



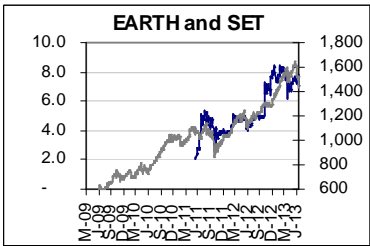
บมจ. เอ็นเนอร์ยี่ เอิร์ธ (EARTH)

13 มิถุนายน 2556

CG Report Scoring (2012): NA

Stock information	
ราคาปิด	7.05 บาท
ราคาปิดสูง/ต่ำใน 1 ปี	8.85/4.24 บาท
มูลค่าตลาด	20,791 ล้านบาท
ปริมาณหุ้น (พาร์ 1)	2,949.09 ล้านหุ้น
มูลค่าตามบัญชี/หุ้น (31/03/56)	1.23 บาท
Free Float	39.24%
Foreign Limit/Available	49%/45.53%
NVDR in hand (% of shares)	1.92%
ปริมาณหุ้นเฉลี่ย/วัน ('000)	25,118.65

XD- DATE		
Period	X-Date	DPS(Bt)
01/01/12-31/12/12	12/03/13	0.10
-	-	-
-	-	-



Stock Price Performance			
	Absolute	Relative	BETA
1 m	-6%	6%	1.43
3 m	-6%	3%	1.99
6 m	-16%	-20%	1.75
9 m	42%	25%	1.62
1 yr	64%	33%	1.63
YTD	-7%	-8%	1.90

นักวิเคราะห์
ดุลเดช ปิตรี
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 29932
duladeth@trinitythai.com

กำไรปี 56 เติบโต...แรงหนุนจากยอดขายและเหมืองถ่านหินพม่า

คาด 2Q56F มีกำไรสุทธิ 438 ล้านบาท +19%QoQ+20%YoY เติบโตโดดเด่น ได้แรงหนุนจากยอดขายถ่านหินพม่า ซึ่งบริษัทเริ่มนำมาจำหน่ายตั้งแต่ช่วง เม.ย แนวโน้มปี 56-57 คาดว่าเสถียรต่อเนื่อง ซึ่งบริษัทตั้งยอดขายไว้ที่ 8 ล้านตัน และ 11 ล้านตัน (ปี 55 อยู่ที่ รว 5.44 ล้านตัน) โดยได้ขายล่วงหน้าให้แก่โรงไฟฟ้าอินเดียแล้ว 8.5 ล้านตัน ในระยะเวลา 3 ปี นอกจากนี้ ยังมีแผนที่จะเปิดเหมืองถ่านหินอีก 5 เหมือง ในระยะเวลา 5 ปีข้างหน้า อีกทั้งยังมีแผนที่จะรกรุกกลุ่มลูกค้าที่ใช้ถ่านโดยตรง ซึ่งมีอัตรากำไรที่สูงกว่าค่าส่ง และอยู่ระหว่างการศึกษาเข้าซื้อธุรกิจไฟฟ้า ประเมินราคาเป้าหมาย 9.10 บาท อิงวิธี DCF มี upside 29% โดยราคาราคาหุ้นมี Forward PER ที่ 9.67x ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย SET Index ที่ 13.31 เท่า ขณะที่ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น ROE ปี 56 ที่ 39% ซึ่งสูงกว่า BANPU และ AGE ที่ 10% และ 18% แนะนำ "ซื้อ"

- (+) **คาดผลการดำเนินงาน 2Q56 มีกำไรสุทธิ 438 ล้านบาท +19%QoQ +20%YoY** คาดเติบโตโดดเด่น เนื่องจากบริษัทเริ่มนำถ่านหินที่เหมืองพม่ามาขาย ตั้งแต่เดือน เม.ย ที่ผ่านมา รว 7 หมื่นตันต่อเดือน มีราคาขายเฉลี่ย 2,200-2,500 บาทต่อตัน ซึ่งจะเข้ามาช่วยหนุนยอดขายถ่านหินจากอินโดนีเซีย ที่ราคาขายเฉลี่ยราว 60-62 เหรียญต่อตัน ทั้งนี้ราคาถ่านหินจากอัตราแลกเปลี่ยนที่ 38 ล้านบาท (เงินบาทอ่อนค่าราว 5.78% QTD) ซึ่งเราไม่รวมในประมาณการ เนื่องจากค่าเงินบาทยังคงมีความผันผวน
- (+) **แผนการผลิตปี 56-57** คาดว่าจะอยู่ที่ 8 ล้านตัน และ 11 ล้านตัน ตามลำดับ (ยอดขายรวมปี 55 อยู่ที่ 5.44 ล้านตัน) โดยสัดส่วนผลิตจากเหมืองถ่านหินของบริษัทเอง อยู่ที่ 50% และที่เหลือจะเป็นการนำเข้าจากต่างประเทศ (Trading) นอกจากนี้ บริษัทมีแผนที่จะเปิดเหมืองถ่านหินอีก 5 เหมืองในระยะเวลา 5 ปีที่อินโดนีเซีย โดยแต่เหมืองคาดว่าจะมีประมาณถ่านสำรอง เหมืองละ 40 ล้านตัน ด้านผู้บริหารมองว่า อัตรากำไรในต้นปี 56 คาดว่าจะทรงตัวใกล้เคียงกับปี 55 ที่ 20% โดยปัจจุบันบริษัทได้ทำสัญญาขายถ่านล่วงหน้าให้กับโรงไฟฟ้าในอินเดียแล้ว จำนวน 8.5 ล้านตัน ภายในระยะเวลา 3 ปี นอกจากนี้ ยังมีแผนที่จะเพิ่มสัดส่วนยอดขายแก่กลุ่มลูกค้าผู้ใช้ถ่านโดยตรง ซึ่งมีอัตรากำไรที่ค่อนข้างสูงกว่าการขายผ่านบริษัทตัวกลางค่อนข้างมาก (สัดส่วนปัจจุบันอยู่ที่ 50:50) โดยตั้งเป้าหมายใน 5 ประเทศหลัก ได้แก่ จีน อินเดีย ไทย กัมพูชา และอินโดนีเซีย เบื้องต้นเราประเมินกำไรสุทธิปี 56-57 ที่ 2.8 พันล้านบาท และ 2.99 พันล้านบาท ตามลำดับ
- (+) **คาดเหมืองถ่านหินพม่าเป็นจุดยุทธศาสตร์ หนุนผลการดำเนินงานในอนาคต** ตั้งอยู่ในรัฐทวาย มีพื้นที่ทั้งหมด 1,262 ไร่ (ราว 2 ตร.กม บนแปลงพื้นที่สัมปทาน 32 ตร.กม) โดยสำรวจพบปริมาณถ่านสำรอง (coal reserve) ราว 40 ล้านตัน เรามองว่าที่ตั้งเหมืองดังกล่าวมีความได้เปรียบด้านต้นทุนการขนส่ง ซึ่งอยู่ใกล้เคียงกับเขตอุตสาหกรรมที่สำคัญในอนาคต และอยู่ใกล้ประเทศอินเดียซึ่งเป็นลูกค้ารายใหญ่อันดับสอง โดยตัวเหมืองนั้นอยู่ห่างจากท่าเรือทางทิศตะวันตกเพียง 70 กม. นอกจากนี้ เราเชื่อว่า ความเสี่ยงด้านกฎหมายและการขนส่งสินค้าค่อนข้างจำกัด เนื่องจากบริษัทประกอบธุรกิจในรูปแบบ Joint Operating Agreement (JOA) และได้รับใบอนุญาตจาก กรมเหมืองแร่ พม่า สถานทูตพม่า และ สถานทูตไทย เราจึงมองว่า เหมืองถ่านหินพม่าจะเป็นตัวผลักดันฐานรายได้และกำไรในอนาคต
- (+) **"ซื้อ" ที่ราคาเป้าหมาย 9.10 บาท:** เรามองว่าผลประกอบการในระยะ 1-2 ปี ข้างหน้า จะเติบโตอย่างต่อเนื่อง จากความต้องการใช้ถ่านหินของทั้งกลุ่มลูกค้าหลัก เช่น โรงไฟฟ้าวาลเลย์ และอินเดีย อีกทั้งยังมองหาโอกาสลงทุนในธุรกิจโรงไฟฟ้า ประเมินราคาเป้าหมาย 9.10 บาท อิงวิธี DCF ทั้งนี้ ราคาหุ้นซื้อขายที่ Forward PER ที่ 9.67 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย SET Index ที่ 13.31 เท่า ขณะที่อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น ROE ปี 56 ที่ 39% ซึ่งสูงกว่า BANPU และ AGE ที่ 10% และ 18% แนะนำ "ซื้อ"

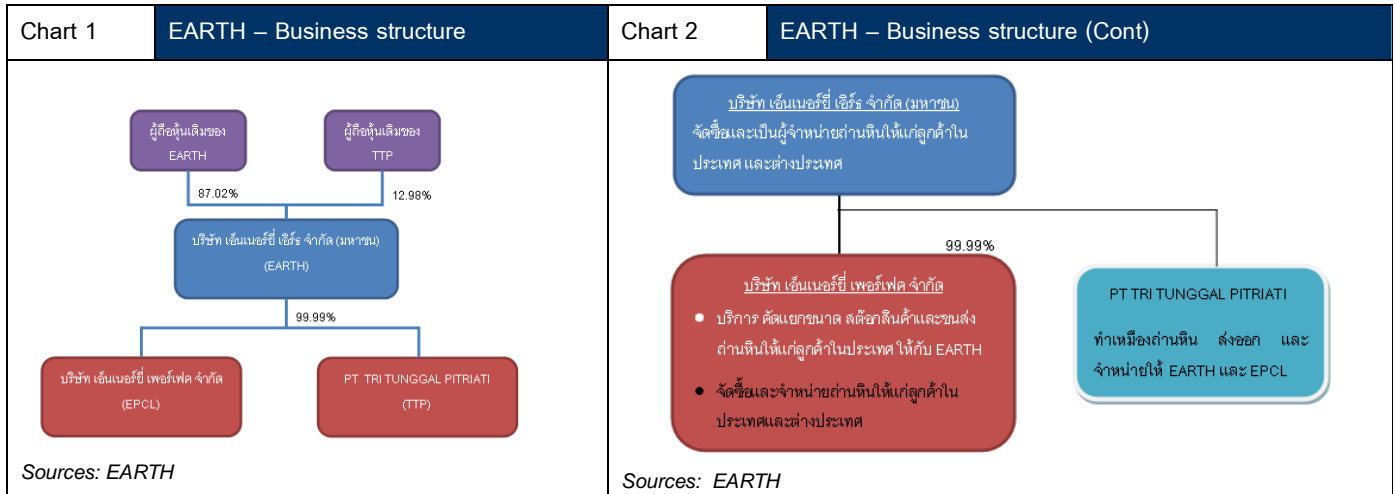
Table 1 ข้อมูลทางการเงินของ EARTH									
Year End: Dec	Sales (Btm)	EBITDA (Btm)	Net Profit (Btm)	EPS (Bt)	EV/ EBITDA (x)	PER (x)	DPS (Bt)	Div. Yield (%)	ROE (%)
2011A	4,685	626	395	0.15	17.90	23.39	0.00	0.00	22%
2012A	10,406	1,843	1,280	0.49	13.35	15.16	0.10	1.34	42%
2013F	16,425	2,808	1,926	0.74	8.86	9.67	0.30	4.20	39%
2014F	22,820	4,015	2,807	1.08	6.27	6.64	0.50	6.99	36%
2015F	24,800	4,278	2,999	1.15	5.96	6.21	0.50	6.99	28%

บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด, 179 อาคารบางกอก ซิตี้ ทาวเวอร์ ชั้น 25-26, 29 ถนนสาทรใต้ เขตสาทร กรุงเทพฯ 10120 โทรศัพท์ 0-2801-9100 โทรสาร: 0-2801-9399

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขาย หลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

■ ลักษณะการประกอบธุรกิจ

ประกอบธุรกิจจำหน่ายถ่านหินประเภทบิทูมินัสให้แก่ลูกค้าต่างประเทศและในประเทศ โดยถ่านหินจัดหาจากเหมืองถ่านหินของกลุ่มบริษัทในประเทศอินโดนีเซียผ่านทาง PT TRI TUNGGA PITRIATI (TTP) ซึ่งถือหุ้น 99.99% และเป็นการจัดซื้อจากกลุ่มเจ้าของถ่านหินรายอื่นในประเทศอินโดนีเซียและบางส่วนจัดซื้อผ่าน บริษัท เอ็นเนอร์ยี่ เพอร์เฟค (EPCL) ซึ่งถือหุ้น 99.99% โดยถ่านหินจะสามารถจัดส่งให้กับลูกค้าต่างประเทศผ่านทางเรือขนส่งที่ประเทศอินโดนีเซียได้ทันที ขณะที่ถ่านหินบางส่วนจะถูกนำเข้ามายังโรงงานเพื่อการคัดแยกขนาดตามวัตถุประสงค์และความต้องการใช้งานของลูกค้าในประเทศแต่ละราย



■ กลุ่มลูกค้าเป้าหมาย

- ผู้ซื้อถ่านหินโดยตรง (End User) กลุ่มบริษัทขายถ่านหินให้กับลูกค้าภายในประเทศที่เป็นผู้ผลิตในกลุ่มอุตสาหกรรมหลากหลายประเภท เช่น อุตสาหกรรมปูนซีเมนต์ อุตสาหกรรมกระดาษ อุตสาหกรรมฟอกย้อม และอุตสาหกรรมอาหาร เป็นต้น โดยการจำหน่ายถ่านหินให้แก่ลูกค้าในกลุ่มนี้ กลุ่มบริษัทจะต้องนำถ่านหินขนาดใหญ่เพื่อนำมาคัดแยกขนาดให้ตรงต่อความต้องการของลูกค้าที่เป็นผู้ซื้อถ่านหินโดยตรงแต่ละราย ส่วนกลุ่มลูกค้าต่างประเทศ ปัจจุบันกลุ่มบริษัทจำหน่ายถ่านหินโดยตรงให้กับกลุ่มโรงไฟฟ้าของรัฐบาลขนาดใหญ่ในประเทศจีนและมีสัญญาล่วงหน้าจำหน่ายถ่านหินให้กับโรงไฟฟ้าในประเทศอินเดียอีกจำนวน 8,50 ล้านตันภายในระยะเวลา 3 ปี เริ่มส่งปลายปี 56 และบริษัทมีโครงการเพิ่มประเภทอุตสาหกรรมของ End User เช่น อุตสาหกรรมปูนซีเมนต์ ฯลฯ และวางแผนกระจายการจำหน่ายสินค้าสินค้าไปยังประเทศอื่นๆ อีก เช่น เกาหลีใต้ ใต้หวัน ญี่ปุ่น เป็นต้น
- บริษัทตัวกลาง (Trader) กลุ่มบริษัทมีลูกค้าเป็นบริษัทตัวกลางที่ตั้งอยู่ในต่างประเทศ โดยรูปแบบการขายจะเป็นการขายส่งโดยตรงจากท่าเรือต้นทางที่ประเทศอินโดนีเซีย ไม่ต้องผ่านกระบวนการคัดแยกขนาดถ่านหินแต่อย่างใด ทั้งนี้ สัดส่วนการขายถ่านหินของกลุ่มบริษัทในปัจจุบันเป็นการขายให้กับลูกค้าทั้งในประเทศและต่างประเทศ โดยมีสัดส่วนลูกค้าในประเทศ ต่อ ลูกค้าต่างประเทศ อยู่ที่ 16 : 84

Chart 3: EARTH - Revenue Breakdown

Revenue Breakdown	2010		2011		2012	
	Mil Baht	%	Mil Baht	%	Mil Baht	%
Coal revenue						
Domestically	330.62	18.84%	926.65	19.78%	1,649.95	15.86%
Internationally	1,424.62	81.16%	3,758.47	80.22%	8,756.33	84.14%
Total Revenue	1,755.24	100.00%	4,685.12	100.00%	10,406.28	100.00%

Source: EARTH

บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด, 179/109-110 อาคารบางกอก ซิตี้ ทาวเวอร์ ชั้น 25-26 ถนนสาทรใต้ เขตสาทร กรุงเทพฯ 10120 โทรศัพท์ 0-2801-9100 โทรสาร: 0-2801-9399

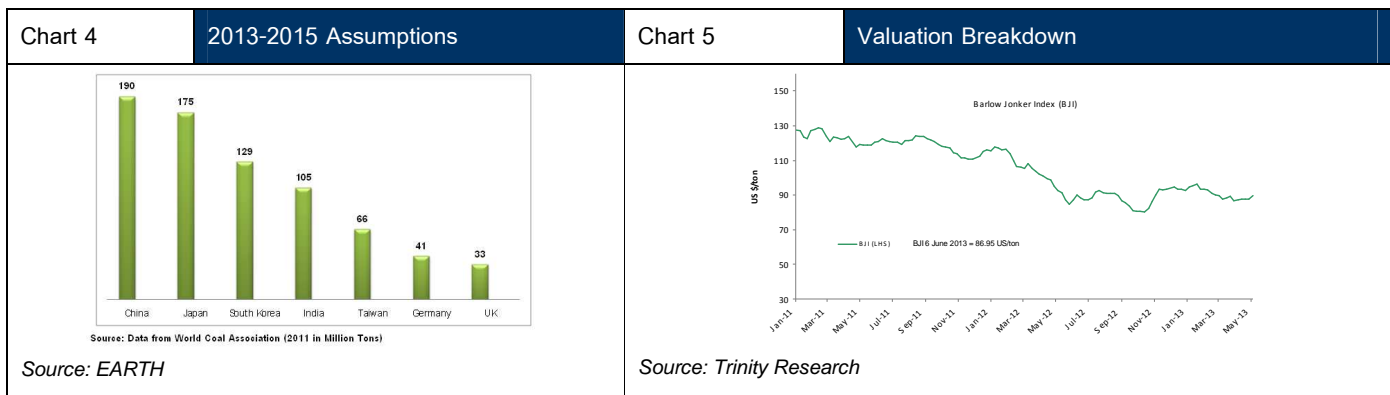


■ วิเคราะห์ SWOT Analysis
เจาะประเมินปัจจัยที่มีผลบวกและลบต่อบริษัท ดังต่อไปนี้

SWOT Analysis	
Strength	Weakness
<p>(1) ต้นทุนค่าเปิดหน้าดินต่ำกว่าคู่แข่งรายอื่น โดยเหมืองที่อินโดนีเซีย มีสัดส่วน Stripping ratio เพียง 5:1 ขณะที่ Stripping ratio ที่เหมือง Indomenco ของ BANPU อยู่ที่ 13:1</p> <p>(2) กลุ่มลูกค้าอยู่ใกล้โรงคัดแยกถ่านหินของบริษัท ต้นทุนค่าขนส่งจึงต่ำกว่าคู่แข่งรายอื่น</p> <p>(3) ลูกค้าหลักได้แก่ โรงไฟฟ้าขนาดใหญ่ที่มีชื่อเสียงของรัฐบาลจีน อีกทั้งทำสัญญาขายถ่านหินล่วงหน้าให้โรงไฟฟ้าในอินเดีย จำนวน 8.5 ล้านตัน ในระยะเวลา 3 ปี ซึ่งถือเป็นการ lock ปริมาณขายล่วงหน้าไว้แล้ว โดยประเทศทั้งสองมีความต้องการใช้ไฟฟ้าเพิ่มสูงขึ้น เพื่อรองรับการขยายตัวของเศรษฐกิจ โดยในปี 56 บริษัทมียอดสั่งซื้อแล้ว รว 7 ล้านตัน คิดเป็น 88% ของเป้าหมายทั้งปี</p>	<p>(1) ธุรกิจถ่านหิน มีความเสี่ยงด้านแข่งขันราคาถ่านสูง เนื่องจากธุรกิจคัดแยกขนาดถ่านหินมี Barrier to Entry ต่ำ ขณะที่ผู้แข่งอีกหลายรายในประเทศ เช่น UMS และ AGE</p> <p>(2) ผลประกอบการผันผวนตามราคาถ่านในตลาดโลก (ดัชนี Indonesia Coal Index, ICI) เนื่องจากปริมาณถ่านหินที่ขายเป็นราคา Spot (ราคาตลาดในปัจจุบัน) โดยอัตรากำไรอาจถูกกดดันในภาวะราคาถ่านในตลาดโลก</p> <p>(3) ผลกระทบจากอัตราแลกเปลี่ยนเงิน ส่งผลกระทบโดยตรงต่อกำไรสุทธิ เนื่องจาก functional ccy คือ USD ดังนั้น บริษัทจะรับรู้ผลขาดทุนจาก FX หากเงินบาทแข็งค่า เบื้องต้น ประเมินผลขาดทุน FX รว 5-6 ล้านบาท ต่อไตรมาส หากเงินบาทแข็งค่าทุก 1% QoQ</p>
Opportunity	Threat
<p>(1) เหมืองถ่านหินพม่าเป็นจุดยุทธศาสตร์ ตั้งอยู่ในรัฐทวาย มีพื้นที่ รว 2 ตร.กม บนแปลงพื้นที่สัมปทานทั้งหมด 32 ตร.กม เรายังคงวางตั้งเหมืองดังกล่าวมีความได้เปรียบด้านต้นทุนถ่านหินสูง ซึ่งอยู่ใกล้เคียงกับเขตอุตสาหกรรมที่สำคัญในอนาคต และอยู่ใกล้ประเทศอินเดียซึ่งเป็นลูกค้ารายใหญ่อันดับสอง โดยตัวเหมืองนั้นอยู่ห่างจากท่าเรือทางทิศตะวันตกเพียง 70 กม ซึ่งจะช่วยขนถ่ายถ่านหินและก๊าซในอนาคัด</p> <p>(2) เน้นยอดขายกลุ่มลูกค้ารายย่อยมากขึ้น อัตรากำไรขึ้นต้นสูงกว่าค่าส่ง รว 30% และกลุ่มลูกค้ามีความหลากหลายอุตสาหกรรม โดยตั้งเป้าหมายใน 5 ประเทศหลัก ได้แก่ จีน อินเดีย ไทย กัมพูชา และอินโดนีเซีย นอกจากนี้ บริษัทยังอยู่ระหว่างการศึกษาดำเนินการโรงไฟฟ้าชีวภาพแล้วโรงไฟฟ้าในเขตเหมืองถ่านหินที่อินโดนีเซีย</p>	<p>(1) ข้อบังคับกฎหมายอินโดนีเซียเกี่ยวกับธุรกิจเหมืองระบุว่า บริษัทต่างชาติต้องกระจายหุ้นให้แก่ชาวอินโดนีเซีย ไม่น้อยกว่า 20% ตั้งแต่ปีที่ 6 หลังจาก COD และไม่น้อยกว่า 51% ในปีที่ 10 ดังนั้นบริษัทมีความเสี่ยงในการผลิตถ่านหินในกรอบระยะเวลา 10 ปี และหาแหล่งวัตถุดิบใหม่เพิ่มเติม</p> <p>(2) อินโดนีเซียมีแผนเผชิญภัยธรรมชาติ โดยเฉพาะพายุฝน ส่งผลให้ไม่สามารถผลิตและจัดถ่านหินมาส่งมอบได้ทันเวลา เนื่องจากเหมืองส่วนมากเป็นเหมืองแบบเปิด โดยผลผลิตจะลดลงในช่วงหน้าฝน (ช่วงไตรมาสหนึ่ง)</p> <p>(3) การส่งมอบถ่านหินจากพม่าอาจมีความล่าช้า หากเกิดข้อติดขัดเกี่ยวข้องกฎหมายสัมปทานและการขนส่ง เนื่องจากดำเนินธุรกิจแบบ JOA ซึ่งมีผู้เกี่ยวข้องหลายฝ่าย</p>

- (+) คาดราคาถ่านหินฟื้นตัว 2H56 เราคาดว่าราคาถ่านหินในตลาดจะเริ่มฟื้นตัวได้ดีใน 2H56 โดยสาเหตุที่ราคาถ่านหินปรับตัวลงแรงในปีที่ผ่านมา ไม่ได้มาจากอุปสงค์อ่อนตัว แต่เกิดจากอุปทานส่วนเกินจากฝั่งสหรัฐฯ อย่างไรก็ตาม เรายังคงคาดว่าราคาถ่านหินจะเริ่มฟื้นตัวได้จากผู้ประกอบการที่มีต้นทุน (Cash cost) สูงจะเริ่มทยอยปิดเหมืองลง ส่งผลให้อุปทานถ่านหินกลับสู่ภาวะสมดุล แม้ว่าปริมาณการนำเข้าถ่านหินจากจีนส่งสัญญาณชะลอตัวลงตั้งแต่ต้นปี 56 ที่ผ่านมา แต่เราเชื่อว่า ราคาถ่านหินอ้างอิง Barlow Jonker Index (BJI) น่าจะทรงตัวอยู่ในช่วง 80-90 เหรียญต่อตัน

นอกจากนี้ ปริมาณการนำเข้าถ่านหินในตลาดโลกยังคงมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยในปี 54 ประเทศจีนเป็นผู้นำเข้าอันดับ 1 ของโลก มีปริมาณการนำเข้าจำนวน 190 ล้านตัน รองลงมา คือ ประเทศญี่ปุ่น ซึ่งมีปริมาณการนำเข้าจำนวน 175 ล้านตัน สำหรับประเทศญี่ปุ่นและประเทศเกาหลีใต้ อยู่ในแผนการขยายตลาดต่างประเทศของกลุ่มบริษัทในอนาคต



บริษัทหลักทรัพย์ ทรีนีตี จำกัด, 179/109-110 อาคารบางกอก ซิตี้ ทาวเวอร์ ชั้น 25-26 ถนนสาทรใต้ เขตสาทร กรุงเทพฯ 10120 โทรศัพท์ 0-2801-9100 โทรสาร 0-2801-9399

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรีนีตี จำกัด ผู้จัดทำ ขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนหรือชักชวนให้ลงทุน การทำธุรกรรมซื้อขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน



- (+) แนะนำ "ซื้อ" ที่ราคาเป้าหมาย 9.10 บาท เรายังมองว่าผลประโยชน์ในระยะยาว 1-2 ปีข้างหน้า จะเติบโตอย่างต่อเนื่อง จากความต้องการใช้ถ่านหินของทั้งกลุ่มลูกค้าหลัก เช่นโรงไฟฟ้าของรัฐบาลจีนและอินเดีย อีกทั้งบริษัทอยู่ระหว่างการศึกษาคงโครงการลงทุนใน (1) โรงไฟฟ้าชีวมวลในประเทศไทย ขนาดกำลังการผลิตไม่ต่ำกว่า 15 MW ซึ่งจะใช้ถ่านหินเป็นเชื้อเพลิง (2) เข้าซื้อโรงไฟฟ้าที่เดินเครื่องอยู่แล้วในอินโดนีเซีย ซึ่งเรามองว่ามีความเป็นไปได้ที่จะอยู่ในเขตเหมืองถ่านหิน โดยการลงทุนทั้งสองโครงการ เราเชื่อว่าจะเกิด Synergy ระหว่างสองธุรกิจ เนื่องจากบริษัทจะเป็นผู้ประกอบการครบวงจรตั้งแต่ต้นน้ำถึงปลายน้ำ ซึ่งจะเข้ามาเสริมสร้างรายได้และฐานกำไรให้เติบโตในระยะยาว ขณะที่สัดส่วนหนี้ต่อทุนปัจจุบันอยู่ในระดับ 1.87 เท่า ซึ่งต่ำกว่านโยบายบริษัทที่ 3 เท่า เราจึงมองว่า งบลงทุนในโครงการทั้งสองไม่น่าจะกระทบฐานะทางการเงินอย่างมีนัยสำคัญ

ประเมินราคาเป้าหมาย 9.10 บาท อิงวิธี DCF (WACC 11.76%, growth 2%) มี upside รว 29% นอกจากนี้ ราคาหุ้นยังเทรดที่ Forward PER ที่ 9.67 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย SET Index ที่ 13.31 เท่า และต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของหุ้นกลุ่มถ่านหินในภูมิภาคที่ 15.64 เท่า ขณะที่อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น ROE ปี 56 ที่ 39% ซึ่งสูงกว่า BANPU และ AGE ที่ 7-10% และ 15-18% และค่าเฉลี่ยกลุ่มถ่านหินในภูมิภาคที่ 6.57% แนะนำ "ซื้อ"

Chart 6	2013-2015 Assumptions	Chart 7	Valuation Breakdown																																						
<table border="1"> <thead> <tr> <th>Assumptions</th> <th>2013F</th> <th>2014F</th> <th>2015F</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Indonesia coal sales volume (Unit: mil ton)</td> <td>6.50</td> <td>9.00</td> <td>10.00</td> </tr> <tr> <td>Myanmar coal sales volume (Unit: mil ton)</td> <td>1.50</td> <td>2.00</td> <td>2.00</td> </tr> <tr> <td>Indonesia Coal Index price (Unit:USD/ton)</td> <td>65</td> <td>68</td> <td>68</td> </tr> <tr> <td>Myanmar average selling price (Unit:THB/ton)</td> <td>2,300</td> <td>2,300</td> <td>2,300</td> </tr> </tbody> </table> <p>Source: Trinity Research</p>		Assumptions	2013F	2014F	2015F	Indonesia coal sales volume (Unit: mil ton)	6.50	9.00	10.00	Myanmar coal sales volume (Unit: mil ton)	1.50	2.00	2.00	Indonesia Coal Index price (Unit:USD/ton)	65	68	68	Myanmar average selling price (Unit:THB/ton)	2,300	2,300	2,300	<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="3">EARTH DCF Valuation Breakdown</th> </tr> <tr> <th>Project</th> <th>WACC</th> <th>Value (THB)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>EARTH</td> <td>11.76%</td> <td>11.28</td> </tr> <tr> <td>Equity sharing</td> <td></td> <td>0.00</td> </tr> <tr> <td>Net debt</td> <td></td> <td>(2.18)</td> </tr> <tr> <td>Target price</td> <td></td> <td>9.10</td> </tr> </tbody> </table> <p>Total Shares outstanding 2,605 mn Source: Trinity Research</p>		EARTH DCF Valuation Breakdown			Project	WACC	Value (THB)	EARTH	11.76%	11.28	Equity sharing		0.00	Net debt		(2.18)	Target price		9.10
Assumptions	2013F	2014F	2015F																																						
Indonesia coal sales volume (Unit: mil ton)	6.50	9.00	10.00																																						
Myanmar coal sales volume (Unit: mil ton)	1.50	2.00	2.00																																						
Indonesia Coal Index price (Unit:USD/ton)	65	68	68																																						
Myanmar average selling price (Unit:THB/ton)	2,300	2,300	2,300																																						
EARTH DCF Valuation Breakdown																																									
Project	WACC	Value (THB)																																							
EARTH	11.76%	11.28																																							
Equity sharing		0.00																																							
Net debt		(2.18)																																							
Target price		9.10																																							

Chart 8	Regional Peers Comparison			
Company	Market Capital	2013 Estimate		
		PER (X)	PBV (X)	ROE (%)
YANZHOU COAL MINING CO-H	263,978	10.13	0.63	6.67
SDIC XINJI ENERGY CO -A	70,883	12.69	1.47	9.72
CHINA SHENHUA ENERGY CO-H	2,024,437	8.26	1.35	16.84
PINGDINGSHAN TIANAN COAL -A	76,912	14.45	1.28	6.51
SHANXI XISHAN COAL & ELEC-A	161,644	11.89	1.89	11.61
JIZHONG ENERGY RESOURCES-A	130,142	11.43	1.42	11.99
DATONG COAL INDUSTRY CO -A	62,331	86.35		
YANGQUAN COAL INDUSTRY GRP-A	139,596	12.56	1.83	14.33
SHANXI COAL INTERNATIONAL -A	70,460	12.05	1.53	11.56
ANHUI HENGYUAN COAL INDUST-A	52,006	13.09	1.37	9.75
SHANXI LANHUA SCI-TECH-A	93,088	9.74	1.73	17.19
CHINA COAL ENERGY CO-H	372,809	6.86	0.55	8.38
HUOLINHE OPENCUT COAL IND -A	74,852	12.24	2.24	20.36
INDO TAMBANGRAYA MEGAH TBK P	91,723	9.13	2.89	31.06
BUMI RESOURCES TBK PT	33,464		2.89	-118.03
BANPU PUBLIC CO LTD	66,869	9.64	0.83	8.67
ENERGY EARTH PUBLIC CO LTD*	20,643	9.67	3.73	38.51
Average	223,873	15.64	1.73	6.57

Source: Bloomberg, Trinity Research (as of 12 June 2013)
 *Note: Trinity Estimate



▪ ปัจจัยความเสี่ยง

(1) ความเสี่ยงจากการซื้อถ่านหินในประเทศอินโดนีเซียเพียงแห่งเดียว

บริษัทสั่งซื้อถ่านหินจากแหล่งถ่านหินในบริเวณเกาะกาลิมันตัน หรือ เกาะบอร์เนียว ประเทศอินโดนีเซีย เพียงแห่งเดียว แต่เนื่องจากประเทศอินโดนีเซียมักประสบกับเหตุการณ์ภัยธรรมชาติ กลุ่มบริษัทจึงอาจจะได้รับผลกระทบจากการไม่สามารถจัดซื้อถ่านหินมาเพื่อการจำหน่ายได้อย่างเพียงพอในช่วงเหตุการณ์นั้น

อย่างไรก็ดี เกาะกาลิมันตันยังไม่เคยประสบกับปัญหาภัยธรรมชาติที่รุนแรงจนส่งผลกระทบต่อทำให้ต้องปิดเหมืองถ่านหินเป็นระยะเวลาเกิน 2 สัปดาห์ รวมทั้งเกาะกาลิมันตันเฉพาะที่เป็นอาณาเขตของประเทศอินโดนีเซียนั้น ยังมีพื้นที่กว้างใหญ่มากถึง 0.58 ล้านตารางกิโลเมตร (ประเทศไทยมีพื้นที่ 0.51 ล้านตารางกิโลเมตร) ดังนั้นโอกาสที่จะเกิดภัยธรรมชาติครอบคลุมทั้งเกาะจึงมีน้อยมาก

(2) ความเสี่ยงจากการซื้อจากผู้จำหน่ายน้อยราย

โดยทั่วไปการซื้อขายถ่านหินในประเทศอินโดนีเซียมีทั้งการซื้อขายผ่านตัวกลางคือผ่านนายหน้า (Broker) หรือซื้อขายกับบริษัทตัวกลาง (Trader) กับการซื้อขายโดยตรงกับบริษัทเจ้าของเหมือง ซึ่งการซื้อผ่านนายหน้าหรือซื้อกับบริษัทตัวกลาง โดยมากแล้วราคาที่ซื้อจะแพงกว่าการซื้อโดยตรงกับบริษัทเจ้าของเหมือง แต่มีข้อดีคือหากบริษัทตัวกลางไม่ให้เครดิตเหมา มักจะยอมรับ Letter of Credit (L/C) ขณะที่การซื้อกับบริษัทเจ้าของเหมืองโดยตรงมักจะมีเงื่อนไขให้ชำระเป็นเงินสด โดยสัดส่วนที่บริษัทผลิตเองจากเหมืองและปริมาณที่ซื้อเข้ามา คิดเป็นสัดส่วน 50:50 จากปริมาณถ่านหินที่จำหน่ายทั้งหมด

(3) ความเสี่ยงเกี่ยวกับกฎหมายของประเทศอินโดนีเซีย

และข้อกำหนดใหม่เกี่ยวกับการดำเนินการเกี่ยวกับธุรกิจแร่ธาตุและเหมือง GOVERNMENT REGULATION OF THE REPUBLIC OF INDONESIA ลงวันที่ 24 พฤศจิกายน 2555 มาตราที่ 97 กำหนดให้นักลงทุนต่างชาติที่ได้รับสัมปทานเหมืองถ่านหิน ภายใน 5 ปีหลังจากเริ่มการผลิต บริษัทต่างชาติต้องกระจายหุ้นให้กับชาวอินโดนีเซีย ดังนี้

ปีที่ 6 ต้องกระจายหุ้นไม่น้อยกว่า 20% ของทุนจดทะเบียนทั้งหมด

ปีที่ 7 ต้องกระจายหุ้นไม่น้อยกว่า 30% ของทุนจดทะเบียนทั้งหมด

ปีที่ 8 ต้องกระจายหุ้นไม่น้อยกว่า 37% ของทุนจดทะเบียนทั้งหมด

ปีที่ 9 ต้องกระจายหุ้นไม่น้อยกว่า 44% ของทุนจดทะเบียนทั้งหมด

ปีที่ 10 ต้องกระจายหุ้นไม่น้อยกว่า 51% ของทุนจดทะเบียนทั้งหมด

ซึ่งจะเห็นได้ว่าภายใน 10 ปีบริษัทต่างชาติจะต้องถือหุ้นไม่เกิน 49% บริษัท จึงกำหนดกลยุทธ์ในการจัดหาเหมืองที่มีปริมาณสำรองประมาณ 40 ล้านตันต่อเหมือง เพื่อให้สามารถขุดถ่านหินแล้วเสร็จภายใน 10 ปี ก่อนที่จะลดสัดส่วนการถือหุ้นเหลือไม่เกิน 49%

(4) ความเสี่ยงจากราคาถ่านหินที่แปรผันไปตามราคาซื้อขายในตลาดโลก

ราคาถ่านหินปรับตัวลงอย่างรุนแรงในช่วงไตรมาส 2 ของปี 55 ซึ่งการปรับตัวลงอย่างรุนแรงของราคาถ่านหิน ส่งผลกระทบต่อข้อกำหนดราคาซื้อขายถ่านหินเพื่อให้สอดคล้องกับการเปลี่ยนแปลงของราคาถ่านหินในตลาดโลก ดังนั้น กลุ่มบริษัทจึงใช้นโยบายการกำหนดราคาขายถ่านหินจากราคาต้นทุนถ่านหินบวกด้วยส่วนต่างกำไรที่ต้องการ

อย่างไรก็ตามหากราคาถ่านหินในตลาดโลกอยู่ในช่วงที่มีแนวโน้มลดลง กลุ่มบริษัท อาจจะไม่สามารถบวกส่วนต่างราคาได้มากเท่ากับในช่วงที่ราคาถ่านหินในตลาดโลกอยู่ในช่วงที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น



Table 2 EARTH Financial Result

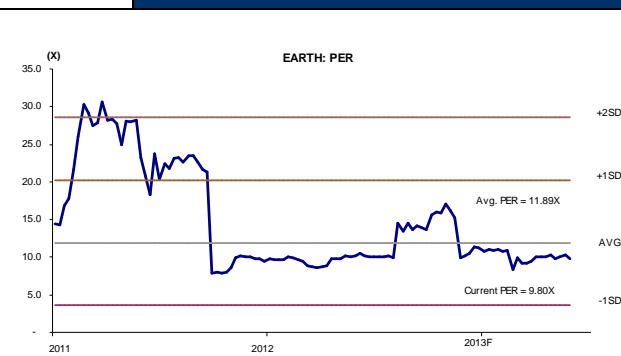
ENERGY EARTH PUBLIC COMPANY LIMITED

Financial Statement (Consolidated)

(Unit : Bt mn)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13F	%QoQ	%YoY	2012	2013F	%YoY
Revenues											
Sales	1,880	2,400	2,785	3,342	3,020	3,684	22%	53%	10,406	16,425	58%
COGS	(1,482)	(1,862)	(2,272)	(2,638)	(2,399)	(2,996)			(8,253)	(13,075)	
Gross Profit	398	539	512	704	621	688	11%	28%	2,153	3,350	56%
SG&A	(56)	(62)	(85)	(107)	(87)	(106)			(310)	(542)	
EBITDA	342	477	427	597	534	582	9%	22%	1,843	2,808	52%
Depreciation & Amortization	(6)	(6)	(6)	(6)	(6)	(6)			(25)	(30)	
EBIT	336	471	420	591	529	576	9%	22%	1,818	2,778	53%
Financial cost	(30)	(31)	(36)	(42)	(55)	(51)			(140)	(150)	
Equity Sharing	0	0	0	0	0	0			0	0	
Other income (expenses)	3	6	4	(3)	3	3			9	10	
Pretax profit	309	445	388	546	477	528	11%	19%	1,687	2,638	56%
Tax	(83)	(116)	(131)	(106)	(81)	(90)			(436)	(712)	
Normal Net Profit	225	329	257	440	396	438	11%	33%	1,251	1,926	54%
Extraordinary items	0	0	0	(0)	0	0			(0)	0	
Net Profit before minority interest	225	329	257	440	396	438	11%	33%	1,251	1,926	54%
Minority Interest	(0)	(0)	(0)	0	(0)	0			0	0	
Net Profit before Extra	225	329	257	440	395	438	11%	33%	1,251	1,926	54%
Foreign Gain (Loss)	38	36	68	(112)	(27)	0			29	0	
Extra Items	0	0	0	0	0	0			0	0	
Net Profit	263	365	325	328	368	438	19%	20%	1,280	1,926	50%
EPS (Bt)											
	0.10	0.14	0.12	0.13	0.14	0.17			0.49	0.74	
Margins (%)											
Gross margin with depreciation (%)	20.8%	22.2%	18.2%	20.9%	20.4%	18.5%			20.4%	20.2%	
EBITDA margin (%)	18.2%	19.9%	15.3%	17.9%	17.7%	15.8%			17.7%	17.1%	
EBIT margin (%)	17.9%	19.6%	15.1%	17.7%	17.5%	15.6%			17.5%	16.9%	
Pretax profit margin	16.4%	18.5%	13.9%	16.3%	15.8%	14.3%			16.2%	16.1%	
Net profit margin before extra items (%)	12.0%	13.7%	9.2%	13.2%	13.1%	11.9%			12.0%	11.7%	
Net profit margin (%)	14.0%	15.2%	11.7%	9.8%	12.2%	11.9%			12.3%	11.7%	

