

หุ้นตัวเล็กที่เติบโตสูง

▶ ผู้นำธุรกิจเอทานอลในประเทศ

บริษัท ไทย อะโกร เอ็นเนอร์ยี จำกัด (มหาชน) (TAE) ถือเป็นผู้ผลิตเอทานอลที่มีกำลังการผลิตสูงสุดเป็นอันดับ 3 ของผู้ผลิตเอทานอลในประเทศไทย คิดเป็นสัดส่วนราว 10% ของกำลังการผลิตเอทานอลรวมที่มี 3.9 ล้านลิตรต่อวัน ด้วยส่วนแบ่งตลาดในปัจจุบันที่ 7.1% โดยมีเป้าหมายที่จะเพิ่มส่วนแบ่งตลาดอย่างต่อเนื่อง การระดมทุนครั้งนี้มีวัตถุประสงค์ที่จะใช้ลงทุนก่อสร้างระบบผลิตไฟฟ้าด้วยก๊าซชีวภาพเพื่อลดต้นทุนค่าไฟฟ้าระยะยาว และเพิ่มประสิทธิภาพการทำการกำไรของบริษัท

▶ คาด EPS ในช่วง 3 ปีข้างหน้า เติบโต 28.5% p.a. (CAGR)

ฝ่ายวิจัยคาดว่า EPS ในระยะ 3 ปีข้างหน้า (2557-2559) จะเติบโตเฉลี่ยถึง 28.5% p.a. (CAGR) จากปริมาณจำหน่ายเอทานอลที่เพิ่มขึ้นเฉลี่ย 17% p.a. สอดคล้องกับนโยบายส่งเสริมของภาครัฐหลังจากที่ยกเลิกน้ำมันเบนซิน 91 และนโยบายสนับสนุนรถยนต์คันแรกที่เน้น Eco car ซึ่งล้วนทำให้ความต้องการใช้เอทานอลสำหรับเชื้อเพลิงเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยยะ รวมถึงแนวโน้มต้นทุนที่คาดว่าจะลดลงจากโครงการระบบผลิตไฟฟ้าด้วยก๊าซชีวภาพทั้ง 2 เฟส (3 เมกะวัตต์) ซึ่งจะช่วยประหยัดต้นทุนค่าไฟฟ้าในระยะยาว

▶ Fair Value ปี 2557 อิง DCF คือ 2.90 บาทต่อหุ้น

TAE จัดเป็นหุ้น Growth stock ในกลุ่มพลังงานและสาธารณูปโภค ที่คาดว่าราคาหุ้นจะสามารถ Outperform ตลาดฯ ได้ภายหลังการเข้าจดทะเบียนในตลาดฯ โดยฝ่ายวิจัยประเมิน Fair value ปี 2557 เท่ากับ 2.90 บาท อิงวิธี DCF (WACC 11.70%) หรือเทียบเท่า PER และ PBV ปี 2557 ที่ระดับ 12 เท่า และ 1.8 เท่า ตามลำดับ ซึ่งถือว่าสอดคล้องกับค่าเฉลี่ยของผู้ประกอบการเอทานอลที่จดทะเบียนในตลาดทั่วโลก บวกกับคาดการณ์ Dividend Yield เฉลี่ยสูงถึง 7-9%p.a. ใน 3 ปี ข้างหน้า

หมวดพลังงาน

บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส จำกัด (มหาชน) จะเข้าร่วมเป็นผู้จัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่มทุนของ TAE ในครั้งนี้ โดยการจัดทำเอกสารฉบับนี้เพื่อวัตถุประสงค์ในการนำเสนอข้อมูลและบทความการวิเคราะห์เท่านั้น การตัดสินใจลงทุนขึ้นกับดุลยพินิจของนักลงทุน
ระยะเวลาห้ามเผยแพร่รายงานฉบับนี้ (Black out period) เริ่ม 6 พ.ค. 2557 จนถึงวันสุดท้ายของระยะเวลาจองซื้อ

ข้อมูลการกระจายหุ้น IPO

หุ้น IPO (ล้านหุ้น)	
- ประชาชนทั่วไป	191 ล้านหุ้น
- ผู้ถือหุ้น LANNA	105.04 ล้านหุ้น
ราคา IPO (บาท)	
- ประชาชนทั่วไป	N.A.
จำนวนหุ้น (ล้านหุ้น)	
- ก่อน IPO	800 ล้านหุ้น
- หลัง IPO	1,000 ล้านหุ้น
ราคาพาร์ (บาท)	1 บาทต่อหุ้น
ทุนเรียกชำระแล้ว (ล้านบาท)	
- ก่อน IPO	800
- หลัง IPO	1,000
นโยบายจ่ายเงินปันผล	60% ของกำไร

โครงสร้างผู้ถือหุ้น

	ก่อน IPO	หลัง IPO
บริษัท ลานนา รีซอร์สเซส (LANNA)	75.7%	51%
กลุ่มลิมิตินะบุตร	4.6%	3.6%
อื่นๆ	19.7%	26.3%
ประชาชนทั่วไป	-	19.1%
รวม	100%	100%

Key Data (ล้านบาท)

FY: ปีค 31 ธ.ค.	FY55A	FY56A	FY57F	FY58F	FY59F
ยอดขาย	1,350	1,659	2,425	2,644	2,727
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	164	118	250	296	312
EPS (บาท)	0.21	0.15	0.25	0.30	0.31
PER (เท่า)	9.8	13.6	8.0	6.7	6.4
DPS (บาท)	0.00	0.00	0.15	0.18	0.19
Dividend Yield (%)	0.0%	0.0%	7.5%	8.9%	9.4%
BVS (บาท)	1.36	1.38	1.60	1.72	1.84
PBV (เท่า)	1.5	1.5	1.2	1.2	1.1
ROE (%)	16.5	10.8	18.5	17.9	17.5

ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASP

นลินรัตน์ กิตติกำพลรัตน์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 018350

✉ nalinrat.re@asiaplus.co.th

ธิปวัช สุวรรณธำรงค์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 034124

✉ thiptawat@asiaplus.co.th

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ อย่างไรก็ดี บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าจะประการใด ๆ บทวิเคราะห์นี้เป็นเอกสารนี้จัดทำขึ้นโดยอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมีได้เป็นการชี้แนะ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับผู้อ่าน ผู้จัดทำ หรือผู้เผยแพร่ใด ๆ กับ บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่ว่าจะกรณีใด

ระดมทุน IPO เพื่อสร้างโรงไฟฟ้า ลดต้นทุนในระยะยาว

บริษัท ไทย อะโกร เอ็นเนอร์ยี่ จำกัด (มหาชน) (TAE) จดทะเบียนจัดตั้งเมื่อวันที่ 25 ต.ค. 2544 ด้วยทุนจดทะเบียนเริ่มแรก 10 ล้านบาท เพื่อดำเนินธุรกิจผลิตและจำหน่ายเอทานอลเพื่อใช้เป็นเชื้อเพลิง ต่อมาเมื่อวันที่ 18 มิ.ย. 2546 บริษัท ลานนา รีซอร์สเซส จำกัด (มหาชน) (LANNA) ได้เข้ามาซื้อหุ้นสามัญเพิ่มทุนของ TAE จนทำให้ LANNA เป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ในสัดส่วน 75% ของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายทั้งหมด ปัจจุบัน TAE ประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายเอทานอลที่มีความบริสุทธิ์ 99.5% เพื่อใช้เป็นเชื้อเพลิง โดย TAE จำหน่ายเอทานอลแปลงสภาพให้กับบริษัทผู้ค้าน้ำมันตามมาตรา 7 ของพรบ.การค้าน้ำมันเชื้อเพลิง พ.ศ.2543 เพื่อนำไปผสมกับน้ำมันเบนซินในอัตราส่วนร้อยละ 10, ร้อยละ 20 และ ร้อยละ 85 ได้เป็นน้ำมันแก๊สโซฮอล์ E10, น้ำมันแก๊สโซฮอล์ E20 และ น้ำมันแก๊สโซฮอล์ E85 ตามลำดับ สำหรับใช้เป็นเชื้อเพลิงในรถยนต์เพื่อทดแทนการใช้น้ำมันเบนซิน

TAE ดำเนินธุรกิจหลักผลิตและจำหน่ายเอทานอลแปลงสภาพ

ปัจจุบัน TAE มีโรงงานผลิตเอทานอล โดยใช้เทคโนโลยีของ MAGUIN INTERIS ประเทศฝรั่งเศส กำลังการผลิตรวม 3.65 แสนลิตรต่อวัน หรือ 120.7 ล้านลิตรต่อปี แบ่งเป็น 2 สายการผลิต ดังสรุปในตาราง

สายการผลิตเอทานอลของ TAE

	สายการผลิตที่ 1	สายการผลิตที่ 2*
กำลังการผลิตเต็มที่	165,000 ลิตรต่อวัน	200,000 ลิตรต่อวัน
วัตถุดิบที่ใช้ในการผลิต	กากน้ำตาล	กากน้ำตาล/มันสำปะหลัง
วันที่เริ่มรายได้	31 มกราคม 2548	2 เมษายน 2555

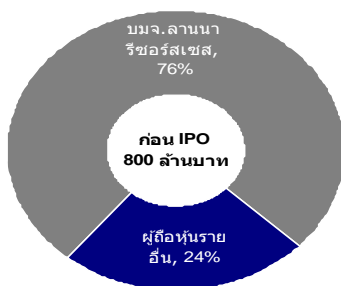
* ปัจจุบัน สายการผลิตที่ 2 สามารถใช้กากน้ำตาลเป็นวัตถุดิบในการผลิตได้เพียงอย่างเดียว โดยบริษัทฯ กำลังอยู่ระหว่างการปรับปรุงกระบวนการผลิตในส่วนของภาคเตรียมมันสำปะหลัง คาดว่าจะแล้วเสร็จภายในงวด 2Q57

ที่มา : TAE

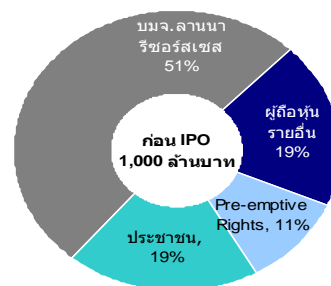
ปัจจุบัน TAE มีทุนจดทะเบียนจำนวน 1,000 ล้านบาท มูลค่าที่ตราไว้ (PAR) หุ้นละ 1 บาท แบ่งเป็นทุนจดทะเบียนเรียกชำระแล้วจำนวน 800 ล้านบาท และส่วนที่เหลืออีก 200 ล้านบาท ซึ่งเป็นจำนวนหุ้นสามัญเพิ่มทุนใหม่ รวมกับจำนวนหุ้นสามัญเดิมที่ถือโดย LANNA อีก 96.04 ล้านบาท นั้น ทาง TAE จะนำมาเสนอขายหุ้นสามัญแก่ประชาชน (IPO) ซึ่งคิดเป็นสัดส่วน 29.6% ของทุนเรียกชำระแล้วหลัง IPO

โดยการเสนอขายหุ้นจะแบ่งเป็น 2 ส่วน ได้แก่ 1) เสนอขายต่อประชาชน จำนวน 191 ล้านบาท และ 2) เสนอขายต่อผู้ถือหุ้นสามัญของ LANNA จำนวน 105.04 ล้านบาท

โครงสร้างผู้ถือหุ้นก่อนทำ IPO



โครงสร้างผู้ถือหุ้นหลังทำ IPO



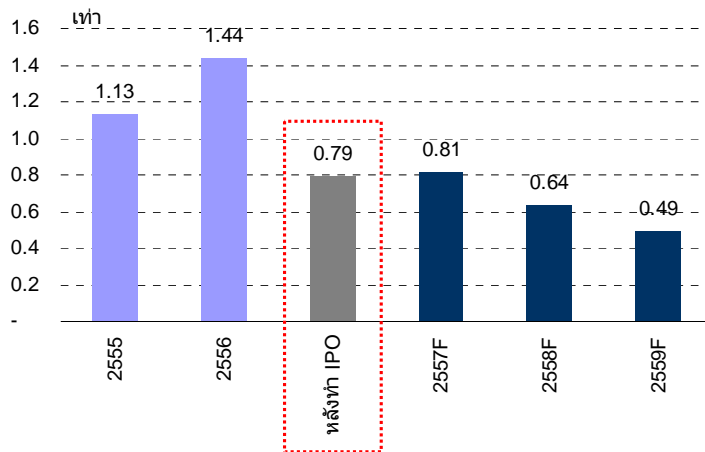
ที่มา : TAE

วัตถุประสงค์ของการเพิ่มทุนในครั้งนี้เพื่อใช้ลงทุนก่อสร้างระบบผลิตไฟฟ้าด้วยก๊าซชีวภาพ สำหรับใช้ในโรงงานผลิตเอทานอลของ TAE รวมถึงใช้ชำระเงินกู้ยืม และเป็นเงินทุนหมุนเวียนในบริษัท ทั้งนี้ฝ่ายวิจัยคาดว่าจะได้รับจากการระดมทุนโดยการออก IPO ในครั้งนี้จะอยู่ที่ราว 400-500 ล้านบาท เพื่อให้สามารถเดินหน้าโครงการลงทุนได้ตามแผนที่วางไว้

จากแผนการลงทุนก่อสร้างระบบผลิตไฟฟ้าด้วยก๊าซชีวภาพทั้ง 2 เฟส เพื่อลดต้นทุนการผลิตของ TAE ฝ่ายวิจัยคาดว่าจะต้องใช้เงินลงทุน (CAPEX) ราว 190 ล้านบาท ในปี 2557 อย่างไรก็ตามหากพิจารณาจากกระแสเงินสดที่มีอยู่ในมือ ณ สิ้นปี 2556 ที่ 12 ล้านบาท บวกกับเงินที่ระดมทุนได้จากการทำ IPO ในครั้งนี้ที่คาดการณ์ราว 400-500 ล้านบาท และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่เกิดขึ้นในแต่ละปีที่คาดว่าจะเฉลี่ยราว 300 ล้านบาท อีกทั้งยังมีความสามารถที่จะกู้ยืมจากสถาบันการเงินเพิ่มเติมได้ สะท้อนได้จากอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E ratio) ของ TAE ณ สิ้นปี 2556 ซึ่งอยู่ที่ 1.44 เท่า และคาดหมายหลังจากการเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนของประชาชนในครั้งนี้จะช่วยลด D/E ratio ให้ลดลงเหลือเพียง 0.79 เท่า หลังเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนครั้งนี้

อัตราส่วน D/E ของ TAE จะลดลงเหลือเพียง 0.79 เท่า หลังเสนอขายหุ้นเพิ่มทุน IPO ครั้งนี้

อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน ก่อน และหลังการเพิ่มทุน



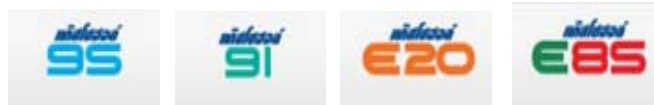
ที่มา : TAE / ฝ่ายวิจัย ASP

เดินหน้าเพิ่มกำลังการผลิตพร้อมลดต้นทุน

TAE ประกอบธุรกิจผลิตเอทานอลที่มีความบริสุทธิ์ 99.5% โดยปริมาตร แต่ด้วยข้อกำหนดของกรมสรรพสามิต การจำหน่ายเอทานอลของบริษัทฯ ต้องอยู่ในรูปของเอทานอลแปลงสภาพ (Denatured Ethanol) คือ การนำเอทานอล 99.5% มาผสมกับน้ำมันเบนซินหรือแก๊สโซฮอล์ 0.5% เพื่อแสดงให้เห็นว่าเอทานอลดังกล่าวมีวัตถุประสงค์เพื่อนำไปใช้เป็นเชื้อเพลิง ทั้งนี้ TAE ได้ทำการจำหน่ายเอทานอลแปลงสภาพให้กับบริษัทผู้ค้าน้ำมันตามมาตรา 7 ของพรบ.การค้าน้ำมันเชื้อเพลิง พ.ศ. 2543 เพื่อนำไปผสมกับน้ำมันเบนซินในอัตราส่วนร้อยละ 10, ร้อยละ 20 และ ร้อยละ 85 ได้เป็นน้ำมันแก๊สโซฮอล์ E10 น้ำมันแก๊สโซฮอล์ E20 และ น้ำมันแก๊สโซฮอล์ E85 ตามลำดับ สำหรับใช้เป็นเชื้อเพลิงในรถยนต์เพื่อทดแทนการใช้น้ำมันเบนซิน ซึ่งจะช่วยลดการนำเข้าน้ำมันเชื้อเพลิงและสารปรุงแต่งที่ใช้สำหรับเพิ่มค่าออกเทนในน้ำมันเบนซินที่เรียกว่า MTBE (Methyl Tertiary Butyl Ether) และเป็นการลดมลพิษทางอากาศอีกด้วย เพราะสาร MTBE เป็นสารที่ก่อให้เกิดก๊าซคาร์บอนมอนอกไซด์ในชั้นบรรยากาศ อีกทั้งก่อให้เกิดสารตกค้างและปนเปื้อนกับน้ำใต้ดิน ดังนั้นหากนำเอทานอลไปผสมกับน้ำมันเบนซินในอัตราส่วนที่เหมาะสมทดแทนสาร MTBE จะได้เป็นแก๊สโซฮอล์ ซึ่งเป็นเชื้อเพลิงสะอาด

ปัจจุบัน TAE มีกำลังการผลิตรวม 3.65 แสนลิตรต่อวัน โดยใช้กากน้ำตาลเป็นวัตถุดิบหลัก

เอทานอลสำหรับใช้เป็นเชื้อเพลิง



ที่มา : TAE

ปัจจุบัน TAE มีกำลังการผลิตเอทานอลรวม 3.65 แสนลิตรต่อวัน แบ่งเป็น 2 สายการผลิต ดังนี้

1. สายการผลิตที่ 1 : กำลังการผลิต 1.65 แสนลิตรต่อวัน และใช้กากน้ำตาลเป็นวัตถุดิบ
2. สายการผลิตที่ 2 : กำลังการผลิต 2 แสนลิตรต่อวัน และใช้กากน้ำตาล หรือ มันสำปะหลัง เป็นวัตถุดิบ แต่ทั้งนี้บริษัทฯยังอยู่ระหว่างการปรับปรุงเครื่องจักรเพื่อให้สามารถผลิตเอทานอลโดยใช้มันเส้นเป็นวัตถุดิบได้ คาดจะแล้วเสร็จในงวด 2Q57

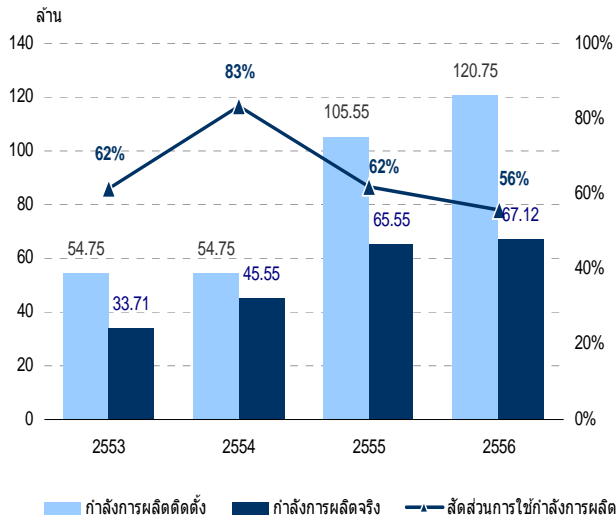
อย่างไรก็ตามปัจจัยในการเลือกใช้วัตถุดิบในการผลิตนั้น จะขึ้นอยู่กับต้นทุนการผลิตและแผนการผลิตของบริษัทเป็นหลัก

อย่างไรก็ตามวัตถุดิบหลักที่ใช้ในการผลิตเอทานอลของ TAE ในปัจจุบันยังคงได้แก่ กากน้ำตาล (Molasses) ซึ่งคิดเป็นสัดส่วน 85% ของต้นทุนการผลิตเอทานอล โดย TAE ได้ทำการสั่งซื้อกากน้ำตาลจากบริษัท น้ำตาลมิตรผล จำกัด เป็นหลัก คิดเป็นสัดส่วนราว 54.2% ของปริมาณกากน้ำตาลที่ใช้ในปี 2556 เนื่องจากโรงงานน้ำตาลมิตรผลตั้งอยู่ในบริเวณใกล้เคียงกับโรงงานของ TAE ทำให้ราคาซื้อกากน้ำตาลที่รวมต้นทุนค่าขนส่งจากมิตรผลอยู่ในระดับต่ำกว่าการซื้อจากแหล่งอื่น ทั้งนี้ TAE มีการทำสัญญาซื้อขายกากน้ำตาลกับมิตรผลจำนวน 2 แสนตันต่อปี เป็นระยะเวลา 15 ปี เริ่มตั้งแต่ปี 2548 ถึงปี 2562 อย่างไรก็ตามเพื่อเป็นการลดความเสี่ยงจากการพึ่งพิงผู้ผลิตกากน้ำตาลน้อยราย TAE ได้มีการสั่งซื้อกากน้ำตาลจากผู้ผลิตและผู้จัดจำหน่ายกากน้ำตาลรายอื่นๆอีกประมาณ 7 ราย รวมถึงล่าสุดได้มีการทำสัญญาซื้อขายกากน้ำตาลระยะยาวเพิ่มเติมจากผู้ผลิตกากน้ำตาลรายอื่น ได้แก่ บริษัท น้ำตาลนครเพชร และบริษัท มิตรเกษตรอุทัยธานี โดยมีระยะเวลาของสัญญา 5 ปี เริ่มตั้งแต่วันที่ 1 ม.ค. 2557 ถึง 31 ธ.ค. 2561

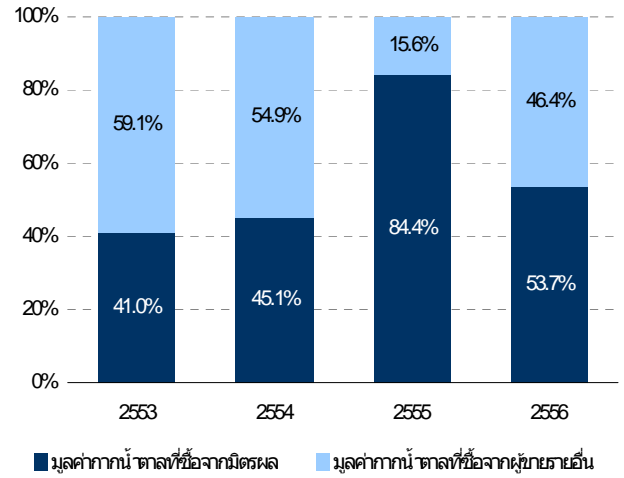
ในส่วนของมันเส้นนั้น คาดจะใช้เป็นวัตถุดิบทดแทนในสายการผลิตที่ 2 ของ TAE หลังจากมีการปรับปรุงเครื่องจักรให้สามารถรองรับการผลิตเอทานอลโดยใช้มันเส้นได้ในงวด 2Q57 ซึ่งปัจจัยหลักที่ใช้ในการพิจารณาเลือกใช้วัตถุดิบในการผลิตเอทานอลของสายการผลิตที่ 2 นั้น จะขึ้นอยู่กับต้นทุนวัตถุดิบ โดยจะเลือกใช้วัตถุดิบที่มีต้นทุนที่ต่ำกว่าในการผลิตเอทานอล ทั้งนี้ TAE ได้มีการเตรียมความพร้อมในการจัดหามันเส้นเพื่อการผลิตเอทานอลจากจังหวัดใกล้เคียง อาทิ กาญจนบุรี อุทัยธานี นครสวรรค์ และกำแพงเพชร ซึ่งเป็นพื้นที่ที่มีการปลูกมันสำปะหลังจำนวนมาก

TAE ทำสัญญาซื้อขายกากน้ำตาลระยะยาวกับมิตรผล เป็นหลัก

กำลังการผลิตเอทานอลของ TAE



สัดส่วนมูลค่ากากน้ำตาลที่ซื้อจากมิตรผล



ที่มา : TAE

นอกจากแผนการเพิ่มกำลังการผลิต TAE ได้ให้ความสำคัญในการบริหารต้นทุนการผลิตเพื่อเพิ่มความสามารถในการทำกำไร และความสามารถในการแข่งขัน โดยปัจจุบัน TAE ได้มีการลดต้นทุนการผลิตผ่านกระบวนการดังนี้

- 1) การใช้ก๊าซชีวภาพที่ได้จากกระบวนการบำบัดน้ำเสียที่เกิดจากกระบวนการผลิตเอทานอล ในการผลิตไอน้ำเพื่อใช้ในกระบวนการผลิตเอทานอลตั้งแต่ปี 2556 จากเดิมที่ใช้น้ำมันเตาเป็นเชื้อเพลิง ทำให้ TAE สามารถประหยัดต้นทุนค่าเชื้อเพลิงได้สูงถึง 4.50 บาทต่อลิตรเอทานอล ปัจจุบัน TAE มีป้อนผลิตก๊าซชีวภาพจำนวน 4 ป้อน กำลังการผลิตรวม 1.42 แสนลบ.ม.ต่อวัน
- 2) การก่อสร้างระบบผลิตไฟฟ้าชีวภาพเพื่อใช้ภายในโรงงานผลิตเอทานอล เนื่องจากมีปริมาณก๊าซชีวภาพเหลือจากการใช้เป็นเชื้อเพลิงในการผลิตไอน้ำจำนวน 1.6 หมื่นลบ.ม.ต่อวัน ซึ่งเพียงพอที่จะใช้ในการผลิตไฟฟ้าเพื่อใช้เองในโรงงาน จึงมีแผนลงทุนก่อสร้างระบบผลิตไฟฟ้าด้วยก๊าซชีวภาพดังกล่าวสำหรับใช้ในโรงงานผลิตเอทานอล ซึ่งแบ่งออกเป็น 2 เฟส ดังนี้

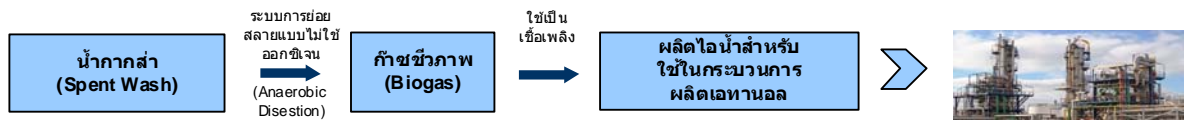
เฟสที่ 1 : การก่อสร้างระบบผลิตไฟฟ้าด้วยก๊าซชีวภาพขนาด 1.0 เมกะวัตต์ - ใช้เงินลงทุนราว 51 ล้านบาท คาดจะก่อสร้างแล้วเสร็จ และเริ่มจ่ายไฟฟ้าเข้าระบบได้ในงวด 3Q57

เฟสที่ 2 : การปรับปรุงระบบผลิตไฟฟ้าด้วยก๊าซชีวภาพป้อนที่ 1 (ABR) ที่ชำรุด และก่อสร้างระบบผลิตไฟฟ้าด้วยก๊าซชีวภาพขนาด 2.0 เมกะวัตต์ - ใช้เงินลงทุนราว 139 ล้านบาท คาดจะก่อสร้างแล้วเสร็จ และเริ่มจ่ายไฟฟ้าเข้าระบบได้ในช่วงปลายปี 2557

- 3) การเลือกใช้อัตถุดิบในการผลิตเอทานอลได้ระหว่าง กากน้ำตาล และ มันเส้น สำหรับสายการผลิตที่ 2 (กำลังการผลิต 2 แสนลิตรต่อวัน) ซึ่งเป็นการเพิ่มความยืดหยุ่นของบริษัทในการบริหารต้นทุนการผลิตให้มีประสิทธิภาพสูงสุด ซึ่งหากราคาของวัตถุดิบชนิดใดมีแนวโน้มสูงขึ้น ก็จะสามารถหันไปใช้วัตถุดิบอีกชนิดหนึ่งในการผลิตเอทานอลแทนได้

เดินหน้าลดต้นทุนระยะยาว โดยใช้ก๊าซชีวภาพเพื่อผลิตไอน้ำ และไฟฟ้า

ระบบผลิตก๊าซชีวภาพของ TAE



บ่อผลิตก๊าซชีวภาพ	อัตราการรับน้ำเสีย (ลบ.ม.ต่อวัน)		อัตราการเกิดก๊าซชีวภาพ (ลบ.ม.ต่อวัน)
	กรณีใช้น้ำตาล	กรณีใช้น้ำมัน	
บ่อ 1 ABR	----- อยู่ระหว่างการปรับปรุง -----		
บ่อ 2 UASB	400	1,200	20,000
บ่อ 3 MCL 1	1,000	1,000	50,000
บ่อ 4 MCL 2	1,500	1,500	72,000
รวม	2,900	3,700	142,000

ที่มา : TAE

ผู้นำตลาดเอทานอลในประเทศ

TAE ถือเป็น 1 ใน 3 ของผู้ผลิตและจำหน่ายเอทานอลสำหรับใช้เป็นเชื้อเพลิงรายใหญ่ของประเทศ และเป็นผู้ผลิตเอทานอลรายแรกที่ได้รับใบอนุญาตเป็นผู้ค้าน้ำมันตามมาตรา 10 ของ พ.ร.บ. การค้าน้ำมันเชื้อเพลิง พ.ศ. 2543 จึงทำให้มีกลุ่มลูกค้าที่มีการติดต่อทำธุรกิจกันมาเป็นเวลานาน ประกอบกับการที่ TAE มุ่งเน้นการสร้างความสัมพันธ์ที่ดีกับลูกค้าเพื่อให้ลูกค้าเกิดความเชื่อมั่น และไว้ใจในกระบวนการผลิตและการบริการที่มีประสิทธิภาพของบริษัทฯ ส่งผลให้ลูกค้าซึ่งเป็นผู้ค้าน้ำมันรายใหญ่ อาทิ PTT, BCP, ESSO, IRPC และ TOP เป็นต้น มีการทำสัญญาซื้อขายเอทานอลกับ TAE อย่างต่อเนื่อง โดยปกติแล้วอายุของสัญญาจะอยู่ประมาณ 3-12 เดือน ขึ้นอยู่กับนโยบายของลูกค้าแต่ละราย ซึ่งในสัญญาจะกำหนดปริมาณเอทานอลแปลงสภาพที่ต้องจัดส่งให้ลูกค้าในระยะเวลาที่แน่นอน ส่วนราคาซื้อขายจะกำหนดเป็นรายไตรมาส

ปัจจุบัน TAE ถือเป็นผู้ผลิตเอทานอลที่มีกำลังการผลิตสูงสุดเป็นอันดับ 3

ผู้ประกอบการเอทานอล 5 อันดับแรก ของประเทศ

ลำดับ	บริษัท	โรงงาน	กำลังการผลิต (ลิตร/วัน)	วัตถุดิบหลักในการผลิต
1	กลุ่มมิตรผล	บริษัท เพโตรกรีน จำกัด (กาฬสินธุ์)	230,000	กากน้ำตาล
		บริษัท มิตรผล ไบโอฟูเอล จำกัด (ชัยภูมิ)	230,000	กากน้ำตาล
		บริษัท มิตรผล ไบโอฟูเอล จำกัด (ด่านช้าง)	200,000	กากน้ำตาล
		บริษัท แม่สอดพลังงานสะอาด จำกัด	200,000	อ้อย
		รวม	860,000	
2	บริษัท อุบล ไบโอบี เอทานอลจำกัด	บริษัท อุบล ไบโอบี เอทานอลจำกัด	400,000	มันสด/มันเส้น
3	บมจ.ไทย อะโกร เอ็นเนอร์ยี	บมจ. ไทย อะโกร เอ็นเนอร์ยี เฟส 1	150,000	กากน้ำตาล
		บมจ. ไทย อะโกร เอ็นเนอร์ยี เฟส 2	200,000	กากน้ำตาล/มันเส้น
		รวม	350,000	
4	บริษัท ดับเบิลเอ เอทานอล จำกัด	บริษัท ดับเบิลเอ เอทานอล จำกัด เฟส 1	250,000	มันสด/มันเส้น
5	บริษัท เอกริบพัฒนา จำกัด	บริษัท เอกริบพัฒนา จำกัด	230,000	กากน้ำตาล

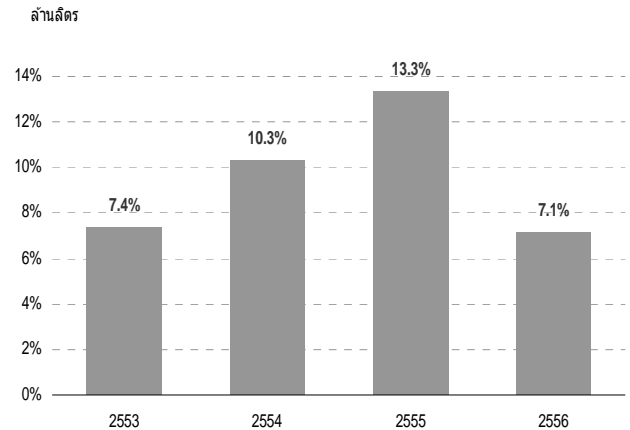
ที่มา : TAE

TAE เป็นผู้ผลิตเอทานอลที่มีกำลังการผลิตสูงสุดเป็นอันดับ 3 ของผู้ผลิตเอทานอลในประเทศไทย คิดเป็นสัดส่วนราว 10% ของกำลังการผลิตเอทานอลรวมที่ 3.9 ล้านลิตรต่อวัน และมีส่วนแบ่งตลาดปี 2556 ที่ 7.1% และมีเป้าหมายที่จะเพิ่มส่วนแบ่งตลาดอย่างต่อเนื่องผ่านการพัฒนาคุณภาพของผลิตภัณฑ์และบริการ

จำนวนผู้ผลิตเอทานอล และกำลังการผลิต แยกตามวัตถุดิบ

วัตถุดิบหลักที่ใช้ในการผลิต	จำนวน (โรงงาน)	กำลังการผลิตติดตั้ง (ล้านลิตร/วัน)
1. ผู้ผลิตเอทานอลจากกากน้ำตาล	14	2.41
2. ผู้ผลิตเอทานอลจากมันสำปะหลัง	6	1.28
3. ผู้ผลิตเอทานอลจากน้ำอ้อย	1	0.2
รวม	21	3.89

ส่วนแบ่งการตลาดเอทานอลของ TAE



ที่มา : TAE

หากพิจารณาแผนพัฒนาพลังงานทดแทนและพลังงานทางเลือก 25% ใน 10 ปี (พ.ศ.2555-2564) (Alternative Energy Development: AEDP) พบว่าเป้าหมายการผลิตเอทานอลในปี 2564 จะอยู่ที่ 9 ล้านลิตรต่อวัน เพิ่มขึ้นเกือบ 7 เท่าตัวจากการผลิตเอทานอลในปี 2555 ที่ 1.3 ล้านลิตรต่อวัน ด้วยปัจจัยหนุนจากการยกเลิกการใช้ น้ำมันเบนซิน 91 เมื่อวันที่ 1 ม.ค. 2556 รวมถึงการสร้างความมั่นใจให้ประชาชนหันมาใช้แก๊สโซฮอล์ E10, E20 และ E85 เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง

แผนพัฒนาพลังงานทดแทนและพลังงานทางเลือก 25% ใน 10 ปี (พ.ศ.2555-2564) (AEDP)

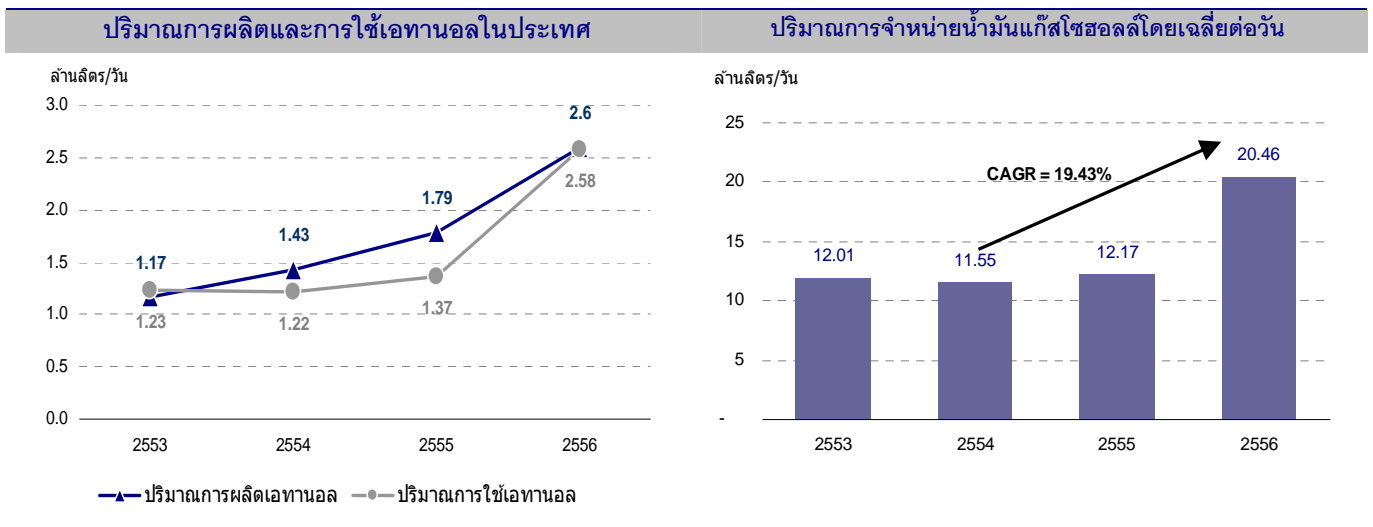
แหล่งพลังงานทดแทน	ปี 2555	ปี 2564
พลังงานทดแทนเพื่อการผลิตไฟฟ้า		
- พลังงานแสงอาทิตย์	250.68 mw	3,000 mw
- พลังงานลม	110.93 mw	1,800 mw
- พลังงานน้ำ	96.02 mw	324 mw
- พลังงานขยะ	42.72 mw	400 mw
- ชีวมวล	1,956.85 mw	4,800 mw
- ก๊าซชีวภาพ	172.85 mw	3,600 mw
- พลังงานรูปแบบใหม่	350 kw	3 mw
พลังงานทดแทนภาคขนส่ง		
- เอทานอล	1.3 ล้านลิตร/วัน	9 ล้านลิตร/วัน
- ไบโอดีเซล	2.54 ล้านลิตร/วัน	7.2 ล้านลิตร/วัน
- เชื้อเพลิงใหม่ทดแทนดีเซล		3.0 ล้านลิตร/วัน
- ก๊าซชีวภาพอัด (CBG)		1,200 ตัน/วัน
พลังงานทดแทนเพื่อการผลิตความร้อน		
- พลังงานแสงอาทิตย์	3.25 ktoe	100 ktoe
- ก๊าซชีวภาพ	421.34 ktoe	1,000 ktoe
- ชีวมวล	4,502.53 ktoe	8,500 ktoe
- พลังงานจากขยะ	78.18 ktoe	200 ktoe

ที่มา : แผนพัฒนาพลังงานทดแทนและพลังงานทางเลือก 25% ใน 10 ปี (พ.ศ.2555-2564) (AEDP)

หมายเหตุ : ปรับเป้าหมายแผนพลังงานทดแทนและพลังงานทางเลือก 25% ใน 10 ปี ตามมติคณะกรรมการนโยบายพลังงานแห่งชาติ (กนช.) ครั้งที่ 2/2556 เมื่อวันที่ 16 กรกฎาคม 2556

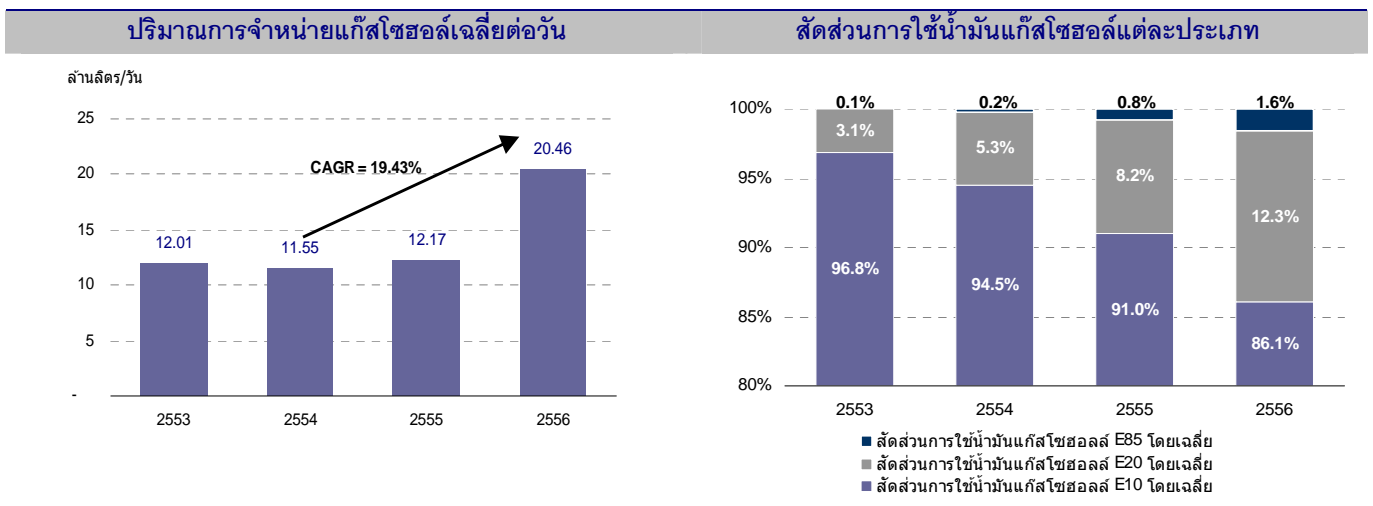
ที่มา : TAE

ในช่วง 4 ปีที่ผ่านมา (2553-2556) ความต้องการใช้เอทานอลในประเทศปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องเฉลี่ย 28.0%p.a. (CAGR) มาอยู่ที่ 2.6 ล้านลิตรต่อวัน ในปี 2556 ซึ่งเป็นการปรับตัวตามปริมาณการใช้น้ำมันแก๊สโซลีนในประเทศที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น 19.4%p.a. (CAGR) มาอยู่ที่ 20.5 ล้านลิตรต่อวัน ในปี 2556 ด้วยปัจจัยผลักดันจากการที่ภาครัฐมีการส่งเสริมให้ใช้พลังงานทดแทน รวมถึงการส่งเสริมให้ประชาชนหันมาใช้แก๊สโซลีนแทนการใช้น้ำมันเบนซินเพื่อลดการพึ่งพาการนำเข้าน้ำมันเชื้อเพลิงและช่วยลดมลพิษทางอากาศ อย่างไรก็ตามหากพิจารณาปริมาณการใช้เอทานอลในปี 2556 พบว่าปรับตัวเพิ่มขึ้นถึง 88.3%yoy มาอยู่ที่ 2.6 ล้านลิตรต่อวัน โดยมีสาเหตุหลักมาจากการที่รัฐบาลได้ประกาศยกเลิกการจำหน่ายน้ำมันเบนซิน 91 ตั้งแต่วันที่ 1 ม.ค. 2556 ทำให้ประชาชนต้องเปลี่ยนมาใช้น้ำมันแก๊สโซลีนเพิ่มขึ้นถึง 68.1%yoy



ที่มา : TAE

และเนื่องจากเอทานอลที่ใช้เป็นเชื้อเพลิงนั้น จะถูกนำไปผสมรวมกับน้ำมันเบนซินในสัดส่วนร้อยละ 10, ร้อยละ 20 และร้อยละ 85 เพื่อเป็นน้ำมันแก๊สโซลีน E10, E20 และ E85 ตามลำดับ ดังนั้นความต้องการใช้เอทานอลสำหรับใช้เป็นเชื้อเพลิงจะแปรผันตามปริมาณการใช้น้ำมันแก๊สโซลีนในประเทศเป็นหลัก โดยในช่วงที่ผ่านมาปริมาณการใช้น้ำมันแก๊สโซลีนในประเทศเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องตามปริมาณรถยนต์ที่เพิ่มขึ้นเฉลี่ย 19.4%p.a. (CAGR) ตั้งแต่ปี 2553 ถึงปี 2556 มาอยู่ในระดับ 20.46 ล้านลิตรต่อวัน



ที่มา : TAE / กรมธุรกิจพลังงาน

อีกทั้งหากพิจารณาสัดส่วนการจำหน่ายน้ำมันแก๊สโซฮอล์จะพบว่า สัดส่วนปริมาณการใช้น้ำมันแก๊สโซฮอล์ที่มีส่วนผสมของเอทานอลที่สูง อาทิ น้ำมันแก๊สโซฮอล์ E20 และน้ำมันแก๊สโซฮอล์ E85 มีการปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยได้รับปัจจัยหนุนจากภาครัฐที่มีมาตรการส่งเสริมการใช้น้ำมันแก๊สโซฮอล์ E20 และ E85 ผ่านกลไกการกำหนดอัตราเงินส่งเข้ากองทุนและอัตราเงินชดเชยของกองทุนน้ำมัน นอกจากนี้ภาครัฐยังมีนโยบายในการกำหนดค่าการตลาดของน้ำมันแก๊สโซฮอล์ E20 และ E85 ให้สูงกว่าน้ำมันแก๊สโซฮอล์ 91 เพื่อเป็นแรงจูงใจในการเร่งขยายสถานีบริการน้ำมันแก๊สโซฮอล์ E20

อัตราเงินส่งเข้ากองทุน และอัตราเงินชดเชยของกองทุนน้ำมัน

(หน่วย: บาท/ลิตร)	น้ำมัน				
	เบนซิน 95	แก๊สโซฮอล์ 95	แก๊สโซฮอล์ 91	แก๊สโซฮอล์ E20	แก๊สโซฮอล์ E85
อัตราเงินส่งเข้ากองทุน	10.00	3.30	1.20		
อัตราเงินชดเชย				1.30	11.60
ค่าการตลาด	0.9623	1.1013	1.1406	1.6333	5.9015
ราคาขายปลีก	48.05	40.53	38.08	35.58	24.28

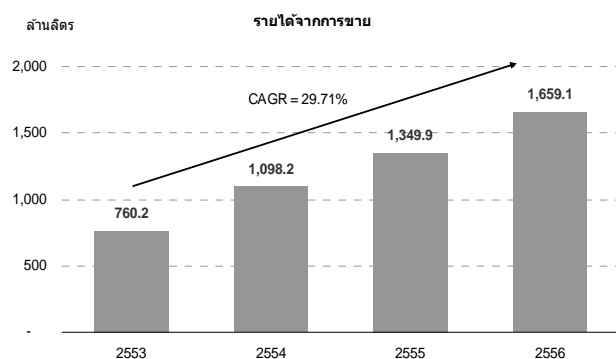
ที่มา : TAE / กรมธุรกิจพลังงาน

คาด EPS 3 ปี ข้างหน้า เติบโตเฉลี่ย 28.5% p.a. (CAGR)

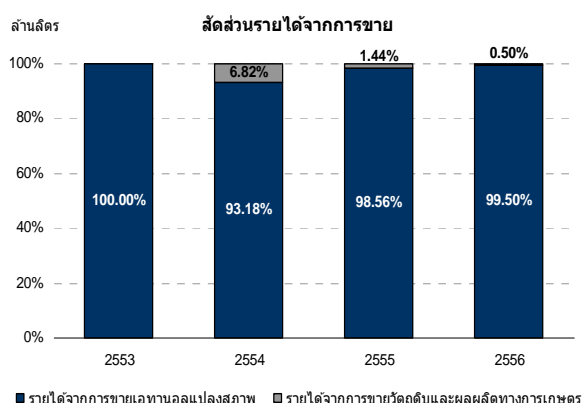
แนวโน้มรายได้ช่วง 4 ปี ที่ผ่านมามี
เติบโตเฉลี่ย 29.7%p.a. (CAGR)

ปัจจุบัน TAE มีรายได้หลักจากการขายเอทานอลแปลงสภาพคิดเป็นสัดส่วน 99.5% ของรายได้รวมในปี 2556 ส่วนที่เหลืออีกราว 0.5% ของรายได้รวมในปี 2556 จะมาจากการขายวัตถุดิบและผลผลิตทางการเกษตร ดังแสดงในแผนภาพ

รายได้จากการขายของ TAE ช่วงปี 2553-2556



สัดส่วนรายได้จากการขาย TAE ช่วงปี 2553-2556



ที่มา : TAE

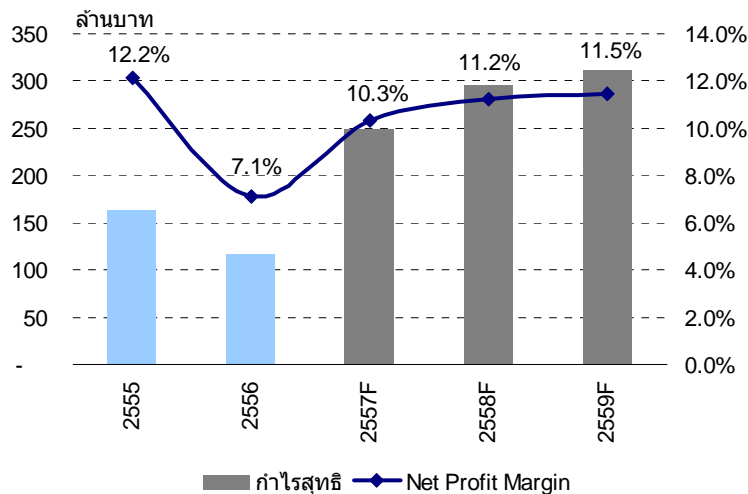
โดยในระยะ 4 ปีที่ผ่านมา (ปี 2553-2556) TAE มีอัตราการเติบโตของรายได้จากการขายเฉลี่ย 29.7% p.a. (CAGR) ซึ่งรายได้ส่วนใหญ่เกือบทั้ง 100% มาจากการผลิตและจำหน่ายเอทานอลแปลงสภาพ โดยการปรับตัวเพิ่มขึ้นของรายได้จากการขายเอทานอลอย่างต่อเนื่องนั้น หลักๆเป็นผลมาจากปริมาณขายที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น สอดคล้องกับแผนส่งเสริมการผลิตและใช้น้ำมันแก๊สโซฮอล์ของภาครัฐ อีกทั้งในเดือน เม.ย. 2555 TAE มีการขยายสายการผลิตที่ 2 กำลังการผลิตเพิ่มอีก 2 แสนลิตรต่อวัน จากเดิมที่มีเพียงสายการผลิตที่ 1 กำลังการผลิต 1.65 แสนลิตรต่อวัน ทำให้ TAE สามารถขยายฐานลูกค้าได้เพิ่มขึ้นจากเดิมในปี 2553-2554 ที่มีลูกค้าที่เป็นบริษัทผู้ค้าน้ำมันรายใหญ่จำนวน 5 ราย

และหากพิจารณาผลการดำเนินงานในระยะ 4 ปี ดังกล่าวพบว่า ในปี 2555-2556 สามารถพลิกกลับมาเป็นกำไรสุทธิได้ 164 และ 117 ล้านบาท ตามลำดับ เทียบกับในปี 2553-2554 ที่เผชิญกับผลขาดทุนสุทธิ 94.5 และ 42.9 ล้านบาท ตามลำดับ ซึ่งนอกเหนือจากรายได้จากการขายเอทานอลที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องดังกล่าวข้างต้นแล้วนั้น ยังมีสาเหตุมาจากต้นทุนวัตถุดิบกากน้ำตาลลดลงจาก 5 พันบาทต่อตัน ในปี 2553 ลดลงเหลือ 4.3 พันบาทต่อตัน ในปี 2554 และเหลือเพียง 3 พันบาทต่อตัน ในปี 2555 ก่อนที่จะดีดตัวขึ้นมาอยู่ที่ 4.3 พันบาทต่อตัน ในปี 2556

หากพิจารณาผลการดำเนินงานของ TAE ในปี 2556 พบว่ากำไรสุทธิเท่ากับ 117.7 ล้านบาท ลดลงถึง 28.3%yoy แม้รายได้จากการขายเอทานอลแปลงสภาพจะปรับตัวเพิ่มขึ้น 22.9%yoy จากทั้งปริมาณขายที่เพิ่มขึ้นจากผลของภาครัฐที่ประกาศยกเลิกการจำหน่ายน้ำมันเบนซิน 91 ใน สติกให้หมดภายในเดือน มี.ค. 2556 จึงทำให้ประชาชนที่ใช้ น้ำมันเบนซิน 91 ต้องเปลี่ยนมาใช้แก๊สโซฮอล์แทน และในขณะเดียวกันราคาขายเอทานอลแปลงสภาพก็ปรับตัวเพิ่มขึ้นด้วยเช่นกัน แต่ทั้งนี้ปัจจัยบวกดังกล่าวถูกกดดันจากต้นทุนวัตถุดิบกากน้ำตาลที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นสูงถึง 43.3%yoy มาอยู่ที่ 4.3 พันบาทต่อตัน รวมถึงค่าใช้จ่ายในการบริหารที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นจากการเดินเครื่องจักรของสายการผลิตที่ 1 เป็นระยะๆ ในช่วงเวลาที่หยุดซ่อมบำรุงเครื่องจักรของสายการผลิตที่ 2 ทำให้ค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นในสายการผลิตที่ 1 ช่วงที่หยุดการผลิตดังกล่าวถูกบันทึกเป็นค่าใช้จ่ายในการบริหารจำนวน 48.2 ล้านบาท นอกจากนี้การบันทึกดอกเบี้ยจ่ายเป็นค่าใช้จ่ายตั้งแต่มาก่อสร้างอาคารและเครื่องจักรของสายการผลิตที่ 2 เสร็จสมบูรณ์เมื่อเดือน เม.ย. 2555 จากที่ก่อนหน้านี้ระหว่างปี 2553-2555 ดอกเบี้ยจ่ายดังกล่าวถูกบันทึกรวมอยู่ในต้นทุนการก่อสร้าง ทำให้ Net Margin ปี 2556 เท่ากับ 7.1% ลดลงจาก 12.2% ในปี 2555

กำไรปี 2556 ลดลง 28.3%yoy
กดดันจากต้นทุนกากน้ำตาลที่เพิ่มขึ้น

คาดการณ์แนวโน้มกำไรสุทธิของ TAE ช่วงปี 2557 – 2559



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

ฝ่ายวิจัยคาด EPS ในระยะ 3 ปีข้างหน้า (2557-2559) จะเติบโตเฉลี่ย 28.5% p.a. (CAGR) โดยได้รับปัจจัยหนุนจากปริมาณจำหน่ายเอทานอลที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นเฉลี่ย 17% p.a. ซึ่งเป็นไปตามนโยบายส่งเสริมของภาครัฐ หลังจากที่ประกาศยกเลิกการใช้น้ำมันเบนซิน 91 ตั้งแต่ปี 2556 และนโยบายสนับสนุนรถยนต์คันแรก ส่งผลให้ปริมาณรถยนต์เริ่มทยอยออกสู่ตลาดเพิ่มขึ้น ซึ่งล้วนทำให้ความต้องการใช้เอทานอลสำหรับเชื้อเพลิงปรับสูงขึ้นอย่างมีนัยฯ หนุนให้อัตรากำไรกำลังการผลิตโดยรวมในปี 2557-2559 ทยอยปรับสูงขึ้นสู่ระดับ 95% ของกำลังการผลิตเต็มที่ เช่นเดียวกับแนวโน้มต้นทุนการผลิตที่คาดว่าจะปรับตัวลดลงจากโครงการระบบผลิตไฟฟ้าด้วยก๊าซชีวภาพทั้งสองเฟส (ขนาด 3 เมกะวัตต์) ซึ่งจะเริ่มทยอยเดินเครื่องตั้งแต่ช่วงกลางปี 2557 เป็นต้นไป ซึ่งจะช่วยประหยัดค่าไฟฟ้าได้สูงถึง 76 ล้าน

แนวโน้ม EPS ระยะ 3 ปี ข้างหน้า
เติบโตเฉลี่ย 28.5%p.a. (CAGR)

บาท/ปี (กรณีเดินเครื่องเต็มปี) แม้ฝ่ายวิจัยประเมินว่าราคาต้นทุนวัตถุดิบกากน้ำตาล (85% ของต้นทุนขายรวม) จะเริ่มปรับตัวสูงขึ้นเล็กน้อย 1.2% p.a. ตามทิศทางราคาน้ำตาลทรายในตลาดโลกที่สูงขึ้น ซึ่งถือเป็นปัจจัยกดดันต่ออัตรากำไรขั้นต้นของบริษัทฯ แต่เชื่อว่าปัจจัยบวกจากโครงการข้างต้นจะช่วยหักล้างไปได้ทั้งหมด และทำให้ต้นทุนการผลิตเฉลี่ยมีแนวโน้มปรับตัวลดลง

สมมติฐานในการจัดทำประมาณการกำไรสุทธิปี 2557-59

	2556	2557F	2558F	2559F
ปริมาณจำหน่าย (ล้านลิตร)	67.11	96.60	105.37	108.67
ราคาขายเอทานอลเฉลี่ย (บาท/ลิตร)	24.60	25.00	25.00	25.00
ต้นทุนการผลิตเฉลี่ย (บาท/ลิตร)	20.72	20.93	20.54	20.57
ปริมาณการใช้กากน้ำตาล (ตัน)	268,451	386,390	421,489	434,689
ราคากากน้ำตาลเฉลี่ย (บาท/ตัน)	4,436	4,575	4,600	4,600
Gross Margin	16.2%	16.6%	18.1%	18.0%
SG&A/Sales	5.4%	3.7%	3.6%	3.6%
Net Profit Margin	7.1%	10.3%	11.2%	11.5%

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

Fair Value ปี 2557 อิงวิธี DCF เท่ากับ 2.90 บาทต่อหุ้น

TAE จัดเป็นหุ้น Growth stock ในกลุ่มพลังงานและสาธารณูปโภค ที่คาดว่าราคาหุ้นจะสามารถ Outperform ตลาดฯ ได้ภายหลังจากการเข้าจดทะเบียนในตลาดฯ โดยฝ่ายวิจัยประเมิน Fair value ปี 2557 เท่ากับ 2.90 บาท อิงวิธี DCF (WACC 11.70%) หรือเทียบเท่า PER และ PBV ปี 2557 ที่ระดับ 12 เท่า และ 1.8 เท่า ตามลำดับ ทั้งนี้เนื่องจากปัจจุบันไม่มีบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดฯ และทำธุรกิจผลิตและจำหน่ายเอทานอลเป็นธุรกิจหลักเหมือนกับ TAE จึงไม่สามารถนำตัวเลขทางการเงินมาเปรียบเทียบได้โดยตรง แต่หากเทียบกับผู้ประกอบการเอทานอลรายอื่นๆ ในโลกที่ทำธุรกิจคล้ายกับ TAE จะพบว่าค่าเฉลี่ย PER และ PBV ของ TAE ดังกล่าวข้างต้นนั้น ยังคงสอดคล้องกับค่าเฉลี่ยกลุ่มเอทานอลในโลกว่าอย่างใดก็ตามหากพิจารณาเทียบกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มพลังงานในประเทศปัจจุบันที่ 10 เท่า และ 1.4 เท่าตามลำดับ พบว่า PER และ PBV ของ TAE อยู่สูงกว่าค่าเฉลี่ยกลุ่มฯ แต่ก็สอดคล้องกับแนวโน้มการเติบโตของผลการดำเนินงานปี 2557 ที่เป็นไปในระดับสูงกว่ากลุ่มฯ

มูลค่าพื้นฐาน ณ สิ้นปี 2557 ที่ 2.90 บาท เทียบเท่า PER ที่ 12 เท่า และ PBV 1.8 เท่า

สำหรับนโยบายการจ่ายเงินปันผล กำหนดไว้ไม่น้อยกว่า 60% ของกำไรสุทธิ ซึ่งฝ่ายวิจัยประเมินเงินปันผลปี 2557 ไว้ที่ 0.15 บาท/หุ้น คิดเป็น Dividend Yield เฉลี่ยราว 7.5% p.a.

ตารางเปรียบเทียบตัวเลขทางการเงินของกลุ่มธุรกิจเอทานอลในโลก

Name	Country	PER		PBV	
		2557F	2558F	2557F	2558F
PACIFIC ETHANOL	US	6.51	4.76	1.35	1.23
ANDERSONS INC	US	14.95	14.71	2.20	1.95
REX AMERICAN RES	US	6.71	11.85	1.21	1.07
GREEN PLAINS REN	US	11.52	12.96	1.52	1.32
ARCHER-DANIELS	US	13.78	13.06	1.39	1.29
SUNOPTA INC	US	27.91	21.58	2.28	2.07
BUNGE LTD	US	11.31	10.17	0.98	0.92
ค่าเฉลี่ยของกลุ่มฯ US		13.24	12.73	1.56	1.41
KHON KAEN SUGAR	TH	11.38	9.86	1.68	1.52
CHINA AGRI-INDUS	Hong Kong	9.60	8.20	0.56	0.53
NOBLE GROUP LTD	Singapore	14.20	11.75	1.21	1.12
ค่าเฉลี่ยของกลุ่มฯ ASIA		11.73	9.94	1.15	1.06

ที่มา : Bloomberg

ประเด็นความเสี่ยงหลักของ TAE

1. ความเสี่ยงด้านการจัดหาวัตถุดิบ และความผันผวนของราคาวัตถุดิบ – วัตถุดิบหลักที่ใช้ในการผลิตเอทานอลของ TAE ได้แก่ กากน้ำตาล คิดเป็นสัดส่วน 85% ของต้นทุนการผลิตเอทานอล ซึ่งกากน้ำตาลเป็นผลิตภัณฑ์พลอยได้จากอุตสาหกรรมการผลิตน้ำตาล ดังนั้นปริมาณผลผลิตกากน้ำตาลในแต่ละปีจะมีมากน้อยเพียงใดขึ้นอยู่กับปริมาณอ้อยเข้าหีบของโรงงานน้ำตาลในแต่ละปี โดยอ้อย 1 ตันที่เข้าหีบ จะได้ผลผลิตกากน้ำตาลจากระบวนการผลิตประมาณ 45-50 กิโลกรัม ซึ่งราคากากน้ำตาลก็จะแปรผันตามสภาพดินฟ้าอากาศ การเพาะปลูกในแต่ละปี ทั้งนี้หากในปีใดเกิดภาวะขาดแคลนกากน้ำตาลก็อาจส่งผลกระทบต่อต้นทุนของบริษัท โดยหากราคากากน้ำตาลปรับตัวเพิ่มขึ้นทุกๆ 100 บาทต่อตัน จะส่งผลกระทบต่อกำไรของ TAE ให้ปรับตัวลดลง 16% จากประมาณการปี 2557 ทั้งนี้ปัจจุบัน TAE ได้ซื้อวัตถุดิบกากน้ำตาลโดยทำสัญญาทั้งในส่วนของปริมาณขายและราคาไปแล้วสัดส่วน 70% หรือราว 2.7 แสนตัน ของปริมาณกากน้ำตาลที่จะใช้สำหรับปี 2557

2. ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงผู้จำหน่ายวัตถุดิบหลัก – การผลิตเอทานอลของ TAE จะใช้กากน้ำตาลเป็นวัตถุดิบหลัก โดยบริษัทสั่งซื้อกากน้ำตาลจากบริษัทน้ำตาลมิตรผล ในสัดส่วนที่สูงราว 50% ของมูลค่าการสั่งซื้อกากน้ำตาลในปี 2556 เนื่องจากโรงงานน้ำตาลของมิตรผลตั้งอยู่ในบริเวณใกล้เคียงกับ TAE ทำให้ประหยัดต้นทุนค่าขนส่ง ซึ่งการสั่งซื้อกากน้ำตาลจากมิตรผลในสัดส่วนที่สูงดังกล่าวอาจมีความเสี่ยงหากมิตรผลไม่สามารถจัดหากากน้ำตาลได้ตามปริมาณ เวลา และเงื่อนไขที่กำหนดไว้ได้ อาจส่งผลให้ TAE ไม่สามารถผลิตเอทานอลได้ตามแผนการผลิต ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อรายได้และกำไรของบริษัท อย่างไรก็ตาม TAE ได้พยายามลดความเสี่ยงในประเด็นดังกล่าวโดยการจัดซื้อกากน้ำตาลจากโรงงานน้ำตาล หรือผู้จัดจำหน่ายกากน้ำตาลรายอื่นเพิ่มขึ้น เพื่อลดการพึ่งพิงผู้จำหน่ายกากน้ำตาลรายใดรายหนึ่งเป็นหลัก

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2557-59 ของ TAE

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)					งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2556	2557F	2558F	2559F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2556	2557F	2558F	2559F
รายได้จากการขาย	1,659	2,425	2,644	2,727	กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
ต้นทุนขาย	1,391	2,022	2,165	2,235	กำไรสุทธิก่อนภาษี	114	250	329	347
กำไรขั้นต้น	268	403	480	492	รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด	50	-	-	-
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	90	89	94	98	ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	99	107	108	109
รายได้อื่น	1	1	1	1	เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(484)	(45)	(45)	(39)
กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี	179	315	386	394	กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	(221)	311	392	417
ดอกเบี้ยจ่าย	(66)	(65)	(57)	(48)	กระแสเงินสดจากการลงทุน				
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	114	250	329	347	เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(104)	(210)	(20)	(20)
ภาษีเงินได้	4	-	(33)	(35)	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนอื่น	12	-	-	-
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	118	250	296	312	กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	(92)	(210)	(20)	(20)
กำไร/ขาดทุนจาก Fx	-	-	-	-	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	-	-	เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	400	-	-
กำไรสุทธิ	118	250	296	312	เพิ่ม/ลด เงินกู้	344	(282)	(200)	(200)
EPS	0.15	0.25	0.30	0.31	ลด จ่ายปันผล	(24)	(150)	(178)	(187)
					กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	320	(32)	(378)	(387)
การเติบโตของรายได้ดำเนินงาน (%)	23%	46%	9%	3%	เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	6	69	(6)	10
การเติบโตของกำไรสุทธิ (%)	-28%	112%	19%	5%					
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น (%)	16.2%	16.6%	18.1%	18.0%					
อัตราส่วนกำไรสุทธิ (%)	7.1%	10.3%	11.2%	11.5%					
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)					งบดุล (ล้านบาท)				
	1Q56	2Q56	3Q56	4Q56	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2556	2557F	2558F	2559F
รายได้จากการขาย	406	404	443	406	เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	12	81	75	85
ต้นทุนขาย	334	341	375	341	ลูกหนี้การค้า	177	199	217	224
กำไรขั้นต้น	72	63	68	65	สินค้าคงเหลือ	84	116	125	129
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	20	20	18	32	สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	17	17	17	17
รายได้อื่น	0	0	0	0	ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์สุทธิ	2,207	2,310	2,222	2,134
กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี	53	43	50	33	อื่นๆ	391	395	395	395
ดอกเบี้ยจ่าย	(13)	(15)	(15)	(22)	สินทรัพย์รวม	2,888	3,118	3,051	2,983
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	40	28	35	11	เงินกู้ระยะสั้น	745	550	400	300
ภาษีเงินได้	1	-	1	2	เจ้าหนี้การค้า	187	199	214	220
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	41	28	36	13	หนี้สินหมุนเวียนอื่น	12	13	13	13
กำไร/ขาดทุนจาก Fx และรายการพิเศษ	-	-	-	-	เงินกู้ระยะยาว	658	600	560	480
กำไรสุทธิ	41	28	36	13	อื่นๆ	185	155	145	125
EPS	-	0.04	0.05	0.02	หนี้สินรวม	1,787	1,517	1,332	1,138
					ทุนที่ยาระแล้ว	800	1,000	1,000	1,000
การเติบโตของรายได้ดำเนินงาน (%) qoq	51%	-1%	10%	-8%	ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	200	200	200
การเติบโตของกำไรสุทธิ (%) qoq	-325%	-31%	27%	-65%	ส่วนเกินทุนจากการจ่ายโดยใช้หุ้นเป็นเกณฑ์	1	1	1	1
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น (%)	17.8%	15.7%	15.4%	15.9%	กำไรสะสม	301	400	519	644
อัตราส่วนกำไรสุทธิ (%)	10.0%	7.0%	8.1%	3.1%	ส่วนของผู้ถือหุ้น	1,101	1,601	1,720	1,845
					หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	2,888	3,118	3,051	2,983
อัตราส่วนทางการเงิน					สมมติฐานในการทำประมาณการ				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2556	2557F	2558F	2559F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2556	2557F	2558F	2559F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	0.58	0.86	1.05	1.26	ปริมาณจำหน่าย (ล้านลิตร)	67	97	105	109
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า(เท่า)	12.13	12.17	12.17	12.17	ราคาขายเอทานอลเฉลี่ย (บาท/ลิตร)	24.60	25.00	25.00	25.00
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	17.23	17.38	17.38	17.38	ต้นทุนการผลิตเฉลี่ย (บาท/ลิตร)	20.72	20.93	20.54	20.57
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	10.15	10.14	10.14	10.14	ปริมาณการใช้กากน้ำตาล (ตัน)	268,451	386,390	421,489	434,689
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อส่วนผู้ถือหุ้น	1.44	0.81	0.64	0.49	ราคากากน้ำตาลเฉลี่ย (บาท/ตัน)	4,436	4,575	4,600	4,600
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	4.1%	8.0%	9.7%	10.5%	Gross Margin	16.2%	16.6%	18.1%	18.0%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	10.7%	15.6%	17.2%	16.9%	SG&A/Sales	5.4%	3.7%	3.6%	3.6%
					Net Profit Margin	7.1%	10.3%	11.2%	11.5%