

แม้ปรับลดประมาณการ และ Fair Value แต่ราคาหุ้นยังมี Upside สูง

วันศุกร์ที่ 15 มิถุนายน พ.ศ. 2555

▶ **ราคาถ่านหินลดลงมีนัยยะและต่อเนื่อง สะท้อนภาพอุตสาหกรรมที่อ่อนแอ**

ราคาถ่านหินอ้างอิง BJI (Barlow Jonker Index) ล่าสุดปรับตัวลดลงอยู่ในระดับต่ำกว่า 90 เหรียญต่อตัน ซึ่งถือเป็นครั้งแรกในรอบกว่า 2.5 ปี ที่ผ่านมา สะท้อนถึงภาพรวมอุตสาหกรรมถ่านหินที่ยังอยู่ในภาวะอ่อนแอ โดยปัจจัยสำคัญที่กดดันราคาถ่านหินยังคงมาจากความต้องการใช้ถ่านหินที่ปรับตัวลดลงจากทั้ง 1) ราคาก๊าซธรรมชาติในสหรัฐฯที่อ่อนตัวอย่างมีนัยยะ จากการค้นพบแหล่งก๊าซที่อยู่ในชั้นหิน (Shale Gas) จำนวนมหาศาล ทำให้ผู้ประกอบการในอุตสาหกรรมต่างๆ เริ่มมีการปรับเปลี่ยนไปใช้ก๊าซเป็นเชื้อเพลิงกันมากขึ้นเพื่อลดต้นทุนการผลิต ล่าสุดมีรายงานระบุว่ามีการส่งออกถ่านหินจากผู้ผลิตในสหรัฐฯเข้าสู่ตลาดในภูมิภาคอื่นโดยเฉพาะภูมิภาคเอเชียเป็นจำนวนมาก และด้วยราคาต่ำ จึงช่วยอุดราคา Spot ถ่านหินให้ปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง และมีนัยยะ และ 2) วิกฤติการเงินในยุโรปกระทบต่อเศรษฐกิจโลก โดยเฉพาะจีนซึ่งถือเป็นผู้บริโภคหลักในภูมิภาค ที่ยังอยู่ในภาวะชะลอตัว นอกจากนี้ผู้ประกอบการถ่านหินในหลายๆประเทศยังต้องเผชิญกับนโยบายของรัฐบาลต่างๆที่เข้ามาบีบหนทางควบคุมการประกอบการในธุรกิจถ่านหินมากขึ้น อาทิ อินโดนีเซีย (การถือหุ้นของของชาวต่างชาติ, การเก็บภาษีส่งออก), ออสเตรเลีย (การเก็บภาษี MRRT, Carbon Tax), อินเดีย (การเก็บภาษีถ่านหิน, เรื่องสิ่งแวดล้อม) และ จีน (การกำหนดเพดานราคาขายสูงสุด) เป็นต้น ซึ่งปัจจัยต่างๆดังกล่าวล้วนส่งผลเชิงลบต่อภาพรวมอุตสาหกรรมถ่านหินในปัจจุบัน

▶ **ปรับลดสมมติฐานราคาขายถ่านหินลง 10 เหรียญฯ เหลือ 90 เหรียญฯต่อตัน**

ฝ่ายวิจัยได้ทำการปรับลดประมาณการกำไรปี 2555-56 เพื่อสะท้อนภาพอุตสาหกรรมถ่านหินที่ยังอยู่ในภาวะชะลอตัว ทำให้ฝ่ายวิจัยได้ปรับลดสมมติฐานดังนี้ 1) กำหนดให้ราคาขายเฉลี่ยถ่านหินของ BANPU ตั้งแต่ปี 2555 เป็นต้นไป เท่ากับ 90 เหรียญฯต่อตัน จากเดิม 100 เหรียญฯต่อตัน เนื่องจากราคาถ่านหินในตลาด Spot ในปัจจุบันอ้างอิงดัชนี BJI อยู่ที่ 87.10 เหรียญฯต่อตัน ส่งผลให้ค่าเฉลี่ย YTD เท่ากับ 106.36 เหรียญฯต่อตัน (ราคาขายเฉลี่ยถ่านหินของ BANPU จะมีส่วนลดจากดัชนี BJI รวบรวม 10-15%) และ 2) ปรับลดอัตรากำไรเติบโตในระยะยาวของบริษัทเหลือ 1% จาก 2% เนื่องจากข้อจำกัดที่มากขึ้นในการขยายการลงทุนใหม่ๆในธุรกิจถ่านหินทั้งในประเทศอินโดนีเซีย และออสเตรเลีย จากอุปสรรคที่เพิ่มขึ้น โดยเฉพาะกฎระเบียบข้อบังคับใหม่ที่ทยอยออกมาควบคุมการดำเนินงานของผู้ประกอบการถ่านหินดังกล่าวข้างต้น โดยรวมแล้วส่งผลให้ประมาณการกำไรสุทธิปี 2555-56 ใหม่ลดลง 10.8% และ 14.5% จากประมาณการเดิม แต่หากพิจารณาแนวโน้มกำไรจากการดำเนินงานปกติ (Norm Profit) ในปี 2555-56 ยังเห็นการเติบโตอย่างต่อเนื่อง 13%yoy และ 16%yoy ตามลำดับ

▶ **Fair Value ใหม่ 621.12 บาทต่อหุ้น...ยังมี Upside ถึง 36%**

ภายใต้ประมาณการใหม่ ฝ่ายวิจัยประเมินมูลค่าพื้นฐาน ณ สิ้นปี 2555 (DCF) เท่ากับ 621.12 บาทต่อหุ้น (เดิม 770.86 บาทต่อหุ้น) แต่ยังคงคำแนะนำซื้อ เนื่องจากราคาหุ้นที่อ่อนตัวอย่างมีนัยยะในช่วงที่ผ่านมาได้สะท้อนปัจจัยลบต่างๆที่เกิดขึ้นในระดับหนึ่งแล้ว อีกทั้งหากพิจารณาจากราคาหุ้นในปัจจุบัน พบว่ายังมี Upside สูงถึง 36% อย่างไรก็ตาม การลงทุนในระยะสั้นเน้นให้ซื้อเมื่ออ่อนตัวเพื่อลดความเสี่ยงจากความผันผวนของตลาด

Key Data (ล้านบาท)	FY52A	FY53A	FY54A	FY55F	FY56F
ยอดขาย	57,865	65,285	112,404	117,866	121,958
กำไรสุทธิ	14,229	24,728	20,060	11,794	13,727
EPS (บาท)	52.36	91.00	73.82	43.40	50.51
Norm Profit	11,831	9,704	10,433	11,794	13,727
Norm EPS (บาท)	43.54	35.71	38.39	43.40	50.51
PER (เท่า)	10.5	12.8	11.9	10.6	9.1
DPS (บาท)	16.00	17.00	21.00	20.00	25.00
Dividend Yield (%)	3.5	3.7	4.6	4.4	5.5
BVS (บาท)	178.21	224.39	319.56	379.21	424.79
PBV (เท่า)	2.6	2.0	1.4	1.2	1.1

ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASP

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

คำแนะนำการลงทุน

ซื้อ

ราคาปัจจุบัน : 458 บาท

Fair Value : 621.12 บาท

มูลค่าตลาด : 124,461 ล้านบาท

การจัดอันดับบริษัทปี 2554



เปรียบเทียบประมาณการของ ASP กับ SAA consensus

EPS (บาท)	ASP	Cons	% diff
2555F	43.40	52.14	-17%
2556F	50.51	53.60	-6%

ที่มา : ประมาณการโดยฝ่ายวิจัย ASP, SAA consensus

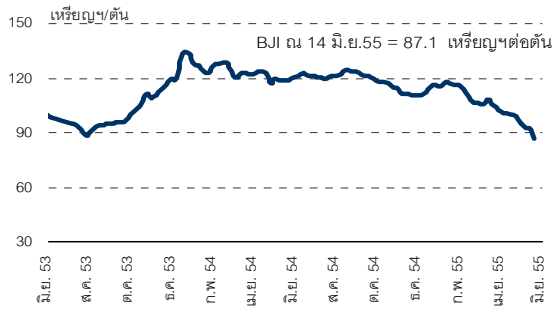
สัญลักษณ์	ระดับคะแนน	ความหมาย
▲▲▲▲▲	90-100	ดีเลิศ
▲▲▲▲	80-89	ดีมาก
▲▲▲	70-79	ดี
na.	<70	ไม่มีสัญลักษณ์

นลินรัตน์ กิตติกำพลรัตน์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 018350

nalinrat@asiaplus.co.th

ราคาก่อนหินอ้างอิง Barlow Jonker Index (BJI)



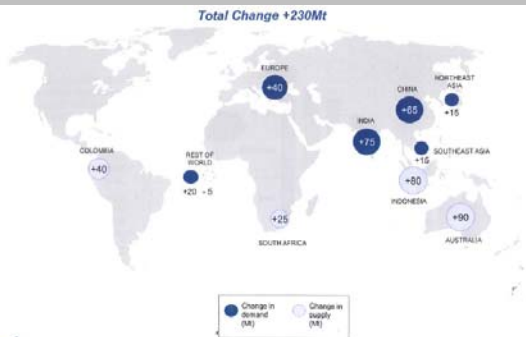
ที่มา : ข้อมูลจาก BANPU

ราคาก่อนหินอ้างอิง BJI (เหรียญ/ตัน)

ไตรมาส	2550	2551	2552	2553	2554	2555
1Q	52.63	113.54	73.65	94.96	127.37	112.91
2Q	56.85	137.92	66.03	100.07	121.03	98.63
3Q	67.78	165.42	72.17	94.30	121.83	
4Q	82.33	95.78	76.42	107.81	115.26	
ค่าเฉลี่ย	64.90	128.16	72.15	99.27	121.37	106.36

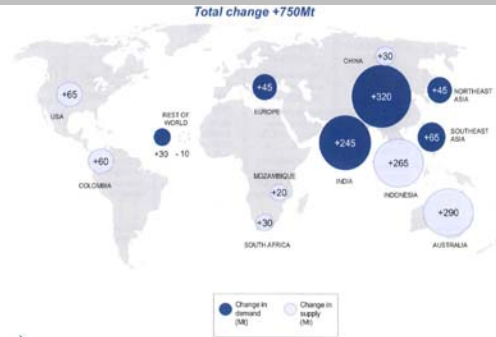
ที่มา : ข้อมูลจาก BANPU

Demand และ Supply ถ่านหินระหว่างปี 2554-2558



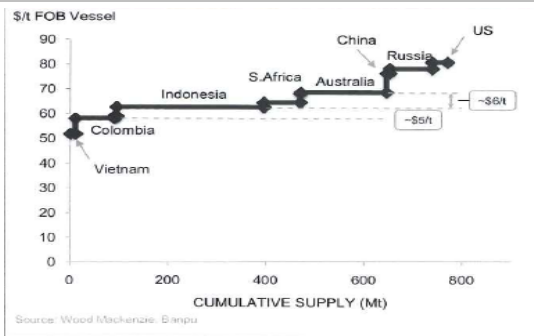
ที่มา : ข้อมูลจาก BANPU

Demand และ Supply ถ่านหินระหว่างปี 2554-2563



ที่มา : ข้อมูลจาก BANPU

ต้นทุนการผลิตถ่านหินแยกรายประเทศ



ที่มา : ข้อมูลจาก BANPU

สรุปคำแนะนำหุ้นในกลุ่มน้ำมันและถ่านหินในไทยและภูมิภาค

	Rec. / BB Rating	ราคาปัจจุบัน	ราคาเป้าหมาย	Upside (%)	PBV		PER	
					2555F	2556F	2555F	2556F
PTT	BUY	326.00	411.50	26	1.34	1.15	9.31	8.30
PTTEP	BUY	168.00	200.19	19	2.45	2.17	11.68	10.66
BANPU	BUY	458.00	770.86	68	1.19	1.05	9.42	7.76
LANNA	BUY	25.00	33.12	32	1.91	1.66	7.65	6.61
SHANXI XISHAN	4.52	16.37	20.93	28	3.00	2.57	15.44	14.23
YANZHOU COAL	4.42	21.32	30.89	45	2.14	1.85	11.92	10.68
CHINA SHENHUA	4.53	26.75	38.31	43	1.69	1.48	8.93	8.00
CHINA COAL ENERGY	4.22	6.87	10.55	54	0.84	0.77	7.05	6.13
CHINA PETROLEUM	3.89	7.11	8.74	23	0.96	0.87	6.73	6.21
PETROCHINA	4.14	10.38	12.53	21	1.43	1.32	9.93	9.02
CNOOC	3.97	14.72	18.22	24	1.72	1.48	7.67	7.50

ที่มา : ข้อมูลจาก Bloomberg / ฝ่ายวิจัย

ตารางปรับประมาณการ และ Fair Value

สมมติฐาน	2555F			2556F		
	ใหม่	เดิม	%chg.	ใหม่	เดิม	%chg.
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	11,794	13,216	▼-10.8%	13,727	16,046	▼-14.5%
EPS (บาท/หุ้น)	43.40	48.63	▼-10.8%	50.51	59.05	▼-14.5%
ราคาขายเฉลี่ยถ่านหิน (เหรียญต่อตัน)	90	100	▼-10.0%	90	100	▼-10.0%
อัตราการเติบโตระยะยาว (L-T Growth Rate)	1%	2%	▼-50.0%	1%	2%	▼-50.0%
Fair Value 2555F (บาท/หุ้น)	621.12	770.86	▼-19.4%			

