

วันอังคารที่ 28 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2555

## ASP Fundamental Update

- BANPU (ซื้อ): ทิศทาง Norm Profit ปี '55 ยังเติบโตสูง 44%yoy ตามราคาถ่านหินขาขึ้น
- CK (ถือ): 4Q54 ขาดทุนหนัก ปรับลดประมาณการและคำแนะนำลงเป็น ถือ
- PTT (ซื้อ): หลากปัจจัยท้าทายธุรกิจในปี 2555 แต่สุทธิค่อนข้างดีด้านบวกมากกว่าลบ
- PTTEP (ซื้อ): ต่อยอดธุรกิจก๊าซในแหล่งที่มีศักยภาพ ด้วยราคาสูงพร้อมภาวะการเงินที่สูงขึ้น
- RAIMON (ซื้อ): เป็นโอกาสเข้าซื้อเมื่อราคาอ่อนตัว มีโอกาสติด Cash Balance
- RS (ถือ): การเติบโตนับจากนี้ ขึ้นอยู่กับความสำเร็จของลิขสิทธิ์บอลลาลิก้า
- SF (ถือ): กำไรประเมินสินทรัพย์เมกะบางนา จะหนุน 1Q55 โดดเด่นสุดของปี
- SSI (ขาย): 4Q54 ขาดทุนหนัก...มีแนวโน้มขาดทุนต่อในอีก 2 ไตรมาสข้างหน้า
- STA (ขาย): ราคาหุ้นสะท้อนการฟื้นตัวของผลประกอบการ 1Q55 ไปมากแล้ว
- TASCOT (ซื้อ): แนวโน้มธุรกิจกลับมาเติบโตอีกครั้ง ปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น ซื้อ
- TFUND (ถือ): 1Q55 เริ่มฟื้นตัวหลังส่งมอบโรงงาน และเพิ่มทุนซื้อโรงงานใหม่ 11 โรง
- THAI (ถือ): ราคาหุ้นบวกรับข่าวกำไร 1Q55 แล้ว 2Q55 ยังอาจขาดทุน แนะนำ "ถือ"
- TK (ซื้อ): ผลกำไร 4Q54 ตามคาด พร้อมปันผล 0.58 บาท/หุ้น...1Q55 ทอยยฟื้นตัว

## ASP Model Portfolio

Stock	Weight	Fair Value
TUF	15%	83.50
PTTGC	14%	87.29
CPF	11%	46.65
PTTEP	15%	213.00
AMATA	19%	24.03
PF	14%	1.16
BBL	13%	220.50

ปัจจุบันบริษัทกระทำการในฐานะบริษัทผู้ออกและที่ปรึกษาทางการเงินของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ในหุ้น BAY, BH, BJC, BLA, IRPC, MINT, PS, ROBINS, SPALI, STA, THAI, TISCO, TRUE

## Derivatives Warrant

ชื่อย่อ	หุ้นอ้างอิง	ผู้ออก	ประเภท (Call/Put)	ราคา IPO (บาท)	ราคาปิดสุดท้าย (บาท)	ราคาไชนทริ (บาท)	อัตราไชนทริ (DW : 1 หุ้นสามัญ)	ชื่อขยาย วันแรก	ชื่อขยาย วันสุดท้าย	อายุคงเหลือ (วัน)
ADVA08CA	ADVANC	ASP	Call	1.17	2.08	103.00	25	18-Oct-54	30-Apr-55	63
AOT08CA	AOT	ASP	Call	1.00	2.06	31.75	10	29-Nov-54	28-Jun-55	122
BANP08CB	BANPU	ASP	Call	1.08	1.16	500.00	150	28-Nov-54	27-Jun-55	121
BANP08PA	BANPU	ASP	Put	1.02	0.79	722.00	200	29-Nov-54	27-Jun-55	121
BAY08CC	BAY	ASP	Call	1.00	1.71	15.70	5	20-Dec-54	11-Jun-55	105
BAY08PB	BAY	ASP	Put	1.04	0.75	30.00	10	13-Feb-55	11-Jun-55	105
BBL08CA	BBL	ASP	Call	1.00	1.57	115.50	40	18-Nov-54	30-May-55	93
BBL08PA	BBL	ASP	Call	1.01	0.64	180.00	40	25-Jan-55	30-May-55	93
BCP08CA	BCP	ASP	Call	1.01	2.18	13.90	5	18-Nov-54	30-May-55	93
BEC08CA	BEC	ASP	Call	1.08	1.45	30.00	10	18-Nov-54	31-May-55	94
BGH08CA	BGH	ASP	Call	1.13	1.46	55.00	15	29-Nov-54	29-Jun-55	123
BH08CA	BH	ASP	Call	1.00	0.69	44.50	10	2-Feb-55	28-May-55	91
BIGC08CA	BIGC	ASP	Call	1.03	2.58	83.00	30	18-Nov-54	31-May-55	94
BJC08CA	BJC	ASP	Call	1.01	1.39	29.00	5	2-Feb-55	29-May-55	92
BLA08CA	BLA	ASP	Call	1.01	0.50	44.00	10	1-Feb-55	24-May-55	87
CPAL08CB	CPALL	ASP	Call	1.01	1.81	41.00	12	24-Jan-55	9-May-55	72
CPF08CD	CPF	ASP	Call	1.20	2.24	25.00	5	16-Dec-54	25-Apr-55	58
DTAC08CC	DTAC	ASP	Call	1.15	1.61	51.22	12,19432	28-Nov-54	27-Jun-55	121
ESSO08CB	ESSO	ASP	Call	1.02	2.84	7.40	2	16-Dec-54	25-Apr-55	58
HMPR08CA	HMPRO	ASP	Call	1.22	2.20	7.400	2	29-Nov-54	29-Jun-55	123
IRPC08CC	IRPC	ASP	Call	1.00	1.12	3.800	1	1-Feb-55	24-May-55	87
IVL08CC	IVL	ASP	Call	1.00	1.72	24.400	8	16-Dec-54	23-Apr-55	56
IVL08PA	IVL	ASP	Put	1.02	0.50	36.500	10	25-Jan-55	23-Apr-55	56
KBAN08CB	KBANK	ASP	Call	1.15	1.53	100.00	30	28-Nov-54	28-Jun-55	122
KTB08CA	KTB	ASP	Call	1.00	1.27	11.00	5	24-Jan-55	10-May-55	73
LH08CA	LH	ASP	Call	1.00	0.95	4.70	2	24-Jan-55	10-May-55	73
MINT08CA	MINT	ASP	Call	1.06	1.31	10.30	2	2-Feb-55	28-May-55	91
PS08CB	PS	ASP	Call	1.00	0.91	11.00	4	1-Feb-55	25-May-55	88
PTT08CC	PTT	ASP	Call	1.01	1.59	240.00	75	16-Dec-54	24-Apr-55	57
PTT08PA	PTT	ASP	Put	1.12	0.46	360.00	80	21-Dec-54	24-Apr-55	57
PTTE08CB	PTTEP	ASP	Call	1.21	1.83	127.968	29,53109	16-Dec-54	24-Apr-55	57
PTTG08CA	PTTGC	ASP	Call	1.13	1.29	50.00	20	15-Nov-54	30-May-55	93
ROBI08CA	ROBINS	ASP	Call	1.09	1.36	38.00	8	2-Feb-55	29-May-55	92
SCB08CC	SCB	ASP	Call	1.09	2.06	88.00	20	16-Dec-54	23-Apr-55	56
SCB08PA	SCB	ASP	Call	1.14	0.40	125.00	25	21-Dec-54	23-Apr-55	56
SCC08CB	SCC	ASP	Call	1.20	1.98	250.00	50	18-Oct-54	30-Apr-55	63
SCC08PA	SCC	ASP	Put	1.00	0.66	368.00	80	25-Jan-55	30-Apr-55	63
SPAL08CA	SPALI	ASP	Call	1.00	0.83	11.00	4	2-Feb-55	28-May-55	91
STA08CA	STA	ASP	Call	1.00	1.21	16.20	5	2-Feb-55	29-May-55	92
TCAP08CB	TCAP	ASP	Call	1.00	0.92	19.50	8	24-Jan-55	10-May-55	73
THAI08CA	THAI	ASP	Call	1.00	1.64	18.00	5	1-Feb-55	25-May-55	88
TISCO08CA	TISCO	ASP	Call	1.00	1.16	30.00	8	1-Feb-55	25-May-55	88
TOP08CC	TOP	ASP	Call	1.00	2.08	48.00	15	24-Jan-55	9-May-55	72
TPIP08CA	TPIPL	ASP	Call	1.00	1.34	10.80	4	21-Dec-54	26-Apr-55	59
TRUE08CB	TRUE	ASP	Call	1.00	0.65	2.78	1	1-Feb-55	24-May-55	87
TUF08CC	TUF	ASP	Call	1.10	2.40	47.00	10	16-Dec-54	23-Apr-55	56

สนใจสอบถามข้อมูลเพิ่มเติม ติดต่อ

ฝ่ายตราสารอนุพันธ์ บมจ.หลักทรัพย์เอเซียพลัส E-mail : derivatives@asiaplus.co.th  
โทร 02-680-1111 ต่อ 1370, 1391 โทรสาร 02-680-1084

**หลากปัจจัยท้าทายธุรกิจในปี 2555 แต่สุทธิค่อนข้างดีด้านบวกมากกว่าลบ**

▶ ปัจจัยแวดล้อมธุรกิจในปี 2555 ท้าทายมาก เน้นวางกลยุทธ์รับมือไม่ประมาท ภาพรวมการประชุม Analyst ของ PTT เมื่อวานนี้ แม้ทิศทางกำไรเติบโตของบริษัทฯ ยังดำเนินไปอย่างต่อเนื่องในเชิงบวกตามแผนที่บริษัทฯ ได้นำเสนอไว้ในช่วงที่ผ่านมา แต่บริษัทฯ ได้เน้นให้ตระหนักถึงสภาพแวดล้อมทางธุรกิจในปี 2555 ของทั้งอุตสาหกรรมปิโตรเลียมและปิโตรเคมีที่ต้องเผชิญกับปัจจัยท้าทายที่มีน้ำหนักมากที่จะส่งผลกระทบต่อทั้ง Demand และ Supply ของผลิตภัณฑ์ทั้งในด้านบวกและลบ โดยเฉพาะปัจจัยด้านเศรษฐกิจของกลุ่มประเทศหลักๆ ทั้งสหรัฐฯ ยุโรป และจีน อีกทั้งสถานการณ์ความตึงเครียดในอิหร่านที่บีบรัดขึ้นทุกขณะจนส่งผลกระทบต่อด้านจิตวิทยาต่อราคาน้ำมันล่วงหน้าไปแล้วทั้งที่ยังไม่เกิดสงครามหรือเหตุการณ์เปิดช่องแคบฮอร์มุซฯจริง ส่งผลให้ กลยุทธ์ธุรกิจปี 2555 ของ PTT เป็นไปอย่างระมัดระวังมากขึ้นและครอบคลุมไปถึง เหตุการณ์ที่เลวร้ายสุด (Stress test) (ดังแสดงสรุปในตารางหน้าถัดไป) ซึ่งจะทำให้บริษัทฯ มีแผนรับมือและ แนวทางการปรับตัวอย่างรวดเร็วเพื่อลดผลกระทบให้มากที่สุด โดยเฉพาะในประเด็นสำคัญเรื่องแผนการลงทุนขนาดใหญ่ทั้งของกลุ่ม PTT (กว่า 9 แสน ล้านบาท) ซึ่งเป็นของ PTTEP ในสัดส่วนถึง 30% (3 แสนล้านบาท) ซึ่งต้องใช้เม็ดเงินลงทุน จำนวนมหาศาลนั้นต้องสามารถปรับเปลี่ยนได้อย่างทัน่วงที่ (ทั้งปริมาณการผลิต รวมถึงนโยบายการทำ Hedging ที่เหมาะสมกับสถานการณ์) เพื่อให้บริษัทฯ สามารถบรรลุผลตอบแทนของโครงการได้ภายในระยะเวลาที่ตั้งเป้าไว้เสมือนการดำเนินธุรกิจเช่นปกติ ซึ่งจะช่วยบรรเทาความเสี่ยงไปได้ในระดับหนึ่ง

**▶ ภายใต้สถานการณ์ปกติ PTT ยังเติบโตโดดเด่นได้แทบธุรกิจ**

ฝ่ายวิจัยมีมุมมองบวกมากกว่าทิศทางกำไรของ PTT ใน 1H55 ซึ่งจะเห็นการฟื้นตัวจาก 4Q54 ในทุกธุรกิจ ประกอบด้วย 1) **ธุรกิจก๊าซและน้ำมัน** จากความต้องการใช้ก๊าซในประเทศไทยที่กลับเข้าสู่ภาวะปกติ และกำลังการผลิตจากแหล่งใหม่ๆ ของ PTTEP ขณะที่ธุรกิจน้ำมัน จะได้รับผลบวกจากการปรับตัวขึ้นของราคาน้ำมันดิบในตลาดโลกอย่างต่อเนื่อง โดยล่าสุดราคาน้ำมันดิบดูไบเฉลี่ย (ytd) เท่ากับ 111.23 เหรียญ/บาร์เรล เพิ่มขึ้น 5% qoq สูงกว่าสมมติฐานของฝ่ายวิจัยที่กำหนดไว้เพียง 100 เหรียญ/บาร์เรล ทำให้มีแนวโน้มสูงที่ต้องปรับเพิ่มประมาณการหากราคาน้ำมันดิบดูไบยังยืนเหนือ 110 เหรียญ/บาร์เรล โดยทุกๆ 10 เหรียญ/บาร์เรลของราคาน้ำมันที่เพิ่มขึ้นจากสมมติฐานปัจจุบัน จะทำให้กำไรสุทธิ และ Fair value ของ PTT ในปี 2555 ปรับตัวสูงขึ้น 2.1% และ 1.9% จากเดิม ตามลำดับ 2) **ธุรกิจโรงกลั่น** จากช่วง high season ของ GRM ในภูมิภาค และโอกาสที่จะบันทึกกำไรจากสต็อกน้ำมัน หากราคาน้ำมันดิบในตลาดโลกยังทรงตัวในระดับสูงต่อเนื่องใน 1Q55 3) **ธุรกิจปิโตรเคมี** จากแนวโน้ม Spread ของราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีในงวด 1Q55 ที่เห็นการฟื้นตัวจาก 4Q54 ชัดเจนทั้ง 2 สาย

**▶ ราคาคู่ปรับฐานในระยะสั้นเป็นโอกาสเหมาะสมให้ทยอยเข้าลงทุน**

ฝ่ายวิจัยแนะนำซื้อ PTT ภายใต้มูลค่าพื้นฐาน ณ สิ้นปี 2555 โดยวิธี DCF และ Sum of parts เท่ากับ 432 บาทต่อหุ้น โดยราคาคู่ที่อ่อนตัวลงในช่วงสั้นเป็นโอกาสเหมาะสมให้ทยอยซื้อเพื่อการลงทุน ซึ่งโดยรวมแล้วถือว่า การปรับตัวของราคาคู่ที่ผ่านมายังค่อนข้าง laggard เมื่อเทียบกับราคาคู่ของบริษัทในกลุ่มที่ PTT ถือครองอยู่ อย่างไรก็ตาม นักลงทุนที่สามารถรับความเสี่ยงจากการลงทุนในต่างประเทศได้ ฝ่ายวิจัยแนะนำหุ้น China Petroleum (386 HK EQUITY) ซึ่งทำธุรกิจปิโตรเลียมครบวงจร โดยมี PER เฉลี่ยในปี 2555 ที่ต่ำเพียง 8.75 เท่า

Key Data (ล้านบาท)	FY52A	FY53A	FY54A	FY55F	FY56F
FY: ปีที่ 31 ธ.ค.					
กำไรสุทธิ	59,548	83,992	105,296	100,642	113,723
EPS (บาท)	21.01	29.48	36.86	35.24	39.81
PER (เท่า)	16.99	12.11	9.68	10.13	8.97
DPS (บาท)	8.50	10.25	13.00	12.75	12.75
Div yield (%)	2.38	2.87	3.64	3.57	3.57
BVS (บาท)	151.45	172.31	194.63	243.54	283.36
PBV (เท่า)	2.36	2.07	1.83	1.47	1.26
ROE (%)	14.65	18.26	20.12	16.08	15.11

ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASP

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ตาม บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใด ๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารฉบับนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมีได้เป็นการขึ้น หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือผู้จัดทำกับ บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่ว่าประการใด

วันอังคารที่ 28 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2555

คำแนะนำการลงทุน

ชื่อ

ราคาปัจจุบัน : 357 บาท

Fair Value : 432 บาท

มูลค่าตลาด : 998,817 ล้านบาท

การจัดอันดับบริษัทปี 2553

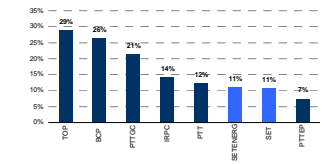


มูลค่าตลาดของ บ.ลูก เทียบกับ PTT ตามสัดส่วนการถือหุ้น

	Mkt Capt (ล้านบาท)	% ใกล้เคียง PTT	Mkt capt ตามสัดส่วน PTT	% Mkt capt ตามสัดส่วนใกล้เคียง PTT
BCP	32,908	27.2%	8,951	1.3%
IRPC	95,224	38.5%	36,661	5.4%
TOP	154,022	49.1%	75,625	11.2%
PTTGC	333,492	48.9%	163,077	24.1%
PTTEP	600,917	65.3%	392,399	58.0%
PTT	1,019,699			
รวม			676,714	100.0%

ที่มา: รวบรวมโดยฝ่ายวิจัย

ราคาคู่ PTT เทียบกับ บ.ลูก ตั้งแต่ต้นปี 2555 ถึงปัจจุบัน



ที่มา: Bloomberg

เปรียบเทียบประมาณการของ ASP กับ SAA consensus

EPS (บาท)	ASP	Cons	% diff
2555F	35.24	40.49	-13%
2556F	39.81	43.92	-9%

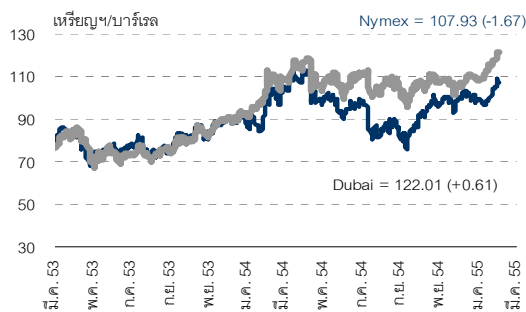
ที่มา: ประมาณการโดยฝ่ายวิจัย ASP, SAA consensus

อุษณีย์ ลีวัรัตน์

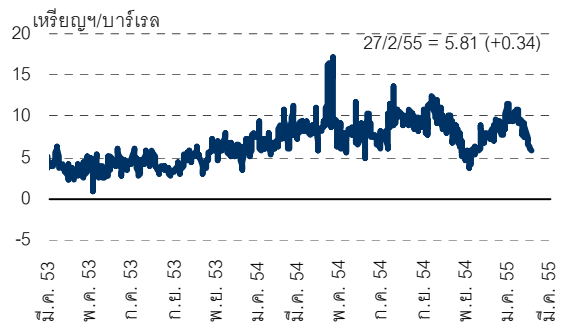
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์ : 017928

thiptawat@asiaplus.co.th

## ราคาน้ำมันดิบในตลาดโลก



## ค่าการกลั่น (อ้างอิงตลาดสิงคโปร์)



## ลำดับชั้นความรุนแรงของผลกระทบในประเทศต่างๆ ต่อธุรกิจของ PTT จากการศึกษา Stress Test

	Business as usual	Signs of weakness	Impending crisis	Stress	Extreme stress
<b>Europe</b>			<ul style="list-style-type: none"> <li>Recapitalization of bank balance sheets in progress</li> <li>Manufacturing and service sectors in contraction zone</li> <li>All countries cost of borrowing increased</li> <li>Deteriorating financial health of Italy</li> <li>Partial arrangement on Euro zone fiscal union</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Orderly defaults of PIIGS</li> <li>Eurozone intact due to Focus on fiscal transfers as adjustment mechanism</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Euro zone breakdown</li> </ul>
<b>US</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>Decline in housing prices</li> <li>Inflation falls to lowest levels since march 2011</li> <li>Retail sales increasing pace</li> <li>Unemployment improves to 9%</li> </ul>	Today	<ul style="list-style-type: none"> <li>Debt deleveraging increases pace, reducing capital availability</li> <li>Unemployment remains at 8-9%</li> <li>Consumer spending weakens</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Trade and FX imbalances: Deterioration of fiscal situation and increasing imbalances</li> <li>Further downgrade of US</li> </ul>
<b>China</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>Real estate transaction volume declined in Oct</li> <li>Trade surplus increased, but slowdown in exports in October</li> <li>M1 and M2 growth remained on downward trend</li> </ul>	Today	<ul style="list-style-type: none"> <li>Credit crunch from -NPA's in real estate</li> <li>Refinancing of past stimulus program</li> <li>Export decline due to developed world slowdown</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Social unrest in China due to rural and urban economic divide</li> </ul>
<b>Thailand</b>			<ul style="list-style-type: none"> <li>Impact of flood affects GDP growth Thailand in Q1-2, 2012, no industries relocate</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>The flood repeats in this year and FDI slows down as several industries move to other ASEAN countries</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>On top of flood, Social and political tensions and rise to civil unrest</li> </ul>

ที่มา : PTT

## เปรียบเทียบหุ้นในกลุ่มพลังงานไทย และภูมิภาค

	Rec. / BB Rating	ราคา ปัจจุบัน	ราคา เป้าหมาย	Upside (%)	PBV		PER	
					2555F	2556F	2555F	2556F
PTT	BUY	357.00	431.95	21	1.47	1.26	10.13	8.97
PTTEP	BUY	181.00	213.00	18	2.64	2.33	12.49	11.33
BANPU	BUY	630.00	934.64	48	1.65	1.46	11.42	9.44
LANNA	BUY	30.00	35.77	19	2.24	NM	8.26	NM
Yanzhou Coal	4.72	25.42	30.30	19	1.31	1.19	10.46	9.38
China Shenhua	4.54	35.60	41.79	17	3.09	2.60	14.33	12.77
Shanxi Xishan	4.38	17.24	20.44	19	3.76	3.16	17.09	14.31
China Coal Energy	4.29	10.10	11.31	12	2.48	2.18	12.33	11.04
China Petroleum	4.26	8.80	9.93	13	1.39	1.23	8.75	7.83
Petrochina	3.78	11.56	12.23	6	1.84	1.68	13.05	11.87

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP และ Bloomberg

## ประมาณการกำไรสุทธิปี 2555-56 ของ PTT

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)					งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
ยอดขาย	1,898,682	2,428,165	2,288,666	2,445,995	กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
ต้นทุนขาย	1,724,780	2,208,896	2,084,965	2,219,195	กำไรสุทธิ	83,088	105,296	100,642	113,723
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>173,902</b>	<b>219,269</b>	<b>203,701</b>	<b>226,800</b>	ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	51,223	55,318	43,749	43,749
ค่าใช้จ่ายในการขาย	35,938	44,351	61,794	66,042	เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	21,985	(41,133)	(17,849)	(27,198)
ดอกเบี้ยจ่าย	16,803	18,042	8,927	7,594	<b>กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ</b>	<b>152,783</b>	<b>177,550</b>	<b>183,200</b>	<b>194,008</b>
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	95,142	123,960	110,298	123,379					
ภาษีเงินได้	33,961	43,231	46,149	53,251	กระแสเงินสดจากการลงทุน				
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	77,630	104,031	100,642	113,723	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	(12,918)	(15,811)	(13,843)	(14,385)
รายการพิเศษ	6,362	1,266	-	-	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	(5,006)	(58,854)	(100)	(100)
ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	17,512	19,930	9,656	9,656	เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(103,632)	(107,981)	(132,147)	(132,147)
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>83,992</b>	<b>105,296</b>	<b>100,642</b>	<b>113,723</b>	<b>กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ</b>	<b>(123,810)</b>	<b>(160,454)</b>	<b>(139,939)</b>	<b>(140,481)</b>
<b>EPS</b>	<b>29.48</b>	<b>36.86</b>	<b>35.24</b>	<b>39.81</b>					
					กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
					เพิ่ม/ลด เงินกู้	44,034	12,564	11,600	11,600
					เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	596	357	-	-
การเติบโตของยอดขาย	20.9%	27.9%	-5.7%	6.9%	ลด จ่ายปันผล	32,132	41,103	34,595	36,007
การเติบโตของกำไรสุทธิ	41.1%	25.4%	-4.4%	13.0%	<b>กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ</b>	<b>3,761</b>	<b>(45,423)</b>	<b>(22,995)</b>	<b>(24,407)</b>
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	9.2%	9.0%	8.9%	9.3%	เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	<b>31,576</b>	<b>(19,669)</b>	<b>19,108</b>	<b>27,961</b>
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	4.4%	4.3%	4.4%	4.6%					
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)					งบดุล (ล้านบาท)				
	1Q54	2Q54	3Q54	4Q54	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
ยอดขาย	540,857	643,577	648,366	595,365	เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	135,632	116,132	210,542	238,504
ต้นทุนขาย	487,917	585,552	594,391	541,036	ลูกหนี้การค้า	154,449	208,985	187,596	200,492
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>52,941</b>	<b>58,024</b>	<b>53,975</b>	<b>54,329</b>	สินค้าคงเหลือ	31,269	26,000	26,062	27,740
ค่าใช้จ่ายในการขาย	14,501	15,298	15,021	(469)	สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	9,367	5,876	9,367	9,367
ดอกเบี้ยจ่าย	4,396	4,480	4,572	4,594	ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	526,796	609,687	709,687	809,687
รายได้อื่นๆ	4,247	4,608	3,530	(2,234)	<b>สินทรัพย์รวม</b>	<b>1,249,148</b>	<b>1,402,412</b>	<b>1,476,924</b>	<b>1,613,647</b>
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	50,052	51,854	35,461	29,823					
ภาษีเงินได้	10,728	14,490	10,378	7,635	เจ้าหนี้การค้า	149,042	177,693	164,000	174,558
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	34,524	32,528	21,599	15,379	หนี้สินหมุนเวียนอื่น	8,833	6,905	205,439	152,428
รายการพิเศษ	-	-	-	-	หนี้สินรวม	677,835	758,464	650,905	623,888
ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	4,801	4,836	3,484	6,809					
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>34,524</b>	<b>32,528</b>	<b>21,599</b>	<b>16,645</b>	ทุนที่ชำระแล้ว	28,490	28,563	28,490	28,490
					ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	27,585	29,211	27,585	27,585
การเติบโตของยอดขาย	9.9%	19.0%	0.7%	-8.2%	กำไรสะสม	425,441	500,929	630,114	743,837
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	9.8%	9.0%	8.3%	9.1%	<b>ส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>571,313</b>	<b>643,949</b>	<b>826,019</b>	<b>989,759</b>
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	6.4%	5.1%	3.3%	2.8%	<b>หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>1,249,148</b>	<b>1,402,412</b>	<b>1,476,924</b>	<b>1,613,647</b>
<b>อัตราส่วนทางการเงิน</b>					<b>สมมติฐานในการทำประมาณการ</b>				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.35	1.14	0.99	1.24	อัตราแลกเปลี่ยนเงิน THB/USD	32.00	30.00	30.00	30.00
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	0.05	0.05	0.05	0.05					
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	0.01	0.01	0.01	0.01					
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	0.07	0.07	0.07	0.07	ราคาม้ำมันดิบดูไบ (USD/BBL)	75	100	100	100
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	1.19	1.18	0.77	0.59	ราคาเฉลี่ยผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียม (USD/BBL)	44	55	55	55
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	7.1%	7.9%	7.0%	7.4%	ค่าการกลั่น (USD/BBL)	4.0	5.0	5.0	5.0

ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP

## กำไรประเมินสินทรัพย์เมกะบางนา จะหนุน 1Q55 โตเด่นสุดของปี

วันอังคารที่ 28 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2555

▶ **เปิดเมกะ บางนา เต็มเดือน พ.ค. 2555 และศึกษาโครงการ 3 แห่งเปิดปี 2556**  
ปี 2555 SF ยังไม่มีแผนเปิดโครงการใหม่ภายใต้การลงทุนเองเพิ่ม เนื่องจากยังอยู่ระหว่างการศึกษาคู่มือโครงการใหม่และเจรจาเช่าที่ดิน หากสำเร็จจะเห็นการเปิดโครงการ 3 โครงการ (โครงการใหม่ 1 แห่ง และส่วนขยายจากโครงการเดิม 2 แห่ง) ในปี 2556 โดยทั้ง 3 โครงการดังกล่าว จะมีพื้นที่ให้เช่ารวม 3 หมื่นตารางเมตร และใช้งบลงทุนสุทธิประมาณ 860 ล้านบาท (หลังหักรายได้ค่าเช่า 200 ล้านบาท) สำหรับโครงการเมกะ บางนา ซึ่งเป็นโครงการขนาดใหญ่ที่ SF ร่วมลงทุนสัดส่วน 49% ร่วมกับ IKEA คิดเป็นพื้นที่ให้เช่ามากถึง 1.8 แสนตารางเมตร ยังเป็นไปตามแผน โดยจะเปิดพื้นที่ส่วนที่เหลือ 1.4 แสนตารางเมตรเดือน พ.ค. 2555 (วันที่ 5/05/55) ซึ่งปัจจุบันมีความคืบหน้าในการขายพื้นที่ไปแล้ว 95%

▶ **งวด 1Q55 คาดกำไรสูงสุดของปีจากกำไรประเมินสินทรัพย์เมกะ บางนา**  
แนวโน้ม 1Q55 จะเติบโตโดดเด่น องค์กรประกอบสำคัญมาจากการรับรู้กำไรพิเศษจากการประเมินสินทรัพย์ของโครงการเมกะ บางนา ซึ่งเบื้องต้นประเมินไม่ต่ำกว่า 1 พันล้านบาท (SF สัดส่วน 49%) เข้ามาขับเคลื่อนกำไรสุทธิระดับสูงสุดของปี ด้านการดำเนินงานของบริษัทเองก็น่าจะฟื้นตัวดีขึ้น หลังผ่านพ้นปัญหาน้ำท่วม ทำให้สามารถเก็บรายได้ค่าเช่าจากทุกศูนย์การค้าได้ตามปกติ อีกทั้งคาดว่าจะปรับขึ้นค่าเช่าเฉลี่ยได้อย่างน้อย 5% ต่อปี โดยทั้งปี 2555 ฝ่ายวิจัยคงประมาณการเดิม คาดกำไรสุทธิปี 2555 (ยังไม่รวมกำไรพิเศษจากการประเมินมูลค่าสินทรัพย์โครงการ เมกะ บางนา) เท่ากับ 532 ล้านบาท ลดลง 25%yoy (เนื่องจากปี 2554 มีการบันทึกรายได้จากค่าเช่า 115 ล้านบาท และผลประโยชน์ทางภาษีบวกกลับ 32 ล้านบาท) สำหรับโครงการเมกะ บางนา เบื้องต้นประเมินอย่างอนุรักษ์ปี 2555 SF จะรับรู้ส่วนแบ่งขาดทุน 9 ล้านบาท เนื่องจากโครงการดังกล่าวสร้างรายได้ไม่เต็มปี อีกทั้งปีแรกจะมีค่าใช้จ่ายระดับสูง โดยเฉพาะค่าใช้จ่ายทางการตลาด (ตั้งงบประมาณ 150 ล้านบาทสำหรับปี 2555) แต่จะเห็นการพลิกมีกำไรและเริ่มรับรู้เงินปันผลจากเมกะบางนาได้ตั้งแต่ปี 2556 เป็นต้นไป

▶ **ถือ...FV ปี 2555 ก่อน XD 7.56 บาท และ หลัง XD 6.82 บาท**

กำหนด Fair Value อิง DCF มูลค่าพื้นฐานปี 2555 (ก่อน XD) เท่ากับ 7.56 บาท และหลัง XD อยู่ที่ 6.82 บาท ซึ่งใกล้เคียงกับราคาปัจจุบัน จึงคงคำแนะนำถือ โดยบริษัทประกาศจ่ายหุ้นปันผล (Stock Dividend) อัตรา 8 หุ้นเดิม ต่อ 1 หุ้นปันผล หรือ คิดเป็นอัตราจ่ายเงินปันผล 0.125 บาท/หุ้น และจ่ายเงินปันผลเป็นเงินสด (Cash Dividend) หุ้นละ 0.01389 บาท กำหนดขึ้นเครื่องหมาย XD วันที่ 29 มี.ค. 2555 และจ่ายเงินปันผลวันที่ 20 เม.ย. 2555

Key Data (ล้านบาท)	FY52A	FY53A	FY54A	FY55F	FY56F
FY: ปีที่ 31 ธ.ค.					
ยอดขาย (ลบ)	1,456	2,027	1,368	1,373	1,435
กำไรสุทธิ (ลบ)	183	518	709	532	647
Norm Profit (ลบ)	113	434	557	383	527
Norm Eps (บาท)	0.11	0.42	0.54	0.33	0.45
BVS (บาท)	2.58	3.46	4.00	4.10	4.56
DPS (บาท)	0.12	0.15	0.01	0.10	0.14
Norm PER (เท่า)	63.1	16.5	12.9	21.2	15.4
PBV (เท่า)	2.7	2.0	1.7	1.7	1.5
Div.yield (%)	1.7%	2.2%	0.2%	1.4%	1.9%

ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASP

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ อย่างไรก็ดี บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใด ๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารฉบับนี้ จัดทำขึ้นโดยอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมีได้เป็นการชี้แนะ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารฉบับนี้หรือไม่ก็ตาม ส่วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือพันธะผูกพันใด ๆ กับ บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่ว่ากรณีใด

คำแนะนำการลงทุน

ถือ

ราคาปัจจุบัน : 6.95 บาท

FV (ก่อน XD) : 7.56 บาท

FV (หลัง XD) : 6.82 บาท

มูลค่าตลาด : 7,217 ล้านบาท

การจัดอันดับบริษัทปี 2553



สัญลักษณ์	ระดับคะแนน	ความหมาย
▲▲▲▲▲	90-100	ดีเลิศ
▲▲▲▲	80-89	ดีมาก
▲▲▲	70-79	ดี
na.	<70	ไม่มีสัญลักษณ์

นวนพรธ น้อยรัชชุกร

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 019994

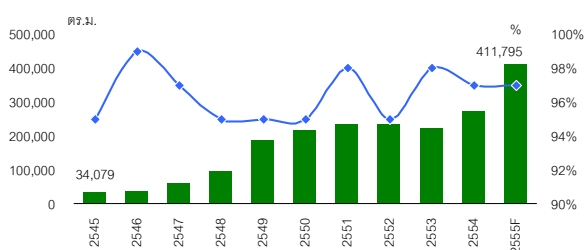
 nuanpun@asiaplus.co.th

## ผลประกอบการงวด 4Q54 และ ปี 2554

(ล้านบาท)	2Q53	3Q53	4Q53	1Q54	2Q54	3Q54	4Q54	% YoY	% QoQ	2554	2553	%YoY
รายได้จากการดำเนินงาน	331	334	1,041	408	324	353	283	-72.8%	-19.6%	1,368	2,027	-32.5%
-ค่าเช่าบริการ	319	322	345	305	310	310	273	-21.0%	-11.9%	1,197	1,296	-7.6%
-สัญญาเช่าการเงิน	0	0	684	84	0	32	0	-100.0%	-101.0%	115	684	-83.2%
-รายได้ทางการเงินและดอกเบี้ยรับ	12	12	12	19	14	12	11	-5.0%	-3.3%	56	47	19.5%
ต้นทุนขาย	129	131	400	164	126	139	105	-73.9%	-24.4%	533	785	-32.1%
ค่าใช้จ่ายดำเนินงาน	37	44	74	46	41	41	55	-25.6%	34.8%	183	192	-4.7%
กำไรจากการดำเนินงาน	65	68	230	114	87	68	289	25.5%	327.8%	557	434	28.2%
กำไร/ขาดทุนจากปรับมูลค่ายุติธรรม	42	43	(29)	(6)	27	158	(28)	NA	NA	152	83	82.9%
กำไรสุทธิ	107	111	201	108	113	226	261	29.7%	15.6%	709	518	37.0%
EPS (บาท)	0.10	0.11	0.20	0.10	0.11	0.22	0.25	29.0%	15.6%	0.68	0.50	36.2%
Norm EPS (บาท)	0.06	0.07	0.22	0.11	0.08	0.07	0.28	24.8%	327.4%	0.54	0.42	27.4%
Gross margin	61.2%	60.7%	61.5%	59.8%	61.2%	60.7%	63.1%			61.1%	61.3%	
SG&A/Sales	11.1%	13.0%	7.1%	11.4%	12.7%	11.6%	19.4%			13.4%	9.5%	
Norm Profit margin	19.7%	20.3%	22.1%	27.9%	26.7%	19.1%	101.9%			40.7%	21.4%	
Net Profit margin	32.4%	33.3%	19.3%	26.6%	35.0%	64.0%	92.1%			51.8%	25.5%	

ที่มา : บริษัท

## พื้นที่ให้เช่าและอัตราการใช้เฉลี่ย



หมายเหตุ : ปี 2555 รวมพื้นที่ของโครงการเมกะ บางนา

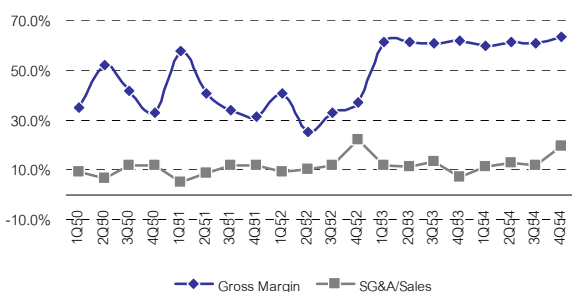
ที่มา : บริษัท

## สมมติฐานโครงการเมกะ บางนา

สมมติฐานหลักของโครงการเมกะ บางนา	2555F	2556F	2557F
รายได้ค่าเช่า (ลบ.)	588	1,083	1,115
Gross Margin (%)	69%	70%	70%
SG&A/Sales (%)	29%	12%	12%
ดอกเบี้ยจ่าย (ลบ.)	256	395	351
Effective Tax Rate (%)	23%	20%	20%
ส่วนแบ่งกำไรของ SF สัดส่วน 49% (ลบ.)	(9)	94	116

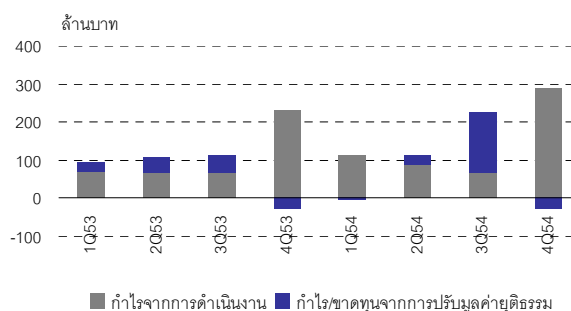
ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

## ประสิทธิภาพการทำกำไร



ที่มา : บริษัท

## ทิศทางการกำไรรายได้ไตรมาส



ที่มา : บริษัท



## สรุปตัวเลขสำคัญทางการเงิน

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)					งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
รายได้จากการดำเนินงาน	2,027	1,368	1,373	1,435	กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
ต้นทุนขาย	(785)	(533)	(508)	(531)	กำไรสุทธิ	1,010	744	532	647
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>1,242</b>	<b>835</b>	<b>865</b>	<b>904</b>	รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด				
ค่าใช้จ่ายในการขาย	(192)	(183)	(178)	(187)	ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	23	17	22	27
ดอกเบี้ยจ่าย	(150)	(106)	(105)	(103)	กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	-	-	-	-
ค่าใช้จ่ายอื่น	-	-	-	-	อื่นๆ	260	(113)	70	74
รายได้อื่น	28	18	18	19	เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	317	(184)	41	(9)
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	927	592	600	634	<b>กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ</b>	<b>1,320</b>	<b>464</b>	<b>666</b>	<b>739</b>
ภาษีเงินได้	(291)	32	(138)	(127)	กระแสเงินสดจากการลงทุน				
<b>กำไรสุทธิจากการดำเนินงาน</b>	<b>434</b>	<b>557</b>	<b>383</b>	<b>527</b>	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	-	-	-	-
รายการพิเศษอื่น ๆ	83	152	141	214	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	(338)	448	-	-
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>518</b>	<b>709</b>	<b>532</b>	<b>647</b>	เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(76)	(168)	(200)	(200)
Norm EPS	0.42	0.54	0.33	0.45	<b>กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ</b>	<b>(414)</b>	<b>281</b>	<b>(200)</b>	<b>(200)</b>
EPS	0.50	0.68	0.46	0.55	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
					เพิ่ม/ลด เงินกู้	(871)	(560)	(109)	(100)
การเติบโตของรายได้จากการดำเนินงาน(%)	39%	-33%	0%	5%	เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	0	2	134	-
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน (%)	285%	28%	-31%	38%	# ลด จ่ายปันผล	(123)	(155)	(14)	(115)
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	61.3%	61.1%	63.0%	63.0%	# <b>กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ</b>	<b>(993)</b>	<b>(712)</b>	<b>11</b>	<b>(215)</b>
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน	21.4%	40.7%	27.9%	36.7%	# <b>เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ</b>	<b>(88)</b>	<b>33</b>	<b>477</b>	<b>325</b>
<b>งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)</b>					<b>งบดุล (ล้านบาท)</b>				
	<b>1Q54</b>	<b>2Q54</b>	<b>3Q54</b>	<b>4Q54</b>	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	<b>2553</b>	<b>2554</b>	<b>2555F</b>	<b>2556F</b>
รายได้จากการดำเนินงาน	408	324	353	283	เงินสด & เงินฝาก	365	142	619	944
ต้นทุนขาย	(164)	(126)	(139)	(105)	ลูกหนี้การค้า	86	76	76	80
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>244</b>	<b>198</b>	<b>214</b>	<b>179</b>	สินค้าคงเหลือ	-	-	-	-
ค่าใช้จ่ายในการขาย	(46)	(41)	(41)	(55)	สินทรัพย์หมุนเวียน	1,016	412	889	1,217
ดอกเบี้ยจ่าย	(27)	(26)	(27)	(27)	<b>สินทรัพย์รวม</b>	<b>10,485</b>	<b>10,418</b>	<b>11,073</b>	<b>11,574</b>
รายได้อื่น	6	4	4	4					
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	177	152	174	88	เจ้าหนี้การค้า	6	8	7	7
ภาษีเงินได้	(52)	(57)	(100)	242	หนี้สินหมุนเวียน	781	766	811	805
ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	(11)	(8)	(7)	(41)	<b>หนี้สินรวม</b>	<b>6,215</b>	<b>5,919</b>	<b>5,853</b>	<b>5,748</b>
<b>กำไรสุทธิจากการดำเนินงาน</b>	<b>114</b>	<b>87</b>	<b>68</b>	<b>289</b>					
รายการพิเศษอื่น ๆ	(6)	27	158	(28)	ทุนที่ชำระแล้ว	1,030	1,036	1,170	1,170
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>108</b>	<b>113</b>	<b>226</b>	<b>261</b>	ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	599	621	621	621
Norm EPS	0.11	0.08	0.07	0.28	กำไรสะสม	1,935	2,489	3,007	3,540
EPS	0.10	0.11	0.22	0.25	จัดสรรแล้ว - สารรองตามกฎหมาย	62	74	82	82
					ยังไม่ได้จัดสรร	1,873	2,415	2,925	3,458
การเติบโตของรายได้จากการดำเนินงาน(%)	-60.8%	-20.5%	8.8%	-19.6%					
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน (%)	-50.5%	-24.0%	-22.1%	327.8%	ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	704	350	420	493
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	59.8%	61.2%	60.7%	63.1%	<b>ส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมด</b>	<b>3,565</b>	<b>4,148</b>	<b>4,800</b>	<b>5,333</b>
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน	27.9%	26.7%	19.1%	101.9%	<b>หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>10,485</b>	<b>10,418</b>	<b>11,073</b>	<b>11,574</b>
<b>อัตราส่วนทางการเงิน</b>					<b>สมมติฐานในการทำประมาณการ</b>				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	<b>2553</b>	<b>2554</b>	<b>2555F</b>	<b>2556F</b>	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	<b>2553</b>	<b>2554</b>	<b>2555F</b>	<b>2556F</b>
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.30	0.54	1.10	1.51	สัดส่วนรายได้				
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	23.59	18.12	18.00	18.00	- รายได้ค่าเช่าและบริการ	66%	92%	100%	100%
ความสามารถในการชำระหนี้ (เท่า)	7.17	6.57	6.72	7.16	- รายได้จากสัญญาเช่าการเงิน	34%	8%	0%	0%
หนี้สินสุทธิต่อส่วนผู้ถือหุ้น (เท่า)	0.53	0.47	0.29	0.18	พื้นที่ให้เช่า (ตารางเมตร)	224,120	271,795	411,795	441,795
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น (เท่า)	0.64	0.51	0.42	0.36	อัตราการเช่า (%)	98%	97%	97%	97%
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย (%)	4.6%	5.3%	3.6%	4.7%	Gross Margin (%)	61.3%	61.1%	63.0%	63.0%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย (%)	14.0%	14.4%	8.6%	10.4%	SG&A/Sales	9.5%	13.4%	13.0%	13.0%

ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP

หมายเหตุ : สมมติฐานพื้นที่ให้เช่าปี 2554 รวมพื้นที่ IKEA และ นวมินทร์



## ราคาหุ้นสะท้อนการฟื้นตัวของผลประกอบการ 1Q55 ไปมากแล้ว

### ▶ เดินหน้าขยายธุรกิจทั้งต้นน้ำ และกลางน้ำตามแผน

STA ตั้งเป้าหมายขยายกำลังการผลิตแปรรูปยางพาราในปี 2555-56 ขึ้นสู่ระดับ 1.27 ล้านตันปี และ 1.57 ล้านตันปี ตามลำดับ หรือเพิ่มขึ้น 16% yoy และ 23% yoy ตามลำดับ โดยมีโรงงานที่พร้อมดำเนินการผลิต อาทิ โรงงานยางแท่งที่ จ.อุดรธานี และการขยายกำลังการผลิตของโรงงานในประเทศอินโดนีเซีย เพื่อรักษาส่วนแบ่งการตลาดอันดับ 1 ของโลก ขณะที่การขยายธุรกิจสวนยาง (ธุรกิจขั้นต้นน้ำ) ยังคงดำเนินการต่อเนื่องตามเป้าหมายที่ได้วางไว้ที่ระดับ 5 หมื่นไร่ภายในปี 2557 (จากปัจจุบันที่มีพื้นที่สวนยางเพียง 1.7 หมื่นไร่) เพื่อเป็นแหล่งวัตถุดิบยางพาราสำหรับโรงงานแปรรูปยางของบริษัท ซึ่งจะช่วยเพิ่มความสามารถในการทำกำไรของ STA ให้สูงขึ้นในอนาคตและรองรับการเติบโตของความต้องการใช้สินค้ายางพาราที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่อง ทั้งนี้ STA กำหนดงบลงทุนจ่ายรวมในปี 2555-56 เท่ากับ 4 พันล้านบาท และ 1.7 พันล้านบาท ตามลำดับ ซึ่งแหล่งเงินทุนทั้งหมดจะมาจาก การเพิ่มทุนในช่วงที่ผ่านมา จึงไม่ได้กระทบต่อสภาพคล่องทางการเงินของ STA แต่อย่างใด นอกจากนี้ STA เริ่มมีมุมมองเชิงบวกเล็กน้อยต่อภาพรวมอุตสาหกรรมยางพาราในตลาดโลกมากขึ้นหลังจากประเทศจีนเริ่มกลับมาสั่งซื้อสินค้าอย่างใดก็ได้ตาม บริษัทฯ จะยังคงดำเนินธุรกิจภายใต้นโยบายเชิงระมัดระวัง และเชื่อว่าแนวโน้มราคายางพาราในตลาดโลกในอนาคตอันใกล้จะยังไม่กลับขึ้นไปทำระดับสูงสุดดังที่เกิดขึ้นในปี 2554

### ▶ คงประมาณการกำไรปี 2555-56...โดยรวมถึงสอดคล้องกับมุมมองฝ่ายวิจัย

ฝ่ายวิจัยยังคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2555-56 โดย STA ได้อธิบายถึงการคำนวณอัตราภาษีจ่าย (Effective tax rate) ซึ่งจะพิจารณาจากฐานกำไรที่ไม่รวมรายการพิเศษ อาทิ การตั้งเผื่อสำรองต่อสินค้าคงเหลือ ผลขาดทุนที่ยังไม่เกิดขึ้นจาก FX และผลขาดทุนที่ยังไม่ได้รับรู้จากตราสารอนุพันธ์ จึงทำให้อัตราภาษีจ่ายเฉลี่ยในปี 2554 อยู่ที่ระดับ 17% ใกล้เคียงกับที่ฝ่ายวิจัยประเมินไว้ ดังนั้น ฝ่ายวิจัยจึงยังคงสมมติฐานอัตราภาษีจ่ายเฉลี่ยในปี 2555-56 ที่ระดับ 17% เช่นเดิม สำหรับทิศทางผลการดำเนินงานของ STA ในงวด 1Q55 คาดว่าจะสามารถพลิกฟื้นเป็นกำไรสุทธิได้อีกครั้ง เนื่องจากได้รับปัจจัยบวกจาก 1) ความกังวลเกี่ยวกับปัญหาหนี้สินสาธารณะของกลุ่มประเทศยุโรปเริ่มผ่อนคลาย ส่งผลให้ยอดคำสั่งซื้อจากต่างประเทศปรับตัวสูงขึ้น และ 2) การปรับตัวเพิ่มขึ้นของราคายางพาราในตลาดโลก ซึ่งเห็นได้จากราคาเฉลี่ยของยางแท่ง และยางแผ่นรมควัน (อ้างอิงตลาดสิงคโปร์) ตั้งแต่ต้นปี 2555 จนถึงปัจจุบันอยู่ที่ระดับ 118.25 และ 112.85 บาท/กก. หรือปรับตัวเพิ่มขึ้นกว่า 15% จากระดับราคา ณ สิ้นปี 2554 จึงทำให้ฝ่ายวิจัยเชื่อว่าแนวโน้มสูงที่ STA จะบันทึกกำไรจากสต็อกยางพาราในงวด 1Q55

### ▶ ราคาหุ้น STA สะท้อนปัจจัยบวกไปมากแล้ว...ลดคำแนะนำเป็นขาย

ราคาหุ้นของ STA ปรับตัวเพิ่มขึ้นกว่า 20% ในช่วง 2 เดือนที่ผ่านมา ซึ่งได้สะท้อนการฟื้นตัวของราคายางพาราในตลาดโลกค่อนข้างมากแล้ว จึงได้ปรับลดคำแนะนำลงทุนเป็นขาย จากเดิมถือ อย่างไรก็ตาม หากนักลงทุนมีความต้องการที่จะลงทุนในหุ้น Soft Commodity และสามารถรับความเสี่ยงจากการลงทุนต่างประเทศได้ ฝ่ายวิจัยแนะนำหุ้น JA WATTIE (JAWA IJ EQUITY) ซึ่งทำธุรกิจสินค้าเกษตรครบวงจร และมีผลิตภัณฑ์ที่หลากหลาย อีกทั้งยังมี PER ในปี 2555 อยู่ในระดับต่ำที่สุดเพียง 7.3 เท่า

#### Key Data (ล้านบาท)

FY: ปีที่ 31 ธ.ค..	FY52A	FY53A	FY54A	FY55F	FY56F
ยอดขาย	45,585	83,845	133,704	119,442	132,378
กำไรสุทธิ	2,142	3,820	1,306	3,079	3,428
EPS (บาท)	2.14	3.82	1.02	2.41	2.68
PER (x)	9.8	5.5	20.6	8.7	7.8
DPS (บาท)	0.60	1.25	0.31	0.72	3.48
Div Yield (%)	2.9	6.0	1.5	3.4	16.6
BVS (บาท)	7.33	10.35	14.01	16.11	18.07
PBV (x)	2.9	2.0	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA (x)	19.2	10.7	15.0	9.7	9.2
ROE (%)	33.2	43.2	9.2	16.0	15.7

ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASP

วันอังคารที่ 28 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2555

คำแนะนำการลงทุน

ขาย

ราคาปัจจุบัน : 21 บาท

Fair Value : 19.24 บาท

มูลค่าตลาด : 26,880 ล้านบาท

การจัดอันดับบริษัทปี 2553



เปรียบเทียบประมาณการของ ASP กับ SAA consensus

EPS (บาท)	ASP	Cons	% diff
2555F	2.41	2.37	1%
2556F	2.68	2.93	-9%

ที่มา : ประมาณการโดยฝ่ายวิจัย ASP, SAA consensus

สัญลักษณ์	ระดับคะแนน	ความหมาย
▲▲▲▲▲	90-100	ดีเลิศ
▲▲▲▲	80-89	ดีมาก
▲▲▲	70-79	ดี
na.	<70	ไม่มีสัญลักษณ์

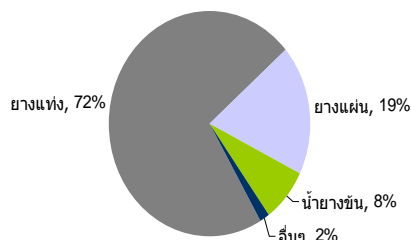
ธิปวัช สุวรรณธำมรงค์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์ : 034124

thiptawat@asiaplus.co.th

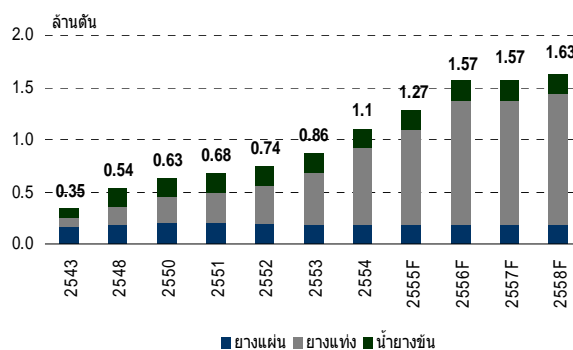
ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ตาม บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใด ๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารฉบับนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมีได้เป็นการชี้แนะ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือพันธะผูกพันใด ๆ กับ บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่ว่ากรณีใด

## โครงสร้างรายได้รวมของ STA



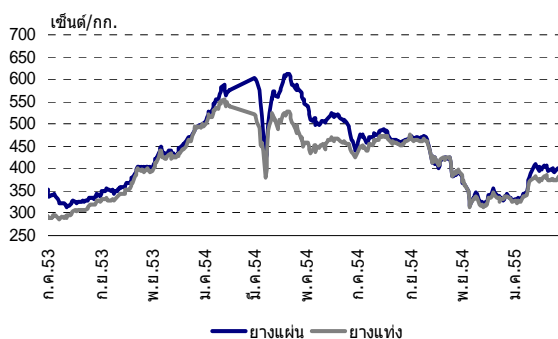
ที่มา : STA

## แผนขยายกำลังการผลิตรวมของ STA



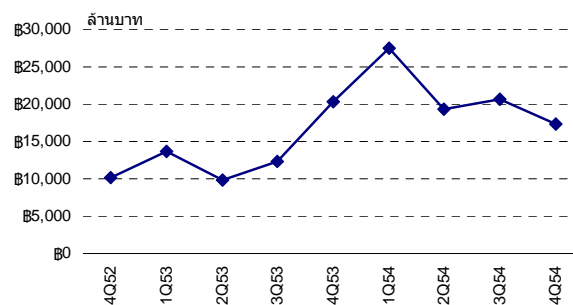
ที่มา : STA

## ราคายางแท่ง และยางแผ่นในตลาด SICOM



ที่มา : Bloomberg

## ระดับสินค้าคงเหลือของ STA รายไตรมาส



ที่มา : STA

## เปรียบเทียบหุ้นในกลุ่มยางพาราในไทย และภูมิภาค

	Rec. / BB Rating	ราคา ปัจจุบัน	ราคา เป้าหมาย	Upside (%)	PBV		PER	
					2555F	2556F	2555F	2556F
STA	HOLD	21.60	19.24	-11	1.28	1.20	8.98	7.80
GMG GLOBAL LTD	3.00	0.15	0.16	4	1.66	1.57	14.90	14.90
WILMAR INTERNATI	3.24	5.07	5.37	6	1.70	1.54	15.20	13.56
NOBLE GROUP LTD	4.08	1.37	1.57	14	1.51	1.35	16.55	10.50
OLAM INTERNATIONAL	4.27	2.32	3.04	31	1.89	1.70	13.81	11.32
J.A. WATTIE TBK	5.00	375	628	68	1.50	1.29	7.56	7.65
GOLDEN AGRI-RESO	4.41	0.75	0.86	15	0.96	0.86	11.28	10.31
FIRST RESOURCES	4.81	1.85	1.98	8	2.19	1.90	12.68	12.06

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP และ Bloomberg

## ประมาณการกำไรสุทธิปี 2555-56 ของ STA

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)					งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
ยอดขาย	83,845	133,704	119,442	132,378	<b>กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน</b>				
ต้นทุนขาย	(78,679)	(127,941)	(112,694)	(124,899)	กำไรสุทธิ	3,760	1,306	3,079	3,428
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>5,167</b>	<b>5,763</b>	<b>6,748</b>	<b>7,479</b>	รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด				
ค่าใช้จ่ายในการขาย	(2,357)	(4,232)	(3,822)	(4,236)	ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	372	476	1,065	1,107
ดอกเบี้ยจ่าย	(398)	(885)	(578)	(578)	กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	(203)	140	-	-
ค่าใช้จ่ายอื่น	-	-	-	-	เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(11,529)	(1,896)	(7,536)	(3,876)
รายได้อื่น	786	830	1,163	1,271	<b>กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ</b>	<b>(7,529)</b>	<b>2,587</b>	<b>(2,422)</b>	<b>1,706</b>
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	3,198	1,476	3,472	3,897	<b>กระแสเงินสดจากการลงทุน</b>				
ภาษีเงินได้	(273)	(629)	(590)	(662)	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะยาว	-	-	(3,850)	(1,500)
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	2,925	846	2,882	3,234	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	-	-	-	-
กำไร/ขาดทุนจาก Fx	925	(23)	226	226	เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(1,397)	(2,844)	-	-
รายการพิเศษอื่น ๆ	(21)	(23)	(29)	(32)	อื่นๆ	-	-	-	-
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>3,820</b>	<b>1,306</b>	<b>3,079</b>	<b>3,428</b>	<b>กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ</b>	<b>(633)</b>	<b>(2,733)</b>	<b>(4,421)</b>	<b>(2,080)</b>
<b>EPS (บาท)</b>	<b>3.82</b>	<b>1.02</b>	<b>2.41</b>	<b>2.68</b>	<b>กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน</b>				
กำไรจากการดำเนินงาน	2,905	823	2,853	3,202	เพิ่ม/ลด เงินกู้	-	2,150	6,490	-
Norm EPS (บาท)	2.90	0.64	2.23	2.50	เพิ่ม/ลด ส่วนผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	-	(16)	29	32
					เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	-	-	-
การเติบโตของยอดขาย (%)	83.93%	59.46%	-10.67%	10.83%	ลด จ่ายปันผล	-	-	(392)	(924)
การเติบโตของกำไรสุทธิ (%)	78.32%	-65.80%	135.69%	11.35%	<b>กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ</b>	<b>8,956</b>	<b>646</b>	<b>6,098</b>	<b>(924)</b>
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น (%)	6.16%	4.31%	5.65%	5.65%	<b>เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ</b>	<b>794</b>	<b>499</b>	<b>(746)</b>	<b>(1,298)</b>
อัตราส่วนกำไรสุทธิ (%)	4.56%	0.98%	2.58%	2.59%					
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)					งบดุล (ล้านบาท)				
	1Q54	2Q54	3Q54	4Q54	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
ยอดขาย	36,700	35,232	33,636	28,136	เงินสด & เงินฝาก	1,774	2,273	1,527	230
ต้นทุนขาย	(33,879)	(33,751)	(32,676)	(27,636)	ลูกหนี้การค้า	6,240	7,787	13,271	14,709
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>2,821</b>	<b>1,481</b>	<b>960</b>	<b>500</b>	สินค้าคงเหลือ	20,282	17,337	18,782	20,816
ค่าใช้จ่ายในการขาย	(1,009)	(926)	(1,001)	(1,162)	สินทรัพย์หมุนเวียน	28,951	28,332	34,196	36,381
ดอกเบี้ยจ่าย	(147)	(178)	(277)	(284)	<b>สินทรัพย์รวม</b>	<b>37,656</b>	<b>40,412</b>	<b>49,070</b>	<b>51,901</b>
รายได้อื่น	394	364	250	120					
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	1,962	723	(85)	(825)	เจ้าหนี้การค้า	3,042	2,544	2,167	2,402
ภาษีเงินได้	(463)	(237)	136	(160)	หนี้สินหมุนเวียน	24,788	19,471	26,606	26,912
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	1,500	486	50	(986)	หนี้สินรวม	27,264	22,381	28,323	28,618
กำไร/ขาดทุนจาก Fx	87	240	(119)	98					
ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	(20)	(9)	2	5	ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	42	94	123	156
กำไรจากการขายสินทรัพย์	-	-	-	-	ส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมด	10,349	17,936	20,623	23,128
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	-	235	ทุนที่ชำระแล้ว	1,000	1,280	1,280	1,280
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>1,566</b>	<b>716</b>	<b>(67)</b>	<b>(648)</b>	ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	1,124	8,551	8,551	8,551
					<b>กำไรสะสม</b>				
การเติบโตของยอดขาย (YoY)	91.43%	64.57%	62.66%	24.57%	สำรองตามกฎหมาย	100	128	128	128
การเติบโตของกำไรสุทธิ (YoY)	42.40%	-48.63%	-110.25%	-198.88%	สำหรับผู้ถือหุ้น	7,729	7,437	10,124	12,629
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	7.69%	4.20%	2.85%	1.78%					
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	4.27%	2.03%	-0.20%	-2.30%	<b>หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>37,656</b>	<b>40,412</b>	<b>49,070</b>	<b>51,901</b>
อัตราส่วนทางการเงิน					สมมติฐานในการทำประมาณการ				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.17	1.46	1.29	1.35	ปริมาณการขาย (ตัน)				
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	16.09	19.06	11.34	9.46	ยางแผ่นรมควัน (RSS3)	140,206	140,000	140,000	140,000
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	5.17	6.80	6.24	6.31	ยางแท่ง (STR 20)	581,212	730,000	778,000	890,000
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	34.31	45.81	47.84	54.67	ราคาขายพารา (บาท/กก.)				
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น (เท่า)	2.63	1.25	1.37	1.24	ยางแผ่นรมควัน (RSS3)	111	143	119	119
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	12.6%	3.3%	6.9%	6.8%	ยางแท่ง (STR 20)	110	135	116	116
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	43.2%	9.2%	16.0%	15.7%	อัตราแลกเปลี่ยนเฉลี่ย (บาท/US\$)	32.00	30.00	30.00	30.00

ที่มา : งบการเงิน / ฝ่ายวิจัย ASP