

## 2H55 ธุรกิจหลักยังดี แต่กำไรจะชะลอตัวจากการหมดสิทธิรับ BOI

## ▶ คาดกำไรงวด 2Q55 เพิ่มขึ้น 9% YoY จากปริมาณขายน้ำที่ยังขยายตัวต่อเนื่อง

ปริมาณการจำหน่ายน้ำประปางวด 2Q55 ยังเติบโตต่อเนื่อง 5.7% YoY และ 2.5% QoQ โดยส่วนของ TTW เพิ่มขึ้นเด่นสุดที่ 9% YoY ตามการขยายตัวของพื้นที่นครปฐมและสมุทรสาครที่มีโรงงานจำนวนมาก ขณะที่บริษัทร่วมประปาปทุมธานี (PTW) เพิ่มขึ้น 4.3% YoY และการจำหน่ายน้ำประปาในนิคมบางปะอินลดลง 26% YoY เพราะโรงงานต่างๆ ยังไม่กลับสู่ภาวะปกติหลังน้ำท่วม แต่มีแนวโน้มดีขึ้น โดยเพิ่มขึ้น 24% QoQ และทำให้ภาพรวมรายได้เติบโตราว 7.5% YoY ขณะที่ส่วนแบ่งจากการลงทุนในโรงไฟฟ้าพลังน้ำจิม 2 ผ่านบริษัทร่วม ซีเค พาวเวอร์ คาดจะรับรู้ผลขาดทุนราว 13 ล้านบาท เพราะปริมาณน้ำในเขื่อนน้อย ทำให้ผลิตไฟฟ้าได้น้อย แต่มีแนวโน้มดีขึ้นใน 2H55 ขณะที่ประสิทธิภาพการทำการกำไรทั้ง Gross margin และ SG&A/Sales ก่อนหักงวดจากงวด 2Q54 แต่ยังคงประโยชน์จากการลดอัตราภาษีเงินได้บุคคลเหี้ย 23% ทำให้ค่ากำไรสุทธิงวด 2Q55 อยู่ที่ราว 596 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 9% YoY แต่ลดลง 11% QoQ เพราะ 1Q55 มีการรับรู้รายได้พิเศษจากการปรับปรุงภาษี 91 ล้านบาท ซึ่งหากคิดเป็นกำไรปกติ ยังเพิ่มขึ้น 5% QoQ

## ▶ คาด 2H55 มีรายได้พิเศษ 386 ล้านบาท ชดเชย BOI ที่หมดลง

คาดแนวโน้มในครึ่งหลังของปีปริมาณจำหน่ายน้ำประปายังคงเพิ่มขึ้นในอัตราใกล้เคียงกับ 1H55 ที่ราว 6% YoY ใกล้เคียงกับปริมาณการ และจะเริ่มเห็นผลจากการการลงทุนในบริษัทร่วมผ่าน ซีเค พาวเวอร์ (TTW ถือหุ้น 30%) มากขึ้น อย่างไรก็ตาม ภาระภาษีจ่ายหลังจากการสิ้นสุดสิทธิประโยชน์ตามนโยบายส่งเสริมการลงทุน (BOI) ตั้งแต่ 20 ก.ค. นี้ ของ TTW ในส่วนของยอดจำหน่าย 320,000 ลบ.ม.แรกต่อวัน (คิดเป็น 65% ของกำไรรวม) และจะทำให้ภาษีจ่ายในปี 2555 เพิ่มขึ้นราว 50% YoY หรือ Effective tax rate เพิ่มขึ้นเป็น 13% จาก 9.5% ปี 2554 ทั้งนี้ ฝ่ายวิจัยได้รวมผลกระทบดังกล่าวไว้ในประมาณการแล้ว และคาดว่ากำไรปกติปี 2555 จะยังเติบโตได้ 9% YoY โดยอยู่ที่ 2,317 ล้านบาท อย่างไรก็ตาม คาดว่าช่วง 2H55 จะยังมีการรับรู้รายได้พิเศษจากภาษีซึ่งจ่ายเกินไปของ PTW ตั้งแต่ปี 2551-2553 อีกราว 386 ล้านบาท ซึ่งยังไม่ได้รวมไว้ในประมาณการ และคาดว่าจะทำให้กำไรสุทธิปี 2555 เพิ่มขึ้นเป็น 2,794 ล้านบาท เติบโต 32% YoY

## ▶ แนะนำ "ซื้อ" พร้อมแนวโน้มปรับประมาณการและ Fair value ขึ้น

ฝ่ายวิจัยยังแนะนำ "ซื้อ" (FV @ 7.50) แม้ราคาปัจจุบันจะเหลือ upside 8% แต่มีเงินปันผลที่คาดว่าจะสูงราว 6.6% ในปีนี้ โดยคาดว่าจะประกาศเงินปันผลระหว่างกาลสำหรับงวด 1H55 ช่วงเดือน ส.ค. ราว 0.15 บาท คิดเป็น Div yield ราว 2.2%

Key Data (ล้านบาท)	FY52A	FY53A	FY54A	FY55F	FY56F
ยอดขาย	3,994	4,310	4,461	4,873	5,176
กำไรสุทธิ	1,594	2,063	2,113	2,408	2,414
EPS FD (บาท)	0.40	0.52	0.53	0.60	0.60
BVS (บาท)	2.18	2.38	2.55	2.76	2.91
PER (เท่า)	17.4	13.4	13.1	11.5	11.5
PBV (เท่า)	3.2	2.9	2.7	2.5	2.4
DPS (บาท)	0.28	0.35	0.40	0.46	0.46
Dividend Yield (%)	4.03	5.04	5.76	6.56	6.57
ROE (%)	18.7	22.7	21.5	22.7	21.4

ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASP

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ อย่างไรก็ตาม บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใด ๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมีได้เป็นการชี้แนะ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่เกี่ยวข้องกับหรือพึ่งพาของผู้อ่านใด ๆ กับ บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่ว่ากรณีใด

วันหยุดสัปดาห์ที่ 19 กรกฎาคม พ.ศ. 2555

คำแนะนำการลงทุน

ซื้อ

ราคาปัจจุบัน : 6.95 บาท

Fair Value : 7.50 บาท

มูลค่าตลาด : 27,731 ล้านบาท

การจัดอันดับบริษัทปี 2554



เปรียบเทียบประมาณการของ ASP กับ SAA consensus

EPS (บาท)	ASP	Cons	% diff
2555F	0.60	0.61	-1%
2556F	0.60	0.59	3%

ที่มา : ประมาณการโดยฝ่ายวิจัย ASP, SAA consensus

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

กวี มานิตสุวงษ์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 003974

✉ kawe@asiaplus.co.th

อนุวัฒน์ ศรีขจรรัตน์กุล

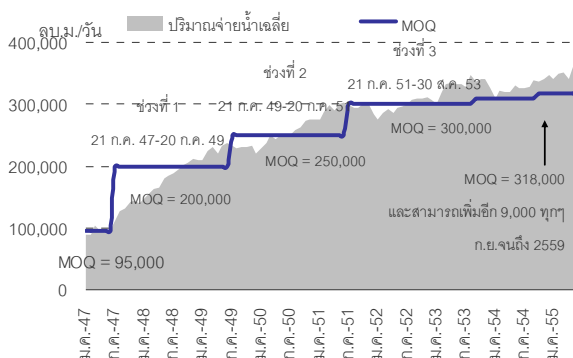
✉ anuwat@asiaplus.co.th

## ผลการดำเนินงาน 2Q55F

Key Data (Bm)	4Q53	1Q54	2Q54	3Q54	4Q54	1Q55	2Q55F	%QoQ	%YoY	1H54	1H55F	%YoY
รายได้	1,094	1,083	1,119	1,141	1,118	1,175	1,203	2.4%	7.5%	2,202	2,378	8.0%
ต้นทุนขาย	346	307	321	329	354	367	343	-6.6%	6.8%	629	711	13.0%
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	52	61	48	47	66	72	49	-31.8%	2.6%	109	122	11.9%
กำไรจากการดำเนินงาน	638	658	692	708	645	681	757	11.1%	9.5%	1,350	1,438	6.6%
กำไรสุทธิ	497	511	546	553	502	666	596	-10.6%	9.1%	1,057	1,262	19.3%
กำไรต่อหุ้น	0.12	0.13	0.14	0.14	0.13	0.17	0.15	-10.6%	9.1%	0.27	0.32	19.3%
SG&A/Sales	4.8%	5.6%	4.3%	4.1%	5.9%	6.2%	4.1%			4.9%	5.1%	
อัตรากำไรขั้นต้น	68.4%	71.6%	71.3%	71.2%	68.3%	68.7%	71.5%			71.5%	70.1%	
อัตรากำไรสุทธิ	45.4%	47.2%	48.8%	48.5%	44.9%	56.7%	49.5%			48.0%	53.0%	

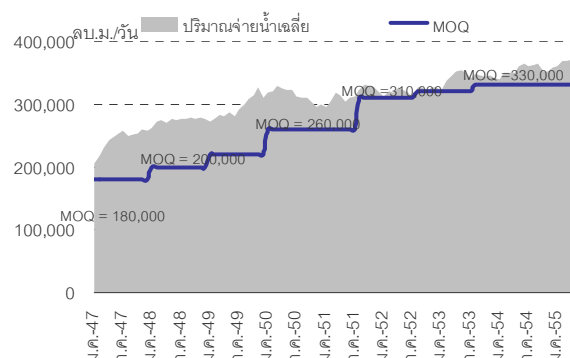
ที่มา :งบการเงินและฝ่ายวิจัย ASP

## ปริมาณจำหน่ายน้ำของ TTW เทียบกับ MOQ



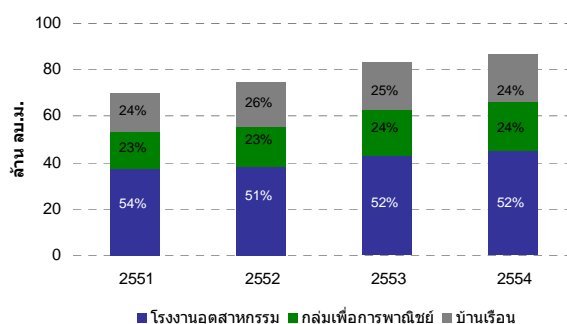
ที่มา : TTW และฝ่ายวิจัย ASP

## ปริมาณจำหน่ายน้ำของ PTW เทียบกับ MOQ



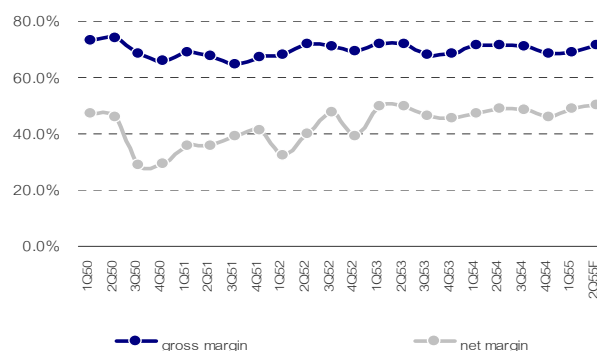
ที่มา : TTW และฝ่ายวิจัย ASP

## กลุ่มผู้ใช้บริการในพื้นที่ของ TTW



ที่มา : บริษัทและฝ่ายวิจัย ASP

## Gross margin และ Net margin รายไตรมาส



ที่มา : บริษัทและฝ่ายวิจัย ASP

สรุปตัวเลขสำคัญทางการเงิน									
งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)					งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
รายได้ค่าน้ำประปา	4,310	4,461	4,873	5,176	กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
ต้นทุนขายน้ำประปา	(1,294)	(1,312)	(1,423)	(1,501)	กำไรสุทธิ	2,063	2,113	2,408	2,414
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>3,016</b>	<b>3,149</b>	<b>3,450</b>	<b>3,675</b>	รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด				
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(197)	(222)	(242)	(257)	ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	644	628	622	656
ดอกเบี้ยจ่าย	(442)	(518)	(557)	(627)	กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้				
ค่าใช้จ่ายอื่น	(231)	(225)	(231)	(231)	อื่นๆ	874	225	90	55
รายได้อื่น	110	163	231	367	เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(793)	(987)	244	1
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	2,256	2,347	2,651	2,927	กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	2,788	1,979	3,365	3,126
ภาษีเงินได้	(182)	(211)	(323)	(502)	กระแสเงินสดจากการลงทุน				
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	2,074	2,136	2,328	2,425	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น				
กำไร/ขาดทุนจากผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	(11)	(12)	(12)	(12)	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	(486)	(1,092)	(2,730)	-
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	91	-	เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(1,022)	(103)	(500)	(1,000)
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>2,063</b>	<b>2,124</b>	<b>2,408</b>	<b>2,414</b>	กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	(1,508)	(1,195)	(3,230)	(1,000)
<b>EPS fully diluted</b>	<b>0.52</b>	<b>0.53</b>	<b>0.60</b>	<b>0.60</b>	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
					เพิ่ม/ลด เงินกู้	(206)	(236)	2,260	(470)
					เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	-	-	-
การเติบโตของยอดขาย	7.9%	3.5%	9.2%	6.2%	อื่นๆ	-	-	-	-
การเติบโตของกำไรสุทธิ	29.4%	2.4%	13.9%	0.3%	ลด จ่ายปันผล	(1,285)	(1,407)	(1,596)	(1,819)
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	70.0%	70.6%	70.8%	71.0%	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	(1,491)	(1,643)	664	(2,289)
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	47.9%	47.4%	49.4%	46.6%	เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	(212)	(658)	799	(163)
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)					งบดุล (ล้านบาท)				
	3Q54	4Q54	1Q55	2Q55F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
รายได้ค่าน้ำประปา	1,141	1,118	1,175	1,203	เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	2,074	1,967	2,766	2,602
ต้นทุนขายน้ำประปา	(329)	(354)	(367)	(343)	ลูกหนี้การค้า	401	431	455	483
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>812</b>	<b>764</b>	<b>808</b>	<b>860</b>	สินค้าคงเหลือ	24	25	26	28
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(32)	(53)	(72)	(49)	สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	63	46	106	130
ดอกเบี้ยจ่าย	(132)	(135)	(136)	(140)	ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	9,504	9,232	9,360	9,954
ค่าใช้จ่ายอื่น	(73)	(67)	(54)	(54)	<b>สินทรัพย์รวม</b>	<b>21,488</b>	<b>21,728</b>	<b>25,131</b>	<b>25,310</b>
รายได้อื่น	48	54	75	36					
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	623	563	621	653	เจ้าหนี้การค้า	33	41	40	42
ภาษีเงินได้	(67)	(47)	(41)	(42)	หนี้สินหมุนเวียนอื่น	604	347	691	744
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	556	516	580	611	<b>หนี้สินรวม</b>	<b>12,005</b>	<b>11,537</b>	<b>14,127</b>	<b>13,712</b>
ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	(3)	(3)	(5)	(5)					
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	(11)	91	-	ทุนที่ชำระแล้ว	3,990	3,990	3,990	3,990
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>553</b>	<b>502</b>	<b>666</b>	<b>606</b>	ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	2,638	2,638	2,638	2,638
					กำไรสะสม	3,427	4,134	4,945	5,540
					<b>ส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>9,484</b>	<b>10,191</b>	<b>11,003</b>	<b>11,598</b>
ยอดขาย (YoY)	4.4%	2.2%	8.5%	7.5%					
กำไรขั้นต้น (YoY)	9.4%	2.1%	4.1%	7.8%	<b>หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>21,488</b>	<b>21,728</b>	<b>25,130</b>	<b>25,310</b>
กำไรสุทธิ (YoY)	8.8%	1.1%	30.2%	10.9%					
อัตราส่วนทางการเงิน					สมมติฐานในการทำประมาณการ				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	4.12	1.25	5.26	2.10	กำลังการผลิตรวม (พันลบ.ม./วัน)	828.0	828.0	828.0	828.0
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	10.97	10.71	10.71	10.71	ปริมาณน้ำขั้นต่ำ TTW (พันลบ.ม./วัน)	309.0	318.0	327.0	336.0
อัตราส่วนหมุนเวียนวัสดุคงเหลือ (เท่า)	56.05	54.05	54.05	54.05	ปริมาณน้ำขั้นต่ำ PTW (พันลบ.ม./วัน)	330.0	330.0	330.0	330.0
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	35.31	35.37	35.37	35.37	ปริมาณจ่ายน้ำของ TTW (พันลบ.ม./วัน)	330.0	328.6	355.0	371.5
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อส่วนผู้ถือหุ้น	1.20	1.09	1.22	1.11	ปริมาณจ่ายน้ำของ PTW (พันลบ.ม./วัน)	345.3	355.0	370.9	383.9
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	9.7%	9.8%	10.3%	9.6%	อัตราค่าน้ำประปาของ TTW (บาท/ลบ.ม.)	24.46	25.11	26.01	27.06
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	22.7%	21.5%	22.7%	21.4%	อัตราค่าน้ำประปาของ PTW (บาท/ลบ.ม.)	10.99	11.37	11.83	12.19

ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP