

The Aromatics (Thailand)

Investment Theme

เป็นผู้ผลิตรายใหญ่อันดับ 3 ในภูมิภาคเอเชีย หลังจากโครงการขยายกำลังการผลิตแบบคอขวด ระยะที่ 2 (Debottlenecking Stage II) แล้วเสร็จและจะเริ่มดำเนินการผลิตเชิงพาณิชย์ในเดือน มี.ค./47 จะทำให้กำลังการผลิตรวมของโพรเมติกส์ เพิ่มขึ้นเป็น 1.101 ล้านตัน/ปี ซึ่งนับเป็นโรงงานโพรเมติกส์ที่มีกำลังการผลิตสูงสุดเป็นอันดับหนึ่งในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ เป็นอันดับ 3 ของเอเชีย และเป็นอันดับ 4 ของโลก การที่ ATC มีกำลังการผลิตในระดับ World Scale ก่อให้เกิดประโยชน์จากการประหยัดต่อขนาด (Economy of Scale) และมีความได้เปรียบในการแข่งขันเมื่อเทียบกับผู้ประกอบการที่มีกำลังการผลิตต่ำกว่า

วัฏจักรปิโตรเคมีขาขึ้นคาดว่าจะทำจุดสูงสุด (Peak) ในปี 2548 การเพิ่มขึ้นของอัตราการใช้กำลังการผลิต (Operating Rate) ของโรงงานปิโตรเคมีที่คาดว่าจะสูงเกินกว่าระดับ 90% ตามการคาดการณ์ของผู้เชี่ยวชาญด้านปิโตรเคมีหลายสถาบัน จะเป็นปัจจัยด้าน Demand-push ที่สนับสนุนให้ราคาปิโตรเคมีปรับตัวสูงขึ้นอย่างชัดเจนในช่วง 3Q-4Q/47 และทำจุดสูงสุดต้นปี 2548 (ใช้เวลา 9 ปี นับจากจุดสูงสุดครั้งก่อนในปี 2538) นอกจากนี้การชะลอการตัดสินใจของผู้ประกอบการปิโตรเคมีในการก่อสร้างโรงงานใหม่ จนกว่าสถานการณ์สงครามอิรัก-สหรัฐอเมริกาจะคลี่คลาย จะเป็นปัจจัยทำให้วัฏจักรราคาปิโตรเคมีรอบนี้มีระยะเวลายาวนานกว่าปกติ เนื่องจาก การก่อสร้างโรงงานใหม่จะต้องใช้ระยะเวลาประมาณ 36-40 เดือน กว่าที่จะเริ่มผลิตอุปทานใหม่เข้าสู่ตลาดโลก

ความต้องการใช้พาราไซลีนในเอเชียคาดว่าจะเติบโตในอัตราเฉลี่ย 7.7% ต่อปี ในช่วงปี 2545-48 ผลจากการเกิดโรงงาน PTA ใหม่หลายโรงในเอเชียในช่วงปี 2545-46 เพื่อรองรับความต้องการใช้โพลีเอสเตอร์ที่เพิ่มสูงขึ้น คาดว่าจะทำให้ความต้องการใช้พาราไซลีนเติบโตในอัตราเฉลี่ย 7.7% ต่อปี ในช่วงปี 2545-48 และมีโอกาสที่จะขยายตัวในอัตราสูงอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากปัจจุบันการบริโภคโพลีเอสเตอร์ของเอเชียยังอยู่ในระดับต่ำประมาณ 5 กิโลกรัม/คน/ปี เทียบกับสหรัฐอเมริกาที่ 14 กิโลกรัม/คน/ปี

ปรับประมาณการผลการดำเนินงานขึ้น จากราคาพาราไซลีนที่ปรับตัวสูงขึ้นกว่าที่คาดการณ์ และต้นทุนในการดำเนินการผลิต (Processing Cost) ที่ปรับตัวลดลง ผลจากภาวะอุปทานของพาราไซลีนที่ตึงตัวกว่าที่คาดการณ์ ส่งผลให้ CNS ทำการปรับประมาณการราคาพาราไซลีนปี 2546 (ปีฐาน) ขึ้น 11% จากประมาณการเดิมเป็น US\$600/ตัน และก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของราคาพาราไซลีนในปีประมาณการถัดไปที่ใช้อัตราขึ้นลงเฉลี่ย 3-5% ตามวัฏจักรปิโตรเคมีที่คาดว่าจะเกิดขึ้น (คาดว่าจะทำจุดสูงสุดในปี 2548) ซึ่งส่งผลต่อการเพิ่มขึ้นของความสามารถในการทำกำไรที่วัดจากส่วนต่างระหว่างราคาพาราไซลีนและคอนเดนเสท นอกจากนี้ยังได้ปรับลดต้นทุนในการดำเนินการผลิต (Processing Cost) ลงจาก US\$22/ตัน เหลือ US\$20/ตัน จากประโยชน์ที่ได้จากการประหยัดต่อขนาด ทำให้ประมาณการกำไรสุทธิในช่วงปี 2546-48 ปรับตัวสูงขึ้น 45-53% จากประมาณการเดิม และคาดว่าจะมีอัตราการเติบโตเฉลี่ย 31% ต่อปี

การออกหุ้นกู้มูลค่า 14,000 ล้านบาท ใน 2Q/46 จะสามารถลดภาระดอกเบี้ยจ่ายและเพิ่มโอกาสในการจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้น แผนการออกหุ้นกู้มูลค่า 14,000 ล้านบาท ใน 2Q/46 เพื่อชำระคืนเงินกู้ระยะยาว US\$310 ล้าน คาดว่าจะสามารถลดภาระดอกเบี้ยจ่ายได้รวม 800-900 ล้านบาท ตลอดอายุเงินกู้ที่เหลืออยู่ 7 ปี และสร้างโอกาสในการจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้น ATC ได้ในอนาคต หลังล้างขาดทุนสะสมหมด ซึ่งคาดว่าจะในปี 2548 (นอกเหนือจากผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นแล้ว ATC จะใช้การลดทุนจดทะเบียนเข้ามาล้างขาดทุนสะสมให้หมดในปีดังกล่าว)

คำแนะนำ : Strong Buy โดยมี NPV อยู่ที่ 19.86 บาท ในปี 2546 CNS ได้ใช้วิธี DCF ในการประเมินมูลค่า NPV (ใช้ WACC ที่ 11.7%) ซึ่งเท่ากับ 19.86 บาท/หุ้น ในปี 2546 (สูงขึ้น 38% จากประมาณการเดิมที่ 14.4 บาท จากการปรับขึ้นประมาณการราคาพาราไซลีน และปรับลด Processing Cost ต่อตันลง) พร้อมกันนี้ CNS ได้ทำการศึกษา พบว่าเมื่อราคาพาราไซลีนปรับตัวขึ้นทุก ๆ US\$50/ตัน จะส่งผลให้กำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติและกำไรสุทธิปี 2546 เพิ่มขึ้น 790 ล้านบาท และส่งผลต่อเนื่องให้ NPV เพิ่มขึ้นประมาณ 1.70 บาท/หุ้น หากราคาพาราไซลีนในช่วงเดือนที่เหลือของปีดีกว่าที่ CNS คาดการณ์ โดยมีราคาเฉลี่ยอยู่ในช่วง US\$650-750/ตัน ในปี 2546 (สูงกว่า Base Case ที่ US\$600/ตัน) จะส่งผลให้ Spread ระหว่างราคาพาราไซลีนและคอนเดนเสทเพิ่มขึ้นเป็น US\$413-513/ตัน ซึ่งจะส่งผลต่อเนื่องให้ ATC มีกำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติในปีดังกล่าวจำนวน 4,013-5,592 ล้านบาท และทำให้ NPV ปรับตัวสูงขึ้นมาอยู่ที่ระดับ 21.55-24.95 บาท/หุ้น

ATC

Target Price **Bt19.86**

Market Price **Bt13.40**

Rating **STRONG BUY**

Published date

10 April 2003

Sector

Chemicals

Key data

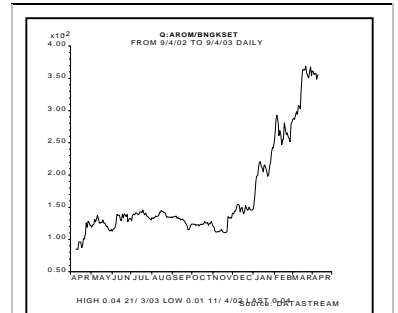
Shares in issue (mn)	958
Market capitalisation (Btmn)	12,549.8
12-month high/low (Bt)	13.8/3.06
3-month avg daily T/O (Btmn)	173.61
Foreign Limit/Actual	24%/7.98%
Free Float	12%
NVDR	0.62%
Dividend Policy	>=20%
Par Value (Bt)	10
BV/share (Bt)	7.41
P/BV (x)	1.81
DCF value (Bt)	19.86
Discount to DCF (%)	32

Analyst(s)

Patcharin Karsemarnuntana

02-285-0060 Ext. 3511

Share Price Performance



Price Performance(%)	1m	3m	1yr
ATC	28.8	69.6	324
Relative to SET	21.0	62.5	320

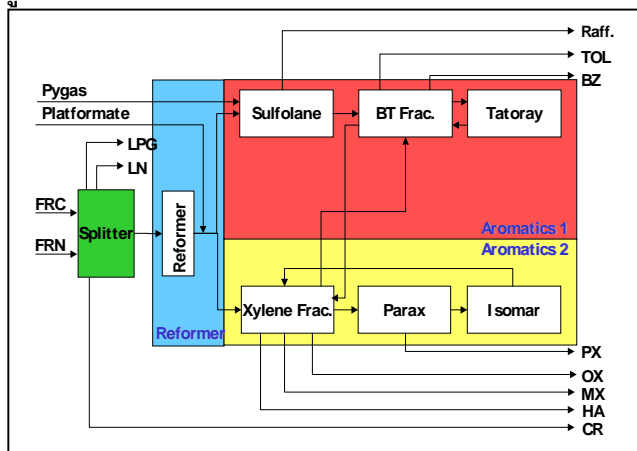
Consolidated Financial Summary

Year	NP	EPS	PER	P/BV	EBITDA	EBITDA Growth	EV/EBITDA	DPS	Yield
Dec. 31	(Btmn)	(Bt)	(X)	(X)	(Btmn)	(%)	(X)	(Bt)	(%)
2001	(2,822)	(6.31)	NM	5.10	400	-53.81	90.64	0.00	0.00
2002	(207)	(0.22)	NM	2.82	1,756	338.68	21.06	0.00	0.00
2003F	3,296	3.43	3.91	1.81	5,319	202.85	6.62	0.00	0.00
2004F	4,447	4.63	2.90	1.19	6,176	16.11	5.03	0.00	0.00
2005F	5,668	5.90	2.27	0.82	7,690	24.52	3.28	0.00	0.00

Company Background

เป็นผู้ผลิตอะโรเมติกส์แบบครบวงจร ATC เป็นผู้ผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์อะโรเมติกส์ ซึ่งประกอบด้วย พาราไซลีน เบนซีน โทลูอีน ออร์โทไซลีน และเมกซ์ไซลีน รวมทั้งมีผลิตภัณฑ์พลอยได้จากกระบวนการผลิต ได้แก่ แนฟทาซินดีเบน แรฟฟินาท ก๊าซปิโตรเลียมเหลว ก๊าซไฮโดรเจน คอนเดนเสทเรซิดิว และสารอะโรเมติกส์หนัก โรงงานอะโรเมติกส์ของ ATC จะมีหน่วยผลิตสำคัญ 2 หน่วย คือ หน่วยรีฟอร์มเมอร์ (Reformer Units) และหน่วยอะโรเมติกส์ (Aromatics Units) ที่ถูกออกแบบให้ทำงานร่วมกันได้อย่างมีประสิทธิภาพและให้ผลผลิตสูงสุด โดยหน่วยรีฟอร์มเมอร์ จะทำการเปลี่ยนรูปองค์ประกอบทางเคมีของไฮโดรคาร์บอนในรูปแบบต่าง ๆ ให้อยู่ในรูปสารอะโรเมติกส์มากขึ้น และหน่วยอะโรเมติกส์จะทำหน้าที่ในการเพิ่มปริมาณสารอะโรเมติกส์ให้มากยิ่งขึ้น และแยกสารอะโรเมติกส์แต่ละชนิดออกจากกัน ซึ่งนอกจากจะทำให้ต้นทุนของวัตถุดิบสำหรับป้อนเข้าโรงงานอะโรเมติกส์ค่อนข้างต่ำแล้ว ยังสามารถแปรเปลี่ยนผลิตภัณฑ์หลักให้สอดคล้องกับความต้องการของตลาดได้ด้วย

รูปที่ 1 : การผลิตแบบครบวงจรของโรงงานอะโรเมติกส์



ที่มา : ATC

เป็นผู้ผลิตรายใหญ่อันดับ 3 ในภูมิภาคเอเชีย หลังจากโครงการขยายกำลังการผลิตแบบคอขวด ระยะที่ 2 (Debottlenecking Stage II) แล้วเสร็จในเดือน มี.ค./47 จะทำให้กำลังการผลิตอะโรเมติกส์ของ ATC เพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ระดับ 1.101 ล้านตัน/ปี และกลายเป็นผู้ผลิตพาราไซลีนรายใหญ่อันดับ 3 ในภูมิภาคเอเชีย (500,000 ตัน/ปี) รองจาก Ssangyong Oil Refining และ Yangzi Petrochemical ที่มีกำลังการผลิต 600,000 ตัน/ปี และ 550,000 ตัน/ปี ตามลำดับ การที่ ATC มีกำลังการผลิตในระดับ World Scale ก่อให้เกิดประโยชน์จากการประหยัดต่อขนาด (Economy of Scale) และมีความได้เปรียบในการแข่งขันเมื่อเทียบกับผู้ประกอบการที่มีกำลังการผลิตต่ำกว่า

ตารางที่ 1 : ผู้ผลิตพาราไซลีนรายใหญ่ 5 อันดับแรก ในเอเชีย

ผู้ประกอบการ/ประเทศ	กำลังการผลิต (ตัน/ปี)
Ssangyong Oil Refining / Korea	600,000
Yangzi Petrochemical / China	550,000
ATC / Thailand	500,000
Formosa Chemical and Fibre / Taiwan	500,000
Reliance / India	475,000

ที่มา : ATC

รายได้หลักมาจากผลิตภัณฑ์อะโรเมติกส์ สัดส่วนรายได้ของ ATC ประมาณ 60% มาจากรายได้ขายผลิตภัณฑ์หลัก (ผลิตภัณฑ์อะโรเมติกส์) ส่วนที่เหลือ 40% มาจากรายได้ขายผลิตภัณฑ์พลอยได้

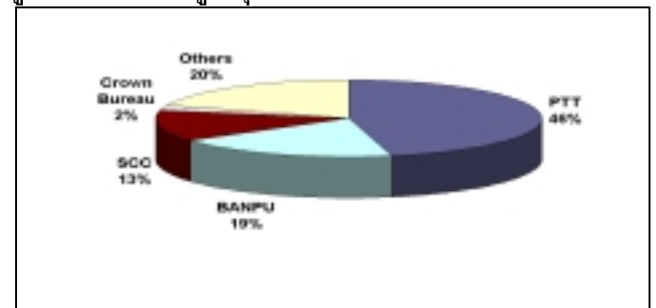
พึ่งพิงตลาดในประเทศเป็นหลัก บริษัทได้ทำสัญญาขายผลิตภัณฑ์หลักในลักษณะ “Take or Pay” กับการปิโตรเลียมแห่งประเทศไทย (ปตท.) เพื่อป้องกันความเสี่ยงด้านการตลาดที่อาจเกิดขึ้น ซึ่งปตท. จะต้องรับซื้อในปริมาณขั้นต่ำ 80% ของปริมาณที่ตกลงในสัญญา โดยรายได้หลักยัง

คงพึ่งพิงตลาดในประเทศเป็นหลัก คิดเป็นสัดส่วนประมาณ 80% ส่วนที่เหลือ 20% มาจากตลาดส่งออก ได้แก่ จีน ไต้หวัน อินโดนีเซีย มาเลเซีย ฟิลิปปินส์ สิงคโปร์ ฮองกง อินเดีย และสหรัฐอเมริกา

มีแหล่งวัตถุดิบที่แน่นอน บริษัทได้ทำสัญญาซื้อวัตถุดิบ (คอนเดนเสท) ระยะยาวกับปตท. เป็นระยะเวลา 15 ปี ทำให้ความเสี่ยงของการขาดแคลนทางด้านวัตถุดิบมีน้อยมาก เนื่องจากคอนเดนเสทกว่า 80% มาจากอ่าวไทย ทำให้มีความมั่นใจได้ว่าบริษัทจะมีวัตถุดิบเพียงพอที่จะใช้ในการผลิต และไม่ได้รับผลกระทบจากภาวะสงครามที่กำลังเกิดขึ้น

มีแรงผลักดันทางธุรกิจ (Synergy) กับกลุ่มผู้ถือหุ้นหลัก ความสัมพันธ์กับกลุ่มผู้ถือหุ้นหลักของบริษัท โดยเฉพาะปตท. นอกจากจะเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แล้ว ยังเป็นผู้จัดหาวัตถุดิบและจัดซื้อผลิตภัณฑ์ส่วนใหญ่ของ ATC ส่วน SCC หนึ่งในผู้ถือหุ้นหลักก็ยังมีบริษัทในเครือปตท.ใหญ่ที่มีความต้องการผลิตภัณฑ์อะโรเมติกส์จาก ATC เพื่อใช้เป็นวัตถุดิบในการผลิต นอกจากนี้ 2 ผู้ถือหุ้นหลักดังกล่าวข้างต้น รวมทั้ง BANPU และสำนักงานทรัพย์สินส่วนพระมหากษัตริย์ ยังให้การสนับสนุนทางการเงินในรูปแบบกู้ยืมยัติสิทธิ์จำนวน US\$210 ล้าน

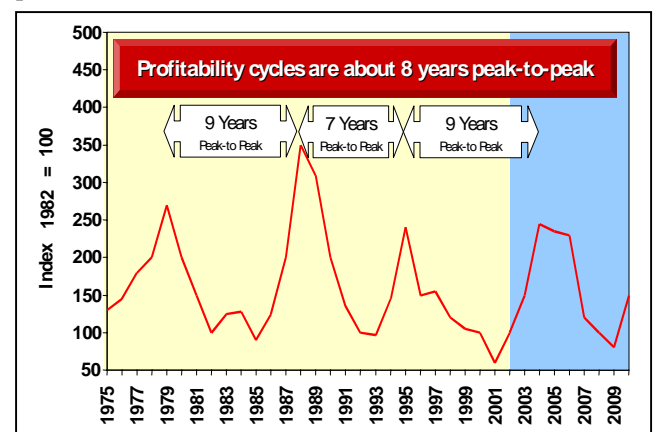
รูปที่ 2 : โครงสร้างผู้ถือหุ้นของ ATC ณ ธ.ค./45



ที่มา : CNS Research

Industry Outlook

รูปที่ 3 : วัฏจักรการเคลื่อนไหวของราคาปิโตรเคมี



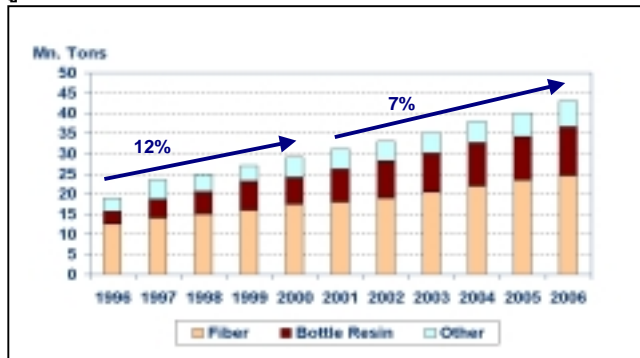
ที่มา : Nexant, Inc. / Chem Systems

วัฏจักรปิโตรเคมีฯขึ้นคาดว่าจะทำจุดสูงสุด (Peak) ในปี 2548 ผู้เชี่ยวชาญด้านปิโตรเคมีหลายสถาบัน อาทิ CMAI, SRI และ Chem Systems ต่างคาดการณ์ว่าราคาปิโตรเคมีจะปรับตัวสูงขึ้นอย่างชัดเจนในช่วง 3Q-4Q/47 และจะทำจุดสูงสุดต้นปี 2548 (ใช้เวลาประมาณ 9 ปี นับจากจุดสูงสุดครั้งก่อนในปี 2538) จากความต้องการใช้ผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้น (Demand-push) ตามการเพิ่มขึ้นของอัตราการใช้กำลังการผลิต (Operating Rate) ของโรงงานปิโตรเคมีที่คาดว่าจะสูงเกินกว่าระดับ 90% อย่างไรก็ตามการชะลอการตัดสินใจของผู้ประกอบการปิโตรเคมีในการก่อสร้างโรงงานใหม่จนกว่าสถานการณ์สงครามอิรัก-สหรัฐอเมริกาจะคลี่คลายหรือมีความชัดเจน จะเป็นปัจจัยที่เร่งให้ภาวะอุปทานตึงตัวทวีความรุนแรงขึ้น เนื่องจากการก่อสร้างโรง

งานใหม่จะต้องใช้ระยะเวลาประมาณ 36-40 เดือน กว่าจะเริ่มผลิตสินค้าเข้าสู่ตลาดโลก ดังนั้นผู้ประกอบการเดิมจะได้ประโยชน์อย่างเต็มที่จากจุดสูงสุดของวัฏจักรราคาปิโตรเคมีรอบนี้ที่จะกินระยะเวลายาวนาน โดยเฉพาะในส่วนของราคาพาราไซลีนที่คาดว่าจะปรับตัวขึ้นอย่างมีนัยสำคัญจากภาวะอุปทานที่ตึงตัวอย่างรุนแรงจากการเกิดของโรงงาน PTA ใหม่หลายโรงในเอเชีย ("Purified Terephthalic Acid" กรดเทเรฟทาลิกบริสุทธิ์) เป็นส่วนประกอบสำคัญในการผลิตโพลีเอสเตอร์) รวมทั้งราคาโพรพิลีนที่คาดว่าจะเคลื่อนไหวในทิศทางขาขึ้นจากภาวะอุปทานที่ตึงตัวเช่นเดียวกัน เนื่องจากในช่วงที่ผ่านมาไม่มีหน่วยโอเลเฟล็กซ์ (หน่วยผลิตโพรพิลีน) เกิดขึ้นเลย มีเพียงโรง Cracker เกิดขึ้น (ใช้กระบวนการผลิตที่ทำให้โมเลกุลแตกตัวด้วยความร้อน) ซึ่งจะได้ออกโพลีเอสเตอร์ที่แพงกว่าโพรพิลีน ดังนั้นอุปทานของโพรพิลีนที่เข้ามาในตลาดโลกจึงมีจำนวนน้อย

อัตราการเติบโตของความต้องการใช้พาราไซลีนจะผูกติดกับการขยายตัวของตลาดโพลีเอสเตอร์ สืบเนื่องจากการใช้พาราไซลีนส่วนใหญ่ประมาณ 98% ใช้เพื่อการผลิตโพลีเอสเตอร์ (ซึ่งจะถูกนำไปผลิตผลิตภัณฑ์ขั้นต่อนี้ในส่วนของการเส้นใย คิดเป็นสัดส่วน 65%, 27% สำหรับขวดน้ำดื่ม หรือ ขวด PET ซึ่งสัดส่วนการใช้คาดว่าจะเพิ่มสูงขึ้นในอนาคต จากการที่สหรัฐอเมริกาจะนำขวด PET มาบรรจุน้ำอัดลม และส่วนที่เหลือ 8% ใช้ผลิตฟิล์ม) ดังนั้นอัตราการเติบโตของความต้องการใช้พาราไซลีนจึงผูกติดกับอัตราการขยายตัวของความต้องการใช้โพลีเอสเตอร์ โดย PCI and Jacobs Consultancy คาดว่าความต้องการใช้พาราไซลีนในตลาดโลกในช่วงปี 2545-48 จะเติบโตในอัตราเฉลี่ย 7.5% ต่อปี (ประมาณ 1.5 ล้านตัน/ปี ของความต้องการใช้พาราไซลีนที่ 20 ล้านตัน ในปีปัจจุบัน) สัมพันธ์กับการขยายตัวของความต้องการใช้โพลีเอสเตอร์ที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้นในอัตรา 7% ต่อปี ในช่วงเวลาเดียวกัน (คิดเป็น 2 เท่า ของอัตราการเติบโตของ GDP)

รูปที่ 4 : การเติบโตของความต้องการใช้โพลีเอสเตอร์ในตลาดโลก

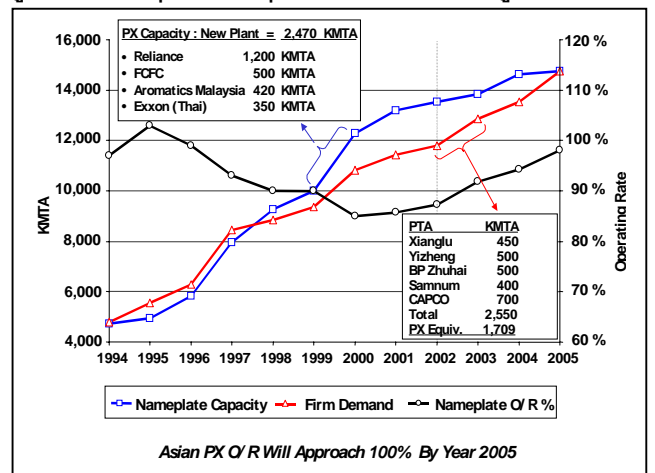


ที่มา : CMAI

ความต้องการใช้พาราไซลีนในภูมิภาคเอเชียคาดว่าจะเติบโตในอัตราเฉลี่ย 7.7% ต่อปี ในช่วงปี 2545-48 จากการเกิดของโรงงาน PTA ใหม่หลายโรง ภูมิภาคเอเชียเป็นตลาดหลักที่มีการใช้พาราไซลีนในสัดส่วนสูงถึง 70% ของความต้องการใช้พาราไซลีนทั้งหมด โดยมีจีนเป็นผู้บริโภคหลัก จากการคาดการณ์ของ CMAI คาดว่าความต้องการใช้พาราไซลีนในเอเชียจะเติบโตในอัตราเฉลี่ย 7.7% ต่อปี ในช่วงปี 2545-48 และมีโอกาสที่จะขยายตัวในอัตราสูงอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากปัจจุบันการบริโภคโพลีเอสเตอร์ของเอเชียยังอยู่ในระดับต่ำมาก ประมาณ 5 กิโลกรัม/คน/ปี เทียบกับสหรัฐอเมริกาที่ 14 กิโลกรัม/คน/ปี สัญญาณการเกิดของโรงงาน PTA ใหม่หลายโรงในเอเชีย ("Purified Terephthalic Acid" กรดเทเรฟทาลิกบริสุทธิ์) เป็นส่วนประกอบสำคัญในการผลิตโพลีเอสเตอร์) ในช่วงปี 2545-46 กำลังการผลิตรวม 2.55 ล้านตัน เพื่อรองรับความต้องการใช้โพลีเอสเตอร์ที่เพิ่มสูงขึ้น จะส่งผลให้ความต้องการใช้พาราไซลีนในเอเชียเพิ่มขึ้น 1.71 ล้านตัน/ปี (Conversion ของ PX/PTA จะเท่ากับ 0.67 เท่า) ซึ่งวัดได้จากประมาณการอัตราการผลิต (Operating Rate) ของโรงงานพาราไซลีนที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้นจาก 87% ในปี 2545 เป็น 93% ในปี 2546, 95% ในปี 2547 และ 98% ในปี 2548 ซึ่งเป็นช่วงเวลาที่ไม่มีอุปทานใหม่จากโรงงานพาราไซลีนเข้าสู่ตลาด (หลังจากปี 2542-43 ที่มีโรงงานพาราไซ

ลีนเกิดขึ้นใหม่จำนวน 4 โรง กำลังการผลิตรวม 2.47 ล้านตัน ปัจจุบันไม่มีผู้ประกอบการรายใดมีแผนที่จะสร้างโรงงานพาราไซลีนใหม่ ซึ่งปกติต้องใช้ระยะเวลา 36-40 เดือน ในการวางแผน หาแหล่งเงินทุน และก่อสร้างจนแล้วเสร็จ) มีเพียงการขยายกำลังการผลิตของผู้ประกอบการเดิมที่คาดว่าจะทำให้อุปทานของพาราไซลีนในเอเชียเพิ่มขึ้น 1.255 ล้านตันในปี 2546 สถานการณ์ดังกล่าวข้างต้นคาดว่าจะทำให้เส้นอุปสงค์ของพาราไซลีนวิ่งเข้าใกล้เส้นอุปทาน และเกิดภาวะตึงตัวของอุปทานพาราไซลีน ซึ่งจะเป็ปัจจัยที่ผลักดันให้ราคาพาราไซลีนปรับตัวขึ้นในระยะยาว

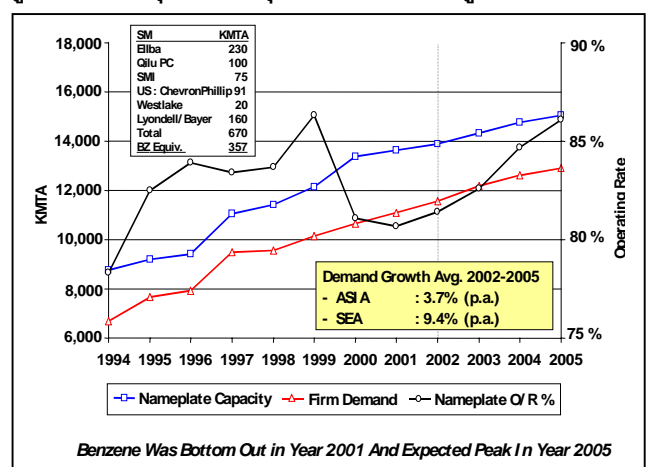
รูปที่ 5 : ภาวะอุปทานและอุปสงค์ของพาราไซลีนในภูมิภาคเอเชีย



ที่มา : CMAI

ความต้องการใช้เบนซีนในภูมิภาคเอเชียคาดว่าจะเติบโตในอัตราเฉลี่ย 3.7 ต่อปี ในช่วงปี 2545-48 ปัจจัยที่จะสนับสนุนการปรับตัวขึ้นของราคาของเบนซีนในระยะยาว คือ การเกิดของโรงงานสไตรีนโมโนเมอร์ "Styrene Monomer" (เบนซีนจะเป็นวัตถุดิบหลักในการผลิต SM ซึ่งเป็นสารเคมีหลักในการผลิตพลาสติก เพื่อใช้เป็นส่วนประกอบของเครื่องใช้ไฟฟ้า ของเด็กเล่น อุตสาหกรรมยานยนต์) ใหม่หลายโรง กำลังการผลิตรวม 670,000 ตัน ในปี 2546 คาดว่าจะทำให้ความต้องการใช้เบนซีนในตลาดโลกเพิ่มขึ้น 357,000 ตัน/ปี รวมทั้งการเพิ่มขึ้นของอัตราการผลิต ของโรงงานสไตรีนโมโนเมอร์ในโลที่คาดว่าจะปรับตัวสูงขึ้นจาก 73.5% ในปี 2545 เป็น 76% ในปี 2546 และ 77.5% ในปี 2548 ตามแรงผลักดันที่เกิดจากการขยายตัวทางเศรษฐกิจของสหรัฐอเมริกาและญี่ปุ่น จะส่งผลให้ความต้องการใช้เบนซีนในตลาดโลกเพื่อผลิตสินค้าอุปกรณ์เครื่องใช้ไฟฟ้า, คอมพิวเตอร์ และชิ้นส่วนรถยนต์เพิ่มขึ้นเฉลี่ย 5.5% ต่อปี ในช่วงปี 2545-48 จากการคาดการณ์ของ SRI และ Jacobs Consultancy ส่วนความต้องการใช้เบนซีนในภูมิภาคเอเชียคาดว่าจะเติบโตในอัตราเฉลี่ย 3.7% ต่อปี ในช่วงเวลาดังกล่าว

รูปที่ 6 : ภาวะอุปทานและอุปสงค์ของเบนซีนในภูมิภาคเอเชีย



ที่มา : SRI, Mitsui

แนวโน้มราคาพาราไซลีนใน 2Q/46 คาดว่าจะลดความร้อนแรงลง แต่ราคาเฉลี่ยคาดว่าจะใกล้เคียงกับ 1Q/46 จากการปิดซ่อมบำรุงโรงงานพาราไซลีนหลายโรงในเอเชีย นอกเหนือจากต้นทุนวัตถุดิบ (คอนเดนเสท) ที่ปรับตัวขึ้นตามราคาน้ำมันดิบในตลาดโลก (Cost-push) ปัจจัยหลักที่เป็นแรงส่งสำคัญของการปรับตัวขึ้นของราคาพาราไซลีน คือ การปิดซ่อมบำรุงโรงงาน (Turnaround) ของโรงงานพาราไซลีนทั้งตามระยะเวลาที่กำหนด (Planned Shutdown) และอย่างกะทันหัน (Unplanned Shutdown) กำลังการผลิตรวม 700,000 ตัน ที่ส่งผลให้ภาวะอุปทานของพาราไซลีนที่ดึงดูดความสนใจเพิ่มขึ้น โดยวัดได้จากราคาพาราไซลีนในตลาดตะวันออกไกล (Far East) ที่ปรับตัวขึ้นไปแตะจุดสูงสุดที่ US\$885/ตัน สูงสุดในรอบ 4 ปีที่ผ่านมา และมีราคาเฉลี่ยอยู่ที่ US\$756/ตัน (Spot Price) ใน 1Q/46 เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ 67% QoQ สำหรับแนวโน้มราคาพาราไซลีนใน 2Q/46 คาดว่าจะลดความร้อนแรงลงตามการปรับตัวลงของน้ำมันดิบ แต่คาดว่าราคาเฉลี่ยจะใกล้เคียงกับ 1Q/46 เนื่องจากในไตรมาสดังกล่าวจะมีโรงงานพาราไซลีนปิดซ่อมบำรุงโรงงานตามแผนจำนวน 5 โรง กำลังการผลิตรวม 1.80 ล้านตัน รวมทั้งการปิดซ่อมบำรุงอย่างกะทันหันของโรงงาน Reliance Industries ในอินเดีย จากปัญหาด้านเทคนิค ในกลางเดือน มี.ค./46 เป็นระยะเวลา 4-5 สัปดาห์ ที่คาดว่าจะทำให้อุปทานของพาราไซลีนหดหายไปจากตลาดอีกประมาณ 450,000 ตัน

ตารางที่ 2 : การปิดซ่อมบำรุงโรงงานพาราไซลีนในเอเชีย

Company / Country	Capacity (000 ton)	Period	No. of days
Mitsubishi Gas Chemical/Japan	250	1 Feb	30
Nippon Petrochemical/Japan #1	200	Oct	7
Nippon Petrochemical/Japan #2	200	Sept	40
Oita Paraxylene/Japan	350	Apr-May	30
Kohap/Korea	200	Apr	na
Kohap/Korea	500	Apr	na
Samsung General Chemicals/Korea	400	28 Apr	21-28
SK Corp/Korea	350	May	25
S-Oil/Korea	700	Sept	14-21
Formosa/Taiwan	450	7 Feb	50

ที่มา : Asian Chemical News

ราคาเบนซินคาดว่าจะเริ่มลดความร้อนแรงลงเมื่อสถานการณ์สงครามคลี่คลาย ราคาเบนซินใน Far East ได้ปรับตัวขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ โดย 1Q/46 มีราคาเฉลี่ยอยู่ที่ US\$528/ตัน เพิ่มขึ้น 32% QoQ และทำจุดสูงสุดที่ US\$573/ตัน เทียบกับจุดสูงสุดในปีก่อนที่ US\$460/ตัน CNS ประเมินว่าสถานการณ์ดังกล่าวผิดปกติ (ราคาเบนซินไม่สามารถทรงตัวอยู่ที่ระดับสูงได้ในระยะยาว) และให้นำหนักกับการปรับตัวขึ้นของราคาเบนซินในระยะสั้นจากปัจจัยเรื่อง Cost-push (ปรับตัวขึ้นตามราคาน้ำมันดิบ) เนื่องจากราคาเบนซิน และผลิตภัณฑ์อื่น (อาทิ โทลูอีน มิกซ์ไซลีน และผลิตภัณฑ์พลอยได้) จะสัมพันธ์กันและเคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกับราคาน้ำมันดิบ ดังนั้นเมื่อสถานการณ์สงครามคลี่คลายและมีความชัดเจน จะส่งผลให้ราคาเบนซินปรับตัวลดลง โดยปัจจุบันราคาเบนซินปรับตัวลดลงมาอยู่ที่ระดับ US\$455/ตัน

Current Development

กำลังการผลิตเพิ่มขึ้น 30% เป็น 2.496 ล้านตัน หลังทำโครงการ Debottlenecking Stage I หลังทำการต่อเชื่อมโครงการขยายกำลังการผลิต “Debottlenecking Stage I” แล้วเสร็จเมื่อต้นเดือน มิ.ย./45 กำลังการผลิตของ ATC ก็ปรับตัวเพิ่มขึ้น 30% จากกำลังการผลิตเดิม เป็น 2.496 ล้านตัน/ปี (แบ่งเป็นผลิตภัณฑ์อะโรเมติกส์ 972 ล้านตัน และผลิตภัณฑ์พลอยได้ 1.524 ล้านตัน) โดยปัจจุบันโรงงานอะโรเมติกส์ของ ATC สามารถเดินเครื่องการผลิตได้อย่างสม่ำเสมอโดยตลอดในอัตราการผลิตเฉลี่ย 104% ผลสำเร็จจากโครงการ Debott I ทำให้ปริมาณยอดขายของ ATC เพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 185,000 ตัน/เดือน เพิ่มขึ้น 23% จากปริมาณยอดขายเดิมที่ 150,000 ตัน/เดือน ซึ่งเป็นปัจจัยหลักที่ทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทปรับตัวดีขึ้นอย่างมีนัยสำคัญในช่วง 3Q-4Q/45 (ยังไม่มีปัจจัยของการปรับตัวขึ้นของราคาสารอะโรเมติกส์เข้ามาเกี่ยวข้อง)

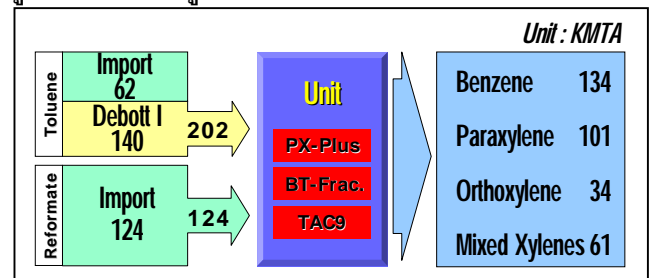
ตารางที่ 3 : กำลังการผลิตหลังโครงการ Debott I & II ('000 ตัน)

ผลิตภัณฑ์	ก่อนทำ Debott	Debott I	Debott II
พาราไซลีน	363	394	495
เบนซิน	291	333	467
โทลูอีน	89	140	0
ออร์โธไซลีน	22	44	78
มิกซ์ไซลีน	13	61	61
ผลิตภัณฑ์หลัก	778	972	1,101
ก๊าซปิโตรเลียมเหลว	97	140	144
เนฟทาซันดา	295	460	498
คอนเดนเสท เรซิดิว และผลิตภัณฑ์อื่น	757	924	928
ผลิตภัณฑ์พลอยได้	1,149	1,524	1,570
ปริมาณการผลิตรวม	1,927	2,496	2,671

ที่มา : ATC

หลังโครงการ Debott II แล้วเสร็จ โรงงานอะโรเมติกส์ของ ATC จะมีกำลังการผลิตสูงสุดเป็นอันดับที่ 3 ของเอเชีย โครงการ Debott II จะเน้นการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับผลิตภัณฑ์ มากกว่าการเพิ่มกำลังการผลิต โดยจะนำโทลูอีนและมิกซ์ไซลีนที่มีราคาขายต่อหน่วยต่ำ เข้าไปผ่านกระบวนการผลิตเพื่อปรับเปลี่ยนให้เป็นพาราไซลีนและเบนซินที่มีราคาขายต่อหน่วยสูง โดยกำลังการผลิตพาราไซลีนจะเพิ่มขึ้นจากปัจจุบันที่ 394,000 ตัน/ปี เป็น 495,000 ตัน/ปี และเบนซินเพิ่มขึ้นจาก 333,000 ตัน/ปี เป็น 467,000 ตัน/ปี ทำให้กำลังการผลิตรวมของผลิตภัณฑ์อะโรเมติกส์ทุกประเภทเพิ่มขึ้นเป็น 1.101 ล้านตัน นับเป็นโรงงานอะโรเมติกส์ที่มีกำลังการผลิตสูงสุดเป็นอันดับหนึ่งในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ เป็นอันดับที่ 3 ของเอเชีย และเป็นอันดับที่ 4 ของโลก

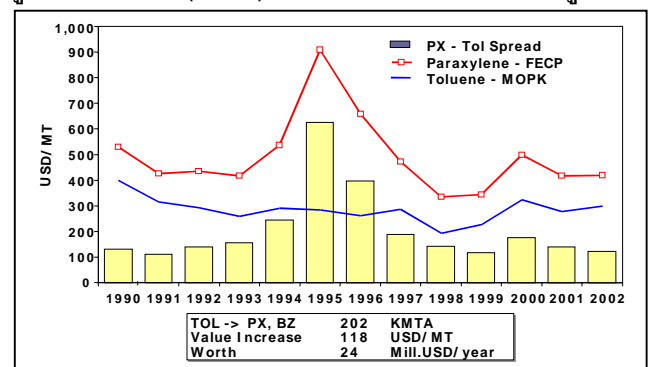
รูปที่ 7 : การสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับผลิตภัณฑ์ของโครงการ Debott II



ที่มา : ATC

โครงการ Debott II จะคืนทุนได้ภายใน 1 ปี โครงการ Debott II จะเริ่ม Try-in วันที่ 14 มี.ค./47 และใช้เวลา 1 เดือนเป็นอย่างช้า ก่อนจะเริ่มผลิตเชิงพาณิชย์ในเดือน มี.ค./47 โดยโครงการดังกล่าวใช้เงินลงทุน US\$25 ล้าน จากเงินทุนหมุนเวียนในบริษัท (ปี 2545 ใ้ค่าใช้จ่ายเงินลงทุนไปแล้ว US\$5 ล้าน และในปี 2546-47 จะใ้เงินลงทุนอีก US\$15 ล้าน และ US\$5 ล้าน ตามลำดับ) และคาดว่าจะคืนทุนได้ภายใน 1 ปี ภายใต้สมมติฐานว่าโทลูอีนจำนวน 202,000 ตัน (จากโครงการ Debott I จำนวน 140,000 ตัน และจากภายนอกอีก 62,000 ตัน) จะถูกปรับเปลี่ยนให้เป็นผลิตภัณฑ์พาราไซลีน/เบนซิน ที่มีราคาขายต่อหน่วยสูงกว่าประมาณ US\$118/ตัน ซึ่งจะทำได้ขายผลิตภัณฑ์อะโรเมติกส์เพิ่มขึ้น US\$24 ล้าน/ปี คืนทุนได้ภายใน 1 ปี

รูปที่ 8 : ส่วนต่าง (Spread) ระหว่างราคาพาราไซลีนและโทลูอีน



ที่มา : Jacobs Consultancy

จะออกหุ้นกู้สกุลบาทมูลค่า 14,000 ล้านบาท ใน 2Q/46 เพื่อชำระคืนเงินกู้ระยะยาว การดำเนินการปรับโครงสร้างทางการเงินมาอย่างต่อเนื่อง (ยึดอายุหนี้ของเงินกู้หลักจำนวน US\$125 ล้าน จากเดิมที่กำหนดชำระคืนในปี 2543-47 ไปชำระคืนในปี 2550-52, การเบิกถอนเงินกู้ส่วน Deferral ที่มีอัตราดอกเบี้ย LIBOR+1.625% ต่อปี มาจ่ายคืนเงินกู้ก่อนเดิมที่มีอัตราดอกเบี้ยจ่ายเฉลี่ย 10% ต่อปี และการ Refinance เงินกู้ส่วน K-Exim ที่สามารถลดอัตราดอกเบี้ยจ่ายจากเดิม 12% ต่อปี เหลือ 7% ต่อปี รวมทั้งเงินกู้ต่อยลสิทธิจากผู้ถือหุ้นหลัก US\$210 ล้าน ที่ได้รับการปรับลดอัตราดอกเบี้ยจ่ายจาก MLR+0.5% ต่อปี เหลือ 2% ต่อปี ในช่วงปี 2545-47) ส่งผลให้ต้นทุนทางการเงินของบริษัทลดลงมาอยู่ที่ระดับ 5.2% ในปัจจุบัน และทำให้ภาระดอกเบี้ยจ่ายของบริษัทลดลงมากกว่า 40% นอกเหนือจากความสำเร็จของการปรับโครงสร้างทางการเงินดังกล่าวข้างต้น ATC มีแผนที่จะออกหุ้นกู้ 14,000 ล้านบาท ใน 2Q/46 เพื่อ Refinance เงินกู้ระยะยาวทั้งหมด (Major Loans) ที่มีอยู่จำนวน US\$310 ล้าน ที่มีอายุเงินกู้เหลือ 7 ปี (สิ้นสุด ปี 2552) CNS เชื่อว่าการออกหุ้นกู้ดังกล่าวภายในช่วงจังหวะที่เหมาะสม (สภาพคล่องสูง และอัตราดอกเบี้ยมีแนวโน้มที่จะปรับตัวลดลงในอนาคต) จะสามารถทำได้ง่ายและประสบความสำเร็จ ภายใต้สถานการณ์ของ ATC ที่มีแนวโน้มเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางที่ดีขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ จากการทำ โครงการ Debott I และ II รวมทั้งอันสิ่งส่งจากราคาปิโตรเคมีที่เข้าสู่วัฏจักรขาขึ้น สำหรับ Rating ของหุ้นกู้คาดว่าจะเท่ากับหรือสูงกว่า Investment Grade ที่ “BBB+” ซึ่งนั่นหมายความว่าอัตราดอกเบี้ยของหุ้นกู้ดังกล่าวจะอยู่ที่ระดับ 3.5-4.0% (ซึ่งเป็นระดับที่ค่อนข้างต่ำเมื่อเทียบกับการออกหุ้นกู้ 3,000 ล้านบาท อายุ 5 ปี ของ NPC ในช่วง เม.ย./45 ที่ผ่านมา ที่ได้ Rating “A+” ที่มีอัตราดอกเบี้ย 4.95% หากเป็นสถานการณ์ปัจจุบัน คาดว่าอัตราดอกเบี้ยของหุ้นกู้ที่ได้ Rating “A+” จะต่ำกว่า 3%) แต่ทั้งนี้ทั้งนั้นขึ้นอยู่กับชนิดของหุ้นกู้ และอายุของหุ้นกู้ด้วย (ยังไม่มีการรายละเอียด) CNS ได้ประเมินผลบวกจากการออกหุ้นกู้ไว้ดังนี้ :-

- 1. ภาระดอกเบี้ยจ่ายคาดว่าจะลดลง :** จากการประเมินเบื้องต้นหากหุ้นกู้ของ ATC ได้รับ Rating ที่ “BBB+” อัตราดอกเบี้ยหุ้นกู้จะอยู่ที่ 3.5-4.0% (คาดว่าหุ้นกู้จะมีอายุประมาณ 7 ปี) เทียบกับอัตราดอกเบี้ยเฉลี่ยในปัจจุบันที่ 5.2% จะทำให้บริษัทประหยัดดอกเบี้ยจ่ายสุทธิได้ 1% ต่อปี โดยประมาณ (ต้องหักค่าเบี้ยปรับจากการจ่ายคืนเงินกู้ก่อนกำหนดประมาณ 0.25% ของเงินกู้ทั้งหมด US\$310 ล้าน ซึ่งคาดว่าจะบันทึกเป็นค่าใช้จ่ายเพียงครั้งเดียวในปี 2546) หรือประมาณ 140 ล้านบาท/ปี (คิดเป็น EPS ที่จะเพิ่มขึ้นเพียง 0.15 บาท) คิดเป็นจำนวนรวม 800-900 ล้านบาท ตลอดอายุเงินกู้ที่เหลืออยู่ 7 ปี
- 2. เกิดความยืดหยุ่นในการลงทุน :** เงินสดที่เหลือจากการชำระคืนเงินกู้และดอกเบี้ยให้กับเจ้าหนี้แล้ว สามารถนำมาลงทุนในโครงการที่จะสร้างผลตอบแทนให้กับบริษัทได้ในอนาคต โดยไม่ต้องขอความยินยอมจากเจ้าหนี้
- 3. สามารถจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้นได้ในอนาคต :** ประเด็นสุดท้ายนี้เป็นประเด็นที่มีน้ำหนักมากที่สุดในการออกหุ้นกู้ครั้งนี้ คือ การปลดเงื่อนไขของสัญญาเงินกู้ที่ระบุให้บริษัทต้องทำการชำระคืนกระแสเงินสดที่เหลือจากการจ่ายคืนเงินต้นและดอกเบี้ย รวมทั้งกิจกรรมการลงทุน ให้กับเจ้าหนี้ ก่อนจ่ายเงินปันผลคืนให้กับผู้ถือหุ้นในแต่ละปี ซึ่งเท่ากับว่าผู้ถือหุ้นจะไม่ได้อะไรจากการถือหุ้น ATC แม้ว่าบริษัทจะสามารถล้างขาดทุนสะสมได้หมดในอนาคต ดังนั้นการออกหุ้นกู้ครั้งนี้นอกจากจะลดภาระดอกเบี้ยจ่าย ยังสร้างโอกาสในการจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้น ATC ได้ในอนาคต หลังล้างขาดทุนสะสมหมดซึ่งคาดว่าจะในปี 2548 (นอกเหนือจากผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นแล้ว ATC จะใช้การลดทุนจดทะเบียนเข้ามาล้างขาดทุนสะสมให้หมดในปีดังกล่าว)

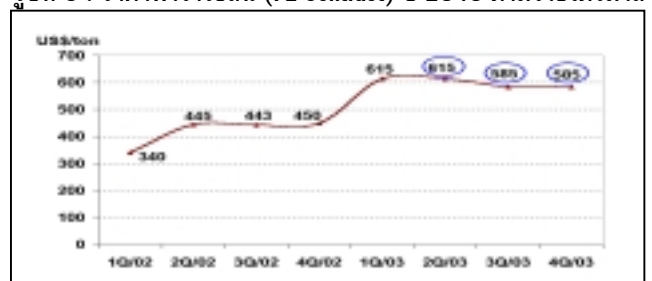
Earnings Projection

ประมาณการกำไรจากการดำเนินงานธุรกิจปกติ 1Q/46 คาดว่าจะเติบโต 280% QoQ เป็น 1,199 ล้านบาท CNS คาดว่า ATC จะรายงานกำไรจากการดำเนินงานธุรกิจปกติ (Normalized Profit ไม่รวมผลกระทบจากอัตราแลกเปลี่ยนและรายการพิเศษ) จำนวน 1,199 ล้านบาท ใน 1Q/46 เติบโต 280% จาก 4Q/45 ที่มีกำไร 315 ล้านบาท (ยังไม่ได้รวมผลบวกจากการปรับตัวขึ้นของราคาพาราไซลีนและเบนซีน) ทั้งนี้เป็นผลมาจากส่วนต่าง (Spread) ของพาราไซลีนและเบนซีนเปรียบเทียบกับ

คอนเดนเสทใน 1Q/46 ที่ปรับตัวสูงขึ้นเป็น US\$345/ตัน และ US\$230/ตัน สูงกว่า Spread ของ 4Q/45 ประมาณ US\$130/ตัน และ US\$77/ตัน ตามลำดับ ในขณะที่ปริมาณยอดขายอะโรเมติกส์และผลิตภัณฑ์พลอยได้ทรงตัวอยู่ที่ระดับ 562,000 ตัน อย่างไรก็ตามเมื่อรวมกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน 74 ล้านบาท ATC จะรายงานกำไรสุทธิ 1,274 ล้านบาท

ปรับประมาณการราคาพาราไซลีนขึ้น 11% เป็น US\$ 600/ตัน CNS ให้นำหนักกับการปรับตัวขึ้นของราคาพาราไซลีนที่เกิดจากภาวะตึงตัวของอุปทานพาราไซลีน มากกว่าการปรับตัวขึ้นของราคาของผลิตภัณฑ์อื่น อาทิ เบนซีน โทลูอิน เมกซ์ไซลีน และผลิตภัณฑ์พลอยได้ ที่ได้รับอานิสงส์จากการปรับตัวขึ้นของราคาน้ำมันดิบ สถานการณ์ของพาราไซลีนที่ระยะห่างระหว่างเส้นอุปทานและอุปสงค์ (ดังรูปที่แสดงข้างบน) เริ่มแคบลงเรื่อย ๆ ส่งสัญญาณถึงภาวะอุปทานที่ตึงตัว ซึ่งคาดว่าจะรุนแรงกว่าที่คาดการณ์ โดยผลิตภัณฑ์ให้ราคาขายเฉลี่ยของพาราไซลีน (ราคาที่ตกลงซื้อขาย “Far East Contract Price” จะมี Lag Time ประมาณ 1 เดือน จากราคา Spot) ใน 1Q/46 เพิ่มขึ้น 37% QoQ เป็น US\$615/ตัน และมีแนวโน้มที่จะทรงตัวอยู่ใน 2Q/46 จากอุปทานที่หดหายไปจากตลาดจากผู้ผลิตรายใหญ่ในอินเดีย ดังนั้นจึงมีเหตุผลเพียงพอที่ CNS จะปรับประมาณการราคาพาราไซลีนในปี 2546 เพิ่มขึ้น 11% จากประมาณการเดิมที่ US\$540/ตัน เป็น US\$600/ตัน โดยประเมินว่าในช่วง 2H/46 ราคาพาราไซลีนคาดว่าจะลดความร้อนแรงลง เมื่ออุปทานของผู้ประกอบการที่หดหายไปจากการปิดขอบบารุงโรงงานกลับเข้ามาในตลาด รวมทั้งอุปทานใหม่จากการทำ Bottlenecking ของผู้ประกอบการรายเดิมที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้น 1.135 ล้านตัน ในช่วง 2Q-3Q/46 ซึ่งจะส่งผลให้ Spread ระหว่างราคาพาราไซลีนและคอนเดนเสทปรับตัวสูงขึ้น US\$60/ตัน จากประมาณการเดิม เป็น US\$363/ตัน ในปี 2546 และมีแนวโน้มที่จะปรับตัวสูงขึ้นเป็น US\$390/ตัน ในปี 2547 และ US\$416/ตัน ในปี 2548 (CNS ประเมินว่า Spread ระหว่างพาราไซลีนและคอนเดนเสทมีแนวโน้มที่จะกว้างขึ้น จากผลของ Demand-push ที่จะผลักดันให้ราคาพาราไซลีนปรับตัวสูงขึ้น ส่วนทางกับราคาคอนเดนเสทที่จะปรับตัวลดลงเมื่อราคาน้ำมันเข้าสู่ภาวะปกติ) ผลจากการปรับปรุงประมาณการราคาพาราไซลีนปีฐาน (2546) ส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของราคาพาราไซลีนในปีถัดไป ที่ใช้อัตราการขึ้นลงเฉลี่ย 3-5% ตามวัฏจักรปิโตรเคมีที่คาดว่าจะเกิดขึ้น (คาดว่าจะทำจุดสูงสุดในปี 2548) อย่างไรก็ตาม CNS ยังคงยึดหลักอนุรักษ์นิยม โดยราคาพาราไซลีนเฉลี่ยในช่วง 15 ปี (2546-60) ปรับเพิ่มประมาณ 10% จากประมาณการเดิม เป็น US\$550/ตัน (ดูรายละเอียดจากตาราง) นอกจากนี้ CNS ยังได้ปรับลดต้นทุนในการดำเนินการผลิต (Processing Cost) ลง 9% จาก US\$22/ตัน เหลือ US\$20/ตัน จากการประหยัดต่อขนาดที่ได้ประโยชน์จากการทำโครงการ Debott I ส่วนปัจจัยอื่นที่ใช้ในการทำประมาณการ อาทิ ราคาของผลิตภัณฑ์อะโรเมติกส์อื่น, ราคาผลิตภัณฑ์พลอยได้, ราคาวัตถุดิบ (คอนเดนเสท) และปริมาณยอดขาย ยังยึดสมมติฐานเดิม

รูปที่ 9 : ราคาพาราไซลีน (FE Contract) ปี 2546 ตามรายไตรมาส



ที่มา : CNS Research

ตารางที่ 4 : การขยายกำลังการผลิตของโรงงานพาราไซลีนปี 2546

Plant	Capacity (KMTA)	Plan
Reliance	120	1Q/46
LG Caltex	350	2Q/46
Saudi Arabi	435	2Q/46
Exxon (Singapore)	350	3Q/46
Total	1,255	

ที่มา : ATC

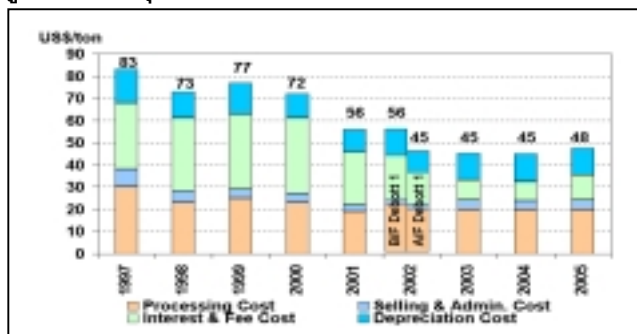
ตารางที่ 5 : สมมติฐานที่ใช้ในการทำประมาณการ

US\$/ton	2003F (Base)	2004F	2005F	Avg. (2003-17)
Selling Price of Main Products				
Paraxylene	600	610	641	550
% Chg. from Last Forecast	11%	12%	12%	10%
Benzene	415	350	361	363
Toluene	350	330	340	340
Orthoxylene	470	475	499	429
Mixed-xylene	350	330	340	340
Avg. SP-Main Products	480	476	496	450
% Chg. from Last Forecast	8%	7%	7%	7%
Avg. SP-By-products	226	212	225	209
Avg. SP-Main&By-products	325	321	337	309
% Chg. from Last Forecast	2%	5%	5%	5%
Condensate	237	220	224	220
Spread (PX-Condensate)	363	390	416	331
% Chg. from Last Forecast	20%	20%	20%	14%
Spread (Main-Condensate)	244	256	272	231
% Chg. from Last Forecast	16%	14%	14%	10%
Product to Feed Margin	80	88	100	75
% Chg. from Last Forecast	9%	20%	19%	21%
Sales Volume ('000 tons)	2,260	2,221	2,420	
Normalized Profit (Btmn)	3,224	4,201	5,418	
% Chg. from Last Forecast	49%	49%	57%	
Net Profit (Btmn)	3,296	4,447	5,668	
% Chg. from Last Forecast	47%	45%	53%	
NPV (Bt/share)	19.86			
% Chg. from Last Forecast	38%			

ที่มา : CNS Research

พลิกจากขาดทุนเป็นกำไร 3,296 ล้านบาท ในปี 2546 ผลบวกจากโครงการ Debott I ที่คาดว่าจะทำให้ปริมาณยอดขายผลิตภัณฑ์อะโรเมติกส์และผลิตภัณฑ์พลอยได้เติบโต 23% เป็น 2.26 ล้านตัน รวมทั้งกลไกของการปรับตัวขึ้นของราคาสารอะโรเมติกส์ โดยเฉพาะพาราไซลีนและเบนซีน ที่เริ่มเห็นสัญญาณตั้งแต่ช่วงต้นปี คาดว่าจะทำให้ราคาขายเฉลี่ยของผลิตภัณฑ์อะโรเมติกส์ปรับตัวดีขึ้น 29% YoY เป็น US\$480/ตัน ในขณะที่ราคาขายของผลิตภัณฑ์พลอยได้คาดว่าจะเพิ่มขึ้น 8% YoY เป็น US\$226/ตัน จากปัจจัยเรื่อง Cost-push ซึ่งจะทำให้ส่วนต่างระหว่างราคาขายเฉลี่ยและวัตถุดิบ (Product to Feed Margin) ปรับตัวสูงขึ้นมาอยู่ที่ระดับ US\$80/ตัน นอกจากนี้ต้นทุนการผลิตต่อหน่วยและภาระดอกเบี้ยจ่ายที่ปรับตัวลดลงจากการปรับโครงสร้างทางการเงิน คาดว่าจะจะเป็นปัจจัยสนับสนุนให้ ATC มีกำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติ (Normalized Profit) 3,224 ล้านบาท ในปี 2546 พลิกจากขาดทุน 501 ล้านบาท ในปีก่อน หากรวมกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน 72 ล้านบาท ATC จะรายงานกำไรสุทธิ 3,296 ล้านบาท ในปี 2546 (สูงขึ้นจากประมาณการเดิม 47%) เทียบกับขาดทุนสุทธิ 207 ล้านบาท ในปี 2545

รูปที่ 10 : ต้นทุนการผลิตต่อหน่วย



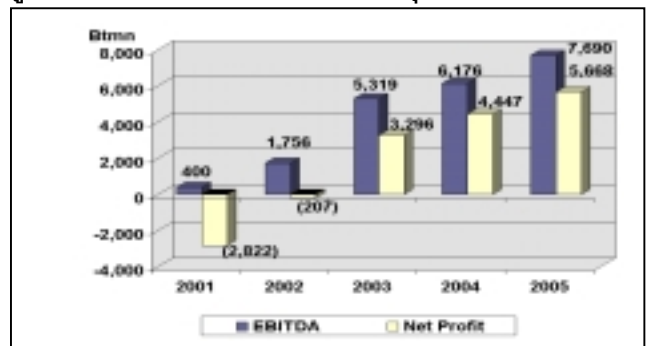
ที่มา : CNS Research, ATC

ต้นทุนการผลิตต่อหน่วยปรับตัวลดลง การปรับปรุงกระบวนการผลิตให้มีประสิทธิภาพ รวมทั้งความสำเร็จจากการปรับโครงสร้างทางการเงินที่ทำให้ภาระดอกเบี้ยจ่ายลดลงมากกว่า 40% และปริมาณการผลิตที่เพิ่มขึ้น 30% จากโครงการ Debott I ส่งผลให้ต้นทุนการผลิตต่อหน่วย

(ค่าใช้จ่ายในการผลิต, ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร, ดอกเบี้ยจ่าย, ค่าเสื่อมราคา) ลดลงอย่างมีนัยสำคัญจากระดับ US\$70-80/ตัน ในช่วงก่อนปรับปรุง เหลือ US\$56/ตัน ในปี 2544 และลดลงเหลือ US\$45/ตัน หลังโครงการ Debott I แล้วเสร็จ กลางปี 2545 แต่คาดว่า จะเพิ่มขึ้นเป็น US\$48/ตัน ในปี 2548 เมื่อเงินกู้ด้วยสิทธิของผู้ถือหุ้นหลัก US\$210 ล้าน ภาระระยะเวลาของการได้ปรับลดอัตราดอกเบี้ยจ่าย (ได้รับการปรับลดอัตราดอกเบี้ยจ่ายเหลือ 2% ในช่วงปี 2545-47 และต้องกลับไปเสียที่อัตราเดิมที่ MLR+0.5% ต่อปี ตั้งแต่ปี 2548 เป็นต้นไป อย่างไรก็ตาม ATC จะเจรจาขอปรับลดอัตราดอกเบี้ยจ่ายของเงินกู้ก้อนดังกล่าวกับผู้ถือหุ้นหลัก)

คาดว่าจะมีอัตราการเติบโตเฉลี่ย (CAGR) 31% ต่อปี ในช่วงปี 2546-48 ในช่วง 2 ปีข้างหน้า อัตราการเติบโตของกำไรสุทธิจะขึ้นอยู่ กับแรงเหวี่ยง (Momentum) ของราคาปิโตรเคมีเป็นหลัก ในขณะที่ ปริมาณยอดขายจะไม่มีการขายตัวเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนต่าง ระหว่างราคาผลิตภัณฑ์และวัตถุดิบที่กว้างขึ้น จะเป็นสัญญาณที่บ่งบอก ถึงความสามารถในการทำกำไรที่เพิ่มสูงขึ้น ดังนั้น ATC จึงได้ดำเนินการ โครงการ Debott II เพื่อสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับผลิตภัณฑ์ อาทิ พาราไซลีน และเบนซีน ที่คาดว่าจะได้ประโยชน์สูงสุดจากวัฏจักรขาขึ้นของราคาปิโตรเคมี ซึ่งคาดว่าจะเริ่มผลิตเชิงพาณิชย์ได้ในเดือน มี.ค./47 และส่งผล ให้กำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติเติบโต 30% เป็น 4,201 ล้านบาท ในปี 2547 ภายใต้สมมติฐานที่คาดว่า Product to Feed จะอยู่ที่ US\$88/ตัน และปริมาณยอดขายเท่ากับ 2.221 ล้านตัน (สุทธิจากปริมาณการผลิตที่คาดว่าจะหายไปจากการหยุดเดินเครื่อง 1 เดือน เพื่อทำโครงการ Debott II) หากรวมกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน 246 ล้านบาท CNS คาดว่า ATC จะรายงานกำไรสุทธิ 4,447 ล้านบาท ในปี 2547 (สูงกว่าประมาณการเดิม 45%) ส่วนปี 2548 ที่คาดว่าวัฏจักรราคาปิโตรเคมี จะทำจุดสูงสุด CNS คาดว่า ATC จะมีกำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติและกำไรสุทธิเพิ่มขึ้น 29% YoY และ 27% YoY เป็น 5,418 ล้านบาท และ 5,668 ล้านบาท (สูงขึ้นจากประมาณการเดิม 53%) ตามลำดับ จากประมาณการ Product to Feed Margin ที่จะปรับตัวดีขึ้น เป็น US\$100/ตัน ในขณะที่ปริมาณยอดขายจะเพิ่มขึ้น 9% YoY เป็น 2.42 ล้านตัน แต่ภาระดอกเบี้ยจ่ายในปีดังกล่าวคาดว่าจะเพิ่มขึ้น 46% YoY เป็น 1,231 ล้านบาท หลังจากเงินกู้ด้วยสิทธิของผู้ถือหุ้นหลักจำนวน US\$210 ล้าน ภาระระยะเวลาของการได้ปรับลดอัตราดอกเบี้ยจ่าย

รูปที่ 11 : ประมาณการ EBITDA และกำไรสุทธิ



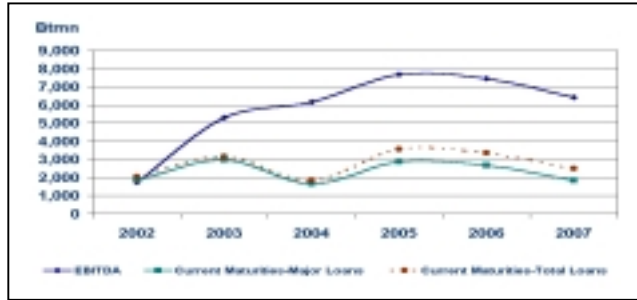
ที่มา : CNS Research

Financial Analysis

ความสามารถในการชำระหนี้ปรับตัวสูงขึ้น ผลการดำเนินงานที่มีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น จะส่งผลให้ความสามารถในการชำระหนี้ของ ATC เพิ่มขึ้น โดย CNS คาดว่า EBITDA ของ ATC จะสามารถครอบคลุมภาระผูกพันทั้งในส่วนของเงินต้นและดอกเบี้ยจ่ายของเงินกู้ทั้งหมด (แบ่งเป็นเงินกู้หลักและเงินกู้ด้วยสิทธิ) แต่ในส่วนของเงินกู้ด้วยสิทธิจะมีการชำระคืนเงินต้นและดอกเบี้ยจ่ายหลังสิ้นเงินกู้ทั้งหมดแล้วในปี 2552 อย่างไรก็ตามในทางบัญชี ดอกเบี้ยจ่ายของเงินกู้ด้วยสิทธิจะต้องถูกบันทึกในงบกำไรขาดทุน แม้จะไม่ได้มีการจ่ายเงินออกไปจริงก็ตาม) ได้ตั้งแต่ปี 2546 เป็นต้นไป ภายใต้เป้าหมายกำหนดการชำระคืนเงินกู้เดิม ซึ่งรูปแบบจะต้องเปลี่ยนแปลงไป เมื่อ ATC ออกหุ้นกู้ 14,000 ล้านบาท ใน

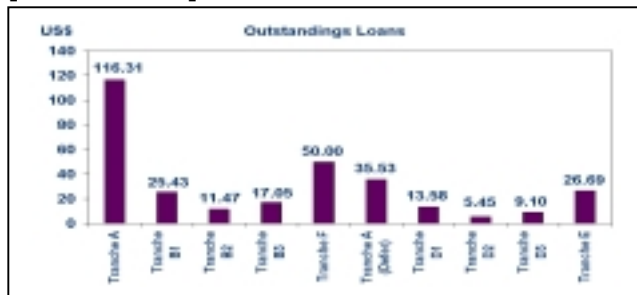
2Q/46 แต่ CNS เชื่อว่าประเภทของหุ้นกู้ การชำระเงินต้นและดอกเบี้ย รวมทั้งอายุหุ้นกู้ ต้องสอดคล้องและเหมาะสมกับกระแสเงินสดของบริษัท ที่เป็นไปตามวัฏจักรปิโตรเคมีที่เกิดขึ้น

รูปที่ 12 : EBITDA เปรียบเทียบกับภาระผูกพัน



ที่มา : CNS Research

รูปที่ 13 : ยอดเงินกู้หลัก ณ 15 ก.พ. 2546



ที่มา : CNS Research

Free Cash Flow เริ่มเป็นบวกในปี 2546 CNS ประเมินว่า Net Operating Cash Flow ของ ATC ในช่วงปี 2546-48 จะมีจำนวน 4,000-7,000 ล้านบาท/ปี ซึ่งเพียงพอที่จะรองรับค่าซ่อมบำรุงรักษาโรงงานประจำปี และค่าใช้จ่ายเงินลงทุนของโครงการ Debott II ที่คาดว่าจะใส่เงินลงทุนอีก US\$15 ล้าน ในปี 2546 และ US\$5 ล้าน ในปี 2547 (ปี 2545 ใส่เงินลงทุนไปแล้ว US\$5 ล้าน) โดยหลังจากหักค่าใช้จ่ายเงินลงทุนดังกล่าวแล้ว Free Cash Flow คาดว่าจะเปลี่ยนสถานะเป็นบวกตั้งแต่ปี 2546 เป็นต้นไป (ดูตาราง Cash Flow)

คาดว่าจะขาดทุนสะสมจะลดลงเหลือ 6,495 ล้านบาท ในปี 2548 และใช้การลดทุนเข้ามาล้างขาดทุนสะสมได้หมดในปีเดียวกัน ปัจจุบัน ATC มีขาดทุนสะสมอยู่ประมาณ 19,906 ล้านบาท (สิ้นสุด 31 ธ.ค./45) แต่ประมาณการผลการดำเนินงานที่ปรับตัวดีขึ้นในช่วงปี 2546-48 คาดว่าจะทำให้ขาดทุนสะสมลดลงเหลือ 6,495 ล้านบาท ในปี 2548 ดังนั้นบริษัทสามารถใช้การลดทุนจดทะเบียนเข้ามาช่วยในการล้างขาดทุนสะสมที่มีอยู่ให้หมดไปในปีดังกล่าว และเริ่มจ่ายเงินปันผลคืนให้กับผู้ถือหุ้นได้ในปีผลการดำเนินงาน 2549

ตารางที่ 6 การลดลงของขาดทุนสะสม และส่วนของผู้ถือหุ้น

(Btmn)	2546F	2547F	2548F
Paid-up Capital	9,580	9,580	9,580
Share Premium (Discount)	(927)	(927)	(927)
Legal Reserve	2	2	2
Retained Earnings (Loss)	(16,610)	(12,163)	(6,495)
Surplus from Assets Revaluation	15,075	14,334	13,593
Total Equity	7,120	10,826	15,753

ที่มา : CNS Research

อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนมีแนวโน้มปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง และคาดว่าจะต่ำกว่า 2 เท่า ในปี 2547 ผลการดำเนินงานที่มีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นไปพร้อม ๆ กับความสามารถในการชำระหนี้ที่เพิ่มสูงขึ้น คาดว่าจะทำให้อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (Interest-bearing Debt to Equity) ปรับตัวลดลงเป็นลำดับจาก 5.26 เท่า ในปี 2545 เหลือ 3.29 เท่า ในปี 2546, 1.94 เท่า ในปี 2547 และ 1.26 เท่า ในปี 2548

Valuation

NPV อยู่ที่ 19.86 บาท/หุ้น ในปี 2546 CNS ใช้วิธี Discounted Cash Flow ในการประเมินมูลค่าปัจจุบันพื้นฐานของ ATC โดยใช้ WACC ที่ 11.7% ในการประเมินมูลค่า NPV ซึ่งเท่ากับ 19.86 บาท/หุ้น ในปี 2546 (สูงขึ้น 38% จากประมาณการเดิมที่ 14.4 บาท/หุ้น จากการปรับขึ้นประมาณการราคาพาราไซลีน และปรับลด Processing Cost ต่อต้นลง) สมมติฐานสำคัญที่ใช้ประเมินกระแสเงินสดในอนาคตของบริษัท คือ ประมาณการราคาผลิตภัณฑ์ที่คาดว่าจะขึ้นลงตามวัฏจักรปิโตรเคมีที่คาดว่าจะเกิดขึ้น (Peak-to-Peak ประมาณ 8 ปี) แต่ยึดหลักอนุรักษ์นิยมที่คำนึงถึงความมีเสถียรภาพของราคาผลิตภัณฑ์ในระยะยาว โดยราคาขายเฉลี่ยของผลิตภัณฑ์หลักในช่วง 14 ปีข้างหน้า (2546-60) อาทิ พาราไซลีน และเบนซีน จะมีราคาเฉลี่ยอยู่ที่ US\$550/ตัน และ US\$363/ตัน เทียบกับราคาตลาดปัจจุบันที่ US\$725/ตัน และ US\$455/ตัน ตามลำดับ

กำไรสุทธิและ NPV คาดว่าจะเพิ่มขึ้น 790 ล้านบาท และ 1.70 บาท/หุ้น ต่อการปรับตัวขึ้นของราคาพาราไซลีนทุก ๆ US\$50/ตัน สถานการณ์ปัจจุบันที่อัตราการผลิตของโรงงานพาราไซลีนมีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้นมาอยู่ที่ระดับ 93-98% ในช่วงปี 2546-48 ซึ่งเป็นสัญญาณที่สะท้อนถึงความต้องการใช้พาราไซลีนที่เพิ่มสูงขึ้น สวนทางกับภาวะอุปทานที่คงที่ (ดูได้จากกราฟที่เส้นอุปสงค์วิ่งเข้าใกล้เส้นอุปทาน) คล้ายกับปี 2538 ที่อัตราการผลิตขึ้นไปอยู่ระดับสูงถึง 95% และผลักดันให้ราคาพาราไซลีน FE Contract ปรับตัวขึ้นไปแตะจุดสูงสุดที่ US\$900/ตัน (ในขณะที่ราคา Spot FE เคยขึ้นไปถึง US\$1,600-2,000/ตัน) ซึ่งส่งผลให้ Cash Margin ปรับตัวขึ้นไปถึงระดับ US\$760/ตัน (ราคา Feedstock อยู่ที่ US\$140/ตัน) CNS จึงให้น้ำหนักกับการปรับตัวขึ้นของราคาพาราไซลีนมากกว่าการปรับตัวขึ้นของราคาเบนซีนที่อาจได้รับอิทธิพลจากการปรับตัวขึ้นของราคาน้ำมันดิบ (เส้นอุปทานและเส้นอุปสงค์ยังมีระยะห่างกันพอสมควร) โดยคาดว่าจะการเคลื่อนไหวของราคาพาราไซลีนในช่วงเดือนที่เหลือของปี 2546 สามารถเป็นไปได้ใน 2 ทิศทาง คือ 1) ทรงตัวอยู่ในระดับสูง-ปรับตัวสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง จากภาวะอุปทานพาราไซลีนที่ตึงตัวและอุปสงค์ที่เพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง (Aggressive) และ 2) มีแนวโน้มปรับตัวลดลงในช่วง 2Q/46-4Q/46 เมื่ออุปทานที่หดหายไปจากตลาดจากการปิดซ่อมบำรุงโรงงานกลับเข้ามาในตลาด รวมทั้งอุปทานใหม่จากการทำ Debottleneck ของผู้ประกอบการเดิมที่จะเพิ่มขึ้น 1.135 ล้านตัน ในช่วง 2Q-3Q/46 (Conservative) โดย CNS เลือกที่จะใช้แนวทาง Conservative ในการทำประมาณการผลการดำเนินงานและมูลค่า NPV (Base Case) อย่างไรก็ตาม CNS ได้ทำการศึกษา (Sensitivity Analysis) ของการปรับตัวขึ้นของราคาพาราไซลีนเมื่อราคาพาราไซลีนเคลื่อนไหวไปในทิศทางที่ดีกว่าที่ CNS คาดการณ์ (ในขณะที่ปัจจัยส่วนอื่น ๆ อาทิ ราคาผลิตภัณฑ์หลักชนิดอื่น ราคาผลิตภัณฑ์พลอยได้ ราคาคอนเดนเสท ปริมาณยอดขายอยู่ที่ระดับเดียวกับกรณี Base Case) ซึ่งพบว่าเมื่อราคาพาราไซลีนปรับตัวขึ้นทุก ๆ US\$50/ตัน จะส่งผลให้กำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติและกำไรสุทธิปี 2546 เพิ่มขึ้น 790 ล้านบาท และส่งผลต่อเนื่องให้ NPV เพิ่มขึ้นประมาณ 1.70 บาท/หุ้น (ดูรายละเอียดจากตารางข้างล่าง) หากราคาพาราไซลีนในช่วงเดือนที่เหลือของปีเป็นไปในทิศทางที่ดีกว่าที่ CNS คาดการณ์ โดยมีราคาเฉลี่ยอยู่ในช่วง US\$650-750/ตัน ในปี 2546 จะส่งผลให้ Spread ระหว่างราคาพาราไซลีนและคอนเดนเสทเพิ่มขึ้นเป็น US\$413-513/ตัน ซึ่งจะส่งผลต่อเนื่องให้ ATC มีกำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติในปีดังกล่าวจำนวน 4,013-5,592 ล้านบาท และทำให้ NPV ปรับตัวสูงขึ้นมาอยู่ที่ระดับ 21.55-24.95 บาท/หุ้น

ตารางที่ 7 : Sensitivity แสดงการเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิและ NPV ต่อการปรับตัวขึ้นของราคาพาราไซลีนทุก ๆ US\$50/ตัน

PX Price (\$/ton)	\$600 (Base)	\$650	\$700	\$750
Spread b/w PX-Condensate	363	413	463	513
Normalized Profit (Btmn)	3,224	4,013	4,803	5,592
Net Profit (Btmn)	3,296	4,085	4,875	5,664
EPS (Bt/share)	3.43	4.25	5.07	5.89
NPV (Bt/share)	19.86	21.55	23.25	24.95

ที่มา : CNS Research

Profit & Loss Statement (Bt mn)					
FY Ended December	2001	2002	2003F	2004F	2005F
Sales	21,831	21,998	31,603	30,512	34,507
Costs of Sales	(22,057)	(20,998)	(27,078)	(25,187)	(27,646)
Gross Profit	(225)	1,000	4,525	5,324	6,861
Depreciation Expense	899	1,089	1,204	1,248	1,278
EBITDA	400	1,756	5,319	6,176	7,690
SG&A Expense	(273)	(333)	(411)	(397)	(449)
EBIT	(499)	667	4,114	4,928	6,412
Interest Expense	(2,079)	(1,186)	(950)	(845)	(1,231)
Other Income (Expense)	51	18	60	118	237
Pre-tax Profit	(2,528)	(501)	3,224	4,201	5,418
Corporate Tax	0	0	0	0	0
Pre-exceptional Profit	(2,528)	(501)	3,224	4,201	5,418
Forex Gain (Loss)	(288)	294	72	246	250
Extraordinary Items	(7)	0	(0)	0	0
Gn (Ls) from Affiliates	0	0	0	0	0
Minority Interest	0	0	0	0	0
Net Profit	(2,822)	(207)	3,296	4,447	5,668
Normalized Profit	(2,528)	(501)	3,224	4,201	5,418
EPS (Bt)	(6.31)	(0.22)	3.43	4.63	5.90

Key Statistics & Ratios					
FY Ended December	2001	2002	2003F	2004F	2005F
PER/SHARE DATA (Bt)					
EPS	(6.31)	(0.22)	3.43	4.63	5.90
DPS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
BV	2.63	4.75	7.41	11.27	16.39
EV	37.76	38.50	36.66	32.31	26.23
MULTIPLIER (X)					
PE	NM	NM	3.9	2.9	2.3
P/BV	5.1	2.8	1.8	1.2	0.8
EV/EBITDA	90.6	21.1	6.6	5.0	3.3
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PERCENTAGE GROWTH (%)					
Sales Growth	15.3	0.8	43.7	(3.5)	13.1
EBITDA Growth	1.8	8.0	16.8	20.2	22.3
Normalized Profit Growth	NM	NM	NM	30.3	29.0
Net Profit Growth	NM	NM	NM	34.9	27.4
EPS Growth	NM	NM	NM	34.9	27.4
PROFITABILITY RATIO (%)					
Gross Margin	(1.0)	4.5	14.3	17.4	19.9
EBITDA Margin	1.8	8.0	16.8	20.2	22.3
EBIT Margin	(2.3)	3.0	13.0	16.1	18.6
ROE	(84.7)	(5.8)	56.4	49.6	42.6
ROA	(11.5)	(0.8)	12.4	15.0	17.7
ROCE	(2.0)	2.7	16.3	19.3	26.8
ASSET UTILIZATION (X)					
Fixed Asset Turnover	0.8	0.8	1.1	1.1	1.4
Receivable Turnover	14.9	8.3	8.1	8.1	8.1
Inventory Turnover	18.4	12.7	12.2	12.2	12.2
Payable Turnover	9.9	4.3	4.1	4.0	3.8
LIQUIDITY RATIO (X)					
Current ratio	0.6	0.5	1.0	1.5	1.8
Quick ratio	0.4	0.3	0.7	1.2	1.5
LEVERAGE RATIO (X)					
Liabilities/Equity	8.8	4.4	3.0	1.8	1.1
Interest-bearing Debt/Equity	9.6	5.3	3.3	1.9	1.3
Interest Coverage	(0.2)	0.6	4.3	5.8	5.2
Debt Service Coverage	0.1	0.5	1.7	3.4	2.2

Balance Sheet (Bt mn)					
FY Ended December	2001	2002	2003F	2004F	2005F
Cash & S-T Investments	8	14	2,741	5,369	10,751
Current Assets	2,777	4,443	8,965	11,288	17,354
Fixed Assets	26,048	28,992	28,141	26,816	25,247
Total Assets	29,253	33,829	37,517	38,533	43,048
Short-term Loan and Overdrafts	607	1,535	0	0	0
Current Portion of Debt	1,333	2,239	2,206	994	2,334
Current Liabilities	4,427	9,022	9,156	7,701	9,845
LT Debt	22,299	20,242	21,241	20,006	17,450
Total Liabilities	26,726	29,264	30,397	27,707	27,295
Paid-up Capital	9,385	9,580	9,580	9,580	9,580
Retained Earnings	(19,698)	(19,906)	(16,610)	(12,163)	(6,495)
Excess from Asset Appraisal	13,571	15,816	15,075	14,334	13,593
Total Equity	2,527	4,565	7,120	10,826	15,753

Cash Flow Statement (Bt mn)					
FY Ended December	2001	2002	2003F	2004F	2005F
Net Profit	(2,822)	(207)	3,296	4,447	5,668
Forex Adjustments	182	(258)	(74)	(235)	(208)
Depreciation	899	1,089	1,204	1,248	1,278
Change in WC & Others	(1,110)	1,102	(92)	60	122
Net Operating Cash Flow	(2,851)	1,725	4,334	5,520	6,859
Net Capital Expenditure	51	(4,774)	(1,095)	(664)	(450)
Free Cash Flow	(2,800)	(3,049)	3,239	4,857	6,409
Other Items	48	1,033	798	959	930
Dividend Paid	0	0	0	0	0
Equity Issued	1,209	2,245	(741)	(741)	(741)
(Inc)/Dec in Net Debt	(1,543)	230	3,297	5,074	6,598
Net Cash/(Debt) at Beg.	(22,689)	(24,232)	(24,002)	(20,706)	(15,631)
(Inc)/Dec in Net Debt	(1,543)	230	3,297	5,074	6,598
Net Cash/(Debt) at End	(24,232)	(24,002)	(20,706)	(15,631)	(9,033)

เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ พัฒนาสิน จำกัด (มหาชน) ("บริษัท") ข้อมูลที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้จัดทำโดยอาศัยข้อมูลที่ได้มาจากแหล่งที่เชื่อถือหรือควรเชื่อว่ามีความน่าเชื่อถือ และ/หรือถูกต้อง อย่างไรก็ตาม บริษัทไม่ยืนยัน และไม่รับรองถึงความครบถ้วน สมบูรณ์หรือถูกต้องของข้อมูลดังกล่าว และไม่รับประกันราคาหรือผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ปรากฏข้างต้น แม้ว่าข้อมูลดังกล่าวจะปรากฏข้อความที่อาจเป็นหรืออาจตีความว่าเป็นเช่นนั้นได้ บริษัท จึงไม่รับผิดชอบต่อการนำเอาข้อมูล ข้อความ ความเห็น และหรือบทสรุปที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดๆ บริษัท รวมทั้งบริษัทที่เกี่ยวข้อง ลูกค้า ผู้บริหาร และพนักงานของบริษัทต่างๆ อาจจะทำการลงทุนใน หรือซื้อ หรือขายหลักทรัพย์ที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้ได้ทุกเวลา ข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ มิได้ประสงค์จะชี้ชวน เสนอแนะ หรือจูงใจให้ลงทุนใน หรือซื้อ หรือขายหลักทรัพย์ที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้ และข้อมูลอาจมีการแก้ไขเพิ่มเติมเปลี่ยนแปลงโดยไม่มีแจ้งให้ทราบล่วงหน้า ผู้ลงทุนควรใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการลงทุนในหรือซื้อหรือขายหลักทรัพย์

บริษัทสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลที่ปรากฏในเอกสารนี้ ห้ามมิให้ผู้ใช้ประโยชน์ ทำซ้ำ ดัดแปลง นำออกแสดง ทำให้ปรากฏ หรือเผยแพร่ต่อสาธารณชน ไม่ว่าด้วยประการใด ๆ ซึ่งข้อมูลในเอกสารนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน เว้นแต่ได้รับอนุญาตเป็นหนังสือจากบริษัทเป็นการล่วงหน้า การกล่าว คัด หรืออ้างอิง ข้อมูลบางส่วนตามสมควรในเอกสารนี้ ไม่ว่าในบทความ บทวิเคราะห์ บทวิจัย หรือในเอกสาร หรือการสื่อสารอื่นใดจะต้องกระทำโดยถูกต้อง และไม่เป็นการก่อให้เกิดการเข้าใจผิดหรือความเสียหายแก่บริษัท ต้องรับรู้ถึงความเป็นเจ้าของลิขสิทธิ์ในข้อมูลของบริษัท และต้องอ้างอิงถึงฉบับที่และวันที่ในเอกสารฉบับนี้ของบริษัทโดยชัดเจนการ ลงทุนในหรือซื้อหรือขายหลักทรัพย์ย่อมมีความเสี่ยง ท่านควรทำความเข้าใจอย่างถี่ถ้วนต่อ ลักษณะของหลักทรัพย์แต่ละประเภท และควรรักษาข้อมูลของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์และข้อมูลอื่นใดที่เกี่ยวข้องก่อนการตัดสินใจลงทุนในหรือซื้อหรือขายหลักทรัพย์

Strong Buy หมายถึง นักวิเคราะห์คาดว่าราคาหุ้นจะปรับตัวขึ้นดีกว่าตลาดฯ 15% หรือมากกว่า ภายในระยะเวลา 6 เดือน

Buy หมายถึง นักวิเคราะห์คาดว่าราคาหุ้นจะปรับตัวขึ้นดีกว่าตลาดฯ 5% ถึง 15% ภายในระยะเวลา 6 เดือน

Hold หมายถึง นักวิเคราะห์คาดว่าราคาหุ้นจะปรับตัวขึ้นดีกว่าตลาดฯ ไม่เกิน 5% หรือปรับตัวลงต่ำกว่าตลาดฯ ไม่เกิน 5% ภายในระยะเวลา 6 เดือน

Reduce หมายถึง นักวิเคราะห์คาดว่าราคาหุ้นจะปรับตัวลงต่ำกว่าตลาดฯ 5% ถึง 15% ภายในระยะเวลา 6 เดือน

Sell หมายถึง นักวิเคราะห์คาดว่าราคาหุ้นจะปรับตัวลงต่ำกว่าตลาดฯ 15% หรือมากกว่า ภายในระยะเวลา 6 เดือน