

เอสวีไอ

การดำเนินงานปรับตัวดีขึ้นเรื่อยๆ

Electronics
Overweight

ประเด็นการลงทุน: แนวโน้มการดำเนินงานของ SVI ปรับตัวดีขึ้นเรื่อยๆ จากไตรมาสก่อนเนื่องจากการฟื้นตัวหลังการดำเนินงาน โดยกำไรหลักพลิกฟื้นตั้งแต่ไตรมาส 1/55 และเรคาดว่าจะเป็นรายงานการเติบโตถึง 71% QoQ ในไตรมาส 2/55, 140% HoH ในครึ่งหลังของปี และ 34% ในปี 2556 หนุนโดยปริมาณขายที่เพิ่มขึ้น, อัตรากำไรขั้นต้นที่เติบโตขึ้นและค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารที่ลดลง เรายังคงคำแนะนำ ถือ ด้วยราคาเป้าหมายปี 2555 ที่ 3.50 บาทอ้างอิงจาก EV/EBITDA ที่ 8.18 เท่า (สูงกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาวปี 2548-54 อยู่ 1.8 SD)

กำไรหลักเติบโตก้าวกระโดด QoQ จากไตรมาสก่อน...เรคาดว่าการกำไรหลักในไตรมาส 2/55 จะเพิ่มขึ้น 71% QoQ มาอยู่ที่ 111 ล้าน ยอดขายน่าจะเพิ่มขึ้น 31% QoQ หนุนโดยการดำเนินงานของโรงงานบางกะดีที่ฟื้นตัวกลับมาที่ประมาณ 65-70% ในไตรมาส 2/55 จาก 50% ในไตรมาส 1/55 แม้ว่าจะมีการปรับเพิ่มค่าแรงในระหว่างไตรมาสแต่อัตรากำไรขั้นต้นยังน่าจะขยายตัวได้ควบคู่ไปกับปริมาณขายที่เพิ่มขึ้นและเงินช่วยเหลือเล็กน้อยจากรัฐบาลในส่วนของค่าแรงที่บริษัทจ่ายไปในช่วงนำท่วมแม้ว่าจะไม่มีการดำเนินงานในช่วงเวลาดังกล่าว

เรคาดว่าค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายจะลดลง QoQ (แต่ยังคงสูงกว่าค่าปกติในช่วง 3-4%) เนื่องจากคาดว่าจะมีค่าใช้จ่ายในการซ่อมบำรุงเข้ามาอย่างต่อเนื่องในไตรมาส 2/55 SVI ให้แนวทางว่าอาจมีการบันทึกผลขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนแต่อย่างไรก็ตามคาดว่าเงินประกันที่เข้ามาจะมากกว่าผลขาดทุนดังกล่าว เรคาดว่าการไรสุทธิจะอยู่ที่ 130 ล้านบาท

...แนวโน้มจะยังแข็งแกร่งต่อเนื่องไปในครึ่งหลังของปี 2555...เรคาดว่าการกำไรหลักในครึ่งหลังของปีจะขยายตัวต่อเนื่องเนื่องจากอัตราการทำงานที่เพิ่มขึ้นเป็น 70-75% ในไตรมาส 3/55 และ 80-90% ในไตรมาส 4/55 อัตรากำไรขั้นต้นยังมีแนวโน้มที่จะเพิ่มขึ้นต่อเนื่องจากปริมาณขายที่เพิ่มขึ้น ส่วนอัตราค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายมีแนวโน้มที่จะลดลงจากไตรมาสก่อนแต่ยังคงสูงกว่าค่าปกติในปีนี้

BUALUANG RESEARCH

จินดารัตน์ เล้าทวีรุ่งสวัสดิ์
+66 2 618 1000

คำแนะนำพื้นฐาน: **ถือ**
เป้าหมายพื้นฐาน: 3.50 บาท
ราคา (06/08/12): 3.54 บาท

Key Ratios & Statistics

Market cap	Bt6.94bn		
12-mth price range	Bt2.80/Bt4.84		
12-mth avg daily volume	Bt47.20m		
# of shares (m)	19611		
Est. free float (%)	419		
Foreign limit (%)	100.0		
Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(0.1)	(0.9)	(37.7)
Absolute	0.6	(2.7)	(25.6)

Financial summary

FY Ended 31 Dec	2011	2012E	2013E	2014E
Revenues (Btm)	8,445	8,680	9,920	10,850
Net profit (Btm)	(1,275)	1,992	834	1,006
EPS (Bt)	(0.65)	1.02	0.43	0.52
BLS/Consensus (x)	0.95	2.77	1.06	0.97
EPS growth (%)	n.m.	n.m.	-58.1%	20.7%
Core profit (Btm)	794	610	817	989
Core EPS (Bt)	0.41	0.31	0.42	0.51
Core EPS growth (%)	21.3%	-23.3%	33.9%	21.1%
PER (x)	n.m.	3.4	8.1	6.7
Core PER (x)	10.3	11.1	8.3	6.9
EV/EBITDA (x)	8.2	8.1	6.3	5.2
PBV (x)	6.5	2.31	1.9	1.6
Dividend (Bt)	0.00	0.15	0.13	0.15
Dividend yield (%)	0.0	4.4	3.7	4.4
ROE (%)	(62.2)	95.0	25.8	25.9
Net gearing (x)	0.2	0.1	0.1	(0.1)

CG Rating - 2011



Company profile

SVI Plc is a PCB assembler. Most of its production is for industrial control applications and other niche markets. Its main customers are located in Scandinavia.

เนื่องจากเราคาดว่าจะมีการบันทึกค่าใช้จ่ายในการซ่อมบำรุงโรงงานหลังน้ำท่วมเข้ามาอย่างต่อเนื่องไตรมาสละประมาณ 10 ล้านบาท ส่วนเงินประกันยังเข้ามาช้ามาก (เพียง 214 ล้านบาทในครึ่งแรกของปี 2555) และมีแนวโน้มว่าเงินประกันก้อนใหญ่จะเลื่อนไปปี 2556 หากไม่รวมรายการพิเศษเราคาดว่ากำไรหลักจะขึ้นไปสูงสุดสูงสุดในไตรมาส 4/55

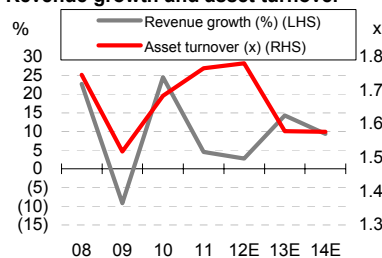
และกำไรหลักในปี 2556 ยังสูงสุดทำสถิติใหม่: เราคาดว่ารายได้ปี 2556 จะฟื้นตัวอย่างเต็มรูปแบบจากลูกค้าใหม่ 4 รายที่จะเข้ามาแทนที่รายได้ที่หายไปจากลูกค้า 1 ราย ในปี 2555 บริษัทตั้งเป้าหมายยอดขายที่ 350 ล้านบาท (เราตั้งสมมติฐานที่ 320 ล้านบาท) อัตรากำไรขั้นต้นมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นเนื่องจากลูกค้าใหม่มีอัตรากำไรขั้นต้นที่ดีกว่า เราคาดว่ากำไรหลักปี 2556 จะเติบโต 24% หนุนโดยการดำเนินงานที่ปรับตัวดีขึ้น และฐานที่ต่ำในปี 2555

Figure 1: Earnings comparisons

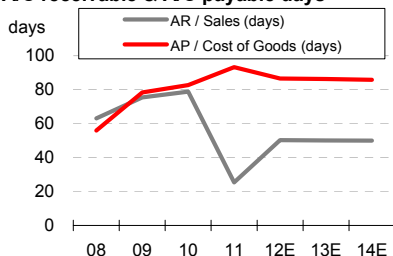
FY Ended 31 Dec (Btm)	2Q12E	2Q11	YoY %	1Q12	QoQ %	6M12E	6M11	YoY %	6M12E	Comment
									vs.	
Income Statement										
Revenue	2,080	2,456	(15)	1,591	31	3,671	4,912	(25)	42	Top-line dip YoY as Bangkadi plant's has yet
Cost of sales and services	(1,868)	(2,171)	(14)	(1,431)	31	(3,299)	(4,323)	(24)	43	to fully recove but jump QoQ on purchasing
EBITDA	127	275	(54)	105		232	561		26	order improvement.
EBIT	116	213	(46)	76	53	192	439	(56)	31	GM should expand by a slight margin on
Interest expense	(14)	(6)	144	(7)	111	(21)	(12)	71	40	on sales volume increase.
Other income/exp.	11	15	(26)	(4)	nm	7	30	(77)	15	
Equity earnings from affiliates	0	0	nm	0	nm	0	0	nm	nm	
Extra items	20	27	(26)	239	(92)	259	26	907	nm	
EBT	113	222	(49)	65	74	178	457	(61)	29	
Corporate tax	(2)	(4)	(36)	0	nm	(2)	(8)	(71)		
Minority interest	0	0	nm	0	nm	0	0	nm		
Net profit (loss)	131	246	(47)	304	(57)	434	475	(8)	22	Bottom-line should decrease YoY on and
Reported EPS	0.07	0.13	(47)	0.2	(57)	0.22	0.24	(9)		lower slaes volume and dip YoY on slimmer
Core net profit	111	219	(49)	65	71	176	449	(61)	29	insurance payout.

Sources: Company, Bualuang Research estimates

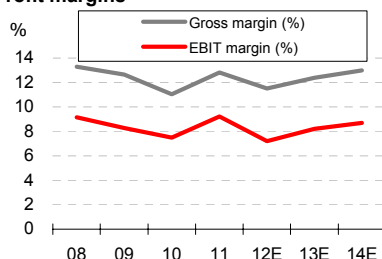
Revenue growth and asset turnover



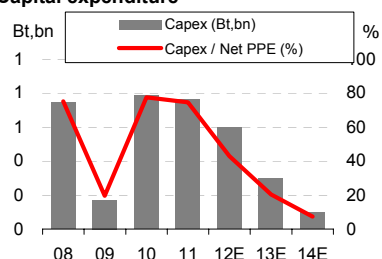
A/C receivable & A/C payable days



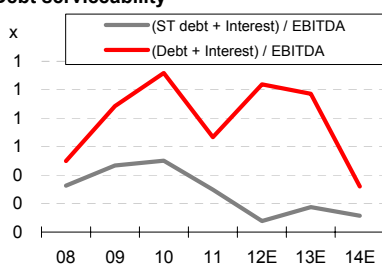
Profit margins



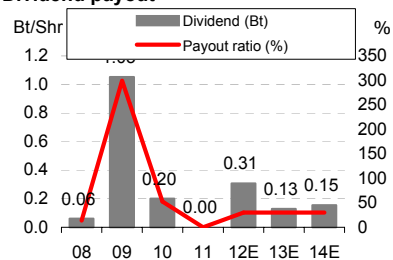
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



PROFIT & LOSS (Btm)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Revenue	8,079	8,445	8,680	9,920	10,850
Cost of sales and services	(7,188)	(7,363)	(7,682)	(8,690)	(9,440)
Gross profit	891	1,083	998	1,230	1,411
SG&A	(286)	(304)	(373)	(417)	(467)
EBIT	605	778	625	813	944
Interest expense	(22)	(23)	(51)	(53)	(15)
Other income/exp.	91	50	47	73	80
EBT	675	805	621	833	1,009
Corporate tax	(9)	(11)	(11)	(17)	(20)
After-tax net profit (loss)	667	794	610	817	989
Minority interest	0	0	0	0	0
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	68	(2,069)	1,383	17	17
Net profit (loss)	735	(1,275)	1,992	834	1,006
Reported EPS	0.38	(0.65)	1.02	0.43	0.52
Fully diluted EPS	0.37	(0.65)	1.02	0.43	0.52
Core net profit	667	794	610	817	989
Core EPS	0.34	0.41	0.31	0.42	0.51
EBITDA	851	1,027	890	1,115	1,235

KEY RATIOS

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Revenue growth (%)	24.6	4.5	2.8	14.3	9.4
Gross margin (%)	11.0	12.8	11.5	12.4	13.0
EBITDA margin (%)	10.5	12.2	10.2	11.2	11.4
Operating margin (%)	8.6	9.8	7.7	8.9	9.4
Net margin (%)	9.1	(15.1)	23.0	8.4	9.3
Core profit margin (%)	8.3	9.4	7.0	8.2	9.1
ROA (%)	15.3	(26.7)	40.9	13.3	14.6
ROCE (%)	23.0	(44.8)	69.6	19.9	21.9
Asset turnover (x)	1.7	1.8	1.8	1.6	1.6
Current ratio (x)	2.0	1.3	2.2	2.2	2.2
Gearing ratio (x)	0.3	0.5	0.3	0.3	0.1
Interest coverage (x)	39.2	45.1	17.4	21.0	81.1

BALANCE SHEET (Btm)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Cash & Equivalent	676	374	479	748	799
Accounts receivable	1,745	587	1,195	1,362	1,486
Inventory	1,480	1,117	1,315	1,773	1,926
PP&E-net	1,012	1,023	1,396	1,468	1,361
Other assets	699	852	1,412	1,418	1,418
Total assets	5,613	3,954	5,798	6,770	6,991
Accounts payable	1,629	1,881	1,822	2,052	2,218
ST debts & current portion	405	284	18	143	126
Long-term debt	525	379	853	887	256
Other liabilities	208	160	160	160	160
Total liabilities	2,767	2,704	2,854	3,242	2,759
Paid-up capital	1,939	1,950	1,950	1,950	1,950
Share premium	4	16	16	16	16
Retained earnings	896	(696)	998	1,581	2,285
Shareholders equity	2,846	1,250	2,944	3,528	4,232
Minority interests	0	0	0	0	0
Total Liab.&Shareholders' equity	5,613	3,954	5,798	6,770	6,991

CASH FLOW (Btm)

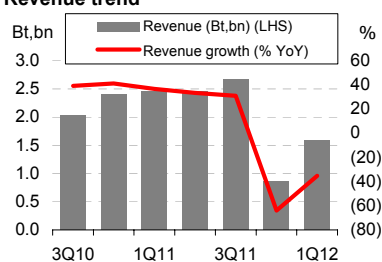
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Net income	735	(1,275)	1,992	834	1,006
Depreciation and amortization	155	199	218	229	211
Change in working capital	(550)	91	(866)	(402)	(115)
FX, non-cash adjustment & others	1	2,020	0	0	0
Cash flows from operating activities	341	1,036	1,344	661	1,102
Capex (Invest)/Divest	(785)	(763)	(600)	(300)	(100)
Others	(75)	0	0	0	0
Cash flows from investing activities	(859)	(763)	(600)	(300)	(100)
Debt financing (repayment)	366	(275)	209	159	(649)
Equity financing	292	24	0	0	0
Dividend payment	(159)	(204)	(299)	(250)	(302)
Others	0	(114)	0	0	0
Cash flows from financing activities	499	(568)	(90)	(92)	(951)
Net change in cash	(20)	(296)	655	269	51

Free cash flow (Btm)

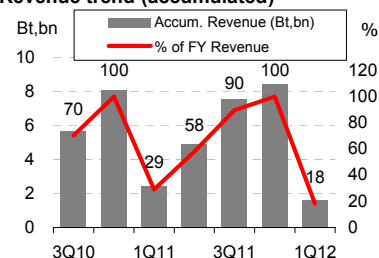
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
FCF per share (Bt)	(0.23)	0.14	0.38	0.18	0.51

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

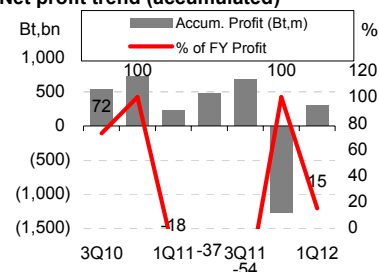
Revenue trend



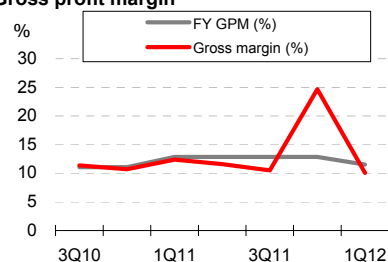
Revenue trend (accumulated)



Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12
Revenue	2,455	2,456	2,665	869	1,591
Cost of sales and services	(2,152)	(2,171)	(2,385)	(654)	(1,431)
Gross profit	304	285	280	214	160
SG&A	(78)	(72)	(81)	(73)	(84)
EBIT	226	213	199	141	76
Interest expense	(6)	(6)	(5)	(5)	(7)
Other income/exp.	15	15	11	8	(4)
EBT	235	222	205	144	65
Corporate tax	(4)	(4)	(2)	(0)	0
After-tax net profit (loss)	230	219	202	143	65
Minority interest	0	0	0	0	0
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	(1)	27	12	(2,107)	239
Net profit (loss)	229	246	214	(1,964)	304
Reported EPS	0.12	0.13	0.11	(1.01)	0.16
Fully diluted EPS	0.12	0.13	0.11	(1.01)	0.16
Core net profit	230	219	202	143	65
Core EPS	0.12	0.11	0.10	0.07	0.03
EBITDA	286	275	257	209	105

KEY RATIOS	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12
Gross margin (%)	12.4	11.6	10.5	24.7	10.1
EBITDA margin (%)	11.6	11.2	9.7	24.0	6.6
Operating margin (%)	9.8	9.3	7.9	17.2	4.5
Net margin (%)	9.3	10.0	8.0	(226.1)	19.1
Core profit margin (%)	9.4	8.9	7.6	16.5	4.1
BV (Bt)	1.58	1.60	1.71	0.64	0.79
ROE (%)	31.0	31.8	26.6	(342.5)	86.7
ROA (%)	15.8	16.7	14.4	(156.5)	27.0
Current ratio (x)					
Gearing ratio (x)	0.3	0.1	0.1	0.5	0.6
Interest coverage (x)	45.0	47.9	49.1	38.4	15.8

QUARTERLY BALANCE SHEET (Btr)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12
Cash & Equivalent	669	441	632	374	656
Accounts receivable	2,003	2,107	2,243	587	1,186
Inventory	1,718	1,672	1,585	1,117	1,681
PP&E-net	0	0	0	0	0
Other assets	1,555	1,595	1,625	1,875	1,516
Total assets	5,945	5,815	6,085	3,954	5,039
Accounts payable	1,750	1,683	1,882	1,881	2,402
ST debts & current portion	429	402	404	284	368
Long-term debt	455	0	0	379	609
Other liabilities	243	625	562	160	108
Total liabilities	2,877	2,710	2,847	2,704	3,488
Paid-up capital	1,940	1,940	1,950	1,950	1,951
Share premium	6	6	16	16	16
Retained earnings	1,125	1,167	1,283	(696)	(392)
Shareholders equity	3,068	3,105	3,336	1,250	1,551
Minority interests	0	0	0	0	0
Total Liab.&Shareholders' equity	5,945	5,815	6,183	3,954	5,039

Sources: Company data, Bualuang Research

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, BEC, BGH, BH, BIGC, BJC, BLA, BTS, CPALL, CPF, DTAC, EGCO, ESSO, GLOW, HMPRO, HEMRAJ, INTUCH, IRPC, IVL, KBANK, KTB, LH, MINT, PS, PTT, PTTEP, PTTGC, SCB, SCC, SPALI, STA, TCAP, THAI, TISCO, TOP, TMB, 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.