะน้ำมันดิบที่อยู่ในระดับต่ำ

น่าจะทำให้ Margin ส่วนนี้ยังดีต่อเนื่องอย่างน้อยจนถึงกลางปี 2016 เนื่องจาก Margin ของ Reformat จะสัมพันธ์กับ Margin ของน้ำมันเบนซิน นอกจากนี้ คาดว่าปริมาณการขายจะเติบโตได้ เนื่องจากจะไม่มี Shutdown plan อย่างที่เกิดขึ้นในปี 2015 ประกอบกับโครงการ Debottlenecking จะช่วยเพิ่ม Capacity ให้ PX เพิ่มขึ้น 1.15 แสนตัน/ปี ส่วน BZ เพิ่มขึ้น 3.5 หมื่นตัน/ปี และ OX เพิ่มขึ้น 2.0 หมื่นตัน/ปี ส่วนธุรกิจหลัก โอลิฟินส์คาดว่าจะยังทรงตัว ตามภาวะตลาดหลักคือ จีน แต่คาดสเปรตเม็ดพลาสติก (HDPE, LLDPE และ LDPE) น่าจะยืนอยู่ระดับ US\$700/ตัน ได้

Shutdown Schedule

	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	Total maintenance days
Refinery	-	-	4 May - 30 Jun	1 July - 5 July	-	63
Aromatics	-	-	-	-	-	-
Olefins	-	22 Feb - 31 Mar	-	- Sep	-	55
Butadiene	-	-	-	- Sep	-	22
HDPE	1 Oct - 7 Oct	12-31 Mar	1-15 Jun	- Sep	-	57
LDPE	-	-	22 Feb - 11 Mar	- Sep	-	41
LLDPE	9-24 Nov	3-31 Mar	-	-	-	45
Phenol	-	-	20 May - 22 Jun	-	-	34

Source: Company data and FSS Research

รับรู้รายได้จากโครงการ Debottlenecking และ Phenol II

โครงการ Debottlenecking

เป็นการเพิ่ม Capacity การผลิตสารอะโรมาติกส์ โดยจะเพิ่ม Paraxylene 115,000 ตัน/ปี Benzene 35,000 ตัน/ปี และ Ortho-xylene 20,000 ตัน/ปี เงินลงทุนทั้งหมด US\$128.8mn คาดว่าจะเริ่มรับรู้รายได้ 1Q16

โครงการ Phenol II

เป็นการเพิ่ม Capacity การผลิตปิโตรเคมีชนิดพิเศษ โดยจะเพิ่ม Phenol 250,000 ตัน/ปี และ Acetone 155,000 ตัน/ปี เงินลงทุนทั้งหมด US\$345mn คาดว่าจะเริ่ม COD ช่วง 1Q-2Q16

ขณะนี้ PTTGC กำลังศึกษาโครงการ Map Ta Phut Retrofit ที่จะช่วยเพิ่ม Flexibility ในการเลือกใช้ Feedstock สำหรับ Olefins plant รวมถึงการเพิ่มผลิตภัณฑ์และการใช้ Naphtha ที่มีอยู่มาสร้างมูลค่าเพิ่ม โดยจะสร้างความมั่นคงให้ PTTGC เนื่องจากในอนาคตหาก PTT ไม่สามารถจำหน่ายก๊าซให้ได้ PTTGC จะสามารถเลือกใช้ Naphtha ในการผลิตแทนซึ่งปัจจุบันมี Naphtha ส่วนเกินราว 1.3-1.4 ล้านตัน/ปี คาดว่าจะ FID ในปี 2016 นี้ มีระยะเวลาก่อสร้างประมาณ 3 ปี และ COD ช่วงปี 2020 ส่วนโครงการ PU Chain ซึ่งเป็นความร่วมมือกับ Toyota Tsuho และ Sanyo Chemical เพื่อผลิตสาร Propylene Oxide และ Polyols สำหรับใช้ในอุตสาหกรรมรถยนต์ คาดจะ FID ช่วงปลายปี 2016

โครงการซื้อหุ้นคืน

เรามองว่าปัจจุบันหุ้นมี Downside จำกัดแล้ว เนื่องจากซื้อ-ขายที่ราคาต่ำกว่า BV ขณะที่ค่าเฉลี่ย 5 ปี ย้อนหลังในอดีตอยู่ที่ 1.29 เท่า โดยในอนาคตบริษัทยังมีกำไร และหากเป็นไปตามประมาณการของเราปี 2016 จะมีกำไรสุทธิที่ 25,676 ล้านบาท จะทำให้มี Dividend ที่ 2.56 บาทต่อหุ้น อ้างอิง Payout 45% คิดเป็น Dividend yield ที่ 5.2% นอกจากนี้ ราคาหุ้นยังได้ปัจจัยหนุนระยะสั้นจากโครงการซื้อหุ้นคืนจำนวน 90 ล้านหุ้น ซึ่งปัจจุบันซื้อคืนไปแล้ว 48.6 ล้านหุ้น คิดเป็นราคาเฉลี่ย 50.1 บาทต่อหุ้น ทำให้เรามองว่าราคาหุ้น ณ ปัจจุบันน่าสนใจ

Share Repurchase Program

PTTGC	
Status	Open
Repurchase period	8 Sep 15 - 7 Mar 16
Maximum amount	90mn shares
Cumulative no. of shares	48.6mn shares
Total value share repurchase	2,434.6mn Baht
Average price per share	50.14 Baht per share

Source: Setsmart and FSS Research

การประเมินมูลค่าหุ้น

เราประเมินมูลค่าหุ้นอ้างอิง EV/EBITDA ที่ 6.0 เท่า discount 25% จากค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมในภูมิภาค ได้ราคาเป้าหมายปี 2016 ที่ 60 บาทต่อหุ้น และ คิดเป็น Implied P/E เพียง 10.5 เท่า เราจึงคำแนะนำ “ซื้อ”

Peer comparison

Company	Market Capitalization	EV/EBITDA 2016	P/E 2016	Dividend Yield 2016
THAI OIL PCL	135,151.85	6.48	9.80	2.26
IRPC PCL	90,728.82	7.42	9.67	1.80
ESSO THAILAND PCL	16,958.20	6.30	7.16	-
INDORAMA VENTURES PCL	101,099.71	8.36	16.55	2.05
LOTTE CHEMICAL CORP	267,333.10	4.32	8.01	0.39
SK INNOVATION CO LTD	380,105.97	6.32	9.32	-
S-OIL CORP	273,613.53	7.57	10.31	1.36
HANWHA CHEMICAL CORP	125,086.53	8.82	11.43	0.58
HYOSUNG CORPORATION	121,087.34	7.56	7.43	1.75
IDEMITSU KOSAN CO LTD	83,628.10	8.69	5.85	2.89
TONENGENERAL SEKIYU KK	161,208.72	9.24	9.69	4.03
JX HOLDINGS INC	330,611.34	9.87	7.65	3.65
FORMOSA PETROCHEMICAL CORP	827,457.22	12.97	18.20	1.05
RELIANCE INDUSTRIES LTD	1,736,322.67	8.22	10.97	0.99
BHARAT PETROLEUM CORP LTD	337,242.17	6.57	9.81	1.42
SINOPEC SHANGHAI PETROCHE-A	272,494.81	8.48	18.72	-
Average	328,758.13	7.95	10.66	1.51

Source: Bloomberg and FSS Research

ความเสี่ยง

ผลประกอบการของผันผวนตามส่วนต่างราคา เนื่องจากผลกำไรขึ้นอยู่กับส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ ซึ่งมีลักษณะเป็นวัฏจักร และ ขึ้นอยู่กับหลายปัจจัยซึ่งอยู่เหนือการควบคุมของบริษัท เช่น ภาวะเศรษฐกิจ สภาพอากาศ อุปสงค์และอุปทานของผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมและปิโตรเคมี ปัจจัยทางการเมือง อุบัติเหตุ โครงสร้างการกำหนดราคา นโยบายของรัฐบาลและกฎหมาย ปริมาณการผลิตจากผู้ผลิตรายใหม่ เป็นต้น

ผลประกอบการได้รับผลกระทบจากราคาน้ำมันดิบ เนื่องจากบริษัทต้องสำรองน้ำมันดิบคงคลังตามกฎหมาย จึงมีความเสี่ยงจากราคาน้ำมันที่ผันผวน ทำให้เกิดผลกำไร/ขาดทุนจากสต็อกน้ำมัน อย่างไรก็ตาม ความผันผวนจากราคาน้ำมันเป็นความเสี่ยงที่เกิดจากราคาน้ำมันในตลาดโลกซึ่งไม่สามารถหลีกเลี่ยงได้

การหยุดเดินเครื่องจักรนอกแผนที่วางไว้ โดยทั่วไป จะมีแผนการหยุดเพื่อซ่อมบำรุงใหญ่ และอาจมีการหยุดเดินเครื่องจักรบางส่วนระหว่างการตามความจำเป็น ทั้งนี้ การหยุดเดินเครื่องจักรนอกแผนกำหนดเป็นเวลานานอาจทำให้ปริมาณผลิตภัณฑ์ที่ได้น้อยลง ส่งผลให้รายได้และผลประกอบการไม่เป็นไปตามคาดหมาย

Income Statement (Consolidated)						Cash Flow Statement (Consolidated)					
(Bt mn)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(Bt mn)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Revenue	552,881	574,010	394,165	328,604	381,246	Net profit	33,140	15,035	20,118	25,676	25,683
Cost of sales	500,673	543,647	355,730	285,687	338,582	Depre. & amortization	16,737	17,371	16,551	17,265	18,204
Gross profit	52,208	30,363	38,435	42,916	42,664	Change in working capital	-10,402	10,612	4,371	8,632	-6,793
SG&A	14,025	14,565	12,261	10,221	11,859	Other operating CF	6,730	2,623	7,474	5,597	3,701
Operating profit	38,183	15,798	26,174	32,695	30,805	Cash flow from operations	46,205	45,641	48,514	57,171	40,794
Other income	3,231	916	2,945	1,543	1,543	Capital expenditure	17,910	20,066	16,024	19,246	24,675
EBIT	41,414	16,714	29,118	34,238	32,348	Other investing CF	4,362	5,461	0	0	0
EBITDA	58,362	34,219	43,752	49,960	49,009	Cash flow from investing	22,272	25,527	16,024	19,246	24,675
Interest charge	6,084	5,487	5,228	4,247	3,701	Free cash flow	23,933	20,114	32,490	37,924	16,119
Tax on income	1,976	559	1,426	2,864	2,865	Net borrowings	-16,633	-1,974	-23,088	-13,349	-9,430
Earnings after tax	32,708	13,532	20,218	25,776	25,783	Equity capital raised	-340	0	0	0	0
Minority interest	-432	-1,503	100	100	100	Dividends paid	-18,346	-14,198	-11,270	-8,258	-11,556
Net profit	33,140	15,035	20,118	25,676	25,683	Other adjustments	-1,301	-7,109	-7,258	-5,381	-3,485
Extraordinary items	-646	2,864	-2,246	-1,350	0	Cash flow from financing	-36,620	-23,281	-41,616	-26,988	-24,470
Normalized earnings	33,786	12,171	22,364	27,026	25,683	Net change in cash	-12,687	-3,167	-9,126	10,936	-8,351

Balance Sheet (Consolidated)						Important Ratios (Consolidated)					
(Bt mn)	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2013	2014	2015E	2016E	2017E
Cash	18,582	15,415	6,289	17,225	8,874	Growth (%)					
Current investment	25,801	31,989	31,989	31,989	31,989	Revenue	-2.3	3.8	-31.3	-16.6	16.0
Accounts receivable	58,388	40,749	34,549	28,802	33,416	EBITDA	2.1	-41.4	27.9	14.2	-1.9
Inventory	50,240	35,762	35,176	28,250	33,481	Net profit	-2.5	-54.6	33.8	27.6	0.0
Other current asset	7,504	7,625	7,625	7,625	7,625	Normalized earnings	4.2	-64.0	83.7	20.8	-5.0
Total current assets	160,515	131,540	115,628	113,892	115,385	Profitability (%)					
PPE	230,934	231,209	230,531	232,361	238,681	Gross profit margin	9.4	5.3	9.8	13.1	11.2
Other assets	41,261	42,003	42,038	42,073	42,108	EBITDA margin	10.6	6.0	11.1	15.2	12.9
Total Assets	432,710	404,752	388,197	388,326	396,175	EBIT margin	7.5	2.9	7.4	10.4	8.5
Short-term loans	4,599	3,919	3,919	0	0	Normalized profit margin	6.1	2.1	5.7	8.2	6.7
Account payable	45,655	22,936	20,521	16,481	19,532	Net profit margin	6.0	2.6	5.1	7.8	6.7
Current maturities	19,839	23,088	9,430	9,430	9,430	Normalized ROA	7.8	3.0	5.8	7.0	6.5
Other current lia.	13,129	11,853	11,853	11,853	11,853	Normalize ROE	13.8	5.0	8.9	10.1	9.1
Total current lia.	83,222	61,796	45,723	37,764	40,815	Normalized ROCE	10.9	4.6	7.6	9.3	8.7
Long-term debt	95,784	91,241	81,811	72,381	62,951	Risk (x)					
Other LT liabilities	8,345	9,839	9,839	9,839	9,839	D/E	0.76	0.67	0.55	0.45	0.40
Total LT liabilities	104,129	101,080	91,650	82,220	72,790	Net D/E	0.69	0.61	0.52	0.38	0.37
Total liabilities	187,351	162,876	137,373	119,984	113,605	Net debt/EBITDA	2.89	4.31	3.00	2.06	2.14
Registered capital	45,088	45,088	45,088	45,088	45,088	Per share data (Bt)					
Paid-up capital	45,088	45,088	45,088	45,088	45,088	Reported EPS	7.35	3.33	4.46	5.69	5.70
Share Premium	48,724	48,724	48,724	48,724	48,724	EPS - Full Dilution	7.35	3.33	4.46	5.69	5.70
Legal reserve	4,513	4,513	4,513	4,513	4,513	Normalized EPS	7.49	2.70	4.96	5.99	5.70
Retained earnings	125,511	127,268	136,116	153,534	167,661	EBITDA	12.94	7.59	9.70	11.08	10.87
Others	14,667	13,833	13,833	13,833	13,833	Book value	52.90	53.10	55.06	58.93	62.06
Minority Interest	6,856	2,450	2,550	2,650	2,750	Dividend	3.40	2.37	2.05	2.56	2.56
Shareholders' equity	245,359	241,876	250,824	268,342	282,569	Par	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00
						Valuations (x)					
						P/E	6.67	14.69	10.98	8.60	8.60
						Norm P/E	6.54	18.15	9.88	8.17	8.60
						P/BV	0.93	0.92	0.89	0.83	0.79
						EV/EBITDA	5.20	8.60	6.41	5.13	5.21
						Dividend yield (%)	6.9	4.8	4.2	5.2	5.2

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 อัลมาลิค 25 อาคารอัลมาลิค 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 บางกระบือ 3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ กรุงเทพมหานคร	สาขา อิสรไทย ทาวเวอร์ 2034/52 อาคารอิสรไทย ทาวเวอร์ ชั้น 11 ยูนิค 11-07/01 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง กรุงเทพมหานคร	สาขา บางนา 1093 อาคารเซ็นทรัลซิตีทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 1093/105 หมู่ 12 ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา เขตบางนา กรุงเทพมหานคร	สาขา สินธร 1 130-132 อาคารสินธร ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร	สาขา สินธร 2 130-132 อาคารสินธร ทาวเวอร์ 3 ชั้น 24 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร
สาขา สินธร 3 130-132 อาคารสินธร ทาวเวอร์ 3 ชั้น 19 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร กรุงเทพมหานคร	สาขา ลาดพร้าว 555 อาคารระสา ทาวเวอร์ 2 ยูนิค 1106 ชั้น 11 ถ.พหลโยธิน แขวงจตุจักร เขตจตุจักร กรุงเทพมหานคร	สาขา ประชาชื่น 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร กรุงเทพมหานคร	สาขา รัชสิต 1/832 พหลโยธิน 60 ต.คูคต 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.อุดรคชฎี 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.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 ปัตตานี 300/69-70 หมู่ 4 ต.ระสมิแล 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 เชื่อถือได้ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ใน รายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้อ่านลงทุน ลงทุนซื้อหรือ ขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้อ่านควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ 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 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)