

AOT

บมจ. ท่าอากาศยานไทย

Current	Previous	Close	16 TP	Exp Return	Support	Resistance	Anti-corrupt	CGR 2014
HOLD	HOLD	293	305	+ 4.1%	290 - 286	296 - 303	Declared	▲▲▲▲

Consolidated Earnings - Ended September				
BT (mn)	2014	2015E	2016E	2017E
Normalized earnings	12,029	16,254	17,618	19,088
Net profit	12,220	16,476	17,618	19,088
Normalized EPS (Bt)	8.42	11.38	12.33	13.36
EPS (Bt)	8.55	11.53	12.33	13.36
% growth Y-Y	-25.2	34.8	6.9	8.3
Dividend (Bt)	4.60	2.88	3.08	3.34
BV/share (Bt)	68.1	73.3	82.5	92.5
EV/EBITDA (x)	20.7	16.9	16.0	15.1
Normalized PER (x)	34.8	25.8	23.8	21.9
PER (x)	34.3	25.4	23.8	21.9
PBV (x)	4.3	4.0	3.6	3.2
Dividend yield (%)	1.6	1.1	1.1	1.1
YE No. of shares (million)	1,429	1,429	1,429	1,429
No. of shares - full				
dilution	1,429	1,429	1,429	1,429
Par (Bt)	10.0	10.0	10.0	10.0

Source: Company data, FSS estimates

Share data	
Close (05/10/2015)	293.00
SET Index	1,363.17
Foreign limit/actual (%)	30.00/13.58
Paid-up shares (million)	1,428.57
Free float (%)	29.99
Market cap (Bt mn)	418,571.01
Avg daily T/O (Bt mn) (2015 YTD)	1,013.50
Hi, lo, avg (Bt) (2015 YTD)	333.00, 252.00, 289.81

Source: Setsmarts

รอบท่ใหม่กับ Phrase II ของ AOT

เราประเมินราคาเหมาะสมปี 2016 ของ AOT เท่ากับ 305 บาท โดยวิธี DCF อิงสมมติฐาน WACC ที่ 9.3% และ CAGR 6.1% ต่อปี เราคาดว่ากำไรสุทธิในปี 2015 (ต.ค. 2014 - ก.ย. 2015) จะโตสูงถึง 35%Y-Y จากฐานกำไรที่ต่ำเพราะผลกระทบจากการเมืองในปี 2014 แต่คาดว่าอัตราการเติบโตของกำไรในช่วง 3 ปีข้างหน้า (ปี 2016-18) จะชะลอเหลือเพียงเฉลี่ย 7.4% ต่อปี เพราะ AOT ได้ใช้อัตรากำลังการผลิตเต็มที่มา 2 ปีแล้ว ในขณะที่จำนวนนักท่องเที่ยวยังเติบโตได้อย่างแข็งแกร่ง แต่ท่าอากาศยานไม่สามารถรองรับความต้องการที่เพิ่มขึ้นอย่างมากได้ทันทั่วทั้งและระหว่างนี้ต้องแบกรับการลงทุนจากการขยายสนามบินสุวรรณภูมิส่วนที่ 2 ราว 61.7 พันล้านบาทอีก 4 ปีข้างหน้าก่อนจะกลับมาเติบโตได้อีกครั้งในปี 2019 เราจึงแนะนำ "ถือ"

อุตสาหกรรมท่องเที่ยว Outperform การส่งออกทั้งประเทศ

การท่องเที่ยวในปี 2015 (ต.ค. 14 - ก.ย. 15) กลับมาฟื้นตัวและเติบโตอย่างแข็งแกร่งตั้งแต่ช่วงเดือนต.ค. 14 - มี.ค. 15 (ช่วง High season) มีแรงสนับสนุนหลักจากการขยายตัวของนักท่องเที่ยวจีน โดยอัตราการเติบโตเฉลี่ยในระยะ 5 ปีที่ผ่านมา (ต.ค. 10 - ก.ย. 14) สูงถึง 46% นอกจากนี้ เมื่อเทียบอัตราการเติบโตของรายได้การท่องเที่ยว การส่งออก และ GDP รวมเฉลี่ยทุกไตรมาสตลอด 5 ปี (ม.ค 10 - ธ.ค. 14) รายได้จากการท่องเที่ยวโตสูงกว่าทั้ง GDP ประเทศและการส่งออกราว 2 - 6x อย่างไรก็ตาม สาธารณูปโภคและโครงสร้างพื้นฐานในประเทศไทยยังมีข้อจำกัดอยู่มากจึงอาจทำให้บริษัทไม่สามารถรองรับความต้องการได้ทันทั่วทั้ง โดยท่าอากาศยานสุวรรณภูมิยังมีขีดความสามารถที่จะรองรับผู้โดยสารได้เพียง 45 ล้านคนต่อปี ณ 3Q15 ซึ่งใน 2 ปีที่ผ่านมา (FY2013-14) มีการ Over Utilized ให้บริการผู้โดยสารมากถึง 50.9 และ 46.5 ล้านคนตามลำดับ

คาดการณ์กำไรสุทธิ 4Q15 ลดลง 11.7%Q-Q แต่เพิ่มขึ้น 58.3%Y-Y

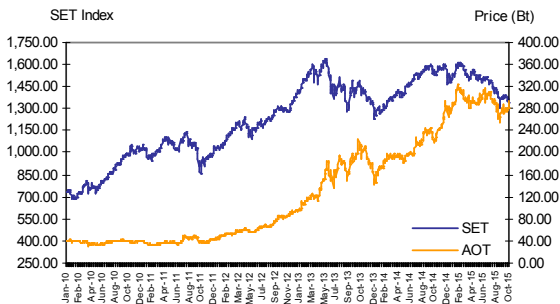
คาดการณ์กำไรสุทธิ 4Q15 (มิ.ย. - ก.ย.15) เท่ากับ 3,598 ล้านบาท แม้จะเป็นไตรมาสที่มีค่าใช้จ่ายจากผลประโยชน์พนักงานสูงสุดของปี แต่เพราะการท่องเที่ยวฟื้นตัวจากวิกฤตทางการเมืองอย่างโดดเด่นตั้งแต่ต้นปี (ต.ค. 14) เราจึงคาดว่ารายได้ของ AOT จะเพิ่มขึ้นทั้ง 8%Q-Q และ 30%Y-Y ทำให้กำไรสุทธิจะเติบโตได้สูงถึง 58.3%Y-Y

ประมาณการกำไรสุทธิ 2015 (มิ.ย. 14 - ก.ย.15) เติบโตแข็งแกร่งแต่จะชะลอลงในระยะถัดไป

ประมาณการกำไรสุทธิปี 2015 เท่ากับ 16,476 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 35%Y-Y โดยมีปัจจัยบวกจากการฟื้นตัวของธุรกิจท่องเที่ยว โดย ณ 11M15 (ต.ค.14 - ส.ค.15) นักท่องเที่ยวชาวต่างชาติเพิ่มขึ้น 23%Y-Y เป็น 27.6 ล้านคน ทำให้ปริมาณเที่ยวบินรวม 6 สนามบินขยายตัว 15.7%Y-Y และจำนวนผู้โดยสารเติบโตราว 22.5%Y-Y นอกจากนี้ เราคาดว่าจำนวนผู้โดยสารในปี 2016 จะเพิ่มขึ้น 8.3%Y-Y เพราะ AOT จะสามารถรับรู้รายได้จาก Terminal 2 ที่สนามบินดอนเมือง และ Terminal ใหม่ ณ สนามบินนานาชาติภูเก็ต อย่างไรก็ตาม แม้กำลังการรองรับผู้โดยสารทั้ง 6 สนามบินจะขยายตัวเป็น 101 ล้านคน (จาก 83.5 ล้านคน) แต่เราคาดว่ารายได้ทั้งหมดในปี 2016 เติบโตเพียง 6.1%Y-Y ซึ่งชะลอลงจากปี 2015 ที่ 19.1%Y-Y เพราะเป็นการฟื้นตัวจากฐานต่ำในปี 2014 และทำให้กำไรสุทธิปี 2016 เพิ่มขึ้น 7%Y-Y เป็น 17,618 ล้านบาท และเติบโต 8.3%Y-Y เท่ากับ 19,088 ล้านบาทในปี 2017

ประเมินมูลค่าใหม่ของ AOT ปี 2016 เท่ากับ 305 บาท โดยวิธี DCF

เราประเมินมูลค่าของ AOT ด้วยวิธี DCF อิงสมมติฐาน WACC ที่ 9.3% และอัตราการเติบโตเฉลี่ยเท่ากับ 6% ต่อปี จึงทำให้ได้ราคาเหมาะสมใหม่ปี 2016 ของ AOT เท่ากับ 305 บาท และคงคำแนะนำ "ถือ" โดยเราคาดว่ารายได้รวมของ AOT ปี 2016-17 จะเติบโตในอัตราที่ชะลอเหลือ 6.1%Y-Y และ 5.7%Y-Y ตามลำดับเนื่องจากความสามารถในการรองรับผู้โดยสารและการขนส่งทางอากาศยังจำกัด และบริษัทจะต้องแบกรับการลงทุนเพิ่มเติมราว 61.7 พันล้านบาทเพื่อก่อสร้างท่าอากาศยานสุวรรณภูมิส่วนที่ 2 ในอีก 4 ปีข้างหน้า



Source: SET

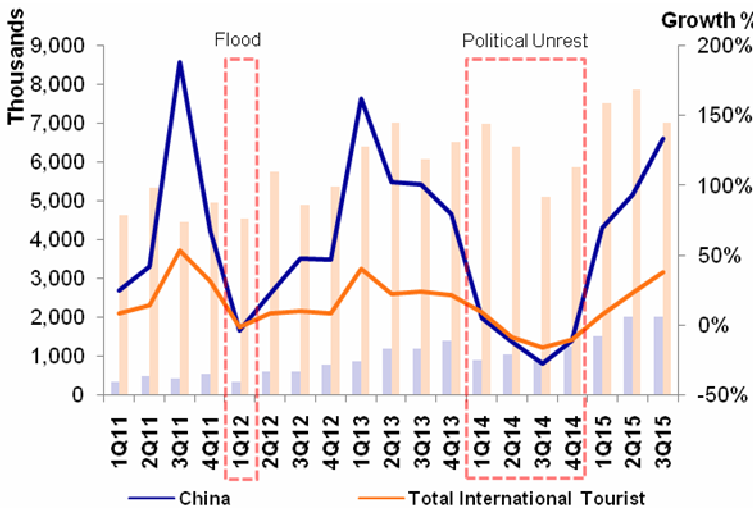
Analyst: Jitra Amornthum
 Register No.: 014530
 Assistant Analyst : Tirada Kulsuppaisarn
 Tel.: +662 646 9966
 email: jitra.a@fnsyrus.com
 www.fnsyrus.com

ประเด็นการลงทุน

แนวโน้มอุตสาหกรรมการท่องเที่ยว Outperform การส่งออกของประเทศ

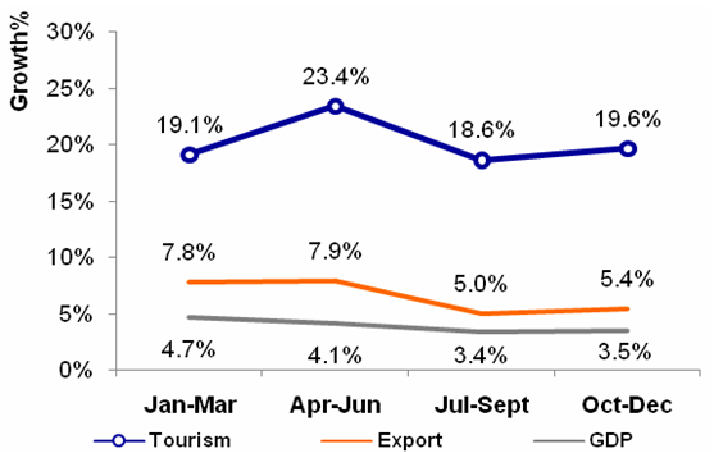
แนวโน้มอุตสาหกรรมท่องเที่ยวในปี 2015 (ต.ค. 14 – ก.ย. 15) พื้นตัวและเติบโตได้อย่างแข็งแกร่งตั้งแต่ช่วงเดือนตุลาคม 14 – มีนาคม 15 ซึ่งเป็นช่วง High season ของอุตสาหกรรม โดยปัจจัยสนับสนุนหลักจะมาจาก การขยายตัวของนักท่องเที่ยวชาวจีน ซึ่งมีอัตราการเติบโตเฉลี่ยในระยะเวลา 5 ปีที่ผ่านมา (ต.ค. 10 – ก.ย. 14) สูงถึง 46% และคิดเป็นกว่า 29% ของจำนวนนักท่องเที่ยวทั้งหมด ณ 3Q15 (เม.ษ. – มิ.ย. 15) นอกจากนี้ อุตสาหกรรมท่องเที่ยวยังสร้างรายได้ที่เติบโตได้สูงกว่าการส่งออกที่มีน้ำหนักมากที่สุดของ GDP ประเทศ เพราะเมื่อเปรียบเทียบอัตราการเติบโตเฉลี่ยทุกไตรมาสตลอด 5 ปี (ม.ค 10 – ธ.ค. 14) จะเห็นว่ารายได้จากการท่องเที่ยวขยายตัวสูงกว่าการเติบโตของทั้ง GDP ประเทศและการส่งออกราว 2 – 6 เท่า ดังนั้น แนวโน้มของธุรกิจการท่องเที่ยวในประเทศไทยกำลังอยู่ในขาขึ้นอย่างเห็นได้ชัด อย่างไรก็ตาม กลุ่มธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยว เช่น กลุ่มสายการบิน หรือธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับการขนส่งทางอากาศอาจยังไม่สามารถรองรับความต้องการที่เพิ่มขึ้นอย่างมากได้ทันทั่วทั้ง เพราะสาธารณูปโภคและโครงสร้างพื้นฐานในประเทศไทยยังมีข้อจำกัดอยู่มาก ซึ่งท่าอากาศยานสุวรรณภูมิมีขีดความสามารถที่จะรองรับผู้โดยสารได้เพียง 45 ล้านคนต่อปี ณ 3Q15 แต่ใน 2 ปีที่ผ่านมา (FY2013-14) กลับมีการ Over Utilized และให้บริการผู้โดยสารมากถึง 50.9 และ 46.5 ล้านคนตามลำดับ

Figure 1: International Tourist Arrivals (Fiscal Year)



Sources: Department of Tourism

Figure 2: Thailand's GDP, Export and Tourism Cash Account

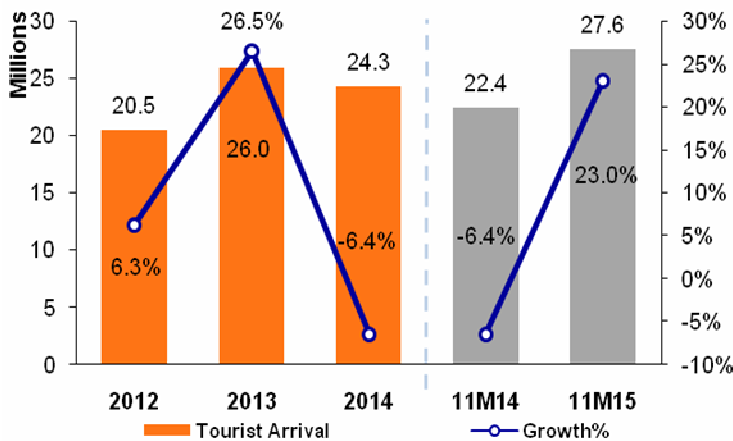


Source: Bank of Thailand, FSS Research

คาดการณ์กำไรสุทธิ 4Q15 (มิ.ย. – ก.ย.15) ลดลง 11.7%Q-Q แต่เพิ่มขึ้นแรง 58.3%Y-Y

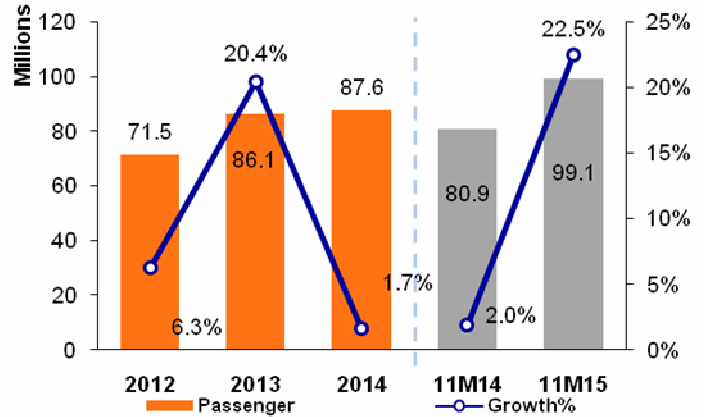
คาดการณ์กำไรสุทธิของ AOT ณ 4Q15 เท่ากับ 3,598 ล้านบาท แม้ไตรมาส 4 จะเป็นไตรมาสที่มีค่าใช้จ่ายจากผลประโยชน์พนักงานสูงสุดของทุกปี และรายได้มักจะชะลอลงตามปัจจัยทางฤดูกาล แต่เพราะการท่องเที่ยวสามารถฟื้นตัวจากเหตุการณ์ทางการเมืองได้อย่างโดดเด่นตั้งแต่ต้นปี เราจึงคาดว่ารายได้ของ AOT ใน 4Q15 จะเพิ่มขึ้นทั้ง 8%Q-Q และ 30%Y-Y ส่งผลให้กำไรสุทธิจะยังคงสามารถเติบโตได้อย่างแข็งแกร่งถึง 58.3%Y-Y

Figure 3: Thailand's International Tourist Arrivals



Sources: Department of Tourism

Figure 4: AOT's Total Passenger

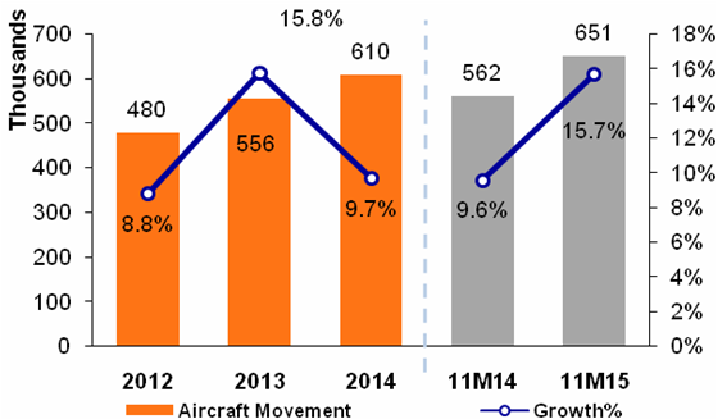


Source: Company Data, FSS Research

ประมาณการกำไรสุทธิ 2015 (มิ.ย. 14 – ก.ย.15) เติบโตอย่างแข็งแกร่งแต่จะชะลอลงในระยะถัดไป

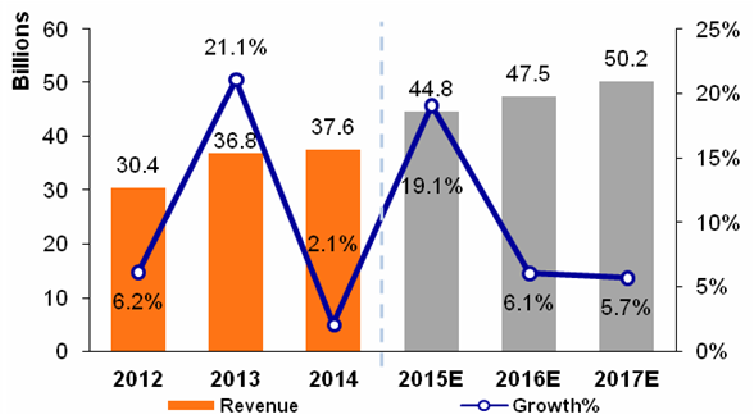
ประมาณการกำไรสุทธิปี 2015 เท่ากับ 16,476 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 35%Y-Y โดยมีปัจจัยบวกที่สำคัญมาจากการฟื้นตัวของธุรกิจท่องเที่ยวในประเทศ โดยสถิตินักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้าประเทศไทย ณ 11M15 (ต.ค.14 – ส.ค.15) เพิ่มขึ้น 23%Y-Y เป็น 27.6 ล้านคน ส่งผลให้ปริมาณเที่ยวบินรวม 6 สนามบินใน 11M15 ขยายตัว 15.7%Y-Y เท่ากับ 650,601 เที่ยวบิน และประกอบด้วยแรงสนับสนุนจากภาครัฐที่เน้นการท่องเที่ยวในประเทศ โดยการให้มีวันหยุดพิเศษเพิ่มเติมต่างๆ จึงทำให้จำนวนผู้โดยสารรวมเติบโตราว 22.5%Y-Y เป็น 99 ล้านคน นอกจากนี้ เราคาดว่าจำนวนผู้โดยสารในปี 2016 จะเพิ่มขึ้น 8.3%Y-Y เพราะ AOT จะสามารถรับรู้รายได้จาก Terminal 2 ที่สนามบินดอนเมือง และ Terminal ใหม่ ณ สนามบินนานาชาติภูเก็ต อย่างไรก็ตาม แม้กำลังการรองรับผู้โดยสารทั้ง 6 สนามบินจะขยายตัวเป็น 101 ล้านคนจากปัจจุบัน 83.5 ล้านคน แต่เราคาดว่ารายได้ทั้งหมดในปี 2016 เติบโตเพียง 6.1%Y-Y ซึ่งชะลอลงจากปี 2015 ที่ 19.1%Y-Y เพราะเป็นการฟื้นตัวจากฐานต่ำในปี 2014 และทำให้ประมาณการกำไรสุทธิปี 2016 เพิ่มขึ้น 7%Y-Y เป็น 17,618 ล้านบาท และเติบโต 8.3%Y-Y เท่ากับ 19,088 ล้านบาทในปี 2017

Figure 5: Aircraft Movement



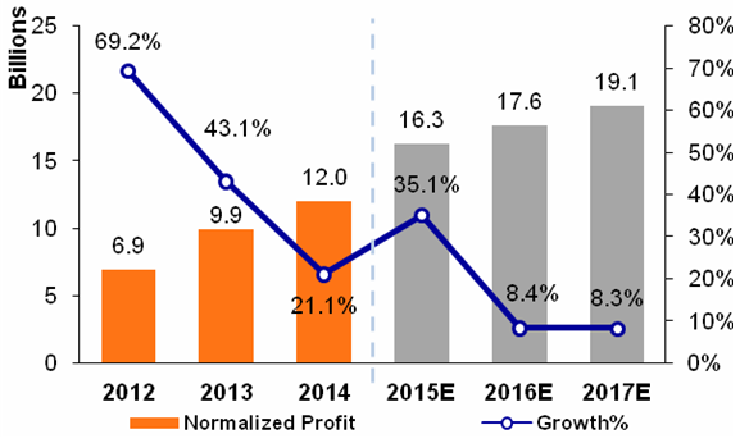
Sources: Company Data, FSS Research

Figure 6: Forecasting Total Revenue



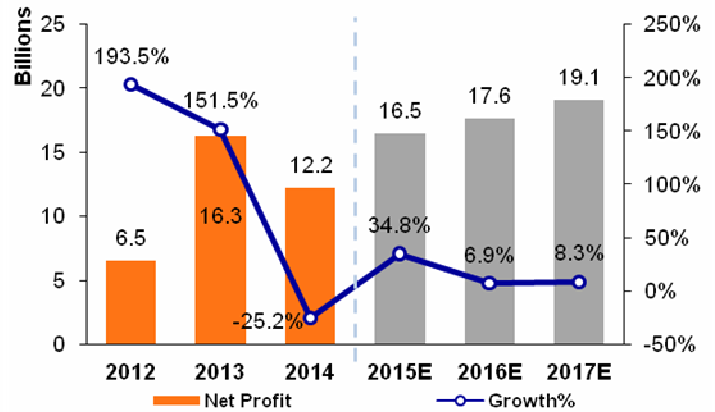
Source: Company Data, FSS Research

Figure 7: Forecasting Normalized Profit



Sources: Company Data, FSS Research

Figure 8: Forecasting Net Profit



Source: Company Data, FSS Research

การประเมินมูลค่าหุ้น

ประเมินมูลค่าใหม่ของ AOT ปี 2016 เท่ากับ 305 บาท โดยวิธี DCF

เนื่องจากบริษัทเป็นผู้ให้บริการเพียงรายเดียวที่มีขนาดใหญ่ที่สุดในประเทศ ซึ่งทำให้การประกอบธุรกิจของ AOT มีความมั่นคงสูงมาก และบริษัทยังมีกระแสเงินสดที่ค่อนข้างสม่ำเสมอ เพราะธุรกิจได้ผ่านจุดคุ้มทุนจากการลงทุนครั้งแรกเพื่อสร้างและปรับปรุงสนามบินหลายแห่งไปแล้วในอดีต ดังนั้น เราจึงประเมินมูลค่าหุ้นของ AOT ด้วยวิธี Discount Cash flow หรือ วิธีส่วนลดกระแสเงินสด โดยตั้งสมมติฐาน WACC ที่ 9.3% และอัตราการเติบโตเฉลี่ยเท่ากับ 6.1% ต่อปี และทำให้ได้ราคาเหมาะสมใหม่ปี 2016 ของ AOT เท่ากับ 305 บาท

AOT	2016E
Method	DCF
NPV	435,405
CGAR	6.1%
WACC	9.3%
Target Price	305

Source: FSS Research

เราคงแนะนำ “ถือ” ณ ราคาเป้าหมายใหม่ปี 2016 ที่ 305 บาท

คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2016-17 เพิ่มขึ้น 7%Y-Y และ 8.3%Y-Y เป็น 17,618 ล้านบาท และ 19,088 ล้านบาทตามลำดับ ซึ่งเป็นการเติบโตในอัตราที่ลดลงจากปี 2015 เท่ากับ 35%Y-Y แม้อุตสาหกรรมการท่องเที่ยวจะเติบโตค่อนข้างดีมาก แต่เนื่องจากความสามารถในการรองรับผู้โดยสารและการขนส่งทางอากาศยังคงถูกจำกัดไว้ เราจึงคาดว่ารายได้รวมของ AOT ปี 2016-17 จะเติบโตในอัตราที่ชะลอลงจากปี 2015 ราว 19.1%Y-Y เหลือเพียง 6.1%Y-Y และ 5.7%Y-Y ตามลำดับ ทั้งนี้ บริษัทยังต้องแบกรับการลงทุนเพิ่มเติมราว 61.7 พันล้านบาทเพื่อเป็นการก่อสร้างท่าอากาศยานสุวรรณภูมิส่วนที่ 2 ในช่วง 4 ปีข้างหน้า เราจึงคงคำแนะนำ “ถือ” สำหรับ AOT ณ ราคาเป้าหมายใหม่ปี 2016 ที่ 305 บาท

ปัจจัยความเสี่ยง

- 1. ความเสี่ยงด้านกลยุทธ์** ทอท. เป็นผู้ให้บริการการขึ้น-ลงของอากาศยานเชิงพาณิชย์ต่างๆ ดังนั้น ขนาดและพื้นที่ผิวของทางวิ่งและทางขับจึงมีความสำคัญมากต่อการดำเนินงานของบริษัท ประกอบกับแนวโน้มปริมาณการจราจรทางอากาศที่ขยายตัวอย่างมากในเวลาอันสั้น บริษัทจึงอาจได้รับความเสี่ยงเมื่อพื้นที่ผิวทางวิ่งและทางขับชำรุด หรือ พื้นที่ผิวไม่อยู่สภาพที่สมบูรณ์เพียงพอ อย่างไรก็ตาม ทอท. ได้ทำแผนรับมือ โดยแบ่งแผนออกเป็น 3 ระยะ คือ การแก้ไขระยะสั้น ระยะกลาง และระยะยาว ซึ่งบริษัทมีการซ่อมแซมชั่วคราวในฤดูฝนอยู่เป็นประจำ และจะทำการซ่อมแซมแบบถาวรโดยการเปลี่ยนวัสดุพื้นผิวให้เป็นคอนกรีตต่อไป
- 2. ความเสี่ยงด้านกฎระเบียบ** การดำเนินงานของทอท. จะอยู่ภายใต้การดูแลและกฎระเบียบของกรมการบินพลเรือน ดังนั้น บริษัทจึงต้องปฏิบัติตามข้อกำหนดของรัฐและคู่มือการดำเนินงานสนามบินเพื่อให้ได้มาตรฐานทั้งทางกายภาพและการอำนวยความสะดวกของการเดินอากาศ นอกจากนี้ ทอท. ยังต้องจัดระบบนิรภัย ระบบรักษาความปลอดภัย และเป็นผู้จัดการสนามบินที่ได้รับการรับรอง ดังนั้น บริษัทจึงมีความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของกฎระเบียบ และอาจไม่สามารถทำให้ทุกท่าอากาศยานได้ตามมาตรฐานอย่างทั่วถึง
- 3. ความเสี่ยงด้านการปฏิบัติการ** ทอท. จะได้รับความเสี่ยงจากปัจจัยภายนอกที่ไม่อาจควบคุมได้ ได้แก่ ความเสี่ยงจากภัยธรรมชาติ ความเสี่ยงจากปัญหาการเมือง และความเสี่ยงจากโรคระบาด อย่างไรก็ตาม ทอท. ได้มีการทบทวนและปรับปรุงแผนรับมือกับสถานการณ์ฉุกเฉินอยู่เสมอ และยังมีการเตรียมความพร้อมสำหรับภัยพิบัติจากธรรมชาติและโรคระบาดอีกด้วย
- 4. ความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจบริการ** เนื่องจากหนี้สินส่วนใหญ่ของทอท. อยู่ในสกุลเยน บริษัทจึงมีความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนที่ผันผวนอยู่เสมอ ดังนั้น ทอท. จึงได้ดำเนินการป้องกันความเสี่ยงแล้วกว่า 94% ของภาระหนี้ที่กู้ยืมจาก JICA ทั้งหมด

Income Statement (Consolidated) - Ended September

(Bt mn)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Revenue	36,810	37,585	44,757	47,478	50,193
Cost of sales	16,443	17,508	18,522	19,227	19,932
Gross profit	20,367	20,077	26,235	28,250	30,261
SG&A	5,303	4,985	5,814	6,167	6,520
Operating profit	15,064	15,093	20,421	22,083	23,741
Other income	1,727	1,821	1,539	1,215	1,230
EBIT	16,791	16,914	21,960	23,298	24,971
EBITDA	21,566	22,564	27,810	29,128	30,772
Interest charge	1,977	1,836	1,544	1,255	1,089
Tax on income	4,869	3,007	4,147	4,409	4,776
Earnings after tax	9,944	12,071	16,269	17,634	19,105
Minority Interests	9.45	41.83	14.96	16.21	17.57
Norm profit	9,935	12,029	16,254	17,618	19,088
Extraordinary items	6,412	191	222	0	0
Net profit	16,347	12,220	16,476	17,618	19,088

Cash Flow Statement (Consolidated) - Ended September

(Bt mn)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Net profit	16,347	12,220	16,476	17,618	19,088
Depreciation etc.	4,775	5,650	5,849	5,830	5,801
Change in working capital	2,845	-836	-1,730	-1,334	-341
Other adjustments	0	0	0	0	0
Cash flow from operation	23,968	17,035	20,595	22,114	24,548
Capital expenditures	-7,498	-8,517	-5,227	-5,370	-9,493
Others	5,113	5,962	-40	0	0
Cash flow from investing	-2,384	-2,555	-5,267	-5,370	-9,493
Free cash flow	21,584	14,480	15,329	16,744	15,055
Net borrowings	-14,078	-6,650	-4,849	-3,421	-3,421
Equity capital raised	0	0	0	0	0
Dividend paid	-2,571	-6,571	-4,118	-4,404	-4,771
Others	2,280	2,672	-3,230	0	0
Cash flow from financing	-14,369	-10,549	-12,198	-7,825	-8,192
Net Change in cash	7,215	3,931	3,131	8,920	6,863

Balance Sheet (Consolidated) - Ended September

(Bt mn)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Cash	39,271	43,203	46,334	55,253	62,116
Current investment	0	0	0	0	0
Accounts receivable	3,444	3,109	2,977	4,823	5,099
Inventory	206	195	224	290	306
Other current asset	610	848	281	281	281
Total current assets	43,532	47,355	49,817	60,648	67,803
Investment	13,648	9,118	8,820	8,820	8,820
PPE	91,406	94,282	93,665	93,205	96,896
Other assets	4,474	3,034	3,367	3,367	3,367
Total Assets	153,061	153,789	155,668	166,038	176,885
Short-term loans	5	11	25	25	25
Account payable	7046	7436	6849	7740	8024
Current maturities	4,455	3,960	3,789	3,475	3,142
Other current liabilities	7,946	7,100	5,445	5,445	5,445
Total current liabilities	19,452	18,508	16,108	16,686	16,637
Long-term debt	37,328	30,679	25,830	22,408	18,987
Other LT liabilities	4,541	7,355	9,076	9,076	9,076
Total non-cu	41,869	38,033	34,906	31,485	28,063
Total liabilities	61,321	56,541	51,014	48,171	44,701
Registered capital	14,286	14,286	14,286	14,286	14,286
Paid-up capital	14,286	14,286	14,286	14,286	14,286
Share Premium	12,568	12,568	12,568	12,568	12,568
Legal reserve	1429	1429	1429	1429	1429
Retained earnings	62818	68023	75524	88739	103056
Others	479	739	632	632	632
Minority Interest	161	203	215	215	215
Shareholders' equity	91,740	97,247	104,653	117,868	132,185

Important Ratios (Consolidated) - Ended September

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Growth (%)					
Sales	21.1	2.1	19.1	6.1	5.7
EBITDA	25.6	4.6	23.2	4.7	5.6
Net profit	151.5	-25.2	34.8	6.9	8.3
Norm profit	43.1	21.1	35.1	8.4	8.3
Profitability Ratios (%)					
Gross profit margin	55.3	53.4	58.6	59.5	60.3
EBITDA margin	58.6	60.0	62.1	61.4	61.3
EBIT margin	45.6	45.0	49.1	49.1	49.7
Norm profit margin	27.0	32.0	36.3	37.1	38.0
Net profit margin	44.4	32.5	36.8	37.1	38.0
Normalized ROA	6.6	7.8	10.5	11.0	11.1
Normalized ROE	11.7	12.7	16.1	15.8	15.3
Normalized ROCE	12.6	12.5	15.7	15.6	15.6
Risk (x)					
D/E	0.46	0.36	0.28	0.22	0.17
Net D/E	0.38	0.28	0.28	0.22	0.17
Net debt/EBITDA	1.6	1.2	1.1	0.9	0.7
Per share data (Bt)					
Reported EPS	11.44	8.55	11.53	12.33	13.36
Norm EPS	6.95	8.42	11.38	12.33	13.36
EBITDA	15.10	15.79	19.47	20.39	21.54
Book value	64.22	68.07	73.26	82.51	92.53
Dividend	1.80	4.60	2.88	3.08	3.34
Par (Bt)	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00
Valuations (x)					
P/E	25.6	34.3	25.4	23.8	21.9
Norm P/E	42.1	34.8	25.8	23.8	21.9
P/BV	4.6	4.3	4.0	3.6	3.2
EV/EBITDA	21.9	20.7	16.9	16.0	15.1
Dividend Yield	1.1	1.6	1.1	1.1	1.1

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 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 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 ยูนิค 1106 ชั้น 11 ถ.พหลโยธิน แขวงจตุจักร เขตจตุจักร กรุงเทพมหานคร	สาขา ประชาชื่น 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร กรุงเทพมหานคร	สาขา รัชสีด 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 (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. หนองแก่ง 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.วิเชียรโชภุค 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 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.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 บิดธานี 300/69-70 หมู่ 4 ต.ระมุณีแล 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 บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดๆ ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้อื่นนำข้อมูลและความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า

การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

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

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 2	Declared	ประกาศเจตนารมณ์	มีการประกาศเจตนารมณ์เข้าเป็นแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านการทุจริต (CAC) หรือโครงการต่อต้านทุจริตที่กำหนดให้องค์กรต้องมีกระบวนการในตนเองเดียวกัน
ระดับ 1	Committed	มีนโยบาย	มีคำมั่นหรือมติดคณะกรรมการในเรื่องการดำเนินธุรกิจที่จะไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตและการดูแลให้บริษัทปฏิบัติตามให้เป็นไปตามกฎหมายที่เกี่ยวข้อง
*	Insufficient or not clearly defined policy		เปิดเผยบ้างแต่ไม่มีนโยบายที่ชัดเจน
**	Data not available / no policy		ไม่เปิดเผยหรือไม่มีนโยบาย

ข้อมูล Anti-corruption Progress Indicator ประจำปี 2557 จาก สถาบันไทยพัฒนา (ข้อมูล ณ วันที่ 27 กรกฎาคม 2558)