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

Technical Graph



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

ประมาณการกำไรสุทธิปี 2555-56 ของ BANPU

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)					งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
ยอดขาย	65,285	112,404	117,866	121,958	กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
ต้นทุนขาย	38,640	62,960	67,367	68,427	กำไรสุทธิ	30,448	33,904	11,794	13,727
กำไรขั้นต้น	26,645	49,444	50,499	53,531	รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด				
ค่าใช้จ่ายในการขาย	10,254	15,477	15,267	15,738	ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	2,703	6,230	2,240	2,176
ดอกเบี้ยจ่าย	1,682	3,047	3,108	2,325	กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	(1,762)	(527)	-	-
ค่าใช้จ่ายอื่น	472	349	300	300	เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	11,141	32,291	5,376	7,437
รายได้อื่น	8,113	9,571	3,563	3,483	กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	1,254	21,328	(438)	1,600
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	17,107	31,819	26,709	28,781	กระแสเงินสดจากการลงทุน				
ภาษีเงินได้	3,733	8,506	7,316	7,408	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	(71,739)	(15,032)	-	-
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	9,704	10,433	11,794	13,727	เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(3,429)	(7,382)	2,747	2,724
กำไร/ขาดทุนจาก Fx	187	3,510	-	-	กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	(49,614)	(1,418)	3,378	3,351
รายการพิเศษอื่น ๆ	14,837	1,622	-	-	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
กำไรสุทธิ	24,728	20,060	11,794	13,727	เพิ่ม/ลด เงินกู้	52,470	(19,616)	2,000	2,000
EPS	91.00	73.82	43.40	50.51	เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	-	-	-
การเติบโตของยอดขาย	13%	72%	5%	3%	ลด จ่ายปันผล	(4,348)	(5,958)	(5,435)	(5,435)
การเติบโตของกำไรสุทธิ	74%	-19%	-41%	16%	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	43,032	(7,733)	(3,435)	(3,435)
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	41%	44%	43%	44%	เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	(5,327)	12,177	(495)	1,516
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	38%	18%	10%	11%					
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)					งบดุล (ล้านบาท)				
	2Q54	3Q54	4Q54	1Q55	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
ยอดขาย	24,888	30,685	32,653	28,310	เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	16,980	29,522	29,028	30,544
ต้นทุนขาย	14,735	16,576	17,580	16,314	ลูกหนี้การค้า	6,898	5,464	4,892	4,345
กำไรขั้นต้น	10,152	14,109	15,073	11,996	สินค้าคงเหลือ	4,118	4,370	4,205	4,036
ค่าใช้จ่ายในการขาย	3,131	3,489	5,057	4,298	สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	6,959	7,655	8,420	9,263
ดอกเบี้ยจ่าย	770	763	814	824	ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	40,431	39,660	36,913	34,189
รายได้อื่น	1,091	1,134	362	845	สินทรัพย์รวม	193,598	203,039	199,499	198,143
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	5,529	8,460	6,760	5,683	เจ้าหนี้การค้า	3,068	1,457	1,304	1,159
ภาษีเงินได้	1,216	2,205	1,897	1,724	หนี้สินหมุนเวียนอื่น	10,416	3,000	3,000	3,000
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	2,362	3,836	2,358	1,942	หนี้สินรวม	123,885	112,199	92,448	78,707
กำไร/ขาดทุนจาก Fx	906	597	988	569	ทุนที่ชำระแล้ว	2,717	2,717	2,717	2,717
รายการพิเศษอื่น ๆ	(107)	(226)	8,425	274	ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	5,058	5,058	5,058	5,058
กำไรสุทธิ	3,161	4,208	3,528	2,785	กำไรสะสม	48,577	68,100	84,467	96,978
อัตราการเติบโตโดยยอดขาย (YoY)	16%	23%	6%	-13%	ส่วนของผู้ถือหุ้น	69,714	90,840	107,050	119,435
อัตราการเติบโตกำไรสุทธิ (YoY)	-36%	33%	-16%	-21%	หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	193,598	203,039	199,499	198,143
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น (%)	41%	46%	46%	42%	สมมติฐานในการทำประมาณการ				
อัตราส่วนกำไรสุทธิ (%)	13%	14%	11%	10%	อัตราแลกเปลี่ยนเฉลี่ย THB/USD	32.00	30.00	30.00	30.00
อัตราส่วนทางการเงิน					ราคาขายถ่านหินเฉลี่ย (เหรียญสหรัฐ/ตัน)	75	100	90	90
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F	อัตราการเติบโตของราคาขายเฉลี่ย (%)	5%	33%	-10%	0%
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.79	4.94	5.27	5.77	ปริมาณขายถ่านหิน (ล้านตัน)	22.2	25.0	27.0	29.0
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	12	12	12	12	อัตราการเติบโตของรายได้ (%)	13%	72%	5%	3%
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	11	11	11	11	อัตราการเติบโตของกำไรสุทธิ (%)	74%	-19%	-41%	16%
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	45	45	45	45					
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	1.74	1.20	0.83	0.62					
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	17%	10%	6%	7%					
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	45%	27%	12%	13%					

ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP