



## Thai Agro Energy

### ผลประกอบการขยายตัวตามอุตสาหกรรม

TAE ประกอบธุรกิจเป็นผู้ผลิตและจำหน่ายเอทานอลเพื่อใช้เป็นเชื้อเพลิง เราประเมินว่าโอกาสทางอุตสาหกรรมจากนโยบายส่งเสริมการใช้เอทานอลของภาครัฐ รวมถึงจุดแข็งของบริษัทจากการใช้เทคโนโลยีการผลิตที่มีคุณภาพ อยู่ใกล้แหล่งวัตถุดิบ และต้นทุนค่าไฟฟ้าต่ำ จะช่วยลดแรงกดดันจากการแข่งขันในภาวะกำลังการผลิตส่วนเกินในปัจจุบัน เราคาดว่ากำไรสุทธิปี 57 และ 58 เติบโตก้าวกระโดด 123%YoY และ 28%YoY ตามลำดับ รวมถึงฐานะการเงินมีความแข็งแกร่ง คาดอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนลดเหลือ 0.6x และ 0.4x ในปี 57 และ 58 ตามลำดับ อีกทั้งมีอัตราผลตอบแทนเงินปันผลน่าสนใจและสูงกว่าค่าเฉลี่ยกลุ่มพลังงานระดับ 7.9% ในปี 57 และ 10.1% ในปี 58 ประเมินมูลค่าพื้นฐานเท่ากับ 2.70 บาท (Weighted Average)

#### ผลิตและจำหน่ายเอทานอลกำลังการผลิตอันดับ 3 ของประเทศ

TAE เป็นผู้ผลิตและจำหน่ายเอทานอลให้กับผู้ค้าน้ำมัน อาทิ PTT BCP และ ESSO เพื่อผสมเป็นน้ำมันแก๊สโซฮอล์ (E10, E20, E85) ใช้เป็นน้ำมันเชื้อเพลิงในรถยนต์ บริษัทมีกำลังการผลิตติดตั้งรวม 2 สายการผลิต 365,000 ลิตร/วัน คิดเป็นอันดับ 3 ของประเทศ และใช้กากน้ำตาลเป็นวัตถุดิบหลัก คิดเป็น 85% ของต้นทุนการผลิต บริษัทมีจุดแข็งจากการใช้เทคโนโลยีการผลิตของฝรั่งเศสทำให้ผลิตเอทานอลที่มีความบริสุทธิ์ถึง 99.5% และอยู่ใกล้โรงงานของกลุ่มมิตรผล (ผู้ผลิตเอทานอลอันดับ 1) ซึ่งขายกากน้ำตาลให้บริษัท รวมถึงมีต้นทุนค่าไฟฟ้าต่ำกว่าผู้ผลิตรายอื่นจากความสามารถผลิตกระแสไฟฟ้าด้วยการใช้ก๊าซชีวภาพ (Biogas) อย่างไรก็ตาม เราประเมินการใช้กากน้ำตาลทั้งหมดจากภายนอกทำให้ขาดความได้เปรียบในการแข่งขันเมื่อเทียบกับผู้ผลิตที่เป็นเจ้าของวัตถุดิบอย่างโรงงานน้ำตาลกลุ่มมิตรผล รวมถึงการซื้อกากน้ำตาลส่วนใหญ่จากรายเดียวอาจก่อให้เกิดความเสี่ยงด้านวัตถุดิบในอนาคต ปัจจุบันการแข่งขันในอุตสาหกรรมค่อนข้างสูง เนื่องจากกำลังการผลิตเอทานอลรวมทั้งหมด 3.9 ล้านลิตร/วัน และมีโรงงานที่อยู่ระหว่างการก่อสร้างอีก 1.4 ล้านลิตร/วัน รวมเป็น 5.3 ล้านลิตร/วัน ขณะที่ปริมาณการใช้เท่ากับ 2.6 ล้านลิตร/วัน ปี 56

#### นโยบายภาครัฐหนุนการใช้เอทานอลเพิ่มเป็น 9 ล้านลิตร/วัน ในปี 64

คณะกรรมการนโยบายพลังงานแห่งชาติมีนโยบายผลักดันให้พลังงานทดแทนเป็นหนึ่งในพลังงานหลักของประเทศ โดยกำหนดให้มีการใช้เอทานอลเพิ่มขึ้นจาก 1.3 ล้านลิตร/วัน ในปี 55 เป็น 9.0 ล้านลิตร/วัน ในปี 64 โดยปริมาณจำหน่ายน้ำมันแก๊สโซฮอล์ (ทุกประเภทรวมกัน) ในปี 56 ที่ผ่านมามีการเติบโต 68%YoY เป็น 20.5 ล้านลิตร/วัน ผลจากการยกเลิกการใช้น้ำมันเบนซิน 91 ตั้งแต่ 1 ม.ค. 56 เราคาดว่าปริมาณจำหน่ายในปี 57 และอนาคต ยังได้แรงหนุนจากจำนวนรถยนต์ที่เพิ่มขึ้นทิศทางความต้องการใช้น้ำมันแก๊สโซฮอล์ E20 และ E85 ที่เพิ่มขึ้นตามเทคโนโลยีเครื่องยนต์ที่สูงขึ้น

#### คาดการณ์กำไรสุทธิปี 57 และ 58 เติบโตก้าวกระโดด

เราคาดการณ์กำไรสุทธิปี 57 เติบโตก้าวกระโดดเป็น 262 ล้านบาท (+123%YoY) หรือมีกำไรสุทธิต่อหุ้น 0.26 บาท (+78%YoY) เป็นผลจากปริมาณการขายเพิ่มเป็น 96 ล้านลิตร (+43%YoY) ตามความต้องการใช้เอทานอลที่เพิ่มขึ้นจากปี 56 หลังจากมีการยกเลิกน้ำมันเบนซิน 91 และแนวโน้มการใช้ น้ำมันแก๊สโซฮอล์ E20 และ E85 เพิ่มขึ้น คาดราคาขายเฉลี่ยทรงตัว 25.3 บาท/ลิตร (+2%YoY) และอัตรากำไรขั้นต้น 16% เท่ากับปี 56 นอกจากนี้ ได้แรงหนุนจากค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารลดลง 37%YoY เนื่องจากต้นทุนคงที่ต่อหน่วยลดลงหลังใช้ระดับการผลิตสูงขึ้นและต่อเนื่อง สำหรับกำไรสุทธิปี 58 คาดว่าจะขยายตัวต่อเนื่องเป็น 336 ล้านบาท (+28%YoY) ผลจากปริมาณการขายเพิ่มเป็น 105 ล้านลิตร (+9%YoY) และต้นทุนดอกเบี้ยจ่ายลดลงจากการชำระคืนเงินกู้

#### แนะนำ ซื้อ ผลประกอบการขยายตัวและผลตอบแทนเงินปันสูง

เราประเมินมูลค่าโดยใช้การเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weighted Average) ระหว่างวิธีเปรียบเทียบ P/E ratio วิธีเปรียบเทียบ P/BV ratio และวิธีคิดลดกระแสเงินสด โดยกำหนดน้ำหนักเท่ากันในแต่ละวิธี ได้มูลค่าพื้นฐานเท่ากับ 2.70 บาท แนะนำ ซื้อ โดยมีจุดเด่นจากผลประกอบการปี 57-58 ขยายตัวโดดเด่น ประกอบกับให้ผลตอบแทนเงินปันผลระดับสูง 7.9%-10.1% ในปี 57-58 อย่างไรก็ตาม เราประเมินว่าผลประกอบการรายไตรมาสมีความผันผวนสูงตามราคากากน้ำตาลที่เคลื่อนไหวในทิศทางเดียวกับราคาอ้อยและน้ำตาล รวมถึงมีความเสี่ยงจากการที่อยู่ระหว่างถูกฟ้องร้องต่อศาลแพ่งให้ต้องชดเชยค่าเสียหาย 187 ล้านบาท กรณีไม่ปฏิบัติตามสัญญาซื้อขายมันเส้น

**Disclaimer:** เอกสาร/รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณชน ซึ่งพิจารณาแล้วว่ามีที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ตาม บมจ.หลักทรัพย์กรุงศรี มีอาจรับรองความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวได้ บทความดังกล่าวเป็นเพียงแนวคิดของผู้จัดทำเพื่อใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจในการลงทุน บริษัทขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในเอกสาร/รายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า ดังนั้นนักลงทุนโปรดใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการพิจารณาการลงทุน

### Stock Rating

**BUY**

#### Fair Value

**Bt2.70**

IPO Price	Bt2.00
Upside/(Downside)	35.00%
Consensus (median)	N.A.

#### Sector

**Energy**

#### Sector Rating

**OVERWEIGHT**

#### Financial Summary

YE Dec (Bt mn)	2012	2013	2014E	2015E
Net profit	164	118	262	336
Net profit growth (%)	n.m.	(28.27)	122.70	28.12
EPS (Bt)	0.21	0.15	0.26	0.34
EPS growth (%)	n.m.	(28.27)	78.16	28.12
BV (Bt)	1.36	1.38	1.68	1.84
DPS (Bt)	0.03	0.10	0.16	0.20
P/E (X)	9.75	13.60	7.63	5.96
P/BV (X)	1.47	1.45	1.19	1.09
Yield (%)	1.50	5.00	7.86	10.07
ROE (%)	16.48	10.75	18.82	19.05

#### ข้อมูลพื้นฐาน

บริษัทที่ออกหลักทรัพย์	บมจ. ไทย อะโกร เอ็นเนอร์ยี
มูลค่าที่ตราไว้ (Par)	1.00 บาท/หุ้น
ทุนเรียกชำระแล้ว (ก่อน IPO)	800 ล้านบาท
ทุนเรียกชำระแล้ว (หลัง IPO)	1,000 ล้านบาท
นโยบายการจ่ายเงินปันผล	ไม่น้อยกว่า 60% ของกำไรสุทธิ
ผู้จัดการจำหน่ายและรับประกัน	บล. ฟินันเซีย ไซรัส

#### ข้อมูลการเสนอขายหุ้น

จำนวนหุ้น IPO เสนอขาย	296.04 ล้านหุ้น
- หุ้นสามัญเพิ่มทุน	200.00 ล้านหุ้น
- หุ้นสามัญเดิม (ถือโดย LANNA)	96.04 ล้านหุ้น
ราคาเสนอขาย IPO	2.00 บาท
กำหนดวันจองซื้อ - ผู้ถือหุ้น LANNA	21-23 พ.ค. 57
กำหนดวันจองซื้อ - ประชาชนทั่วไป	28-30 พ.ค. 57
กำหนดวันซื้อขายในตลาดฯ	5 มิ.ย. 57

#### โครงสร้างผู้ถือหุ้น

	ก่อน IPO	หลัง IPO
บมจ. ลานนาริซอร์สเชส	75.75%	51.00%
ผู้ถือหุ้นรายอื่น	24.25%	19.40%
Pre-emptive Rights	-	10.50%
ประชาชนทั่วไป	-	19.10%

Charmvut Taechaamorntanakij Registration No. 14532  
charmvut.taechaamorntanakij@krungsrisecurities.com

**บมจ. หลักทรัพย์กรุงศรี มีส่วนได้ส่วนเสีย ในฐานะเป็นผู้ร่วมจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่มทุนต่อประชาชน (IPO) ของ บมจ. ไทย อะโกร เอ็นเนอร์ยี**

**ลักษณะธุรกิจ**

**ผลิตและจำหน่ายเอทานอลความบริสุทธิ์ 99.5%**

บมจ. ไทย อะโกร เอ็นเนอร์ยี ก่อตั้งเมื่อวันที่ 25 ต.ค. 44 ประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายเอทานอลที่มีความบริสุทธิ์ 99.5% โดยปริมาตร เพื่อใช้เป็นเชื้อเพลิง โดยจำหน่ายเอทานอลแปลงสภาพ (Denatured ethanol คือ สารผสมระหว่างเอทานอลสัดส่วน 99.5% และน้ำมันเบนซินหรือน้ำมันแก๊สโซฮอล์สัดส่วน 0.5%) ให้กับบริษัทผู้ค้าน้ำมันตามมาตรา 7 ของพระราชบัญญัติการค้าน้ำมันเชื้อเพลิง พ.ศ. 2543 เพื่อนำไปผสมกับน้ำมันเบนซินในอัตราร้อยละ 10, 20 และ 85 ได้เป็นน้ำมันแก๊สโซฮอล์ E10, E20 และ E85 ตามลำดับ สำหรับใช้เป็นน้ำมันเชื้อเพลิงในรถยนต์เพื่อทดแทนการใช้น้ำมันเบนซิน ช่วยลดการนำเข้และลดมลพิษทางอากาศ

**กำลังการผลิตรวม 2 สายการผลิต 3.65 แสนลิตร/วัน**

โรงงานผลิตเอทานอลของ TAE ตั้งอยู่ที่ อำเภอ ด่านช้าง จังหวัดสุพรรณบุรี โดยใช้เทคโนโลยีของ MAGUIN INTERIS จากประเทศฝรั่งเศส จำนวน 2 สายการผลิต ได้แก่ สายการผลิตที่ 1 กำลังการผลิตติดตั้ง 165,000 ลิตรต่อวัน ใช้กากน้ำตาลเป็นวัตถุดิบ และสายการผลิตที่ 2 กำลังการผลิต 200,000 ลิตร/วัน ใช้กากน้ำตาลหรือมันสำปะหลังเป็นวัตถุดิบ (ปัจจุบันสายการผลิตที่ 2 อยู่ระหว่างการปรับปรุงกระบวนการผลิตเพื่อให้สามารถใช้มันสำปะหลังเส้นเป็นวัตถุดิบอีกชนิดหนึ่ง คาดว่าจะแล้วเสร็จภายใน 2Q57) รวมมีกำลังการผลิตติดตั้ง 365,000 ลิตร/วัน หรือ 120.75 ล้านลิตร/ปี

	สายการผลิตที่ 1	สายการผลิตที่ 2
กำลังการผลิต	165,000 ลิตร/วัน	200,000 ลิตร/วัน
วัตถุดิบที่ใช้	กากน้ำตาล	กากน้ำตาล/มันสำปะหลัง
วันที่เริ่มรายได้	31 ม.ค. 48	2 เม.ย. 55

**สายการผลิตที่ 2 ได้รับยกเว้นภาษีจาก BOI สิ้นสุดปี 63**

TAE ได้รับสิทธิประโยชน์จากการส่งเสริมการลงทุนจากคณะกรรมการส่งเสริมการลงทุน (BOI) ในการผลิตและจำหน่ายเอทานอลทั้ง 2 สายการผลิต

สายการผลิตที่ 1: ได้รับยกเว้นภาษีเงินได้นิติบุคคลตั้งแต่วันที่เริ่มมีรายได้เป็นเวลา 8 ปี หรือสิ้นสุดวันที่ 30 ม.ค. 56 และสามารถนำผลขาดทุนที่เกิดขึ้นระหว่างช่วงเวลาที่ได้รับยกเว้นภาษีไปหักจากกำไรสุทธิที่เกิดขึ้นภายหลังระยะเวลาที่ได้รับยกเว้นภาษี (Loss Carry Forward) เป็นเวลา 5 ปี นับจากวันที่ครบกำหนดได้รับยกเว้นภาษี หรือสิ้นสุดวันที่ 30 ม.ค. 61 ซึ่งปัจจุบันบริษัทมีผลขาดทุนสะสมที่เข้าข่ายสามารถนำมาหักจากกำไรสุทธิในเกณฑ์ดังกล่าว

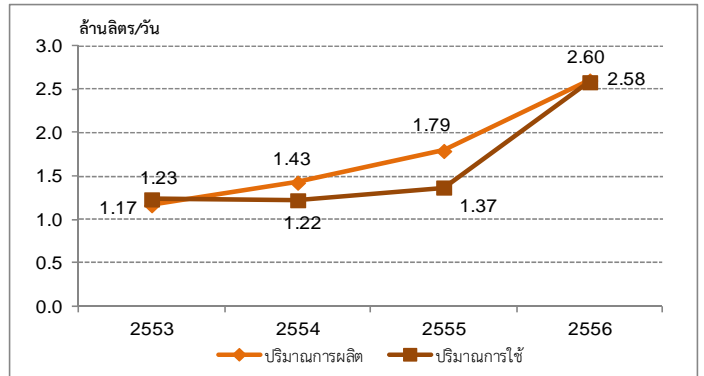
สายการผลิตที่ 2: ได้รับยกเว้นภาษีเงินได้นิติบุคคลตั้งแต่วันที่เริ่มมีรายได้เป็นเวลา 8 ปี หรือสิ้นสุดวันที่ 1 เม.ย. 63 และสามารถนำผลขาดทุนที่เกิดขึ้นระหว่างช่วงเวลาที่ได้รับยกเว้นภาษีไปหักจากกำไรสุทธิที่เกิดขึ้นภายหลังระยะเวลาที่ได้รับยกเว้นภาษี (Loss Carry Forward) เป็นเวลา 5 ปี นับจากวันที่ครบกำหนดได้รับยกเว้นภาษี หรือสิ้นสุดวันที่ 1 เม.ย. 68

**ภาวะอุตสาหกรรม**

**นโยบายภาครัฐหนุนการใช้เอทานอลเพิ่มขึ้น 7 เท่าตัว ในปี 64**

ความต้องการใช้เอทานอลในประเทศปี 53-56 ขยายตัว 28% ต่อปี (CAGR) โดยเฉพาะปี 56 เติบโตก้าวกระโดดถึง 87%YoY มีสาเหตุจากนโยบายภาครัฐที่มีการจัดทำแผนพัฒนาพลังงานทดแทนและพลังงานทางเลือก 25% ใน 10 ปี (ปี 55-64) ตามมติคณะกรรมการนโยบายพลังงานแห่งชาติเมื่อ 16 ก.ค. 56 เพื่อผลักดันให้พลังงานทดแทนเป็นหนึ่งในพลังงานหลักของประเทศ โดยกำหนดให้มีสัดส่วนการใช้พลังงานทดแทนเพิ่มขึ้นจาก 7.4 ล้านตันเทียบเท่าน้ำมันดิบ ในปี 55 เป็น 25.0 ล้านตันเทียบเท่าน้ำมันดิบ ในปี 64 หรือคิดเป็น 25% ของปริมาณการใช้พลังงานรวมทั้งหมดของประเทศ โดยตั้งเป้าหมายการใช้เอทานอลของภาคขนส่งเพิ่มขึ้นจาก 1.3 ล้านลิตร/วัน ในปี 55 เป็น 9.0 ล้านลิตร/วัน ในปี 64 หรือเติบโต 7 เท่าตัว โดยการสนับสนุนจากภาครัฐ อาทิ การยกเลิกใช้น้ำมันเบนซิน 91 ตั้งแต่ 1 ม.ค. 56 การกำหนดให้ราคาน้ำมัน E20 ให้มีราคาต่ำกว่าแก๊สโซฮอล์ 95 การลดภาษีสรรพสามิตให้กับผู้ผลิตรถยนต์ที่ใช้น้ำมัน E85 รวมถึงแผนการเพิ่มผลผลิตเฉลี่ยของมันสำปะหลังและอ้อยให้ไม่น้อยกว่า 5 และ 15 ตัน/ไร่/ปี ในปี 64 เพื่อรองรับความต้องการใช้ที่เพิ่มขึ้น

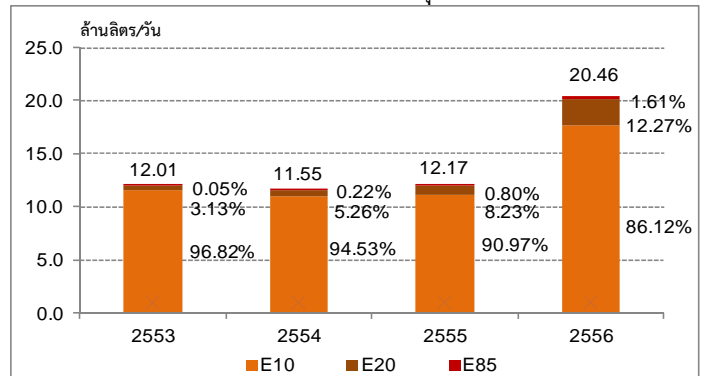
**การผลิตและการใช้เอทานอลในประเทศขยายตัวในอนาค**



**ความต้องการใช้น้ำมันแก๊สโซฮอล์เพิ่มตามปริมาณรถยนต์และเทคโนโลยี**

หลังจากยกเลิกการใช้น้ำมันเบนซิน 91 ตั้งแต่ 1 ม.ค. 56 ปริมาณการจำหน่ายน้ำมันแก๊สโซฮอล์ (ทุกประเภทรวมกัน) ทั้งปี 56 เพิ่มขึ้นก้าวกระโดด 68%YoY เป็น 20.46 ล้านลิตร/วัน เราคาดว่าแนวโน้มปริมาณการจำหน่ายน้ำมันแก๊สโซฮอล์ในปี 57 และอนาคต ได้แรงหนุนจากจำนวนรถยนต์ที่เพิ่มขึ้น โดยบริษัท โตโยต้า มอเตอร์ (ประเทศไทย) คาดยอดขายรถปี 57 เพิ่มขึ้น 1.15 ล้านคัน (รถยนต์นั่ง 0.53 ล้านคัน) โกลด์เคมปี 56 ที่มียอดขายรถรวม 1.33 ล้านคัน (รถยนต์นั่ง 0.63 ล้านคัน) นอกจากนี้ คาดว่าเทคโนโลยีเครื่องยนต์ที่สูงขึ้นจะหนุนให้รถยนต์รุ่นใหม่ๆ สามารถรองรับการใช้น้ำมันแก๊สโซฮอล์ E20 หรือ E85 ได้มากขึ้น ยิ่งกว่านั้น ประเมินว่าสถานการณ์ทางการเมืองในประเทศที่มีแนวโน้มเบาบางลงจะหนุนให้มีการขับซิ่งรถยนต์มากขึ้น

**ปริมาณการจำหน่ายน้ำมันแก๊สโซฮอล์ (รวมทุกประเภท) เฉลี่ยต่อวัน**



**การแข่งขันยังรุนแรงในภาวะที่มีกำลังการผลิตส่วนเกิน**

ปัจจุบันประเทศไทยมีโรงงานเอทานอลที่เปิดและดำเนินการผลิตทั้งสิ้น 21 โรงงาน มีกำลังการผลิตเอทานอลทั้งสิ้น 3.89 ล้านลิตร/วัน แบ่งเป็น

- ใช้กากน้ำตาลเป็นวัตถุดิบ 14 โรงงาน กำลังการผลิต 2.41 ล้านลิตร/วัน
- ใช้มันสำปะหลังเป็นวัตถุดิบ 6 โรงงาน กำลังการผลิต 1.28 ล้านลิตร/วัน
- ใช้น้ำอ้อยเป็นวัตถุดิบ 1 โรงงาน กำลังการผลิต 0.2 ล้านลิตร/วัน

นอกจากนี้ มีโรงงานที่อยู่ระหว่างก่อสร้าง 3 โรงงาน กำลังการผลิตรวม 1.37 ล้านลิตร/วัน ส่วนใหญ่ใช้มันสำปะหลังเป็นวัตถุดิบ ทำให้กำลังการผลิตที่อุตสาหกรรมมีโอกาสเพิ่มเป็น 5.26 ล้านลิตร/วัน ซึ่งสูงกว่าปริมาณการใช้ที่ระดับ 2.6 ล้านลิตร/วัน ในปี 56 เป็นผลให้การแข่งขันในอุตสาหกรรมค่อนข้างสูงเพื่อรักษาส่วนแบ่งตลาดในประเทศที่มีราคาขายเอทานอลสูงกว่าการส่งออก (ราคาขายในประเทศในเดือน ธ.ค. 56 ประมาณ 27.16 บาท/ลิตร เทียบกับราคาเอทานอล Anhydrous เกรดเชื้อเพลิงของบราซิลประมาณ 20.02 บาท/ลิตร) กลยุทธ์การแข่งขันของผู้ประกอบการส่วนใหญ่จึงมุ่งเน้นที่การพัฒนาคุณภาพผลิตภัณฑ์และบริการ พร้อมกับการลดต้นทุนการผลิตและดำเนินการ และการสร้างความสัมพันธ์อันดีกับลูกค้า

**TAE มีกำลังการผลิตเป็นอันดับ 3 ของประเทศ**

บริษัท/โรงงาน	กำลังการผลิต (ลิตร/วัน)	วัตถุดิบหลัก
กลุ่มมิตรผล	860,000	กากน้ำตาล/น้ำอ้อย
บ. อูบล โบโอ เอทานอล	400,000	มันเส้น/มันสด
บ. ไทย อะโกร เอ็นเนอร์ยี	350,000	กากน้ำตาล/มันเส้น
บ. ดับเบิลเอ เอทานอล	250,000	มันเส้น/มันสด
บ. เอกรัฐพัฒนา	230,000	กากน้ำตาล

ที่มา: กรมพัฒนาพลังงานทดแทนและอนุรักษ์พลังงานกระทรวงพลังงาน

**โครงการในอนาคต**

**ก่อสร้างระบบผลิตไฟฟ้าชีวภาพ**

บริษัทมีแผนลงทุนก่อสร้างระบบผลิตไฟฟ้าด้วยก๊าซชีวภาพสำหรับใช้ภายในโรงงานผลิตเอทานอลเพื่อช่วยลดต้นทุนค่าไฟฟ้า (คาดประมาณ 80 ล้านบาท/ปี) แบ่งเป็น 2 เฟส คือ

เฟสที่ 1: ก่อสร้างระบบผลิตไฟฟ้าด้วยก๊าซชีวภาพขนาด 1.0 เมกะวัตต์ คาดใช้เงินลงทุนประมาณ 51 ล้านบาท ปัจจุบันอยู่ระหว่างการก่อสร้าง คาดว่าจะแล้วเสร็จและจ่ายไฟฟ้าเข้าระบบได้ในช่วง 3Q57

เฟสที่ 2: ปรับปรุงระบบผลิตก๊าซชีวภาพบ่อที่ 1 (ABR) ที่ชำรุด และก่อสร้างระบบผลิตไฟฟ้าด้วยก๊าซชีวภาพขนาด 2.0 เมกะวัตต์ คาดใช้เงินลงทุนประมาณ 139 ล้านบาท ปัจจุบันเริ่มดำเนินการก่อสร้างแล้ว คาดแล้วเสร็จและจ่ายไฟฟ้าเข้าระบบได้ภายในปี 57

**วิเคราะห์จุดแข็ง จุดอ่อน โอกาส อุปสรรค**

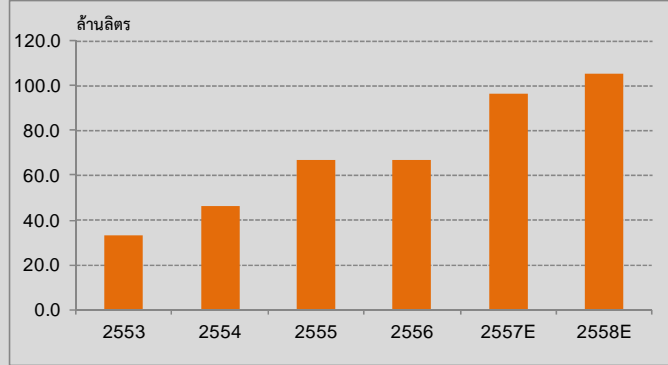
<p><b>จุดแข็ง:</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li><b>เทคโนโลยีการผลิตมีคุณภาพ</b> โรงงาน TAE ใช้เทคโนโลยีการผลิตจากฝรั่งเศส เป็นหนึ่งในสองโรงงานของประเทศที่ใช้เทคโนโลยีนี้ ทำให้ผลิตเอทานอลที่มีความบริสุทธิ์สูงถึง 99.8% ซึ่งสูงกว่าข้อกำหนดของกระทรวงพลังงานและเป็นที่ต้องการของลูกค้า</li> <li><b>ใกล้แหล่งวัตถุดิบ</b> โรงงาน TAE ตั้งอยู่ติดกับโรงงานน้ำตาลของกลุ่มมิตรผล ซึ่งปัจจุบันบริษัททำสัญญาซื้อกากน้ำตาลระยะยาวเป็นเวลา 15 ปี (ปี 48-62) ทำให้ประหยัดต้นทุนค่าขนส่งและต้นทุนกากน้ำตาล</li> <li><b>ต้นทุนค่าไฟฟ้าต่ำ</b> ปัจจุบัน TAE สามารถผลิตก๊าซชีวภาพ (Biogas) จากน้ำเสียที่เกิดขึ้นในกระบวนการผลิตเอทานอล ซึ่งสามารถใช้เป็นเชื้อเพลิงในการผลิตไอน้ำสำหรับผลิตไฟฟ้าใช้ในโรงงาน โดยปัจจุบันบริษัทมีบ่อผลิตก๊าซชีวภาพจำนวน 4 บ่อ ซึ่งจะทำให้สามารถผลิตก๊าซชีวภาพได้ทั้งหมด 142,000 ลบ. เมตร/วัน เทียบกับการผลิตเอทานอลเต็มสองสายการผลิตที่ต้องใช้ก๊าซชีวภาพ 126,000 ลบ.เมตร/วัน</li> </ol>	<p><b>จุดอ่อน:</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li><b>ไม่ได้เป็นเจ้าของวัตถุดิบ</b> TAE ซื้อกากน้ำตาลสำหรับการใช้ในการผลิตเอทานอลทั้งหมดจากภายนอก ทำให้ขาดความได้เปรียบในการแข่งขันเมื่อเทียบกับผู้ผลิตที่เป็นเจ้าของวัตถุดิบ อย่างเช่น โรงงานน้ำตาลกลุ่มมิตรผลที่มีกากน้ำตาลผลิตกันท์พลอยได้สามารถนำมาผลิตต่อเป็นเอทานอล</li> <li><b>ซื้อกากน้ำตาลส่วนใหญ่มาจากผู้ผลิตรายเดียว</b> TAE สั่งซื้อกากน้ำตาลจากกลุ่มมิตรผลสัดส่วนราว 54% (ปี 56) ของปริมาณที่ใช้ทั้งหมด แม้ว่าบริษัทมีการทำสัญญาระยะยาว 15 ปี สำหรับการซื้อกากน้ำตาล 2 แสนตัน/ปี จากกลุ่มมิตรผล แต่ภายหลังจากสิ้นสุดสัญญาอาจมีความเสี่ยงในกรณีที่กลุ่มมิตรผลอาจมีการขยายกำลังการผลิตและ/หรือบริษัทมีระดับการผลิตที่สูงขึ้นทำให้กากน้ำตาลไม่เพียงพอ</li> <li><b>การเลือกใช้วัตถุดิบของโรงงานไม่ยืดหยุ่น</b> สายการผลิตที่ 1 ของ TAE ใช้กากน้ำตาลเป็นวัตถุดิบได้เพียงชนิดเดียว ขณะที่สายการผลิตที่ 2 ใช้ได้ทั้งกากน้ำตาลและมันสำปะหลัง ทำให้ในภาวะที่กากน้ำตาลมีราคาสูงขึ้นกว่ามันสำปะหลังจะกดดันให้การผลิตที่มีประสิทธิภาพตกอยู่ที่สายการผลิตที่ 2 เท่านั้น</li> </ol>
<p><b>โอกาส:</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li><b>นโยบายสนับสนุนจากภาครัฐ</b> แผนการเพิ่มปริมาณการใช้เอทานอลเป็น 9 ล้านลิตร/วัน ในปี 64 ช่วยกระตุ้นให้ความต้องการใช้เอทานอลสูงขึ้น โดยเฉพาะภาคขนส่งผ่านการใช้น้ำมันเบนซินเป็นน้ำมันแก๊สโซฮอล์ E10, E20 และ E85</li> <li><b>ราคากากน้ำตาลต่ำกว่ามันสำปะหลัง</b> ปัจจุบันกากน้ำตาลมีราคาถูกกว่ามันสำปะหลัง ทำให้เอทานอลที่ผลิตจากกากน้ำตาลมีราคาถูกกว่าเอทานอลที่ใช้มันสำปะหลังประมาณ 2-3 บาท/ลิตร ดึงดูดให้ลูกค้าเลือกซื้อเอทานอลที่มาจากกากน้ำตาล ซึ่งตรงกับการผลิตของ TAE ที่ใช้กากน้ำตาลเป็นวัตถุดิบหลัก</li> </ol>	<p><b>อุปสรรค:</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li><b>การขายตัวของสถานีบริการน้ำมันแก๊สโซฮอล์</b> แม้ว่าแนวโน้มการใช้ น้ำมันแก๊สโซฮอล์เติบโตขึ้นเป็นลำดับ แต่การขายตัวของสถานีบริการน้ำมันค่อยเป็นค่อยไป เนื่องจากแนวโน้มการใช้ น้ำมันแก๊สโซฮอล์ที่สูงขึ้น โดยเฉพาะน้ำมัน E20 และ E85 เท่ากับการลดการใช้ น้ำมันเบนซินที่ผลิตได้จากโรงกลั่นน้ำมันซึ่งส่วนใหญ่ดำเนินการจูงใจต่อเนื่องถึงสถานีบริการน้ำมัน</li> <li><b>กำลังการผลิตส่วนเกิน</b> ปัจจุบันความต้องการใช้เอทานอลยังไม่ต่ำกว่ากำลังการผลิตทั้งหมด ทำให้อุตสาหกรรมมีกำลังการผลิตส่วนเกินส่งผลให้การดำเนินธุรกิจยังมีกำไรแข่งขันสูง</li> </ol>

**ภาพรวมผลประกอบการและฐานะการเงิน**

**ยอดขายปี 57 ขยายตัว 43%YoY**

เราคาดการณ์ปริมาณขายเอทานอลปี 57 เท่ากับ 96 ล้านลิตร (+43%YoY) ได้แรงหนุนจากความต้องการใช้เอทานอลที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่องจากปี 56 หลังจากรมีการยกเลิกน้ำมันเบนซิน 91 และแนวโน้มการใช้น้ำมันแก๊สโซฮอล์ E20 และ E85 เพิ่มขึ้น ทั้งนี้ ลูกค้านำเข้าของบริษัท ได้แก่ PTT BCP ESSO IRPC TOP โดยมีการทำสัญญาขายเอทานอลล่วงหน้าในลักษณะรายปี หรือ รายสามเดือน สำหรับปี 58 คาดว่าปริมาณขายยังเติบโตต่อเนื่องเป็น 105 ล้านลิตร (+9%YoY) ตามทิศทางการขยายตัวของอุตสาหกรรม

**ปริมาณขายเอทานอลของบริษัท**

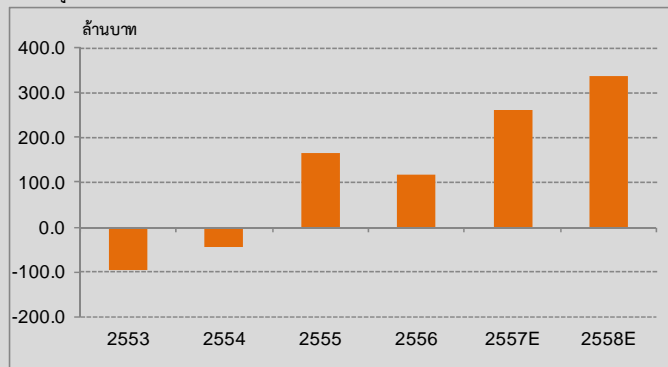


ที่มา: TAE, KSS

**คาดการณ์กำไรสุทธิปี 57 โตก้าวกระโดด 123%YoY และต่อเนื่องในปี 58**

เราคาดการณ์กำไรสุทธิปี 57 โตก้าวกระโดดเป็น 262 ล้านบาท (+123%YoY) ได้แรงหนุนจากรายได้ขยายตัวขึ้นเป็น 2.4 พันล้านบาท (+46%YoY) ตามปริมาณการขายที่สูงขึ้น 43%YoY และราคาขายเฉลี่ยทรงตัวในระดับสูงที่ 25.3 บาท/ลิตร (+2%YoY) อัตรากำไรขั้นต้นทรงตัวเท่ากับ 16% เท่ากับปี 56 ประกอบกับค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารลดลง 37%YoY เนื่องจากการเดินเครื่องจักรทั้งสายการผลิตที่ 1 และ 2 ในปี 57 ในระดับสูงประมาณ 80% ช่วยให้ต้นทุนคงที่ต่อหน่วยลดลง รวมถึงในปี 56 บริษัทมีค่าใช้จ่ายสูงกว่าปกติจากการเดินเครื่องจักรสายการผลิตที่ 1 เป็นระยะๆ ในช่วงที่มีการหยุดซ่อมบำรุงเครื่องจักรสายการผลิตที่ 2 นอกจากนี้ เราคาดว่ากำไรสุทธิปี 58 จะขยายตัวต่อเนื่องเป็น 336 ล้านบาท (+28%YoY) ตามการเพิ่มขึ้นของปริมาณขาย 9%YoY พร้อมกับต้นทุนดอกเบี้ยจ่ายลดลงจากการชำระคืนเงินกู้

**กำไรสุทธิเติบโตก้าวกระโดด**

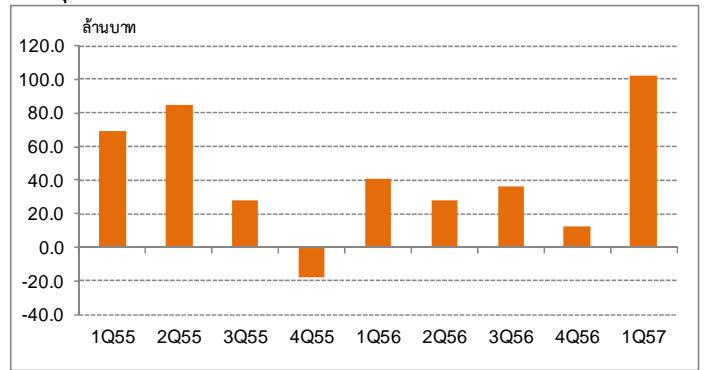


ที่มา: TAE, KSS

**กำไรสุทธิ 1Q57 เติบโตโดดเด่น QoQ และ YoY**

TAE รายงานกำไรสุทธิ 1Q57 เท่ากับ 102 ล้านบาท (+710%QoQ, +151%YoY) หรือคิดเป็น 39% ของประมาณการกำไรสุทธิทั้งปีของเรา ทั้งนี้ ได้แรงหนุนจากต้นทุนการผลิตที่มีราคาถูกในช่วงต้นปี ตามราคาถ่าน้ำตาลที่อยู่ในระดับต่ำในช่วงต้นฤดูกาลการที่บอ้อย (กระบวนการแปรรูปอ้อยเป็นน้ำอ้อยเพื่อผลิตเป็นน้ำตาลทราย) หนุนให้มีอัตรากำไรขั้นต้นขยายตัวเป็น 20% เทียบกับ 16% ใน 4Q56 และ 18% ใน 1Q56 รวมถึงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารที่ลดลงจากต้นทุนคงที่ต่อหน่วยลดลงหลังใช้กำลังการผลิตโรงงานเพิ่มขึ้น

**กำไรสุทธิต่อไตรมาส**

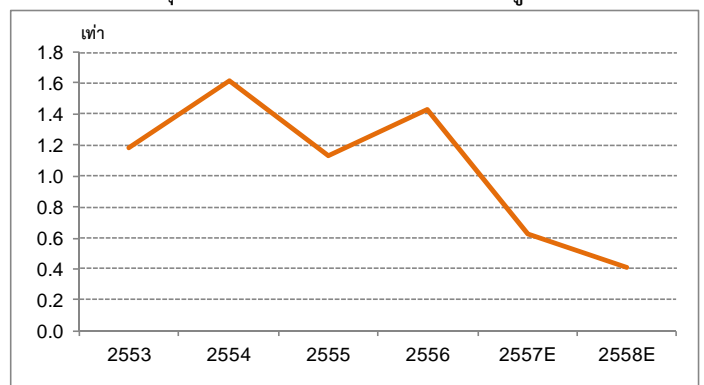


ที่มา: TAE

**ฐานะทางการเงินแข็งแกร่งขึ้นเป็นลำดับ**

เราคาดว่าอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนมีแนวโน้มลดลงต่อเนื่องจาก 1.4x ในปี 56 เหลือ 0.6x ในปี 57 และ 0.4x ในปี 58 ผลจากแนวโน้มผลประกอบการที่ขยายตัว การชำระคืนเงินต้นในอัตราร้อยละ 180 ล้านบาท ตามสัญญาเงินกู้ระยะยาว และการนำเงินที่ได้จากการขายหุ้น IPO คืนหนี้เงินกู้ยืมระยะสั้น เป็นการเพิ่มโอกาสการเข้าถึงแหล่งเงินกู้อื่นในอนาคตเพื่อขยายธุรกิจ

**อัตราส่วนหนี้สินสุทธิลดลงช่วยเพิ่มโอกาสหาแหล่งเงินกู้ได้ในอนาคต**



ที่มา: TAE, KSS

**คาดการณ์ผลตอบแทนเงินปันผล 7.9% ปี 57 และ 10.1% ปี 58**

เราคาดการณ์อัตราเงินปันผลสำหรับผลประกอบการปี 57 เท่ากับ 0.16 บาท/หุ้น และเพิ่มขึ้นเป็น 0.20 บาท/หุ้น โดยอิงกับนโยบายจ่ายเงินปันผล (Dividend payout ratio) ไม่ต่ำกว่า 60% ของกำไรสุทธิ คิดเป็นผลตอบแทนเท่ากับ 7.9% ปี 57 และ 10.1% ปี 58 สูงกว่าค่าเฉลี่ยกลุ่มพลังงานที่ 4.1% และ SET ที่ 3.6%

### ปัจจัยความเสี่ยง

#### ความผันผวนของราคาวัตถุดิบ

กากน้ำตาลเป็นวัตถุดิบหลักในการผลิตเอทานอล คิดเป็นสัดส่วนกว่า 85% ของต้นทุนการผลิตทั้งหมด ทั้งนี้ ราคากากน้ำตาลมีความผันผวนตามอุปสงค์และอุปทานในตลาด โดยมีทิศทางเดียวกับการเปลี่ยนแปลงของราคาอ้อยและน้ำตาล ซึ่งขึ้นอยู่กับปริมาณอ้อยที่ผลิตได้ในแต่ละปีที่อาจได้รับผลกระทบจากจำนวนพื้นที่การเพาะปลูกอ้อยและสภาพดินฟ้าอากาศ รวมถึงฤดูกาลเก็บอ้อย (กระบวนการแปรรูปอ้อยเป็นน้ำอ้อยเพื่อผลิตเป็นน้ำตาลทราย) ซึ่งเป็นช่วงที่ราคากากน้ำตาลมีราคาถูก เนื่องจากอุปทานที่สูงขึ้น หลังจากนั้นราคาจะทยอยสูงขึ้นเนื่องจากอุปทานที่ลดลง

#### อุปสรรคระหว่างการดำเนินงานคดีกรณีผิดสัญญาซื้อขายมันเส้น

บริษัทอยู่ระหว่างถูกฟ้องร้องโดยบริษัทแห่งหนึ่งเมื่อวันที่ 23 ก.ย. 54 กรณีไม่ปฏิบัติตามสัญญาซื้อขายมันเส้นฉบับลงวันที่ 21 ม.ค. 54 และต้องชดใช้ค่าเสียหายจำนวน 186.9 ล้านบาท (0.19 บาท/หุ้น) อย่างไรก็ตาม บริษัทได้ยื่นคำให้การและฟ้องแย้ง พร้อมกับเรียกร้องค่าเสียหายจากบริษัทดังกล่าวเป็นเงิน 82.4 ล้านบาท ปัจจุบันอยู่ระหว่างขั้นตอนการสืบพยาน ในกรณีเลวร้าย หากบริษัทเป็นฝ่ายแพ้คดีและต้องจ่ายค่าเสียหายทั้งจำนวนภายในปี 57 เราคาดว่าอาจส่งผลให้ประมาณการกำไรสุทธิปี 57 ลดเหลือเพียง 75 ล้านบาท (-36%YoY) หรือมีกำไรสุทธิต่อหุ้น 0.08 บาท/หุ้น (-49%YoY) รวมถึงคาดการณ์เงินปันผลเหลือ 0.05 บาท/หุ้น หรือมีผลตอบแทนเงินปันผลเหลือ 2% อย่างไรก็ตาม กรรมการและผู้บริหารของบริษัทเชื่อมั่นว่าบริษัทจะสามารถชนะคดีได้ เนื่องจากไม่ได้เป็นฝ่ายผิดสัญญาตามที่โจทก์กล่าวหา

#### สรุปข้อมูลการเสนอขายหุ้น

TAE จะเสนอขายหุ้นสามัญ 296.04 ล้านหุ้น (ราคาพาร์ 1 บาท/หุ้น) คิดเป็น 29.6% ของจำนวนหุ้นทั้งหมดหลังการเสนอขายหุ้น ประกอบด้วยหุ้นสามัญเพิ่มทุนจำนวน 200 ล้านหุ้น และหุ้นสามัญเดิมที่ถือโดย LANNA จำนวน 96.04 ล้านหุ้น โดยเสนอขายให้กับ

1. ประชาชนทั่วไป (IPO) จำนวน 191 ล้านหุ้น
2. ผู้ถือหุ้นสามัญของ LANNA จำนวน 105.04 ล้านหุ้น (Pre-Emptive Right) ในสัดส่วน 5 หุ้น LANNA : 1 หุ้น TAE

ทั้งนี้ ภายหลังจากการเสนอขายหุ้นสามัญดังกล่าว หุ้นที่ออกและเรียกชำระของบริษัทจะเพิ่มขึ้นจาก 800 ล้านบาท (800 ล้านหุ้น) เป็น 1,000 ล้านบาท (1,000 ล้านหุ้น)

#### โครงสร้างผู้ถือหุ้น

	ก่อน IPO	หลัง IPO
บมจ. ลานนา รีซอร์สเซส	75.75%	51.00%
ผู้ถือหุ้นรายอื่น	24.25%	19.40%
Pre-emptive Rights	-	10.50%
ประชาชนทั่วไป	-	19.10%

โดยบริษัทมีแผนนำเงินที่ได้จากการระดมทุนครั้งนี้ไปใช้ในกิจกรรมดังต่อไปนี้

1. ลงทุนก่อสร้างระบบผลิตไฟฟ้าด้วยก๊าซชีวภาพขนาดรวม 3 เมกะวัตต์ สำหรับใช้ภายในโรงงานผลิตเอทานอลของบริษัทฯ ช่วยประหยัดต้นทุนค่าเชื้อเพลิง
2. ชำระคืนเงินกู้ยืมจากสถาบันการเงิน
3. ใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียน

### การประเมินมูลค่าหุ้น

เราประเมินมูลค่าโดยใช้การเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weighted Average) ระหว่างวิธีเปรียบเทียบ P/E ratio วิธีเปรียบเทียบ P/BV ratio และวิธีคิดลดกระแสเงินสด โดยกำหนดน้ำหนักเท่ากันในแต่ละวิธีเพื่อลดความอคติในการประเมินมูลค่า ได้มูลค่าพื้นฐานเท่ากับ 2.70 บาท โดยการประเมินมูลค่าพื้นฐานในแต่ละวิธีประกอบด้วย

1. วิธีเปรียบเทียบ P/E ratio: ประเมินมูลค่าพื้นฐานเท่ากับ 2.40 บาท อิงกับ 9.0xP/E'57 เท่ากับค่าเฉลี่ยกลุ่มพลังงาน แม้ว่าแนวโน้มผลประกอบการปี 57 ของ TAE เติบโตโดดเด่นถึง 123%YoY เทียบกับกลุ่มพลังงานที่ 14%YoY แต่ธุรกิจมีขนาดเล็กเมื่อเทียบกับบริษัทอื่นในกลุ่ม
2. วิธีเปรียบเทียบ P/BV ratio: ประเมินมูลค่าพื้นฐานเท่ากับ 2.00 บาท อิงกับ 1.2xP/BV'57 เท่ากับค่าเฉลี่ยกลุ่มพลังงาน เพื่อสะท้อนฐานะการเงินที่แข็งแกร่งขึ้นเป็นลำดับเช่นเดียวกับหุ้นขนาดใหญ่ในกลุ่มพลังงานที่มีฐานะการเงินดี
3. วิธีคิดลดกระแสเงินสด: ประเมินมูลค่าพื้นฐานเท่ากับ 3.60 บาท (WACC 12.0%, Terminal growth rate 2%) โดยคำนึงถึงแนวโน้มการเพิ่มขึ้นของระดับการผลิตเอทานอลในอนาคตตามทิศทางการขยายตัวของอุตสาหกรรม

วิธีประเมินมูลค่า	น้ำหนัก	มูลค่าพื้นฐาน (บาท)	หมายเหตุ
1. P/E ratio	33%	2.40	9.0xP/E'57
2. P/BV ratio	33%	2.00	1.2xP/BV'57
3. DCF	33%	3.60	WACC 12%, Terminal growth 2%
<b>เฉลี่ย (บาท)</b>		<b>2.70</b>	

ที่มา: KSS

### Consolidated Profit and Loss (Bt mn)

Year to Dec	2012	2013	2014E	2015E
Sales	1,350	1,659	2,426	2,657
Cost of goods sold	(1,070)	(1,391)	(2,039)	(2,221)
Gross profit	279	268	387	436
Depreciation and amortization	86	99	101	106
<b>EBITDA</b>	<b>305</b>	<b>278</b>	<b>432</b>	<b>480</b>
SG&A expense	(61)	(90)	(57)	(62)
<b>EBIT</b>	<b>219</b>	<b>179</b>	<b>330</b>	<b>374</b>
Interest expense	(54)	(66)	(69)	(39)
Net other income	1	1	1	1
<b>EBT</b>	<b>166</b>	<b>114</b>	<b>262</b>	<b>336</b>
Tax	(1)	4	0	0
Net equity earnings	0	0	0	0
Minority interest	0	0	0	0
<b>Core profit</b>	<b>164</b>	<b>118</b>	<b>262</b>	<b>336</b>
Forex gain (loss)	0	0	0	0
Extraordinary items	0	0	0	0
<b>Reported net profit</b>	<b>164</b>	<b>118</b>	<b>262</b>	<b>336</b>
EPS (Bt)	0.21	0.15	0.26	0.34

### Consolidated Balance Sheet (Bt mn)

Year to Dec	2012	2013	2014E	2015E
Cash & cash equivalents	6	12	45	79
Accounts receivable	97	177	199	218
Inventories	77	84	112	122
<b>Total current assets</b>	<b>232</b>	<b>657</b>	<b>914</b>	<b>1,030</b>
Investments	0	0	0	0
Fixed assets	2,168	2,207	2,061	1,839
<b>Total assets</b>	<b>2,421</b>	<b>2,888</b>	<b>3,009</b>	<b>2,905</b>
Short-term debt	693	925	630	530
Accounts payable	87	187	196	213
<b>Total current liabilities</b>	<b>792</b>	<b>1,127</b>	<b>846</b>	<b>765</b>
Long-term debt	540	658	478	298
<b>Total liabilities</b>	<b>1,333</b>	<b>1,787</b>	<b>1,325</b>	<b>1,064</b>
Paid-up capital	800	800	1,000	1,000
Share premium	0	0	200	200
Retained earnings	287	301	484	640
Minority interest	0	0	0	0
<b>Total shareholders' equity</b>	<b>1,087</b>	<b>1,101</b>	<b>1,684</b>	<b>1,840</b>
Shares (mn)	800	800	1,000	1,000

### Consolidated Cash Flow Statement (Bt mn)

Year to Dec	2012	2013	2014E	2015E
Net profit	164	118	262	336
Depreciation and amortization	86	99	101	106
Change in working capital	28	(319)	(221)	(66)
<b>Operating cash flow</b>	<b>297</b>	<b>(102)</b>	<b>142</b>	<b>376</b>
Net capital expenditure	(67)	(138)	44	117
Free cash flow	230	(240)	186	492
<b>Investing cash flow</b>	<b>(68)</b>	<b>(137)</b>	<b>45</b>	<b>117</b>
Dividend paid	0	(104)	(79)	(179)
Equity issued	0	0	400	0
<b>Financing cash flow</b>	<b>(229)</b>	<b>245</b>	<b>(154)</b>	<b>(459)</b>
Net cash (Debt)	(1,227)	(1,570)	(1,063)	(749)

### Ratio Analysis

Year to Dec	2012	2013	2014E	2015E
<b>Growth (%)</b>				
Sales growth	22.91	22.91	46.22	9.50
EBITDA growth	772.44	(8.77)	55.32	11.20
Core profit growth	n.m.	(28.27)	122.70	28.12
<b>Profitability ratios (%)</b>				
Gross margin	20.70	16.18	15.95	16.41
EBITDA margin	22.57	16.75	17.79	18.07
Core profit margin	12.15	7.09	10.80	12.64
Effective tax rate	0.87	(3.55)	0.00	0.00
SG&A/net sales	4.51	5.42	2.34	2.33
<b>Leverage ratios (x)</b>				
Total debt/equity	1.13	1.44	0.66	0.45
Net debt/equity	1.13	1.43	0.63	0.41
Net debt/EBITDA	4.03	5.65	2.46	1.56
Interest coverage	4.06	2.73	4.78	9.52
<b>Per share data (x)</b>				
Price/sales	1.19	0.96	0.82	0.75
Price/OCF	5.39	(15.69)	14.04	5.32
Price/FCF	6.95	(6.68)	10.73	4.06

### Key Assumptions

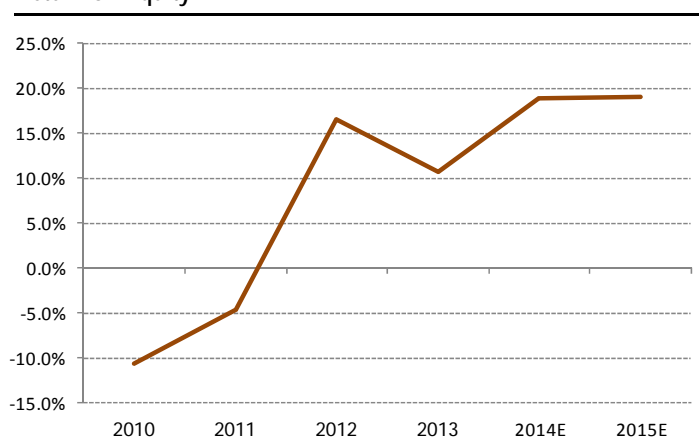
Year to Dec	2012	2013	2014E	2015E
Install Capacity (litre/day)	315,000	365,000	365,000	365,000
Utilisation rate (%)	62.1%	55.6%	79.7%	87.2%
Sales volume (mn litres)	67.0	67.0	96.0	105.0
Selling price (Bt/litre)	20.0	24.7	25.3	25.3
Molasses Price (Bt/ton)	3,034	4,435	4,540	4,600

### Quarterly Results

Year to Dec	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	%QoQ	%YoY
Sales	406	404	443	406	631	55.5%	55.3%
Gross profit	72	63	68	65	127	96.8%	75.5%
Share of profit of associates	0	0	0	0	0	n.m.	n.m.
Other income	0	0	0	0	1	1386.7%	160.0%
SG&A expenses	20	20	18	32	9	-70.1%	-52.4%
Interest expenses	13	15	15	22	15	-30.3%	17.3%
Corporate tax	(1)	0	(1)	(2)	1	n.m.	n.m.
Core profit	41	28	36	13	102	710.5%	150.8%
Forex gain (loss)	0	0	0	0	0	n.m.	n.m.
Non-recurring items	0	0	0	0	0	n.m.	n.m.
Reported net profit	41	28	36	13	102	710.5%	150.8%
EPS (Bt)	n.a.	0.04	0.05	0.02	0.13	710.5%	n.m.
<b>Key Financial Ratio</b>							
Gross margin (%)	17.83	15.68	15.37	15.91	20.15		
EBITDA margin (%)	19.05	16.86	16.71	14.39	22.73		
Interest coverage ratio (x)	4.01	2.86	3.30	1.49	7.66		
Interest-bearing debt/Equity (x)	n.m.	1.19	1.14	1.44	1.34		
Net debt/Equity (x)	n.m.	1.18	1.13	1.43	1.31		
BV (Bt)	n.a.	1.39	1.44	1.38	1.50		

Source: TAE, KSS

### Return on Equity



Source: TAE, KSS



ADVANC	AOT	ASIMAR	BAFS	BANPU	BAY	BBL	BCP	BECL	BKI
BROOK	BTS	CIMBT	CK	CPF	CPN	CSL	DRT	DTAC	EASTW
EGCO	ERW	GRAMMY	HANA	HEMRAJ	ICC	INTUCH	IRPC	IVL	KBANK
KKP	KTB	LPN	MCOT	MINT	NKI	NOBLE	PAP	PG	PHOL
PR	PRANDA	PS	PSL	PTT	PTTEP	PTTGC	QH	RATCH	ROBINS
RS	S&J	SAMART	SAMTEL	SAT	SC	SCB	SCC	SCSMG	SE-ED
SIM	SIS	SITHAI	SNC	SPALI	SPI	SSI	SSSC	SVI	SYMC
TCAP	THAI	THCOM	THRE	TIP	TISCO	TKT	TMB	TNITY	TOP
TRC	TRUE	TTW	TVO	UV	VGI	WACOAL			

จะทำการเผยแพร่รายชื่อเฉพาะบริษัทที่ได้คะแนนอยู่ในระดับ "ดี" ขึ้นไป ซึ่งมี 3 กลุ่ม คือ "ดี" "ดีมาก" และ "ดีเลิศ"  
โดยประกาศรายชื่อบริษัทในแต่ละกลุ่ม เรียงตามลำดับตัวอักษรชื่อย่อบริษัทในภาษาอังกฤษ (ช่วงวันที่ 1 มกราคม 2555 ถึง 17 ตุลาคม 2556)



2S	ACAP	AF	AHC	AIT	AKP	AMANAH	AMARIN	AMATA	AP
APCO	APCS	ASIA	ASK	ASP	AYUD	BEC	BFIT	BH	BIGC
BJC	BLA	BMCL	BWG	CCET	CENDEL	CFRESH	CGS	CHOW	CM
CNT	CPALL	CSC	DCC	DELTA	DTC	ECL	EE	EIC	ESSO
FE	FORTH	GBX	GC	GFPT	GL	GLOW	GOLD	GSTEL	GUNKUL
HMPRO	HTC	IFEC	INET	ITD	JAS	JUBILE	KBS	KOE	KGI
KKC	KSL	KWC	L&E	LANNA	LH	LHBANK	LHK	LIVE	LOXLEY
LRH	LST	MACO	MAJOR	MAKRO	MBK	MBKET	MFC	MFEC	MODERN
MTI	NBC	NCH	NINE	NMG	NSI	NWR	OCC	OFM	OGC
OISHI	PB	PDI	PE	PF	PJW	PM	PPM	PPP	PREB
PRG	PT	PYLON	QTC	RASA	SABINA	SAMCO	SCCC	SCG	SEAFCO
SFP	SIAM	SINGER	SIRI	SKR	SMT	SNP	SPCG	SPPT	SSF
STANLY	STEC	SUC	SUSCO	SYNTEC	TASCO	TCP	TF	TFD	TFI
THANA	THANI	THIP	TICON	TIPCO	TK	TLUXE	TMILL	TMT	TNL
TOG	TPC	TPCORP	TIPL	TRT	TRU	TSC	TSTE	TSTH	TTA
TTCL	TUF	TWFP	TYM	UAC	UMI	UMS	UP	UPOIC	UT
VIBHA	VIH	VNG	VNT	YUASA	ZMICO				



A	AAV	AEC	AEONTS	AFC	AGE	AH	AI	AJ	AKR
ALUCON	ANAN	ARIP	AS	BAT-3K	BCH	BEAUTY	BGT	BLAND	BOL
BROCK	BSBM	CHARAN	CHUO	CI	CIG	CITY	CMR	CNS	CPL
CRANE	CSP	CSR	CTW	DEMCO	DNA	DRACO	EA	EARTH	EASON
EMC	EPCO	F&D	FNS	FOCUS	FPI	FSS	GENCO	GFM	GJS
GLOBAL	HFT	HTECH	HYDRO	IFS	IHL	ILING	INOX	IRC	IRCP
IT	JMART	JMT	JTS	JUTHA	KASET	KC	KCAR	KDH	KTC
KWH	LALIN	LEE	MATCH	MATI	MBAX	MDX	PRINC	MJD	MK
MOONG	MPIC	MSC	NC	NIPPON	NNCL	NTV	OSK	PAE	PATO
PICO	PL	POST	PRECHA	PRINC	Q-CON	QLT	RCI	RCL	ROJNA
RPC	SCBLIF	SCP	SENA	SF	SGP	SIMAT	SLC	SMIT	SMK
SOLAR	SPC	SPG	SRICHA	SSC	STA	SUPER	SVOA	SWC	SYNEX
TBSP	TCCC	TEAM	TGCI	TIC	TIES	TIW	TKS	TMC	TMD
TMI	TNDT	TNPC	TOPP	TPA	TPP	TR	TTI	TVD	TVI
TWZ	UBIS	UEC	UOBKH	UPF	UWC	VARO	VTE	WAVE	WG
WIN	WORK								

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
90-100		ดีเลิศ
80-89		ดีมาก
70-79		ดี
60-69		ดีพอใช้
50-59		ผ่าน
ต่ำกว่า 50	-	-

**Disclaimer**

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะและเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมิได้มีการใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน

ผลสำรวจดังกล่าวเป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ กรุงศรี จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด



## บริษัทหลักทรัพย์ กรุงศรี จำกัด (มหาชน)

### สำนักงานใหญ่

550 อาคาร ธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน) สำนักเพลินิจิต ชั้น 5  
ถนนเพลินิจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพฯ 10330  
โทร. 0-2659-7000 โทรสาร 0-2646-1111  
Internet Trading: 0-2659-7777

### สาขา

#### สาขาเอ็มโพเรียม

622 เอ็มโพเรียมทาวเวอร์ ชั้น 10 ถนนสุขุมวิท 24  
แขวงคลองตัน เขตคลองเตย กรุงเทพฯ 10110  
โทร. 0-2695-4500 โทรสาร 0-2695-4599

#### สาขาเซ็นทรัลบางนา

589/151 อาคารเซ็นทรัลซีทีทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 27  
ถนนบางนา-ตราด แขวง-เขต บางนา กรุงเทพฯ 10260  
โทร. 0-2763-2000 โทรสาร 0-2399-1448

#### สาขาพระราม 2

111/917-919 ถนนพระราม 2  
แขวงแสมดำ เขตบางขุนเทียน กรุงเทพฯ 10150  
โทร. 0-2895-9575 โทรสาร 0-2895-9557

#### สาขานนวิภาวดีรังสิต

ที่ทำการ ธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน)  
สาขานนวิภาวดีรังสิต (ชั้นทาวเวอร์ส)  
123 ถนนวิภาวดีรังสิต แขวงจอมพล เขตจตุจักร  
กรุงเทพฯ 10900  
โทร. 0-2273-8388 โทรสาร 0-2273-8399

#### สาขาชลบุรี

64/17 ถนนสุขุมวิท ตำบลบางปลาสร้อย อำเภอเมือง  
จ.ชลบุรี 20000  
โทร. 0-3879-0430 โทรสาร 0-3879-0425

#### สาขาหาดใหญ่

90-92-94 ธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน) ถนนนิพัทธ์อุทิศ 1 ตำบล  
หาดใหญ่ อำเภอหาดใหญ่ จังหวัดสงขลา 90110  
โทร. 074- 221-229 โทรสาร 074-221-411

#### สาขานครปฐม

67/1 ถนนราชดำเนิน ตำบลพระปฐมเจดีย์ อำเภอเมือง  
จ.นครปฐม 73000  
โทร. 0-3427-5500-7 โทรสาร 0-3421-8989

#### สาขาสุพรรณบุรี

249/171-172 หมู่ 5 ตำบลท่าระหัด  
อำเภอเมืองสุพรรณบุรี จ.สุพรรณบุรี 72000  
โทร. 0-3550-1234 โทรสาร 0-3552-2449

#### สาขานครราชสีมา

168 ถนนจอมพล ตำบลในเมือง อำเภอเมืองนครราชสีมา  
จ.นครราชสีมา 30000  
โทร. 0-4425-1211-4 โทรสาร 0-4425-1215

#### สาขาขอนแก่น

ธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน) สาขาขอนแก่น  
114 ถนนศรีจันทร์ ตำบลในเมือง อำเภอเมือง จ.ขอนแก่น 40000  
โทร. 0-4322-6120 โทรสาร 0-4322-6180

#### สาขาเชียงใหม่

ธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน) สาขาประตูช้างเผือก  
70 ถนนช้างเผือก ตำบลศรีภูมิ อำเภอเมือง จ.เชียงใหม่ 50200  
โทร. 0-5321-9234 โทรสาร 0-5321-9247

#### สาขาเชียงราย

ธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน) สาขาเชียงราย  
231-232 ถนนธนาลัย ตำบลเวียง อำเภอเมือง จ.เชียงราย 57000  
โทร. 0-5371-6489 โทรสาร 0-5371-6490

#### สาขาพิษณุโลก

ธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน) สาขาพิษณุโลก  
275/1 ถนนพิชัยสงคราม ตำบลในเมือง อำเภอเมือง จ.พิษณุโลก 65000  
โทร. 0-5530-3360 โทรสาร 0-5530-2580

Analyst Team	Name	Sector Coverage	E-mail
<b>Central line:</b>	กษมพนธ์ เหมนิลรัตน์	Strategy	kasamapon.hamnilrat@krungsrisecurities.com
66.2659.7000	สิทธิเดช ประเสริฐรุ่งเรือง	Transportation, Agribusiness	sittidath.prasertrunguang@krungsrisecurities.com
ext.5017, 5018	ชาตรี ศรีสมัยเจริญ	Contractor, Construction Materials, Property	chatree.srismaicharoen@krungsrisecurities.com
Fax:66.2646.1103	ชาญวุฑฒ์ เตชอมรธนกิจ	Energy, Petrochemical	charnvut.taechaamorntanakit@krungsrisecurities.com
	ธนเดช รังษิธนานนท์	Banking, Finance & Securities	tanadech.rungsriathananon@krungsrisecurities.com
	ชาญยุฑฒ์ ศรีสวัสดิ์สกุล	Banking, Finance & Securities	chanyut.srisawatsakun@krungsrisecurities.com
	ถกมล บรรจงรักษ์	Automotive, Healthcare, ICT, Media	thakol.banjongruck@krungsrisecurities.com
	วัชรุฑฒ์ วัชรวงษ์ศิริ	Electronics, Commerce, Hotel, Property	vacharut.vacharawongsith@krungsrisecurities.com
	ปิยะภัทร์ ภัทรภูวดล	Strategy / Small cap	piyapat.patarapuvadol@krungsrisecurities.com
	อภิศักดิ์ ลิ้มป้อราษฎร์กุล	Technical	apisak.limthumrongkul@krungsrisecurities.com

#### คำแนะนำในการลงทุน

- ซื้อ - หุ้นที่มีปัจจัยพื้นฐานดีและคาดหวังอัตราผลตอบแทนรวมจากการลงทุนเกินกว่า 10% ภายในระยะเวลา 1 ปีข้างหน้า
- ถือ - หุ้นที่มีปัจจัยพื้นฐานดีและคาดหวังอัตราผลตอบแทนรวมจากการลงทุนระหว่าง 5-10% ภายในระยะเวลา 1 ปีข้างหน้า
- ขาย - หุ้นที่มีราคาสูงเกินกว่ามูลค่าพื้นฐาน หรือมีปัจจัยพื้นฐานอ่อนแอ
- เก็งกำไร - หุ้นที่มีปัจจัยพื้นฐานอ่อนแอ แต่มีประเด็นที่สามารถเก็งกำไรได้ในช่วงระยะเวลาหนึ่ง