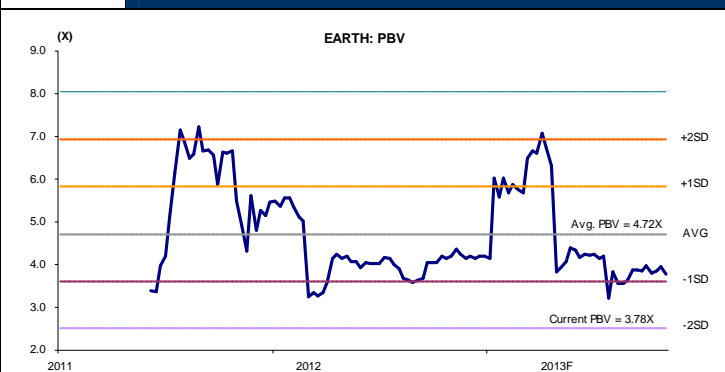
Sources: EARTH, Trinity Research

Chart 9 EARTH- PER Band



Sources: Trinity Research

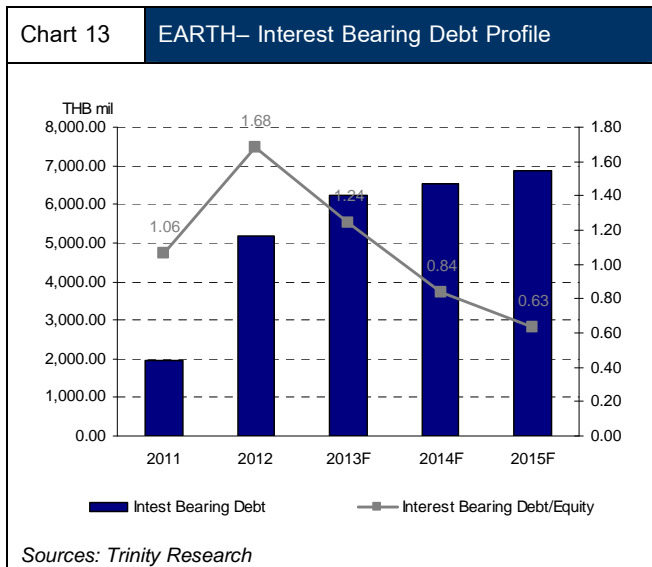
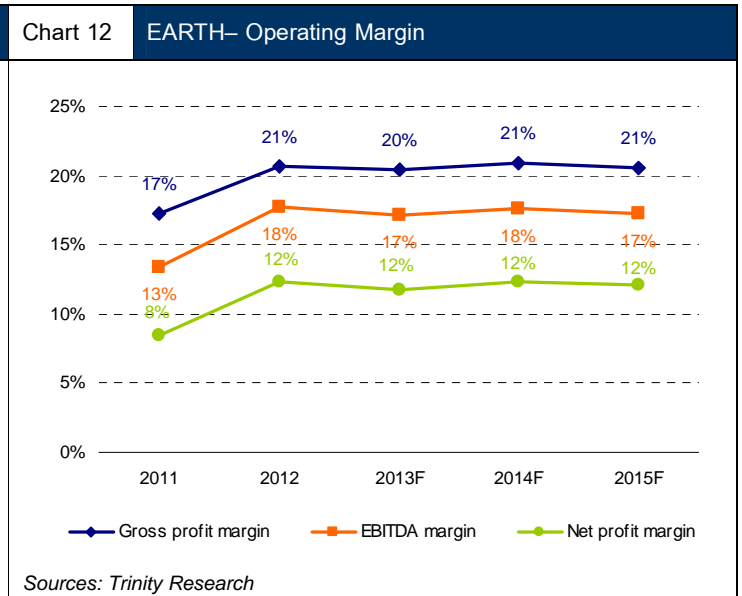
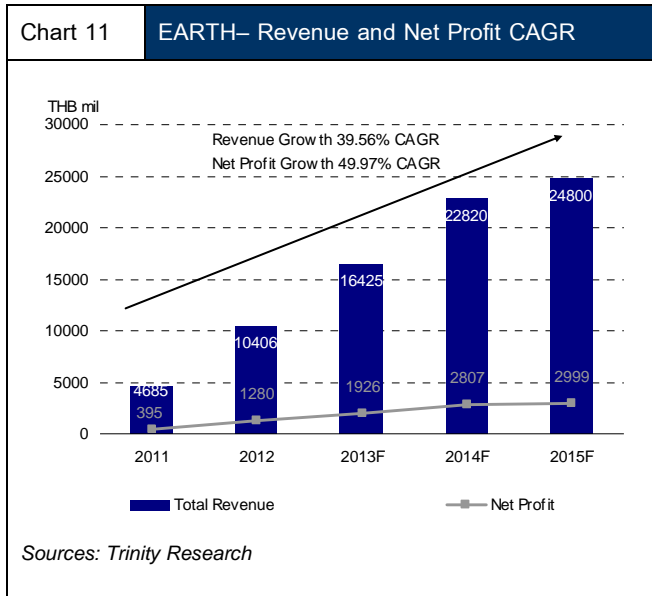
Chart 10 EARTH- PBV



Sources: Trinity Research

บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด, 179/109-110 อาคารบางกอก ซิตี ทาวเวอร์ ชั้น 25-26 ถนนสาทรใต้ เขตสาทร กรุงเทพฯ 10120 โทรศัพท์ 0-2801-9100 โทรสาร 0-2801-9399

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้ไม่มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขาย หลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน



บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด, 179/109-110 อาคารบางกอก ซิตี ทาวเวอร์ ชั้น 25-26 ถนนสาทรใต้ เขตสาทร กรุงเทพฯ 10120 โทรศัพท์ 0-2801-9100 โทรสาร. 0-2801-9399

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่เป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด ผู้จัดทำสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขาย หลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน



ENERGY EARTH PUBLIC COMPANY LIMITED

Income statement

Year End Dec (Btm)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
Sales	4,685	10,406	16,425	22,820	24,800
Cost of good sold	(3,875)	(8,253)	(13,075)	(18,052)	(19,704)
Gross Profit	810	2,153	3,350	4,768	5,096
SG&A	(184)	(310)	(542)	(753)	(818)
EBITDA	626	1,843	2,808	4,015	4,278
Depreciation & Amortization	(24)	(25)	(30)	(30)	(30)
EBIT	602	1,818	2,778	3,985	4,248
Financial Costs	(68)	(140)	(150)	(150)	(150)
Equity Shares	0	0	0	0	0
Other Income	8	9	10	10	10
Pretax Profit	543	1,687	2,638	3,845	4,108
Tax	(163)	(436)	(712)	(1,038)	(1,109)
Net Profit before minority	379	1,251	1,926	2,807	2,999
Less Minority Interest	0	(0)	0	0	0
Net Profit before Extra.	379	1,251	1,926	2,807	2,999
Extraordinary items	16	29	0	0	0
Reported Net Profit	395	1,280	1,926	2,807	2,999
EPS (Bt)	0.15	0.49	0.74	1.08	1.15

Statements of Financial Position

Year End Dec (Btm)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
Cash in hand & at banks	174	148	534	356	1,344
Accounts receivable-trade,net	1,310	4,335	6,077	7,987	8,680
Inventories	195	583	986	1,369	1,488
Long term lending (due within 1 yr)	0	0	0	0	0
Accrued expense	390	1,909	1,528	1,222	978
Other current assets	19	21	32	30	30
Total Current Assets	2,089	6,997	9,156	10,964	12,520
Collateral deposit	426	525	578	636	699
Investment in subsidiaries	0	0	0	0	0
Property, Plant & Equipment	266	246	234	701	1,052
Intangible assets	180	173	347	694	1,388
Mining property	1,104	834	1,334	1,735	2,255
Goodwill	36	36	36	36	36
Other Assets	1	1	173	208	346
Total Assets	4,103	8,813	11,858	14,973	18,296
Loans and O/D from banks	1,897	5,142	6,171	6,479	6,803
Accounts payable	180	233	300	300	300
Current portion within 1 year	14	14	20	20	20
Financial lease within 1 year	3	2	5	5	5
Defered tax liabilities	114	305	300	300	300
Other current liabilities	3	4	5	5	5
Total Current Liabilities	2,211	5,701	6,801	7,109	7,433
Long-term liabilities	53	36	56	56	56
Total Liabilities	2,264	5,737	6,856	7,165	7,489
Paid-up share capital	2,554	2,605	2,605	2,605	2,605
Premium on share capital	(1,214)	(1,190)	(1,190)	(1,190)	(1,190)
Legal reserve	3	95	95	95	95
Unappropriated	431	1,619	3,545	6,352	9,350
Others	64	(54)	(54)	(54)	(54)
Total Equity before MI	1,838	3,075	5,001	7,808	10,806
Minority Interest	1	1	1	1	1
Total Equity	1,839	3,076	5,002	7,809	10,807
Total Liabilities & Equity	4,102	8,813	11,858	14,973	18,296

บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด, 179/109-110 อาคารบางกอก ซิตี ทาวเวอร์ ชั้น 25-26 ถนนสาทรใต้ เขตสาทร กรุงเทพฯ 10120 โทรศัพท์ 0-2801-9100 โทรสาร. 0-2801-9399

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะหรือชักชวนให้ นักลงทุนทำการซื้อหรือขาย หลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน



ENERGY EARTH PUBLIC COMPANY LIMITED

Cash Flow Statement

Year End Dec (Btm)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
Pre-tax profit	559	1,716	1,926	2,807	2,999
Depreciation	24	25	30	30	30
Chg in working capital	(1,417)	(4,918)	(2,088)	(2,291)	(812)
Tax paid	(88)	(245)	0	0	0
Other operating activities	(13)	210	(150)	(150)	(150)
CF from Operating	(936)	(3,211)	(282)	395	2,067
Capital expenditure	(236)	(2)	(100)	(100)	(100)
Change in investments	(60)	(99)	0	0	0
CF from Investment	(295)	(101)	(100)	(100)	(100)
Fund raised/(repaid)	1,359	3,286	1,028	309	324
Dividend (incl. tax)	0	0	(261)	(782)	(1,303)
Other financing activities	0	0	0	0	0
CF from Financing	1,359	3,286	768	(473)	(979)
Inc.(Dec.) in cash	128	(26)	386	(178)	988
Beginning cash	45	174	148	534	356
Ending cash	173	148	534	356	1,344

Key Ratios

Year End Dec (Bt mn)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
Per Share (Bt)					
EPS	0.15	0.49	0.74	1.08	1.15
DPS	0.00	0.10	0.30	0.50	0.50
BV	0.72	1.18	1.92	3.00	4.15
CF	0.16	0.50	0.75	1.09	1.16
Liquidity Ratio (x)					
Current Ratio	0.94	1.23	1.35	1.54	1.68
Quick Ratio	0.77	0.89	1.12	1.37	1.55
Profitability Ratio (%)					
Gross Margin (Inc. Depre)	16.79%	20.44%	20.21%	20.76%	20.43%
EBITDA Margin	13.37%	17.71%	17.10%	17.59%	17.25%
EBIT Margin	12.86%	17.47%	16.91%	17.46%	17.13%
Net Margin	8.44%	12.30%	11.72%	12.30%	12.09%
ROE	21.51%	41.63%	38.51%	35.95%	27.75%
Efficiency Ratio					
ROA	9.64%	14.53%	16.24%	18.75%	16.39%
ROFA	28.84%	118.56%	122.81%	115.23%	90.67%
Leverage Ratio (x)					
Debt to Equity	1.23	1.87	1.37	0.92	0.69
Net Debt to Equity	0.97	1.64	1.14	0.79	0.51
Interest Coverage Ratio	8.87	13.00	18.52	26.57	28.32
Growth					
Sales Growth	N.A	122.11%	57.84%	38.93%	8.68%
EBITDA Growth	N.A	194.28%	52.36%	42.98%	6.54%
Net Profit Growth	N.A	223.90%	50.40%	45.75%	6.83%
EPS Growth	N.A	223.90%	50.40%	45.75%	6.83%
Valuation					
PER (x)	23.39	15.16	9.67	6.64	6.21
P/BV (x)	5.03	6.31	3.73	2.39	1.72
EV/EBITDA (x)	17.90	13.35	8.86	6.27	5.96
P/CF (x)	22.06	14.86	9.53	6.57	6.15
Dividend Yield (%)	0.00%	1.34%	4.20%	6.99%	6.99%
Dividend Payout Ratio (%)	0%	20%	41%	46%	43%

บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด, 179/109-110 อาคารบางกอก ซิตี ทาวเวอร์ ชั้น 25-26 ถนนสาทรใต้ เขตสาทร กรุงเทพฯ 10120 โทรศัพท์ 0-2801-9100 โทรสาร. 0-2801-9399

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะหรือชักชวนให้ นักลงทุนทำการซื้อหรือขาย หลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน



Corporate Governance Report of Thai Listed Companies 2012

ADVANC	BMCL	ICC	PS	SAMTEL	THAI						
AOT	BTS	IRPC	PSL	SAT	TIP						
ASIMAR	CPN	KBANK	PTT	SC	TIPCO						
BAFS	CSL	KK	PTTEP	SCB	TISCO						
BANPU	DRT	KTB	PTTGC	SCC	TKT						
BAY	EASTW	LPN	QH	SE-ED	TMB						
BBL	EGCO	MCOT	RATCH	SIM	TOP						
BCP	ERW	NKI	ROBINS	SIS	TSTE						
BECL	GRAMMY	NOBLE	RS	SNC	TTA						
BKI	HEMRAJ	PHOL	SAMART	SYMC							

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
Score Range	Number of Logo	Description
90 - 100		ดีเลิศ Excellent
80 - 89		ดีมาก Very Good
70 - 79		ดี Good
60 - 69		ดีพอใช้ Satisfactory
50 - 59		ผ่าน Pass
ต่ำกว่า 50	No logo given	N/A N/A

2S	BJC	DELTA	GLOW	LANNA	NCH	PM	SITHAI	TASCO	TMT	UAC	
ACAP	BROOK	DEMCO	GUNKUL	LH	NINE	PR	SMT	TCAP	TNITY	UMI	
AF	BWG	DTAC	HANA	LRH	NMG	PRANDA	SPALI	TCP	TNL	UP	
AIT	CENTEL	DTC	HMPRO	LST	NSI	PRG	SPCG	TFD	TOG	UPOIC	
AKR	CFRESH	ECL	HTC	MACO	OCC	PT	SPI	TFI	TPC	UV	
AMATA	CGS	EE	IFEC	MAKRO	OFM	PYLON	SPPT	THANA	TRC	VIBHA	
AP	CHOW	EIC	INTUCH	MBK	OGC	S & J	SSF	THCOM	TRT	VNT	
ASK	CIMBT	ESSO	ITD	MBKET	OISHI	S&P	SSSC	THIP	TRU	WACOAL	
ASP	CK	FE	IVL	MFC	PAP	SABINA	STANLY	THRE	TRUE	YUASA	
AYUD	CM	FORTH	JAS	MFEC	PDI	SAMCO	STEC	TIC	TSC	ZMICO	
BEC	CPALL	GBX	KCE	MINT	PE	SCCC	SUC	TICON	TSTH		
BFIT	CPF	GC	KGI	MODERN	PG	SCG	SUSCO	TIW	TTW		
BH	CSC	GFPT	KSL	MTI	PHATRA	SCSMG	SVI	TK	TUF		
BIGC	DCC	GL	L&E	NBC	PJW	SFP	SYNTEC	TLUXE	TVO		

AEONTS	ASIA	CIMBI	FNS	IRC	KWC	MDX	PL	ROJNA	SMIT	TF	TR	WG
AFC	BGT	CITY	FOCUS	IRCP	KWH	MJD	POST	RPC	SMK	TGCI	TTCL	WIN
AGE	BLA	CMO	FSS	IT	KYE	MK	PPM	SAM	SOLAR	THANI	TWFP	WORK
AH	BNC	CNS	GENCO	JMART	LALIN	MOONG	PREB	SCBLIF	SPC	TKS	TYCN	
AHC	BOL	CNT	GFM	JTS	LEE	MPIC	PRECHA	SCP	SPG	TMD	UBIS	
AI	BROCK	CPL	GLOBAL	JUBILE	LHBANK	MSC	PRIN	SEAFCO	SSC	TMI	UEC	
AJ	BSBM	CRANE	GOLD	JUTHA	LHK	NC	PSAAP	SENA	SST	TNH	UIC	
ALUCON	BTNC	CSP	HFT	KASET	LIVE	NNCL	PTL	SF	STA	TNPC	UMS	
AMANAHA	BUI	CSR	HTECH	KBS	LOXLEY	NTV	Q-CON	SGP	SVOA	TOPP	UOBKH	
APCO	CCET	CTW	HYDRO	KC	MAJOR	OSK	QLT	SIAM	SWC	TPA	UPF	
APCS	CEN	DRACO	IFS	KDH	MATCH	PAE	QTC	SIMAT	SYNEX	TPAC	US	
APRINT	CHUO	EASON	IHL	KIAT	MATI	PATO	RASA	SINGER	TBSP	TPCORP	UT	
ARIP	CI	EMC	ILINK	KKC	MBAX	PB	RCL	SIRI	TCB	TPIPL	VARO	
AS	CIG	EPCO	INET	KTC	M-CHAI	PICO	RICH	SKR	TEAM	TPP	WAVE	

Disclaimer

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลสำหรับผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายในในการประเมิน

อนึ่งผลการสำรวจดังกล่าว เป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังจากดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด, 179/109-110 อาคารบางกอก ซิตี้ ทาวเวอร์ ชั้น 25-26 ถนนสาทรใต้ เขตสาทร กรุงเทพฯ 10120 โทรศัพท์ 0-2801-9100 โทรสาร: 0-2801-9399

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด ผู้จัดทำของสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขาย หลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน