

สมบุรณ์ แอ็ดวานซ์ เทคโนโลยี

หุ้นพื้นฐานเป็นรูปตัววี

Automotive
Overweight

ประเด็นการลงทุน: เราได้ปรับประมาณการการเติบโตของยอดขายปี 2555 ของ SAT ขึ้นเป็น 27% จากเดิม 20% เพื่อสะท้อนการฟื้นตัวอย่างรวดเร็วของการผลิต (หลังช่วงน้ำท่วมในปีที่แล้ว) กอปรกับการขยายกำลังการผลิต ดังนั้นเราจึงปรับประมาณการกำไรปี 2555 และ 2556 ขึ้น 7% และ 11% ตามลำดับ มาอยู่ที่ 1.1 พันล้านบาทและ 1.26 พันล้านบาท ส่งผลให้ประมาณการกำไรสุทธิของ SAT น่าจะเพิ่มสูงขึ้น 157% ในปี 2555 และอีก 20% ในปีหน้า ราคาหุ้นซื้อขายที่ราคาไม่แพงโดย PER ปี 2555 อยู่ที่เพียง 8.5 เท่า ต่ำกว่า PER สูงสุดในปี 2549 ที่ 12 เท่าอยู่มาก ซึ่งจากการคาดการณ์กำไรขยายตัวในปี 2555 และ 2556 ส่งผลให้เราปรับราคาเป้าหมาย ณ.สิ้นปี 2555 ขึ้น 11% มาอยู่ที่ 32.25 บาท และยังคงแนะนำ "ซื้อ"

ตั้งเป้ายอดขายขยายตัว 35%: SAT คว้าผู้ผลิตรถยนต์ทั้งหมดยกเว้นฮอนด้าสามารถกลับมาดำเนินการผลิตได้ตั้งแต่ธ.ค. 2554 โดยฮอนด้าวางแผนว่าจะกลับมาเริ่มผลิตได้อีกครั้งในเดือนเม.ย. ดังนั้น SAT คาดว่าจะสามารถดำเนินการผลิตได้ที่อัตราการใช้กำลังการผลิต 80% เป็นอย่างต่ำสำหรับปีนี้ เพิ่มขึ้นจาก 70% ในปี 2554 สังเกตว่ามิตซูบิชิ โตโยต้าและนิสสัน ซึ่งเป็นลูกค้าหลักของ SAT คาดว่าจะทำยอดขายคิดเป็น 36% 25% และ 9% ตามลำดับ ของยอดขายรวมในปีนี้ SAT คาดว่ายอดขายปี 2555 จะเพิ่มขึ้น 35% YoY จะเห็นได้ว่าเราได้ปรับเพิ่มประมาณการการเติบโตของยอดขายปี 2555 ขึ้นจาก 20% เป็น 27% เนื่องจากในขณะนี้เรามีมุมมองเชิงรุกมากขึ้นต่ออุตสาหกรรมยานยนต์

ตั้งเป้าอัตรากำไรขั้นต้น 20%: เนื่องจากยอดสั่งซื้อจากลูกค้าขนาดใหญ่ทั้งหมดของ SAT กลับมาสู่ระดับปกติแล้วตั้งแต่เดือนธ.ค. (ยกเว้นฮอนด้า) ผู้บริหารจึงให้แนวทางว่าปริมาณขายที่เพิ่มสูงขึ้นจะหนุนให้อัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้นกลับไปเป็น 20% ในปี 2555 นี้ จาก 15% ในปีที่แล้ว เนื่องจากปริมาณขายที่เพิ่มขึ้นหมายถึงต้นทุนการผลิตต่อหน่วยที่ลดต่ำลง โดยเราประมาณการกำไรขั้นต้นปี 2555 จะเพิ่มขึ้นกลับไปเป็น 19.5% ที่ระดับการผลิตปกติ

มีแนวโน้มเติบโตแข็งแกร่งจากการขยายกิจการ: ผู้บริหารมีแผนจะขยายกำลังการผลิตเพลล่าข้าง (ซึ่งเป็นผลิตภัณฑ์หลัก) แหนบรถยนต์ & ขดลวดสปริง และเหล็กกันโคลงที่ 33% 74% และ 80%

BUALUANG RESEARCH

สุวัฒน์ บารุงชาติอุดม
suwat@bualuang.co.th
+66 2 618 1341

คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**
เป้าหมายพื้นฐาน: 32.25 บาท
ราคา (16/03/12): 25.75 บาท

Key Ratios & Statistics

Market cap	Bt8.75bn		
12-mth price range	Bt15.60/Bt28.25		
3-mth avg daily volume	Bt38.37m		
# of shares (m)	339.9		
Est. free float (%)	44.9		
Foreign limit (%)	49.0		
Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(2.8)	1.4	1.6
Absolute	4.7	17.6	20.3

Financial summary

FY Ended 31 Mar	2010	2011E	2012E	2013E
Revenues (Btm)	6,263	6,421	8,154	9,541
Net profit (Btm)	759	408	1,060	1,260
EPS (Bt)	2.23	1.20	3.09	3.71
BLS/Consensus (x)	n.m.	n.m.	1.10	1.21
EPS Consensus (Bt)	n.m.	n.m.	2.802	3.07
EPS growth (%)	+113.1%	-46.2%	+157.3%	+20.0%
Core profit (Btm)	692	329	909	1,100
Core EPS (Bt)	2.04	0.97	2.67	3.24
Core EPS growth (%)	+101.9%	-52.5%	+176.3%	+21.0%
PER (x)	11.8	21.9	8.5	7.1
Core PER (x)	12.9	27.1	9.8	8.1
EV/EBITDA (x)	7.9	10.4	7.4	6.4
PBV (x)	2.2	2.1	1.8	1.5
Dividend (Bt)	0.90	0.45	1.24	1.48
Dividend yield (%)	3.4	1.7	4.7	5.6
ROE (%)	20.7	9.9	22.7	22.9

CG Rating - 2011

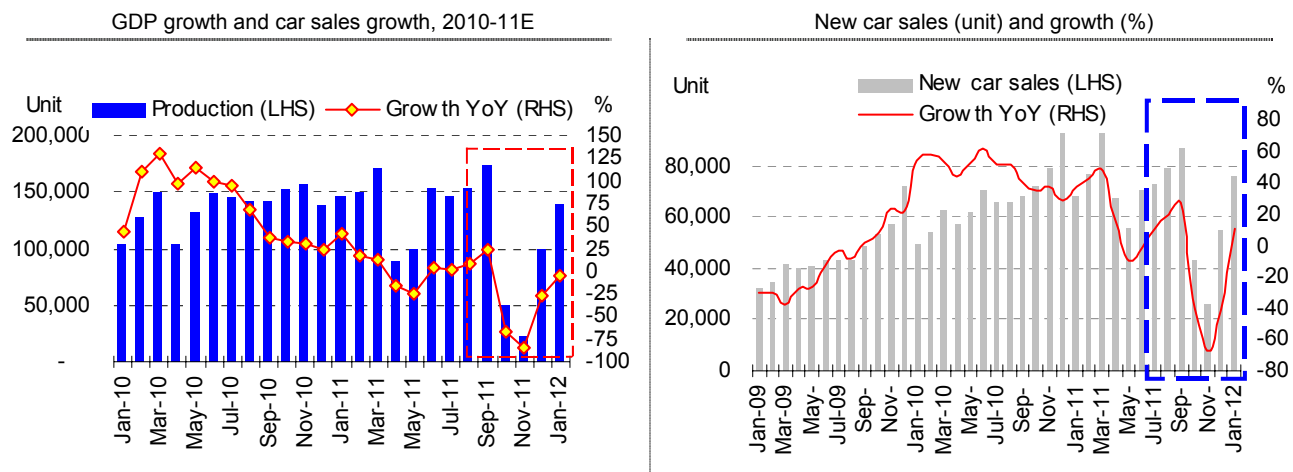


Company profile

SAT manufactures and sells automotive parts for big car makers in Thailand—Toyota, Mitsubishi, Ford/Mazda, Isuzu and Kubota. The company's products include axle shafts, coil springs, leaf springs, stabilizer bars, manifold exhausts, fly wheels and disc and drum brakes.

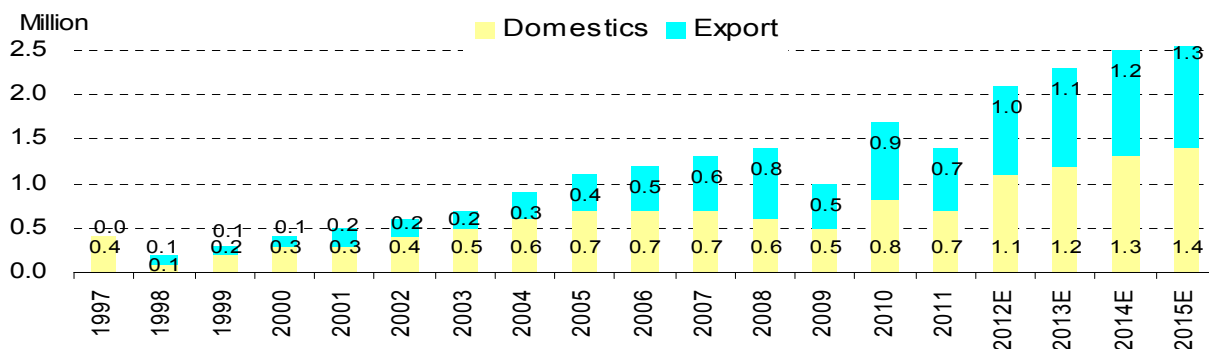
ตามลำดับ ในปีนี้เพื่อที่จะรองรับโมเดลรถยนต์ใหม่ที่จะออกขายในเร็ว ๆ นี้ และชดเชยผลผลิตที่ลดลงในไตรมาส 4/54 อีกทั้งบริษัทยังมีแผนที่จะลงทุนในประเทศอินเดียและอินโดนีเซียด้วยจำนวน 300-400 ล้านบาท/โครงการภายในปลายปี 2555 โดย SAT ได้ตั้งงบลงทุนไว้ที่ประมาณ 500 – 600 ล้านบาทสำหรับปี 2555 นี้ และอีก 400 – 500 ล้านบาทสำหรับปี 2556

Figure 1: Vehicle production and growth and monthly new car sales and YoY growth, Jan 2009-Jan 2012



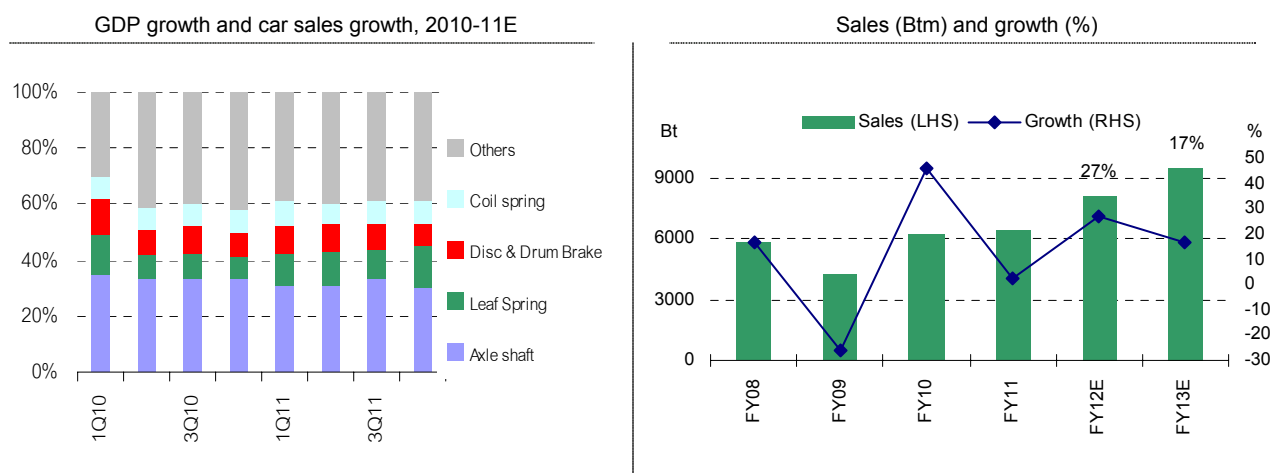
Sources: BOT, Toyota Motor (Thailand) and Bualuang Research

Figure 2: Thailand's local sales and exports (million unit), 1997-2015E



Sources: SAT

Figure 3: Sales breakdown by product, 1Q10-4Q11, and SAT's sales and sales growth, FY08-13E



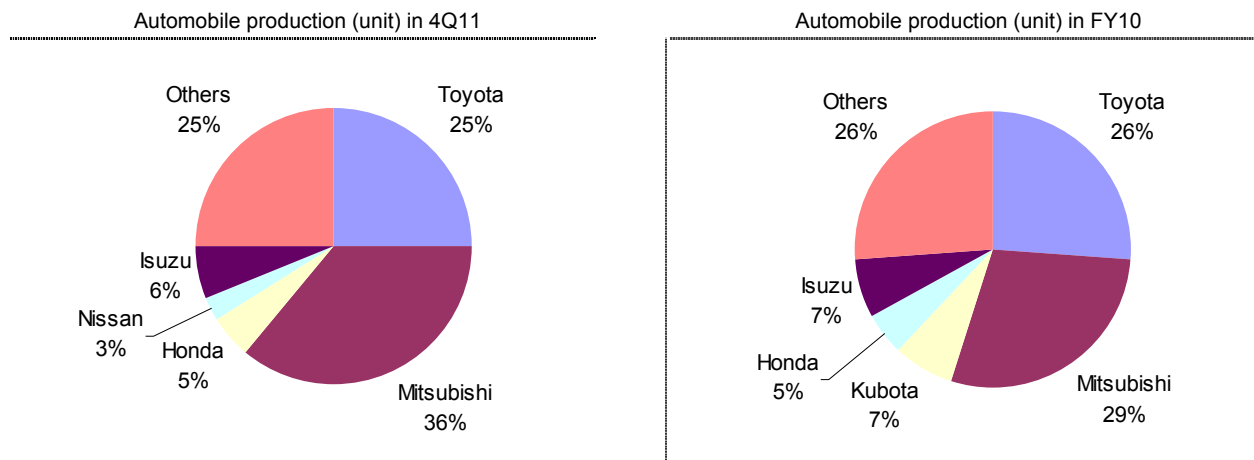
Sources: SAT, and Bualuang Research

Figure 4: SAT's capacity utilization (unit/month), FY09-12E

Product volume	2009A		2010A		2011A		2012e	
	Capacity Pcs	Utilization %	Capacity Pcs	Utilization %	Capacity Pcs	Utilization %	Capacity Pcs	Utilization %
Axle Shaft	240,000	56%	240,000	90%	240,000	70%	320,000	80%
Disc Brake	109,000	68%	121,000	90%	173,000	60%	173,000	85%
Drum Brake	95,000	68%	95,000	90%	107,000	690%	107,000	85%
Exhaust Manifold	46,000	65%	47,000	85%	47,000	65%	47,000	77%
Fly Wheel	8,000	65%	8,000	95%	12,400	65%	20,200	65%
Kubota Machining	25,000	98%	61,000	70%	86,000	60%	86,000	85%
Kubota Blade			360,000	25%	360,000	25%	360,000	235%
Coil Spring	255,000	40%	255,000	62%	255,000	65%	445,000	65%
Stabilizer Bar	100,000	46%	100,000	73%	100,000	65%	180,000	66%
Leaf Spring	1,500	55%	1,500	75%	1,500	60%	1,500	85%
Weight utilization rate		60%		80%		65%		75%

Sources: SAT

Figure 5: SAT's Automobile sales breakdown by brand in 4Q11 (%) compared with FY10



Sources: SAT and Bualuang Research

Figure 6: New car model launch schedule for Thailand, 2012-15E

Brand	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
Isuzu	D-Max 2	D-Max (RT50)		D-MaxSUV)		
Honda	Jazz1/City 1 Accord 1/	Eco Car (Brio) Civic (2HC)	Jazz-Hybrid 3/ CR-V	Accord	Jazz/City	City
Toyota	Vios 1/Yaris 2/ Vigo 2	Prius-hybrid Corolla 1	Camry and Yaris 3	New Corolla	Hilux (IMV2)	Hilux (IMV2)
Mitsubishi	Lancer EX/Triton special edition	None	Mirage (Eco-car)	Eco-car-Sedan	New Triton	
Nissan	March (eco-car) Navara 1/	March (sedan) Qasana 3	New compact sedan to replace Tida		New Navara	
Mazda	Mazda 2 & Mazda 3	Mazda 3/ BT 50(T6)			New Mazda 2	
Ford	Fiesta B229 Focus	Ranger (T6) Espape 1/	Focus/Everest (escape discounted)	Everest		
chevrolet	Cruze (J300)	Colorado (GMI700)	Colorado (SUV)	Aveo (T300)		
Suzuki	Swift/SX4		Eco-car		New small	

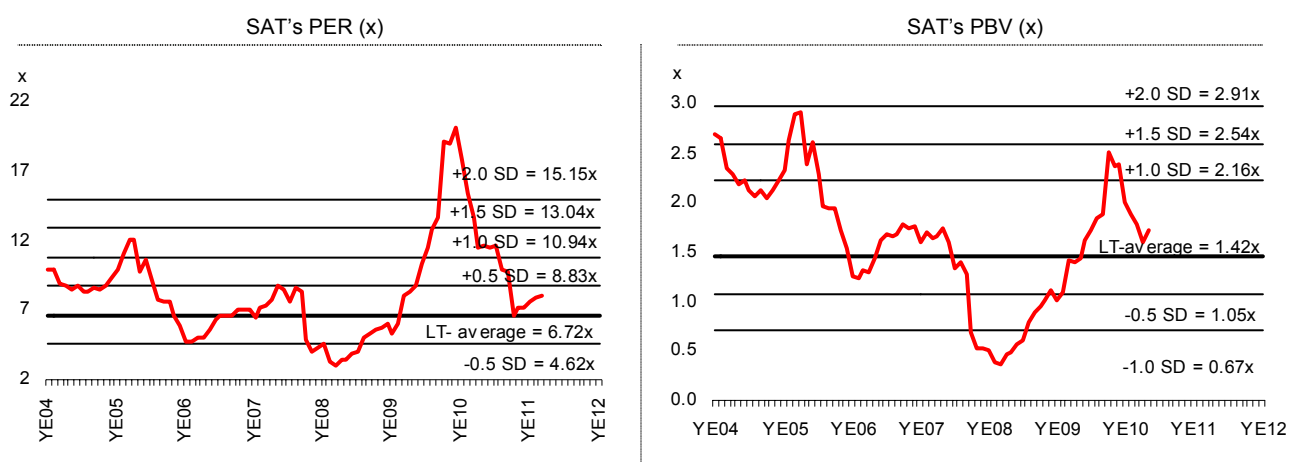
Sources: SAT

Figure 7: Sector comparisons

Company	Rec	Target Price	PER			2-Yr EPS Growth (%)		PBV		Div Yld (%)		ROE (%)	
			FY11	FY12E	FY13E	FY12E	FY13E	FY12E	FY13E	FY12E	FY13E	FY12E	FY13E
Aapico Hitech	BUY	15.00	-9.2	10.9	9.6	97.9%	0.8	0.8	3.5%	4.1%	7.7	8.1	
Somboon Advance Technology	BUY	29.00	21.5	8.3	6.9	104.6%	1.7	1.5	4.8%	5.7%	21.3	21.2	
Thai Stanley Electric*	BUY	180.00	26.8	8.0	6.7	149.1%	1.6	1.4	1.4%	4.0%	18.6	19.0	
Thai Rung Union Car	UR	nm	11.5	11.2	15.6	-13.3%	1.1	1.0	4.0%	4.2%	9.7	6.8	
Thai Steel Cable	UR	nm	14.7	11.9	9.3	29.6%	1.9	1.9	6.1%	6.3%	18.1	18.0	
Inoue Rubber (Thailand)	UR	nm	6.9	14.1	13.4	-24.4%	1.0	1.0	2.3%	2.4%	9.4	7.5	
Avg 6 companies			12.0	10.7	10.3	57.3%	1.6	1.5	3.7%	4.4%	14.1	13.4	

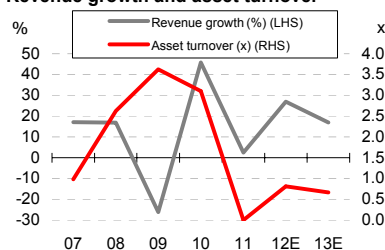
Sources: Company data, Bualuang Research estimates, Bloomberg, Reuters estimates

Figure 8: SAT's PER and PBV are at their long-term means

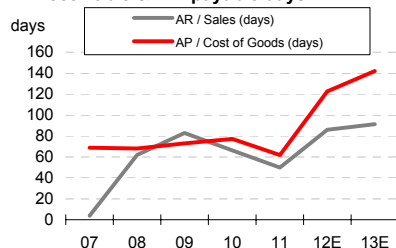


Sources: Toyota Motor (Thailand), Thailand Automotive Institute and Bualuang Research

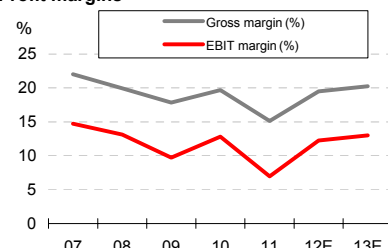
Revenue growth and asset turnover



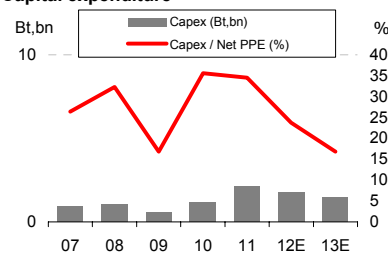
A/C receivable & A/C payable days



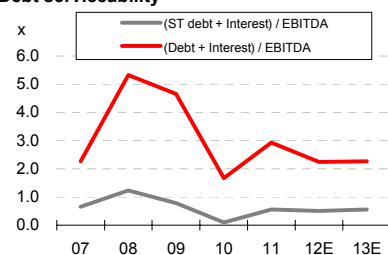
Profit margins



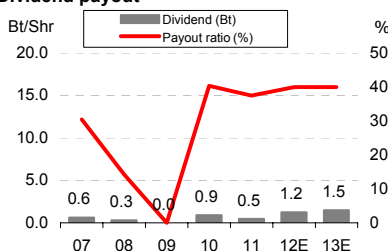
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



PROFIT & LOSS (Btm)

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
Revenue	4,295	6,263	6,421	8,154	9,541
Cost of sales and services	(3,528)	(5,029)	(5,448)	(6,564)	(7,609)
Gross profit	767	1,234	972	1,590	1,932
SG&A	(350)	(431)	(524)	(591)	(692)
EBIT	417	803	449	999	1,240
Interest expense	(114)	(111)	(120)	(90)	(140)
Other income/exp.	62	184	157	228	270
EBT	365	876	486	1,137	1,370
Corporate tax	(50)	(117)	(78)	(87)	(110)
After-tax net profit (loss)	314	759	408	1,050	1,260
Minority interest	0	0	0	0	0
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	0	0	0	0	0
Net profit (loss)	314	759	408	1,050	1,260
Reported EPS	1.05	2.23	1.20	3.09	3.71
Fully diluted EPS	1.05	2.23	1.20	3.09	3.71
Core net profit	303	692	329	909	1,100
Core EPS	3.20	4.20	5.20	6.20	7.20
EBITDA	422	1,425	1,173	1,727	2,110

KEY RATIOS

	2009	2010	2011	2012E	2013E
Revenue growth (%)	(26.1)	45.8	2.5	27.0	17.0
Gross margin (%)	17.9	19.7	15.1	19.5	20.3
EBITDA margin (%)	9.8	22.8	18.3	21.2	22.1
Operating margin (%)	8.5	14.0	7.6	13.9	14.4
Net margin (%)	7.3	12.1	6.4	12.9	13.2
Core profit margin (%)	7.0	11.1	5.1	11.2	11.5
ROA (%)	5.1	9.4	4.6	9.7	9.6
ROCE (%)	9.2	22.6	15.9	22.1	23.0
Asset turnover (x)	3.6	3.1	0.0	0.8	0.7
Current ratio (x)	3.2	1.6	1.4	1.7	1.9
Gearing ratio (x)	1.2	1.0	1.1	1.1	1.2
Interest coverage (x)	3.6	7.2	3.7	11.1	8.8

BALANCE SHEET (Btm)

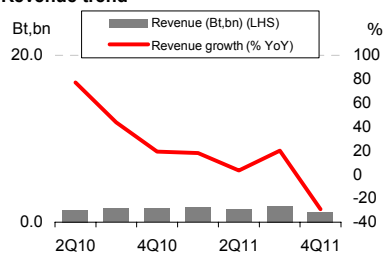
	2009	2010	2011E	2012E	2013E
Cash & Equivalent	195	1,000	467	2,227	4,214
Accounts receivable	974	1,135	875	1,917	2,384
Inventory	364	531	717	932	1,159
PP&E-net	3,210	3,214	6,145	7,369	8,916
Other assets	1,449	2,197	627	(1,637)	(3,502)
Total assets	6,192	8,077	8,831	10,809	13,172
Accounts payable	705	1,065	921	2,204	2,960
ST debts & current portion	215	27	531	775	1,041
Long-term debt	1,634	2,243	2,784	3,010	3,600
Other liabilities	769	669	412	(260)	(348)
Total liabilities	3,324	4,004	4,649	5,729	7,252
Paid-up capital	300	340	340	340	340
Share premium	85	711	711	711	711
Retained earnings	2,484	3,021	3,131	4,028	4,868
Shareholders equity	2,868	4,073	4,182	5,079	5,919
Minority interests	0	0	0	0	0
Total Liab.&Shareholders' equity	6,192	8,077	8,831	10,809	13,172

CASH FLOW (Btm)

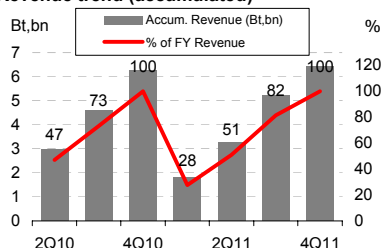
	2009	2010	2011E	2012E	2013E
Net income	314	759	408	1,050	1,260
Depreciation and amortization	434	438	567	500	600
Change in working capital	260	191	(112)	871	454
FX, non-cash adjustment & others	0	0	0	0	0
Cash flows from operating activities	1,009	1,389	863	2,421	2,314
Capex (Invest)/Divest	(541)	(1,144)	(2,124)	(1,750)	(1,500)
Others	23	67	397	0	0
Cash flows from investing activities	(517)	(1,078)	(1,726)	(1,750)	(1,500)
Debt financing (repayment)	172	(53)	620	1,242	1,326
Equity financing	(594)	667	0	0	0
Dividend payment	0	(120)	(289)	(153)	(153)
Others	0	0	0	0	0
Cash flows from financing activities	(422)	494	331	1,089	1,173
Net change in cash	70	805	(533)	1,760	1,987

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

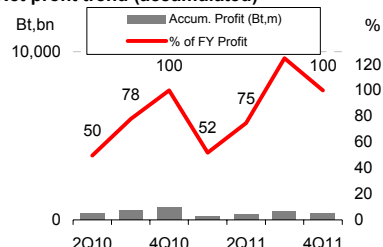
Revenue trend



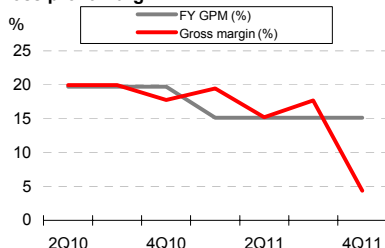
Revenue trend (accumulated)



Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)

	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
Revenue	1,677	1,782	1,495	1,957	1,187
Cost of sales and services	(1,379)	(1,435)	(1,267)	(1,611)	(1,135)
Gross profit	298	347	227	346	52
SG&A	(131)	(137)	(130)	(144)	(113)
EBIT	167	210	97	203	(61)
Interest expense	(21)	(22)	(25)	(34)	(39)
Other income/exp.	44	48	31	60	18
EBT	189	236	102	229	(82)
Corporate tax	(22)	(23)	(10)	(25)	(20)
After-tax net profit (loss)	167	213	93	205	(102)
Minority interest	0	0	0	0	0
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	0	0	0	0	0
Net profit (loss)	167	213	93	205	(102)
Reported EPS	0.49	0.63	0.27	0.60	(0.30)
Fully diluted EPS	0.49	0.63	0.27	0.60	(0.30)
Core net profit	124	165	62	144	(120)
Core EPS	0.36	0.48	0.18	0.42	(0.35)
EBITDA	300	388	257	379	157

KEY RATIOS

	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
Gross margin (%)	17.8	19.5	15.2	17.7	4.39
EBITDA margin (%)	17.9	21.8	17.2	19.4	13.23
Operating margin (%)	11.3	13.2	6.9	11.7	-6.88
Net margin (%)	10.0	11.9	6.2	10.5	-8.55
Core profit margin (%)	7.4	9.2	4.1	7.4	-10.07
BV (Bt)	12.0	12.6	12.3	12.6	12.30
ROE (%)	16.4	19.9	8.8	19.1	-9.71
ROA (%)	8.3	9.7	4.1	8.8	-4.60
Current ratio (x)	1.6	1.5	1.2	1.2	0.92
Gearing ratio (x)	1.0	1.0	1.1	1.2	1.11
Interest coverage (x)	7.9	9.4	3.8	6.0	-1.59

QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
Cash & Equivalent	1,000	961	652	463	467
Accounts receivable	1,135	1,311	1,125	1,408	875
Inventory	531	548	616	542	717
PP&E-net	4,620	5,380	5,889	6,210	6,145
Other assets	791	580	674	656	627
Total assets	8,077	8,780	8,955	9,280	8,831
Accounts payable	1,065	1,177	1,087	1,117	921
ST debts & current portion	27	295	445	414	531
Long-term debt	2,243	2,375	2,420	2,486	2,628
Other liabilities	669	649	805	980	568
Total liabilities	4,004	4,497	4,757	4,998	4,649
Paid-up capital	340	340	340	340	340
Share premium	711	711	711	711	711
Retained earnings	3,021	3,232	3,147	3,230	3,131
Shareholders equity	4,073	4,283	4,198	4,281	4,182
Minority interests	0	0	0	0	1
Total Liab.&Shareholders' equity	8,077	8,780	8,955	9,280	8,832

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED – DISCLAIMER

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED (BLS) is a subsidiary of BANGKOK BANK PUBLIC COMPANY LIMITED (BBL). This document is produced based upon sources believed to be reliable but their accuracy, completeness or correctness is not guaranteed. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration to use as information for investment. Expressions of opinion contained herein are subject to change without notice. This document is not, and should not be construed as, an offer or the solicitation of an offer to buy or sell any securities. The use of any information shall be at the sole discretion and risk of the user.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED MAY BE IN RELATIONSHIP WITH THE SECURITIES IN THIS REPORT. "Opinions, projections and other information contained in this report are based upon sources believed to be accurate including the draft prospectus, but no responsibility is accepted for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. Bualuang Securities Public Company Limited may from time to time perform investment, advisory or other services for companies mentioned in this report, as well as dealing (as principal or otherwise) in, or otherwise being interested in, any securities mentioned herein, This report does not constitute a solicitation to buy or sell any securities". Investors should carefully read details in the prospectus before making investment decision.






BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF DERIVATIVE WARRANTS on the securities ADVANC, AOT, BANPU, BAY, BCP, BIGC, BJC, BLA, CPALL, CPF, DTAC, ESSO, HMPRO, IRPC, IVL, KBANK, KK, KTB, LH, PS, PTT, PTTEP, PTTGC, SCB, SCC, STA, TCAP, THAI, TISCO, TOP, TPIPL, TRUE, TUF. Before making an investment decision over a derivative warrant, a potential investor should carefully read the prospectus for the details of the said derivative warrant.

This research report was prepared by Bualuang Securities Public Company Limited and refers to research prepared by Morgan Stanley. Morgan Stanley does not warrant or guarantee the accuracy or completeness of its research reports. Morgan Stanley reserves copyright and other proprietary rights in the material reproduced in this report. Morgan Stanley is under no obligation to inform Bualuang Securities or you if the views or information referred to or reproduced in this research report change.

Corporate Governance Report disclaimer

The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not base on inside information.

The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. Bualuang Securities Public Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

Score Range	Number of Logo	Description
90 – 100		Excellent
80 – 89		Very Good
70 – 79		Good
60 – 69		Satisfactory
50 – 59		Pass
Below 50	No logo given	N/A

BUALUANG RESEARCH – RECOMMENDATION FRAMEWORK

STOCK RECOMMENDATIONS

BUY: Expected positive total returns of 15% or more over the next 12 months.

HOLD: Expected total returns of between -15% and +15% over the next 12 months.

SELL: Expected negative total returns of 15% or more over the next 12 months.

TRADING BUY: Expected positive total returns of 15% or more over the next 3 months.

SECTOR RECOMMENDATIONS

OVERWEIGHT: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to outperform the relevant primary market index over the next 12 months.

NEUTRAL: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to perform in line with the relevant primary market index over the next 12 months.

UNDERWEIGHT: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to underperform the relevant primary market index over the next 12 months.