



Company Note

I Thailand

ADD (no change)

Current price:	THB10.80
Target price: 	THB13.80
Previous target:	THB13.80
Up/downside:	27.8%
Reuters:	SGP.BK
Bloomberg:	SGP.TB
Market cap:	US\$2284m
	THB9,924m
Average daily turnover:	US\$1.5m
	THB51.8m
Current shares o/s	919m
Free float:	30.6%

Key changes in this note

 No change.



Price performance	1M	3M	12M
Absolute (%)	(4.4)	(7.3)	5.2
Relative (%)	(3.8)	(2.7)	(1.5)

Major shareholders	% held
Weeraborwornpong Wor	48.1
Uob Kay Hian Pte Ltd	8.0
Weeraborwornpong Sup	5.5

Analyst(s)



Kitichan SIRISUKARCHA, CFP

T (66) 2 657 9232

E kitichan.si@cimb.com

Piyachanok SOMSUEB

Assistant Analyst

Siamgas and Petrochemicals

ผลประกอบการถูกกดดันระยะสั้น

- SGP รายงานขาดทุนสุทธิ 75 ล้านบาท ใน 3Q16 พลิกตัวจากผลกำไรสุทธิ 31 ล้านบาทใน 3Q15 เกิดจากปัจจัยด้านฤดูกาลที่เป็น low season และราคาก๊าซที่ปรับตัวต่ำ
- รายได้ใน 9M16 คิดเป็น 72% ของประมาณการรายได้ทั้งปีซึ่งเป็นไปตามคาด แต่กำไรสุทธิ 9M16 คิดเป็น 26% ของประมาณการกำไรทั้งปีซึ่งต่ำกว่าคาด
- อย่างไรก็ตาม เรายังคาดว่าผลประกอบการจะปรับตัวโดดเด่น ใน 4Q16 จาก high season ตามอุปสงค์ของก๊าซ LPG เพื่อใช้ในฤดูหนาว อีกทั้งราคาก๊าซปรับตัวเพิ่มขึ้นแล้ว 105 ดอลลาร์ต่อตันในไตรมาสนี้
- ปริมาณขายก๊าซ LPG ยังทำได้ตามเป้า โดยเฉพาะประเทศจีนที่ปริมาณขาย 9M16 คิดเป็น 85% ของเป้าหมายทั้งปีเกิดจากสถานการณ์การคุมตลาดที่ปรับตัวดีขึ้น
- คงคำแนะนำ "ซื้อ" ที่ราคาเป้าหมาย 13.80 บาทโดยคาดการณ์การกลับตัวของราคาก๊าซในระยะยาวและมี potential upside หากภาครัฐมีนโยบายปล่อยเสรีการนำเข้าก๊าซในวันที่ 1 ม.ค. 2017

ผลประกอบการ 3Q16 ถูกกดดันระยะสั้น

SGP รายงานผลประกอบการมีผลขาดทุนสุทธิ 75 ล้านบาท ใน 3Q16 พลิกตัวจากผลกำไรสุทธิ 31 ล้านบาทใน 3Q15 โดยรายได้ใน 9M16 คิดเป็น 72% ของประมาณการรายได้ทั้งปีซึ่งเป็นไปตามคาดแต่กำไรสุทธิคิดเป็น 26% ของประมาณการกำไรทั้งปี แม้เราจะมีมุมมองว่า 3Q16 จะเป็นช่วง low season แต่สาเหตุที่ทำให้ผลประกอบการต่ำกว่าคาดเกิดจาก 1) การแข่งขันด้านราคาในประเทศจีนที่สืบเนื่องมาจาก 2Q16 ที่ฝั่งคล้ายตัวในเดือนก.ย., 2) ยอดขาย LPG ในประเทศภาคขนส่งลดลงกว่าคาดที่ -18%yoy และ 3) ผลขาดทุนจากสินค้าคงคลังในธุรกิจที่ต่างประเทศเนื่องจากหนึ่งรอบการเดินเรือไปตะวันออกกลางใช้เวลา เดือน 1

ปริมาณขายยังทำได้ตามเป้าและเติบโตโดดเด่นที่ประเทศจีน

ยอดขายทั้งในประเทศและต่างประเทศใน 9M16 จะอยู่ที่ 7.46 แสนตันและ 1.50 ล้านตันตามลำดับ รวมเป็น 2.25 ล้านตัน ซึ่งสูงกว่าที่เราประมาณการ 5% ที่ 2.14 ล้านตัน และคิดเป็น (78.2% ของประมาณการยอดขายทั้งปีของเราที่ 2.87 ล้านตันสำหรับปี 16 โดยปริมาณขายที่เพิ่มสูงขึ้นมาจากยอดขายที่ประเทศจีนที่ปรับตัวดีขึ้นโดดเด่น +33%yoy จากอุปสงค์การใช้ก๊าซที่เพิ่มขึ้นประกอบกับบริษัทสามารถขยายฐานลูกค้าได้จากปีก่อน ทั้งนี้ ปริมาณการยอดขายของเราได้ลดลงจากบริษัทประมาณ 10% สำหรับยอดขายในประเทศเนื่องจากเราคาดว่าแนวโน้มของความต้องการใช้ก๊าซ LPG เพื่อใช้ในภาคขนส่งจะลดลง

ราคาก๊าซปรับตัวขึ้น +16%mom ในเดือนพ.ย.ส่งสัญญาณบวกต่อ 4Q16

ราคาก๊าซ LPG ในตลาดโลกในเดือนตุลาคมและพฤศจิกายนปรับตัวเพิ่มขึ้นแล้ว 47-58 ดอลลาร์สหรัฐต่อตัน (เพิ่มขึ้น 15-16%mom) มาอยู่ที่ 352 และ 410 ดอลลาร์สหรัฐต่อตัน ตามลำดับ ซึ่งเป็นปัจจัยบวกสนับสนุนประมาณการของเราว่าผลประกอบการจะปรับตัวดีขึ้นอีกครั้งใน 4Q16 เนื่องจากเป็นช่วง high season ตามอุปสงค์เพื่อการใช้ในฤดูหนาว นอกจากนี้ หากเปรียบเทียบราคาก๊าซ LPG เฉลี่ยในตลาดโลกใน 11M16 ที่ 331 ดอลลาร์สหรัฐต่อตัน ซึ่งยังสูงกว่าประมาณการราคาก๊าซเฉลี่ยทั้งปีของเราที่ 320 ดอลลาร์สหรัฐต่อตัน

คงคำแนะนำ "ซื้อ" โดยมองการกลับตัวของราคาก๊าซในระยะยาว

เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" หุ้น SGP ที่ราคาเป้าหมาย 13.80 บาทตามวิธี SOP โดยเราชอบหุ้นนี้เนื่องจาก 1) ได้กำไรขั้นต้นที่แน่นอนจากค่าการตลาดก๊าซ LPG ในประเทศ 2) การขยายธุรกิจต่างประเทศจะเป็นปัจจัยส่งเสริมการเติบโตในระยะยาว 3) ก๊าซสุทธิจะมีความสม่ำเสมอมากขึ้นด้วยธุรกิจโรงไฟฟ้าและลดความผันผวนจากธุรกิจค้าก๊าซ 4) อัตราเงินปันผลสูง 5-6% ในปี 2017-18 และ 5) มี potential upside กว่า 35% หากรัฐมีการปล่อยเสรีการนำเข้าก๊าซ LPG ในต้นปี 17 ทั้งนี้ ความเสี่ยงต่อราคาเป้าหมาย ได้แก่ ความผันผวนของราคาก๊าซและการควบคุมด้านนโยบายจากภาครัฐ

Financial Summary	Dec-14A	Dec-15A	Dec-16F	Dec-17F	Dec-18F
Revenue (THBm)	62,157	58,339	47,894	57,460	63,984
Operating EBITDA (THBm)	1,098	2,866	2,710	2,897	3,322
Net Profit (THBm)	(514)	1,116	854	1,097	1,414
Core EPS (THB)	(0.56)	1.21	0.93	1.19	1.54
Core EPS Growth	-148.0%	-317.0%	-23.5%	28.4%	28.9%
FD Core P/E (x)	(19.30)	8.89	11.62	9.05	7.02
DPS (THB)	0.40	0.50	0.37	0.48	0.62
Dividend Yield	3.73%	4.63%	3.44%	4.42%	5.70%
EV/EBITDA (x)	11.67	4.47	5.33	5.37	4.74
P/FCFE (x)	45.03	19.81	(72.31)	204.04	(196.62)
Net Gearing	34.52%	29.51%	42.60%	50.21%	48.48%
P/BV (x)	1.19	1.02	0.94	0.89	0.83
Recurring ROE	-5.9%	12.3%	8.4%	10.1%	12.2%
% Change in Core EPS Estimates					
CIMB/consensus EPS (x)	-	-	0.83	0.89	0.98

SOURCE: COMPANY DATA, CIMB FORECASTS

ผลประกอบการถูกกดดันระยะสั้น

3Q16 ถูกกดดันจากราคาในตลาดโลก ▶

SGP รายงานผลประกอบการมีรายได้รวม 10,301 ล้านบาท (-27%yoy, -17%qoq) และมีผลขาดทุนสุทธิ 75 ล้านบาท ใน 3Q16 พลิกตัวจากผลกำไรสุทธิ 31 ล้านบาท ใน 3Q15 ซึ่งต่ำกว่าที่เราคาดว่าจะมีกำไรสุทธิที่ 187 ล้านบาท ทั้งนี้ รายได้ใน 9M16 คิดเป็น 72% ของประมาณการรายได้ทั้งปีของเราซึ่งเป็นไปตามคาดแต่กำไรสุทธิ 9M16 คิดเป็น 26% ของประมาณการกำไรทั้งปีซึ่งต่ำกว่าคาด แม้ก่อนหน้านี้เราจะมีมุมมองว่าผลประกอบการ 3Q16 จะเป็นช่วง low season ของปีแต่สาเหตุที่ทำให้ผลประกอบการออกมาต่ำกว่าที่คาด คือ:

- 1) ราคาก๊าซ LPG ในตลาดโลก (CP Saudi Aramco) ปรับตัวลดลงกว่า 13%qoq จากเดิมเฉลี่ยที่ 341 ดอลลาร์สหรัฐต่อตันใน 2Q16 มาอยู่ที่ 298 ดอลลาร์สหรัฐต่อตันใน 3Q16
- 2) สถานการณ์การแข่งขันด้านราคาในประเทศจีนในเดือนกรกฎาคมและสิงหาคมที่สืบเนื่องมาจาก 2Q16 เกิดจากผู้ค้าบางรายมีการคาดการณ์ราคาก๊าซและกักตุนสินค้า แต่ราคาก๊าซกลับปรับตัวลดลงกว่าคาดทำให้ผู้ค้าต้องเร่งการระบายสินค้าออกจากคลัง อย่างไรก็ตาม สถานการณ์ในประเทศจีนเริ่มดีขึ้นในช่วงเดือนกันยายนที่ผ่านมา แต่ผลกระทบต่อด้านราคาในตลาดโลกที่ยังทรงตัวต่ำยังคงกดดันผลประกอบการโดยรวมอยู่
- 3) ปริมาณขายก๊าซ LPG ในประเทศสำหรับภาคขนส่งที่ลดลงกว่าคาดที่ -18%yoy ซึ่งเราคาดว่าเกิดจากช่องว่างทางด้านราคาที่ลดลงระหว่างราคาก๊าซและราคาน้ำมัน ทำให้ผู้บริโภคขาดแรงจูงใจในการใช้น้ำมัน ซึ่งการลดลงของยอดขายนี้เป็นไปในทิศทางเดียวกันกับอุตสาหกรรมที่ลดลงที่ -17.5%yoy
- 4) ผลขาดทุนจากสินค้าคงคลังในธุรกิจที่ต่างประเทศเนื่องจากหนึ่งรอบการเดินเรือไปตะวันออกกลางใช้เวลา 1 เดือน ซึ่งโดยปกติ SGP จะเก็บสินค้าไว้ในคลังประมาณ 1 แสตัน หรือคิดเป็นผลขาดทุนสุทธิประมาณ 137 ล้านบาทใน 3Q16

สำหรับอัตรากำไรขั้นต้นอยู่ที่ 2.5% ใน 3Q16 ลดลงจาก 3.6% ใน 3Q15 จากเหตุผลข้างต้น โดยเฉพาะราคาขายก๊าซ LPG ในประเทศจีนที่ถูกกดดันจากการทุ่มตลาดในปีนี้ ประกอบการสัดส่วนยอดขายในประเทศจีนเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 46% ใน 3Q16 จาก 35% ใน 3Q15

Figure 1: 3Q16F Results review

FYE Dec (THBm)	3Q16	3Q15	%yoy	2Q16	%qoq	3Q16	3Q15	%yoy	Prev.	%yoy	Comments
			chg		chg	Cum	Cum	chg	FY16F	chg	
Revenue	10,301	14,097	-27%	12,482	-17%	34,430	41,788	-18%	47,894	-18%	LPG price decreased by -20%yoy and -13%qoq
Operating costs	9,920	13,599	-27%	11,838	-16%	32,916	40,097	-18%	45,184	-19%	Gross margin shrunk to 2.5% in 3Q16 which was pressured by downtrend LPG price.
EBITDA	381	498	-23%	645	-41%	1,514	1,691	-10%	2,710	-5%	
EBITDA margin (%)	4%	4%		5%		4%	4%		6%		
Depn & amort.	299	278	8%	279	7%	854	833	3%	1,133	5%	
EBIT	83	221	-63%	365	-77%	659	858	-23%	1,576	-12%	
Interest expense	(106)	(101)	5%	(103)	3%	(307)	(308)	0%	(487)	19%	
Interest & invt inc	-	-	0%	-	0%	-	-	0%	-	0%	
Exceptionals	-	-	0%	-	0%	-	-	0%	-	0%	
Pretax profit	(24)	119	-120%	262	-109%	352	550	-36%	1,089	-21%	
Tax	(37)	(68)	-46%	4	-939%	(107)	(92)	17%	(218)	-3%	
Tax rate (%)	155%	57%		2%		31%	17%		20%		
Minority interests	11	15	-25%	8	0%	36	21	0%	17	0%	
Net profit	(75)	31	-344%	254	-129%	220	434	-49%	854	-23%	Net profit was 140% below our estimation
Core net profit	(75)	31	-344%	254	-129%	220	434	-49%	854	-23%	9M16 profit represents 26% of our full-year forecast
EPS (THB)	(0.08)	0.03	-344%	0.28	-129%	0.24	0.47	-49%	0.93	-23%	
Core EPS (THB)	(0.08)	0.03	-344%	0.28	-129%	0.24	0.47	-49%	0.93	-23%	
DPS (THB)	0.15	0.20	-25%	-	0%	0.15	0.20	-25%	0.37	-26%	Interim dividend with payout ratio of 54% in 1H16

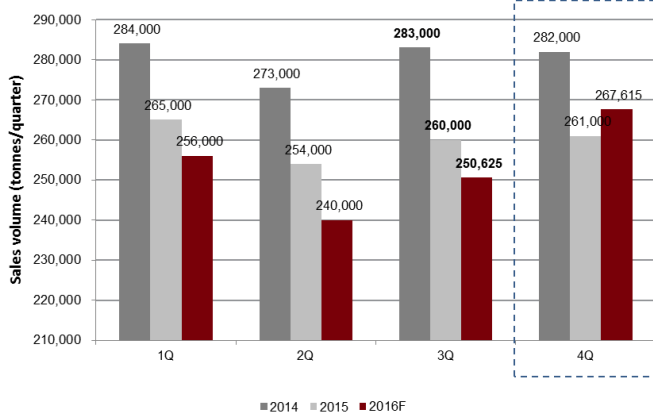
SOURCE: CIMB RESEARCH, COMPANY

อย่างไรก็ตาม เรามองว่าผลประกอบการ 3Q16 ที่ลดลงเป็นผลกระทบในระยะสั้น ซึ่งเราคาดว่าผลประกอบการจะฟื้นตัวอีกครั้งใน 4Q16 ตามการปรับขึ้นของราคาก๊าซ LPG และยอดขายที่เพิ่มขึ้นตามอุปสงค์การใช้อีกครั้งในฤดูหนาว โดยราคาก๊าซ LPG ในตลาดโลกในเดือนตุลาคมและพฤศจิกายนปรับตัวเพิ่มขึ้นแล้ว 47-58 ดอลลาร์สหรัฐต่อตัน (เพิ่มขึ้น 15-16%mom) มาอยู่ที่ 352 และ 410 ดอลลาร์สหรัฐต่อตัน ตามลำดับ

ปริมาณยอดขายยังทำได้ตามเป้า ▶

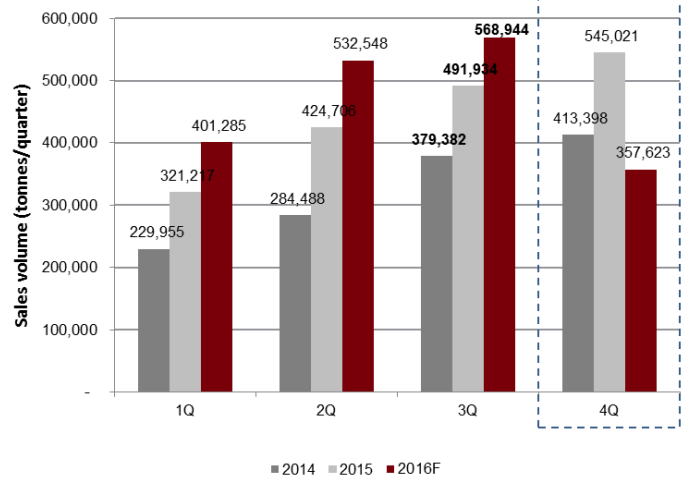
สำหรับด้านยอดขาย SGP ยังสามารถทำยอดขายได้ตามเป้า โดยยอดขายรวมทั้งในประเทศและต่างประเทศใน 9M16 จะอยู่ที่ 7.46 แสนตันและ 1.50 ล้านตันตามลำดับ (Figure 2-3 ยอดขายรวม 9M16 อยู่ที่ 2.25 ล้านตันซึ่งสูงกว่าที่เราประมาณการที่ 2.14 ล้านตัน) และจะคิดเป็น 78.2% ของประมาณการยอดขายทั้งปีของเราที่ 2.87 ล้านตันสำหรับปี 16 (+12%yoy) แต่จะคิดเป็น 75.8% ของประมาณการยอดขายทั้งปีของ SGP เปรียบเทียบกับยอดขายใน 9M15 ที่คิดเป็นเพียง 71% ของประมาณการยอดขายทั้งปี 15 โดยปริมาณขายที่เพิ่มสูงขึ้นมาจากยอดขายที่ประเทศจีนที่ปรับตัวดีขึ้น +33%yoy จากอุปสงค์การใช้อีกครั้งที่เพิ่มขึ้นประกอบกับบริษัทสามารถขายฐานลูกค้าได้จากปีก่อน ทั้งนี้ เราได้คิดลดจากประมาณการของบริษัท 10% สำหรับยอดขายในประเทศเนื่องจากเราคาดว่าแนวโน้มของความต้องการใช้อีกครั้ง LPG เพื่อใช้ในภาคขนส่งจะลดลง

Figure 2: Thailand sales volume



SOURCE: CIMB RESEARCH, COMPANY

Figure 3: Overseas sales volume



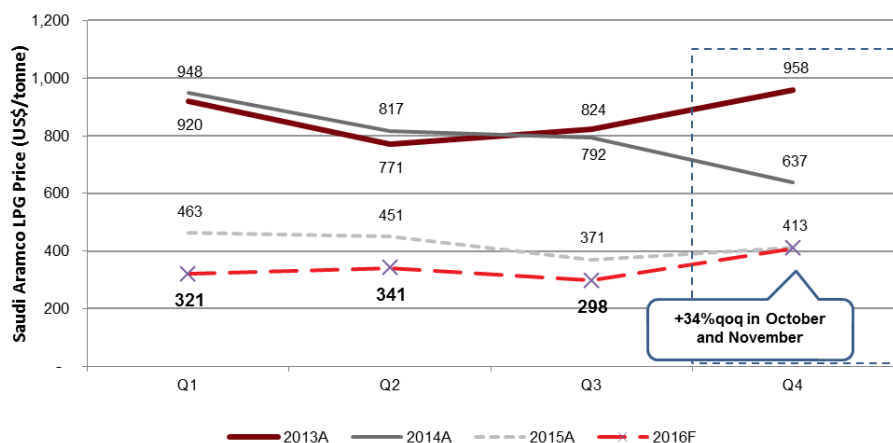
SOURCE: CIMB RESEARCH, COMPANY

ราคาก๊าซ +34%qoq ส่งสัญญาณบวก 4Q16▶

ราคาก๊าซในตลาดโลกเฉลี่ยในเดือนตุลาคมและพฤศจิกายนปรับตัวเพิ่มขึ้นแล้ว 47-58 ดอลลาร์สหรัฐต่อตัน (เพิ่มขึ้น 15-16%mom) มาอยู่ที่ 352 ดอลลาร์สหรัฐต่อตันและ 410 ดอลลาร์สหรัฐต่อตัน ตามลำดับ ซึ่งสอดคล้องกับประมาณการของเราว่าผลประกอบการจะปรับตัวดีขึ้นอีกครั้งใน 4Q16 เนื่องจากเป็นช่วง high season ตามอุปสงค์ของก๊าซเพื่อใช้ในฤดูหนาว

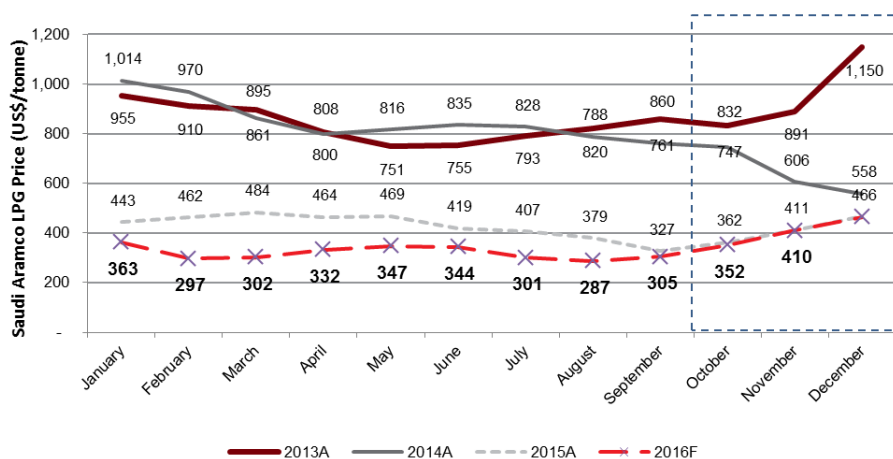
ทั้งนี้ ราคาก๊าซ LPG เฉลี่ยใน 11M16 อยู่ที่ 331 ดอลลาร์สหรัฐต่อตัน สูงกว่า 3% จากประมาณการราคาก๊าซเฉลี่ยทั้งปีของเราที่ 320 ดอลลาร์สหรัฐต่อตันสำหรับปี 16 หากอ้างอิงจากปีที่แล้วที่ราคาก๊าซในเดือนธันวาคมมีการปรับตัวเพิ่มขึ้น 55 ดอลลาร์สหรัฐต่อตันมาอยู่ที่ 466 ดอลลาร์สหรัฐต่อตัน (+13%mom) เราจึงมีแนวโน้มที่จะต้องปรับประมาณการราคาก๊าซ LPG เฉลี่ยทั้งปีขึ้นเป็น 342 ดอลลาร์สหรัฐต่อตัน ซึ่งจะเป็น upside ให้กับผลกำไรและราคาหุ้นของ SGP ได้

Figure 4: Average Saudi Aramco CP by quarter



SOURCE: CIMB RESEARCH, COMPANY

Figure 5: Average Saudi Aramco CP by month



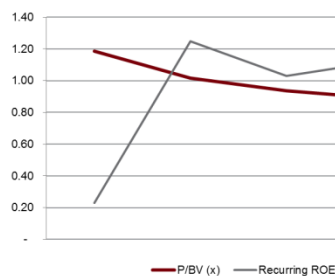
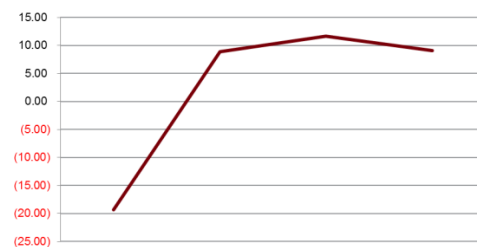
SOURCE: CIMB RESEARCH, COMPANY

Figure 6: Peer comparison

Company	Bloomberg Ticker	Recom.	Price (local curr)	Target Price (local curr)	Market Cap (US\$ m)	Core P/E (x)			3-year EPS CAGR (%)	P/BV (x)			Recurring ROE (%)			EV/EBITD A (x)		Dividend Yield	
						CY16	CY17	CY18		CY16	CY17	CY18	CY16	CY17	CY18	CY16	CY17	CY16	CY17
THAILAND																			
Bangchak Petroleum PCL/Th	BCP TB		32.25	37.28	1,253	8.9	8.1	7.3	11.1%	1.1	1.0	1.0	13.1%	13.3%	13.6%	6.4	5.9	4.9%	5.3%
PTT	PTT TB	Add	337.0	389.0	27,098	9.4	9.1	9.1	19.2%	1.3	1.2	1.2	13.8%	13.4%	13.0%	4.4	4.6	7.5%	7.7%
PTG Energy PCL	PTG TB		28.00	32.00	1,320	44.3	33.8	27.9	40.2%	10.9	9.3	7.9	26.7%	29.6%	30.6%	na	na	1.1%	1.4%
Siamgas & Petrochemicals F	SGP TB	Add	10.80	13.80	280.1	11.6	9.1	7.0	8.2%	0.9	0.9	0.8	8.4%	10.1%	12.2%	5.3	5.4	3.4%	4.4%
Scan Inter PCL	SCN TB	Add	7.70	9.40	260.1	27.0	17.9	14.8	41.5%	3.6	3.2	2.9	13.9%	19.0%	20.6%	15.1	11.6	1.6%	2.4%
Susco PCL	SUSCO TB		3.06		94.99	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
THAILAND average					30,306	9.8	9.4	9.3	18.9%	1.3	1.2	1.2	13.8%	13.5%	13.2%	4.5	4.7	7.0%	7.2%

SOURCE: CIMB RESEARCH, COMPANY

BY THE NUMBERS

P/BV vs. ROE

Forward P/E


เราคาดว่ากำไรสุทธิของ SGP จะถูกยกระดับด้วยส่วนแบ่งกำไรจากโรงไฟฟ้าที่เมียนมาร์ปีละ 180 ล้านบาท ซึ่งจะช่วยลดความผันผวนจากธุรกิจค้าก๊าซในต่างประเทศ

Profit & Loss

(THBm)	Dec-14A	Dec-15A	Dec-16F	Dec-17F	Dec-18F
Total Revenue	62,157	58,339	47,894	57,460	63,984
Gross Profit	834	3,037	2,830	3,009	3,429
Operating EBITDA	1,098	2,866	2,710	2,897	3,322
Depreciation And Amortization	(1,089)	(1,076)	(1,133)	(1,167)	(1,199)
Operating EBIT	9	1,790	1,576	1,730	2,123
Total Financial Income/(Expense)	(441)	(410)	(487)	(556)	(545)
Total Pretax Income/(Loss) from Assoc	(7)	(13)	-	180	180
Total Non-Operating income/(Expense)	398	257	256	260	264
Profit Before Tax (pre-E)	(432)	1,380	1,089	1,174	1,579
Exceptional Items	-	-	-	-	-
Pre-tax Profit	(432)	1,380	1,089	1,174	1,579
Taxation	(98)	(225)	(218)	(235)	(316)
Exceptional Income - post-tax	-	-	-	-	-
Profit After Tax	(537)	1,142	871	1,119	1,443
Minority Interests	23	(26)	(17)	(22)	(29)
Preferred Dividends	-	-	-	-	-
FX Gain/(Loss) - post tax	-	-	-	-	-
Other Adjustments - post tax	-	-	-	-	-
Net Profit	(514)	1,116	854	1,097	1,414
Recurring Net Profit	(514)	1,116	854	1,097	1,414

Cash Flow

(THBm)	Dec-14A	Dec-15A	Dec-16F	Dec-17F	Dec-18F
EBITDA	1,098	2,866	2,710	2,897	3,322
Cash Flow from Inv. & Assoc.	-	-	-	-	-
Change in Working Capital	2,944	139	100	(722)	(489)
(Incr)/Decr in Total Provisions	-	-	-	-	-
Other Non-Cash (Income)/Expense	-	-	-	-	-
Other Operating Cashflow	(352)	138	-	180	180
Net Interest (Paid)/Received	(441)	(410)	(487)	(556)	(545)
Tax Paid	(98)	(225)	(218)	(235)	(316)
Cashflow From Operations	3,143	2,494	2,105	1,384	1,972
Capex	(728)	(781)	(1,059)	(501)	(499)
Disposals Of Fas/subsidiaries	-	-	-	-	-
Acq. Of Subsidiaries/investments	(191)	(95)	(1,600)	0	0
Other Investing Cashflow	130	198	-	-	-
Cash Flow From Investing	(790)	(678)	(2,658)	(501)	(499)
Debt Raised/(repaid)	(1,254)	(1,597)	(918)	(614)	(99)
Proceeds From Issue Of Shares	-	-	-	-	-
Shares Repurchased	-	-	-	-	-
Dividend Paid	(601)	(370)	(459)	(342)	(439)
Preferred Dividends	-	-	-	-	-
Other Financing Cashflow	(235)	449	2,635	232	(921)
Cash Flow From Financing	(2,087)	(1,511)	1,852	(724)	(1,458)
Total Cash Generated	267	306	1,299	158	15
Free Cashflow To Equity	220	501	(137)	49	(50)
Free Cashflow To Firm	761	845	252	494	385

SOURCE: CIMB RESEARCH, COMPANY DATA

BY THE NUMBERS ... cont'd

เราคาดว่า Net gearing ratio ในปี 2016 อยู่ที่ 0.43 เท่า โดยมีธุรกิจค้าก๊าซ LPG ในประเทศช่วยสร้างกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน ทั้งนี้ ภาระหนี้สินระยะยาวของบริษัทส่วนใหญ่เป็นหุ้นกู้ที่จะครบกำหนดในปี 1Q17-1Q19

Balance Sheet

(THBm)	Dec-14A	Dec-15A	Dec-16F	Dec-17F	Dec-18F
Total Cash And Equivalents	2,209	2,578	2,554	1,624	948
Total Debtors	4,014	3,205	3,081	3,701	4,124
Inventories	3,535	4,375	3,590	4,358	4,857
Total Other Current Assets	263	338	421	421	421
Total Current Assets	10,022	10,586	9,646	10,104	10,350
Fixed Assets	15,121	15,246	16,246	16,746	17,246
Total investments	109	149	1,865	1,865	1,865
Intangible Asset	234	181	179	180	179
Total Other Non-Current Assets	2,757	2,936	1,416	1,416	1,416
Total Non-current Assets	18,222	18,512	19,706	20,208	20,707
Short-term Debt	6,347	4,886	3,854	3,267	3,144
Current Portion of Long-Term Debt	266	296	313	334	334
Total Creditors	3,751	4,010	3,111	3,777	4,209
Other Current Liabilities	1,621	1,671	1,528	2,276	3,308
Total Current Liabilities	11,985	10,863	8,806	9,654	10,995
Total Long-term Debt	536	371	467	419	443
Hybrid Debt - Debt Component					
Total Other Non-current Liabilities	7,353	8,090	9,477	9,043	7,611
Total Non-current Liabilities	7,890	8,461	9,944	9,462	8,054
Total Provisions					
Total Liabilities	19,874	19,324	18,751	19,117	19,048
Shareholders' Equity	8,258	9,656	9,889	10,482	11,295
Minority Interests	111	119	714	714	714
Total Equity	8,369	9,775	10,602	11,195	12,008

Key Ratios

	Dec-14A	Dec-15A	Dec-16F	Dec-17F	Dec-18F
Revenue Growth	-5.02%	-5.95%	-17.98%	20.07%	11.40%
Operating EBITDA Growth	-61.5%	161.0%	-5.5%	6.9%	14.7%
Operating EBITDA Margin	1.8%	4.9%	5.7%	5.1%	5.2%
Net Cash Per Share (THB)	(3.14)	(3.14)	(4.92)	(6.12)	(6.34)
BVPS (THB)	9.11	10.64	11.54	12.18	13.07
Gross Interest Cover	(0.98)	3.36	2.24	2.11	2.90
Effective Tax Rate	-22.7%	16.3%	20.0%	20.0%	20.0%
Net Dividend Payout Ratio	-72.0%	41.2%	40.0%	40.0%	40.0%
Accounts Receivables Days	25.8	23.0	24.4	21.6	22.4
Inventory Days	26.8	26.8	30.0	30.0	30.0
Accounts Payables Days	21.1	26.2	25.0	25.0	25.0
ROIC (%)	-3.8%	7.3%	4.8%	5.9%	7.5%
ROCE (%)	0.1%	9.8%	7.7%	8.4%	10.6%

เราคาดว่าราคาก๊าซ LPG จะปรับตัวสูงขึ้นตามราคาน้ำมันในตลาดโลก โดยเฉพาะใน 4Q16 ที่ได้รับประโยชน์จากฤดูหนาว ซึ่งจะส่งผลให้บริษัทมีแนวโน้มที่รับกำไรจากสต็อกก๊าซที่เก็บเฉลี่ย 1 แสนตันต่อเดือน

Key drivers

	Dec-14A	Dec-15A	Dec-16F	Dec-17F	Dec-18F
Domestic sales volume (ton)	1,300,000	1,250,000	1,014,240	1,021,702	1,029,391
Overseas sales volume (ton)	1,700,000	1,320,000	1,860,400	1,938,210	2,019,469
Average Saudi Aramco CP (USD/ton)	800.6	424.6	320.0	390.5	429.5
Revenue growth	-4.9%	-5.9%	-18.0%	20.1%	11.4%
Gross margin	1.4%	5.23%	5.94%	5.26%	5.38%
SG&A-to-sales	2.0%	2.59%	3.17%	2.69%	2.5%
EBITDA margin	1.8%	4.93%	5.69%	5.06%	5.2%
Net profit margin	-0.8%	1.92%	1.79%	1.92%	2.2%
Inventory Days	27	27	30	30	30
Accounts Receivables Days	26	23	24	22	22
Accounts Payables Days	21	26	25	25	25
Cash Conversion Cycle Days	31	23	29	27	27

SOURCE: CIMB RESEARCH, COMPANY DATA

DISCLAIMER

การเสนอคำแนะนำ ข้อมูลบทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ รวมทั้งการแสดงความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมา และพิจารณาเห็นว่าน่าเชื่อถือ แต่ทั้งนี้ทางบริษัทหลักทรัพย์ ซีไอเอ็มบี(ประเทศไทย) จำกัด ไม่อาจรับรองความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าการเสนอแนะหรือการชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ การนำไปใช้ซึ่งข้อมูล บทวิเคราะห์และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้เป็นการนำไปใช้โดยให้ผู้ใช้ยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่ผู้เดียว

บริษัทหลักทรัพย์ ซีไอเอ็มบี (ประเทศไทย) จำกัด อาจจะเป็นหรือเป็นผู้ทำหน้าที่ Market Maker และเป็นผู้ออกและเสนอขายใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (DW) และเป็นผู้ออกและเสนอขายหุ้นกู้อนุพันธ์ (Structured Note) ที่อาจมีหลักทรัพย์อ้างอิงเป็นหุ้นดังต่อไปนี้ ผู้ลงทุนควรใช้ความระมัดระวัง อ่าน และศึกษารายละเอียดของหนังสือชี้ชวนก่อนตัดสินใจลงทุน

AAV, ADVANC, AMATA, ANAN, AOT, AP, BA, BANPU, BBL, BCH, BCP, BDMS, BEAUTY, BEC, BEM, BH, BJCHI, BLA, BLAND, BTS, CBG, CENTEL, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DTAC, EGCO, EPG, ERW, GL, GLOBAL, GLOW, GPSC, GUNKUL, HANA, HMPRO, ICHI, IFEC, INTUCH, IRPC, ITD, IVL, JWD, KBANK, KCE, KKP, KTB, KTC, LH, LHBANK, LPN, MAJOR, MINT, MTLs, PLANB, PS, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, ROBINS, RS, S, SAMART, SAWAD, SCB, SCC, SGP, SIRI, SPALI, SPCG, STEC, STPI, SVI, TASCO, TCAP, THAI, THCOM, TISCO, TMB, TOP, TPIPL, TRC, TRUE, TTA, TTCL, TTW, TU, TVO, UNIQ, VGI, VNG, WHA, WORK

คำนิยามของ RECOMMENDATION (คำแนะนำการลงทุน)

คำแนะนำในหุ้น

- ADD:** ในกรณีผลตอบแทนของหุ้นที่คาดการณ์มากกว่า 10% ในช่วงเวลา 12 เดือนข้างหน้า
- HOLD:** ในกรณีผลตอบแทนของหุ้นที่คาดการณ์อยู่ระหว่าง 0% ถึง 10% ในช่วงเวลา 12 เดือนข้างหน้า
- REDUCE:** ในกรณีผลตอบแทนของหุ้นที่คาดการณ์น้อยกว่า 0% ในช่วงเวลา 12 เดือนข้างหน้า

คำแนะนำในภาคอุตสาหกรรม

- OVERWEIGHT:** ในกรณีที่บริษัทจำนวนมากในอุตสาหกรรมที่คาดการณ์ว่ามีผลตอบแทนมากกว่า 10% ในช่วงเวลา 12 เดือนข้างหน้า
- NEUTRAL:** ในกรณีที่บริษัทจำนวนมากในอุตสาหกรรมที่คาดการณ์ว่ามีผลตอบแทนอยู่ระหว่าง 0% ถึง 10% ในช่วงเวลา 12 เดือนข้างหน้า
- UNDERWEIGHT:** ในกรณีที่บริษัทจำนวนมากในอุตสาหกรรมที่คาดการณ์ว่ามีผลตอบแทนน้อยกว่า 0% ในช่วงเวลา 12 เดือนข้างหน้า

รายงานการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CGR)

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายในในการประเมิน

อนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าว เป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ซีไอเอ็มบี (ประเทศไทย) จำกัด มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
90 – 100		ดีเลิศ
80 – 89		ดีมาก
70 - 79		ดี
60 – 69		ดีพอใช้
50 – 59		ผ่าน
ต่ำกว่า 50	No logo given	N/A

จะทำการเผยแพร่รายชื่อเฉพาะบริษัทที่ได้คะแนนอยู่ในระดับ “ดี” ขึ้นไป ซึ่งมี 3 กลุ่มคือ “ดี” “ดีมาก” และ “ดีเลิศ” โดยประกาศรายชื่อบริษัทในแต่ละกลุ่มเรียงตามลำดับตัวอักษรชื่อย่อบริษัทในภาษาอังกฤษ

รายงานการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CGR) โดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย 2558


ADVANC	BAFS	BCP	BIGC	BTS	CK	CPN	DRT	DTAC	DTC
EASTW	EGCO	GRAMMY	HANA	HMPRO	INTUCH	IRPC	IVL	KBANK	KCE
KKP	KTB	LHBANK	LPN	MCOT	MINT	MONO	NKI	PHOL	PPS
PS	PSL	PTT	PTTEP	PTTGC	QTC	RATCH	ROBINS	SAMART	SAMTEL
SAT	SC	SCB	SCC	SE-ED	SIM	SNC	SPALI	THCOM	TISCO
TKT	TMB	TOP	VGI	WACOAL					



AAV	ACAP	AGE	AHC	AKP	AMATA	ANAN	AOT	APCS	ARIP
ASIMAR	ASK	ASP	BANPU	BAY	BBL	BDMS	BECL	BKI	BLA
BMCL	BOL	BROOK	BWG	CENTEL	CFRESH	CHO	CIMBT	CM	CNT
COL	CPF	CPI	CSL	DCC	DELTA	DEMCO	ECF	EE	ERW
GBX	GC	GFPT	GLOBAL	GUNKUL	HEMRAJ	HOTPOT	HYDRO	ICC	ICHI
INET	IRC	KSL	KTC	LANNA	LH	LOXLEY	LRH	MACO	MBK
MC	MEGA	MFEC	NBC	NCH	NINE	NSI	NTV	OCC	OGC
OISHI	OTO	PAP	PDI	PE	PG	PJW	PM	PPP	PR
PRANDA	PREB	PT	PTG	Q-CON	QH	RS	S & J	SABINA	SAMCO
SCG	SEAFCO	SFP	SIAM	SINGER	SIS	SITHAI	SMK	SMPC	SMT
SNP	SPI	SSF	SSI	SSSC	SST	STA	STEC	SVI	SWC
SYMC	SYNTEC	TASCO	TBSP	TCAP	TF	TGCI	THAI	THANA	THANI
THIP	THRE	THREL	TICON	TIP	TIPCO	TK	TKS	TMI	TMILL
TMT	TNDT	TNITY	TNL	TOG	TPC	TPCORP	TRC	TRU	TRUE
TSC	TSTE	TSTH	TTA	TTCL	TTW	TU	TVD	TVO	TWPC
UAC	UT	UV	VNT	WAVE	WINNER	YUASA	ZMICO		



2S	AEC	AEONTS	AF	AH	AIRA	AIT	AJ	AKR	AMANAH
AMARIN	AP	APCO	AQUA	AS	ASIA	AUCT	AYUD	BA	BEAUTY
BEC	BFIT	BH	BIG	BJC	BJCHI	BKD	BTNC	CBG	CGD
CHG	CHOW	CI	CITY	CKP	CNS	CPALL	CPL	CSC	CSP
CSS	CTW	DNA	EARTH	EASON	ECL	EFORL	ESSO	FE	FIRE
FOCUS	FORTH	FPI	FSMART	FSS	FVC	GCAP	GENCO	GL	GLAND
GLOW	GOLD	GYT	HTC	HTECH	IEC	IFEC	IFS	IHL	IRCP
ITD	JSP	JTS	JUBILE	KASET	KBS	KCAR	KGI	KKC	KTIS
KWC	KYE	L&E	LALIN	LHK	LIT	LIVE	LST	M	MAJOR
MAKRO	MATCH	MATI	MBKET	M-CHAI	MFC	MILL	MJD	MK	MODERN
MOONG	MPG	MSC	MTI	MTLS	NC	NOK	NUSA	NWR	NYT
OCEAN	PACE	PATO	PB	PCA	PCSGH	PDG	PF	PICO	PL
PLANB	PLAT	PPM	PRG	PRIN	PSTC	PTL	PYLON	QLT	RCI
RCL	RICHY	RML	RPC	S	SALEE	SAPPE	SAWAD	SCCC	SCN
SCP	SEOIL	SIRI	SKR	SMG	SOLAR	SORKON	SPA	SPC	SPCG
SPPT	SPVI	SRICHA	SSC	STANLY	STPI	SUC	SUSCO	SUTHA	SYNEX
TAE	TAKUNI	TCC	TCCC	TCJ	TEAM	TFD	TFI	TIC	TIW
TLUXE	TMC	TMD	TOPP	TPCH	TPIPL	TRT	TSE	TSR	UMI
UP	UPF	UPOIC	UREKA	UWC	VIBHA	VIH	VPO	WHA	WIN
XO									

ข้อมูล Anti-Corruption Progress Indicator ของบริษัทจดทะเบียน
ระดับ 1

ACD	AEONTS	AFC	AIRA	AJ	ALUCON	AMC	AQUA	ARIP	AUCT
BAT-3K	BIG	BJC	BLISS	BMCL	BOL	BRR	BSBM	CBG	CCET
CCN	CGD	CMR	CPH	CSC	CSP	CTW	DCON	DRACO	DSGT
DTCI	E	EMC	ESSO	FOCUS	FSMART	GIFT	GLAND	GRAND	GUNKUL
HFT	HTECH	IHL	ILINK	ITD	JSP	KDH	KTIS	KTP	LEE
LST	MAJOR	MATCH	MAX	M-CHAI	MDX	MIDA	ML	MPIC	NC
NEP	NNCL	NWR	OHTL	PICO	PK	PL	PPM	PRAKIT	PRECHA
PRIN	PSTC	PYLON	RAM	RICH	RS	SANKO	SAUCE	SAWAD	SAWANG
SCN	SEAFCO	SF	SHANG	SIRI	SMART	SMM	SOLAR	SPACK	SPG
SPPT	SPVI	STA	STAR	SVH	SVOA	SWC	TAPAC	TC	TCCC
TCJ	TCOAT	TH	TKS	TNH	TNPC	TPA	TPAC	TPOLY	TRC
TRUBB	TSE	TTA	TTI	TTL	TTTM	TWP	TWZ	U	UMS
UPA	UPOIC	UTP	UVAN	VARO	VI	VIBHA	VIH	VTE	WG

ระดับ 2

2S	ABICO	AF	AKP	AMARIN	AMATA	AOT	APCO	AYUD	BEAUTY
BFIT	BH	BKD	BLAND	BTNC	CCP	CI	CSR	CSS	EFORL
EPCO	FE	FNS	FVC	GEL	GLOBAL	HEMRAJ	IEC	IFS	INET
JUTHA	KASET	KCAR	KKC	KSL	L&E	LALIN	LTX	M	MALEE
MBK	MBKET	MEGA	MK	MPG	MTLS	NCH	NCL	NPP	OCC
OCEAN	PB	PCA	PRINC	QH	ROCK	RPC	S & J	SGP	SIAM
SIS	SKR	SMG	SMIT	SORKON	SUSCO	TAKUNI	TEAM	TF	TIC
TIP	TIPCO	TMC	TMI	TPP	TRT	TRU	TRUE	TSC	TSI
TTW	TVD	TVO	UKEM	UNIQ	UWC	VNG	WIJK	WIN	XO

ระดับ 3A

ABC	ACAP	ADVANC	AEC	AGE	AH	AIE	AMANAH	ANAN	AP
APCS	APURE	AS	ASIA	ASIAN	ASIMAR	BIGC	BROOK	BTS	BWG
CEN	CENTEL	CFRESH	CHARAN	CHO	CHOTI	CM	CNT	COL	CPALL
CPF	CPI	CPL	DELTA	DEMCO	DIMET	DNA	DTAC	EA	ECF
EE	EVER	FPI	GBX	GC	GFPT	GLOW	HMPRO	HOTPOT	ICC
ICHI	IFEC	INOX	INSURE	IRC	JAS	JTS	JUBILE	KC	KTC
KYE	LHK	LPN	LRH	MAKRO	MC	MCOT	MFC	MFEC	MINT
MJD	MONO	MOONG	NBC	NDR	NINE	NMG	NSI	NTV	OGC
PACE	PCSGH	PDI	PG	PHOL	PLAT	PPS	PR	PRANDA	PREB
PS	QLT	RATCH	RML	ROBINS	ROJNA	RWI	SAMCO	SCCC	SCG
SEAOIL	SE-ED	SENA	SINGER	SITHAI	SMK	SMPC	SPALI	SPC	SPCG
SPI	SRICHA	SSI	STANLY	SUPER	SVI	SYMC	SYNEX	SYNTEC	TASCO
TCMC	TFI	THAI	THRE	THREL	TICON	TKT	TLUXE	TMILL	TMT
TNL	TPCORP	TSTE	TSTH	TTCL	TU	TVI	UOBKH	UREKA	VGI
VNT	WACOAL	WHA	ZMICO						

ระดับ 3B

AAV	AHC	AI	AIT	AKR	ARROW	ASK	BA	BDMS	BEC
BECL	BJCHI	BUI	CGH	CHG	CHOW	CIG	CITY	CK	CKP
COLOR	CWT	EARTH	EASON	EPG	F&D	FANCY	FIRE	FMT	FORTH
GENCO	GL	GOLD	GPSC	GRAMMY	HYDRO	IRCP	IT	JCT	KCM
KWC	LH	LIT	LOXLEY	MACO	MANRIN	MATI	MODERN	MSC	NOBLE
NOK	NPK	NUSA	OISHI	OTO	PAF	PAP	PATO	PF	PJW
PLANB	PLE	POLAR	PRG	PTL	Q-CON	QTC	RCI	S11	SALEE
SAM	SAMART	SAMTEL	SAPPE	SC	SCP	SFP	SIM	SLP	SMT
SPA	SPORT	SSC	SST	STEC	STPI	SUC	SUTHA	T	TAE
TBSP	TCC	TFD	TGCI	TGPRO	THANA	THIP	TIW	TK	TMW
TNDT	TOPP	TPC	TPCH	TPIPL	TSR	TT	TYCN	UAC	UBIS
UEC	UMI	UP	UPF	UT	UV	VPO	WAVE	WINNER	YUASA

ระดับ 4

ASP	BAFS	BANPU	BAY	BBL	BKI	BLA	CIMBT	CNS	CSL
DCC	DRT	DTC	EASTW	ECL	EGCO	ERW	FSS	GCAP	HANA
HTC	INTUCH	IRPC	IVL	KBANK	KCE	KGI	KKP	KTB	LANNA
LHBANK	MTI	NKI	PSL	PTG	PTTEP	SABINA	SCB	SNC	SNP
SSF	SSSC	TCAP	THCOM	TISCO	TIMB	TMD	TNITY	TOG	

ระดับ 5

BCP	CPN	GYT	PE	PM	PPP	PT	PTT	PTTGC	SAT
SCC	THANI	TOP							

ไม่เปิดเผยหรือไม่มีนโยบาย

A	ACC	AJD	AQ	BCH	BGT	BROCK	BSM	BTC	CHUO
CPR	CRANE	EIC	FER	JMART	JMT	KAMART	KBS	KIAT	LDC
MBAX	MCS	METCO	NEW	NEWS	NYT	PAE	PDG	PERM	PMTA
POST	RCL	RICHY	ROH	S	SIMAT	TCB	TR	TSF	TVT
WORK									

หมายเหตุ

ระดับ 1 : มีนโยบาย

ระดับ 2 : ประกาศเจตนาธรรม

ระดับ 3 : มีมาตรการป้องกัน ซึ่งทั้ง 2 กรณี ถือเป็นผลการประเมินในระดับเดียวกัน

3A : บริษัทมีการประกาศเจตนาธรรมเข้าร่วมโครงการ CAC หรือภาค

3B : บริษัทมีคำมั่นและนโยบายของบริษัท แต่ไม่ได้ประกาศเจตนาธรรมเข้าร่วมโครงการ CAC หรือภาค

ระดับ 4 : ได้รับการรับรอง

ระดับ 5 : ขยายผลสู่ผู้ที่เกี่ยวข้อง