

พร้อมกลับมา Outperform ด้วย EPS growth และพื้นฐานการเงินที่แข็งแกร่ง

วันจันทร์ที่ 5 มีนาคม พ.ศ. 2555

▶ **กำไร 4Q54 ย่ำแย่...รับผลกระทบจากน้ำท่วมทางอ้อม ออเดอร์หด ลูกค้าชะลอซื้อ**
AJ ประกาศกำไรสุทธิ 4Q54 เพียง 31 ล้านบาท ทำระดับต่ำสุดในรอบ 11 ไตรมาสที่ผ่านมา โดยหดตัวถึง 67% qoq และ 94% yoy จาก**ปัจจัยลบ**ที่กดดันหลักๆ ดังนี้ 1) ยอดขายรวมในงวด 4Q หดตัวลงถึง 14% qoq ผลจากวิกฤติน้ำท่วม ที่ส่งผลกระทบต่อลูกค้าหลักๆ ของ AJ ซึ่งประกอบธุรกิจสิ่งพิมพ์ที่ต้องชะลอคำสั่งซื้อออกไป โดยปริมาณการขายในประเทศในงวด 4Q54 (40% ของยอดขายรวม) ปรับตัวลดลงอย่างมีนัยยะ จากงวดก่อนหน้า 2) Gross margin ใน 4Q54 ที่ปรับตัวลดลงเหลือเพียง 7.3% จาก 13.7% ใน 3Q54 จากกลยุทธ์ของ AJ ที่หันไปเน้นการส่งออกมากขึ้น แต่ก็ต้องเผชิญกับราคาขายที่ต่ำกว่าในประเทศ รวมถึงต้องแบกรับภาระค่าขนส่งที่เพิ่มขึ้น โดยรวมแล้ว AJ มีกำไรสุทธิทั้งปี 2554 เท่ากับ 879 ล้านบาท ลดลง 11% yoy ซึ่งต่ำกว่าที่ฝ่ายวิจัยคาดไว้เดิมที่ระดับ 988 ล้านบาท

▶ **ปรับลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2555 แต่โดยรวมทั้งปียังเติบโตถึง 19.3% yoy**
แม้ฝ่ายวิจัยจะปรับลดประมาณการกำไรสุทธิในปี 2555 ลง 7.3% จากเดิม เพื่อสะท้อนแผนการขายกำลังการผลิตใน 2 สายการผลิตล่าช้าไปจากเดิมดังนี้ 1) **กลุ่มผลิตภัณฑ์ BOPET ขนาด 3.1 หมิ้นตัน/ปี** เลื่อนไปเริ่มผลิตเชิงพาณิชย์ใน 2Q55 จากเดิมคาด 1Q55 และ 2) **กลุ่มผลิตภัณฑ์ BOPP ขนาด 4.2 หมิ้นตัน/ปี** เลื่อนไปเริ่มผลิตเชิงพาณิชย์ใน 1Q56 จากเดิม 4Q55 ส่งผลให้ปริมาณการขายรวมในปี 2555 ปรับตัวลดลงกว่า 20% จากเดิม อย่างไรก็ตาม ฝ่ายวิจัยยังคงคาดการณ์ภาพรวมกำไรสุทธิทั้งปี 2555 จะเติบโตสูงถึง 19.3% yoy และต่อเนื่องอีกถึง 29% yoy ในปี 2556 ด้วยปัจจัยบวกที่จะทยอยเข้ามาสนับสนุนดังนี้ 1) **ปริมาณขายรวมที่จะทยอยฟื้นตัวตั้งแต่ 1Q55** (เดือน ม.ค. ยังซบเซาในช่วงเทศกาลตรุษจีน แต่ช่วง ก.พ.-มี.ค. ออเดอร์เห็นการเติบโตอย่างมีนัยยะ แล้ว) และคาดว่าจะกลับเข้าสู่ปกติได้ใน 2Q55 2) **Spread ของกลุ่มผลิตภัณฑ์ทั้ง BOPET และ BOPP ใน 1Q55 ฟื้นตัวขึ้นเกิน 20% qoq** (จากประเด็นเรื่อง Cost push) ซึ่งล้วนเป็นปัจจัยบวกต่อกำไรสุทธิ 1Q55 ที่ฝ่ายวิจัยประเมินไว้เบื้องต้นที่ 150 ล้านบาท ฟื้นตัวเกือบ 4 เท่าจากงวดก่อนหน้า ขณะที่ 2Q55 จะยังได้รับผลบวกจากส่วนขายกำลังการผลิต BOPET ที่ทยอยเข้ามาดังกล่าว เช่นเดียวกับปี 2556 ซึ่งจะได้รับผลบวกเต็มที่จากส่วนขายกำลังการผลิตของ BOPP ดังกล่าวข้างต้น

▶ **Downside จำกัดมาก ด้วย PER ต่ำและปันผลสูงใจ พร้อมกลับมา outperform จากนี้**
ฝ่ายวิจัยยังคงคำแนะนำซื้อ โดย Fair value ปี 2555 (วิธี DCF) ภายหลังปรับประมาณการเท่ากับ 23.10 บาท ยังมี upside ถึง 44% ทั้งนี้ ฝ่ายวิจัยเชื่อว่าหุ้น AJ น่าจะกลับมา outperform ตลาดฯ ได้อีกครั้งตามการฟื้นตัวของ EPS ด้วยองค์ประกอบที่แข็งแกร่งทางด้านพื้นฐานทั้ง PER ที่ต่ำเพียง 6.1 เท่า ผนวกกับมี Net gearing ณ สิ้นปี 2555 เพียง 0.28 เท่า อีกทั้งยังสามารถคาดหวัง Div yield ที่ระดับสูงราว 5% p.a. (จ่ายปีละ 2 ครั้ง)

Key Data (ล้านบาท)	FY52A	FY53A	FY54A	FY55F	FY56F
กำไรสุทธิ	288	985	879	1,048	1,352
EPS (บาท)	0.80	2.74	2.20	2.62	3.38
BVS (บาท)	4.18	6.19	8.53	10.79	13.27
PER (เท่า)	20.0	5.8	7.3	6.1	4.7
PBV (เท่า)	3.8	2.6	1.9	1.5	1.2
EV/EBITDA (เท่า)	12.6	6.8	6.5	5.2	4.0
DPS (บาท)	0.30	0.85	0.70	0.79	1.02
Div yield	1.9%	5.3%	4.4%	4.9%	6.3%
ROAE	20.0%	52.8%	31.2%	27.2%	28.1%

ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASP

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ดี บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใด ๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมีได้เป็นการชี้แนะ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือพันธะผูกพันใด ๆ กับ บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่พ่วงกรณีใด

คำแนะนำการลงทุน

ซื้อ

ราคาปัจจุบัน : 16 บาท

Fair Value : 23.10 บาท

มูลค่าตลาด : 6,384 ล้านบาท

เปรียบเทียบประมาณการของ ASP กับ SAA consensus

EPS (บาท)	ASP	Cons	% diff
2555F	2.62	1.88	39%
2556F	3.38	2.38	42%

ที่มา : ประมาณการโดยฝ่ายวิจัย ASP, SAA consensus

อุษณีย์ ลิ่วรัตน์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 017928

✉ usanee@asiaplus.co.th

ธิปวัช สุวรรณธำมรงค์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 034124

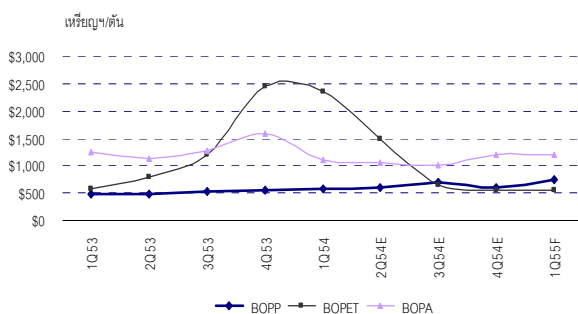
✉ thiptawat@asiaplus.co.th

ผลการดำเนินงาน 4Q54 และปี 2554 ของ AJ

ล้านบาท	2Q53	3Q53	4Q53	1Q54	2Q54	3Q54	4Q54	% qoq	% yoy	2554	2553	% yoy
รายได้จากการขาย	1,404	1,593	1,724	1,851	1,699	1,593	1,366	-14.2%	-20.7%	6,509	5,996	8.5%
ต้นทุนขาย	(1,261)	(1,293)	(1,156)	(1,340)	(1,344)	(1,374)	(1,267)	-7.8%	9.6%	(5,325)	(4,862)	9.5%
กำไรขั้นต้น	143	300	568	511	355	218	99	-54.5%	-82.5%	1,183	1,134	4.3%
SG&A	(75)	(85)	(98)	(78)	(86)	(80)	(83)	4.1%	-15.3%	(327)	(323)	1.0%
กำไรจากการดำเนินงาน	68	215	470	433	269	139	17	-88.1%	-96.5%	857	811	5.7%
ดอกเบี้ยจ่าย	(18)	(17)	(16)	(13)	(6)	(6)	(6)	2.2%	-60.3%	(32)	(72)	-56.1%
FX & X Item	9	80	59	15	18	(51)	7	-113.0%	-88.7%	(12)	171	-106.9%
กำไรสุทธิ	82	297	527	451	300	96	31	-67.3%	-94.1%	879	985	-10.8%
EPS (บาท)	0.23	0.82	1.46	1.13	0.75	0.24	0.08	-67.3%	-94.7%	2.20	2.74	-19.7%
Gross margin	10.2%	18.8%	32.9%	27.6%	20.9%	13.7%	7.3%			18.2%	18.9%	
SG&A/Sales	5.3%	5.3%	5.7%	4.2%	5.1%	5.0%	6.1%			5.0%	5.4%	

ที่มา : AJ

แนวโน้ม Spread เฉลี่ยรายไตรมาสของผลิตภัณฑ์ AJ



ที่มา : AJ

ประมาณการกำไรสุทธิปี 2555-56 ก่อนและหลังปรับปรุง

	ประมาณการใหม่		ประมาณการเดิม		% เปลี่ยนแปลง	
	2555F	2556F	2555F	2556F	2555F	2556F
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	1,048	1,352	1,130	1,340	-7.3%	0.9%
EPS (บาท)	2.62	3.38	2.83	3.35	-7.3%	0.9%
DPS (บาท)	0.79	1.02	0.85	1.01	-7.3%	0.9%
Fair value (บาท)	23.1		24.0		-3.7%	
สมมติฐานในการจัดทำประมาณการ						
อัตราแลกเปลี่ยน (บาท/ดอลลาร์)	30.00	30.00	29.00	29.00	3.4%	3.4%
ปริมาณการผลิตรวม (ตันปี)	101,100	132,600	128,000	132,600	-21.0%	0.0%
Spread เฉลี่ยของ AJ (ดอลลาร์/ตัน)	805	769	805	769	0.0%	0.0%
Gross margin	16.5%	17.1%	15.9%	16.6%		

ที่มา : AJ และฝ่ายวิจัย ASP

เปรียบเทียบหุ้นในกลุ่มปิโตรเคมีในไทย และภูมิภาค

Company	Rec.	Last Price	Fair value	Upside	2555F			
					EPS	PER	PBV	Div
		(LC)	(LC)	(%)	(LC)	(X)	(X)	(%)
THAILAND					8.8	1.7		
AJ	BUY	16.00	23.10	44%	2.62	6.1	1.5	4.9%
IVL	BUY	40.00	52.00	30%	3.65	10.9	2.7	2.7%
PTTGC	BUY	74.75	87.29	17%	8.73	8.6	1.3	0.0%
TPC	BUY	30.00	32.30	8%	3.23	9.3	1.6	6.5%
VNT	BUY	18.20	19.38	6%	2.05	8.9	1.2	4.9%
Regional					10.1	1.2		
FORMOSA PLASTIC		91.00	90.95	0%	6.23	14.6	2.0	6.2%
JINDAL POLY FILM		187.60	252.50	35%	51.00	3.7	0.5	2.0%
SKC CO LTD		49,000	65,500	34%	5,413	9.1	1.4	0.8%
KOLON INDUSTRIES		74,000	100,000	35%	12,005	6.2	1.0	2.3%
NAN YA PLASTICS		71.90	66.70	-7%	3.69	19.5	1.9	4.8%
TOYOBO CO LTD		118.00	110.00	-7%	8.75	13.5	0.8	3.0%

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP และ Bloomberg

ประมาณการกำไรสุทธิปี 2555-56 ของ AJ

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)					งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
ยอดขาย	5,996	6,509	8,331	10,381	กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
ต้นทุนขาย	4,862	5,325	6,957	8,604	กำไรสุทธิ	985	879	1,048	1,352
กำไรขั้นต้น	1,134	1,183	1,374	1,777	รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด				
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	323	327	344	451	ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	272	251	350	370
ดอกเบี้ยจ่าย	72	32	58	49	กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	(35)	52	0	0
ค่าใช้จ่ายอื่น	-	-	-	-	อื่นๆ	24	26	0	0
รายได้อื่น	89	65	75	75	เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(213)	318	(602)	(236)
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	828	890	1,048	1,352	กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	1,033	1,525	796	1,486
ภาษีเงินได้	-	-	-	-	กระแสเงินสดจากการลงทุน				
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	-	-	-	-	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	0	0	0	0
รายการพิเศษอื่น ๆ	157	12	-	-	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	44	0	(0)	0
กำไรสุทธิ	985	879	1,048	1,352	เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(364)	(950)	(700)	(700)
กำไรจากการดำเนินงาน	811	857	1,031	1,326	กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	(468)	(944)	(647)	(700)
Norm EPS	2.30	2.23	2.62	3.38	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
					เพิ่ม/ลด เงินกู้	(310)	(963)	154	(250)
					เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	0	917	0	0
การเติบโตของยอดขาย	35.1%	8.5%	28.0%	24.6%	เพิ่ม/ลด วอร์เรนท	0	0	0	0
การเติบโตของกำไรสุทธิ	241.9%	-10.8%	19.3%	29.0%	ลด จ่ายปันผล	(216)	(418)	(297)	(360)
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	18.9%	18.2%	16.5%	17.1%	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	(555)	(591)	110	(610)
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน	13.5%	13.2%	12.4%	12.8%	เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	10	(10)	259	176
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)					งบดุล (ล้านบาท)				
	1Q54	2Q54	3Q54	4Q54	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
ยอดขาย	1,851	1,699	1,593	1,366	เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	11	1	260	436
ต้นทุนขาย	1,340	1,344	1,374	1,267	ลูกหนี้การค้า	970	710	1,141	1,422
กำไรขั้นต้น	511	355	218	99	สินค้าคงเหลือ	759	865	953	1,179
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	78	86	80	83	สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	77	34	80	80
ดอกเบี้ยจ่าย	13	6	6	6	ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	3,495	4,139	4,489	4,819
ค่าใช้จ่ายอื่น	-	-	-	-	สินทรัพย์รวม	5,512	6,008	7,129	8,141
รายได้อื่น	17	20	14	14					
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	437	283	147	25	เงินกู้ระยะสั้น	1,252	1,146	850	600
ภาษีเงินได้	-	-	-	-	เจ้าหนี้การค้า	890	1,164	1,144	1,414
รายการพิเศษอื่น ๆ	15	18	(51)	7	หนี้สินหมุนเวียนอื่น	199	214	200	200
กำไรสุทธิ	451	300	96	31	หนี้สินรวม	3,286	2,599	2,820	2,840
กำไรจากการดำเนินงาน	433	269	139	17					
EPS	1.13	0.75	0.24	0.08	ทุนที่ชำระแล้ว	360	399	399	399
					ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	0	877	877	877
การเติบโตของรายได้ (%) qoq	7.4%	-8.2%	-6.2%	-14.2%	กำไรสะสม	1,692	2,132	2,883	3,875
การเติบโตของกำไรสุทธิ (%) qoq	-14.3%	-33.5%	-68.2%	-67.3%	ส่วนของผู้ถือหุ้น	2,225	3,408	4,309	5,301
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น (%)	27.6%	20.9%	13.7%	7.3%					
อัตราส่วนกำไรสุทธิ (%)	24.4%	17.7%	6.0%	2.3%	หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	5,512	6,008	7,129	8,141
อัตราส่วนทางการเงิน					สมมติฐานในการทำประมาณการ				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	0.66	0.63	1.02	1.29	อัตราแลกเปลี่ยนเฉลี่ย THB/USD	31.57	30.00	30.00	30.00
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	7.52	7.75	9.00	8.10	ปริมาณการผลิตรวม (ตัน)	89,250	84,450	101,100	132,600
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	7.03	6.56	7.66	8.07	Spread ของ BOPP (เหรียญสหรัฐฯ/ตัน)	405	618	555	580
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	6.24	5.18	6.03	6.73	Spread ของ BOPET (เหรียญสหรัฐฯ/ตัน)	1,713	1,250	978	1,002
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อส่วนผู้ถือหุ้น	0.99	0.35	0.34	0.23	Spread ของ BOPA (เหรียญสหรัฐฯ/ตัน)	2,589	1,410	1,220	1,233
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	20.4%	15.8%	16.8%	18.3%	SG&A/ยอดขายรวม	5.4%	4.5%	4.1%	4.3%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	52.8%	31.2%	27.2%	28.1%					

ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP