

ราคาขายโลกร่วงแรง กดดันผลการดำเนินงาน 2Q-3Q55...แนะนำขาย

▶ ภาวะตลาดไม่เอื้ออำนวย กดดันกำไรสุทธิ STA ใน 2Q-3Q55

จากที่ประชุม Analyst Meeting วานนี้ STA ได้ชี้แจงถึงสาเหตุของผลการดำเนินงานในงวด 2Q55 ต้องเผชิญขาดทุนสุทธิ 441 ล้านบาท ซึ่งพลิกจากที่เคยมีกำไร 397 ล้านบาทในงวด 1Q55 โดยมีปัจจัยกดดันจาก 1) ยอดขายรวมที่ชะลอตัว 16% qoq ผลจากปริมาณขายยางพารารวมที่หดตัว 18% qoq เนื่องจากผู้ประกอบการในต่างประเทศชะลอคำสั่งซื้อ เพราะยังกังวลเกี่ยวกับปัญหาเศรษฐกิจโลก โดยเฉพาะจีน ซึ่งเป็นประเทศผู้บริโภคยางธรรมชาติรายใหญ่ที่สุดของโลก และ 2) อัตรากำไรขั้นต้นปรับตัวลดลงสู่ระดับ 2.7% (จาก 4.8% ในงวด 1Q55) ผลจากราคายางพาราในตลาดโลกที่ผันผวนรุนแรงตลอดทั้งไตรมาส และมีราคาปิด ณ สิ้นงวด 2Q55 อยู่ในระดับต่ำ ส่งผลให้บริษัท บันทึกค่าเผื่อการลดลงของสินค้าคงเหลือ จำนวน 381 ล้านบาท ขณะที่ภาพรวมธุรกิจของ STA ในช่วง 2H55 คาดว่ายังไม่สดใสต่อเนื่อง เพราะภาวะตลาดไม่เอื้ออำนวย ส่งผลให้ลูกค้าต่างประเทศคงรักษาระดับสต็อกสินค้าของตนเองให้อยู่ในระดับต่ำต่อเนื่อง ทำให้บริษัท มีการปรับลดเป้าหมายปริมาณขายยางพารารวมในปี 2555 เหลือเพียง 1 ล้านตัน (จากเดิม 1.15 ล้านตัน) นอกจากนี้ ราคาขายพาราในตลาดโลก ล่าสุดอยู่ที่ระดับ 242 เหรียญสหรัฐ/ตัน ลดลง 13% จากสิ้นงวด 2Q55 จึงทำให้มีความเสี่ยงที่บริษัท อาจต้องบันทึกค่าเผื่อการลดลงของสินค้าคงเหลือต่อเนื่องในงวด 3Q55

▶ ปรับลดประมาณการกำไร...คาด 2H55 ยังไม่สดใสต่อเนื่อง

ผลการดำเนินงานใน 1H55 ขาดทุนสุทธิ 44 ล้านบาท เทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อนหน้าที่เคยมีกำไรมากถึง 2.5 พันล้านบาท และต่ำกว่าประมาณการกำไรสุทธิทั้งปี 2555 อย่างมีนัยยะ จึงทำให้ฝ่ายวิจัยต้องปรับลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2555-56 โดยสาเหตุหลักจาก 1) **ปรับลดสมมติฐานปริมาณขายยางพารารวมในปี 2555-56 ลง 5% จากเดิม** เพื่อสะท้อนการชะลอตัวของคำสั่งซื้อจากลูกค้า และเป็นไปตามเป้าหมายของบริษัท และ 2) **ปรับลดสมมติฐานราคาขายแผ่น และยางแท่ง (อ้างอิงตลาดสิงคโปร์) ในปี 2555-56 ที่ระดับ 110 บาท/กก. และ 105 บาท/กก. ตามลำดับ หรือลดลง 8% และ 9% จากเดิม ตามลำดับ** แม้ว่าเวทีประชุมระหว่างกลุ่มผู้ผลิตยางรายใหญ่ทั้ง 3 ประเทศ (ประกอบด้วยไทย มาเลเซีย และอินโดนีเซีย) จะร่วมมือกันเพื่อลด Supply ยางพาราในตลาดโลก ด้วยวิธีการจำกัดการส่งออก ซึ่งอยู่ระหว่างการเตรียมทำรายละเอียด ถือเป็นปัจจัยบวกที่ฝ่ายวิจัยยังไม่ได้รวมไว้ในสมมติฐานราคาขาย แต่มาตรการดังกล่าวถือเป็นความเสี่ยงต่อปริมาณขายรวมของ STA อาจไม่เป็นไปตามเป้าหมายที่คาดไว้ เนื่องจากบริษัท ต้องพึ่งพิงการส่งออกในสัดส่วนมากถึง 80% ของปริมาณขายรวม จึงคาดว่า STA อาจไม่ได้รับประโยชน์จากมาตรการดังกล่าวมากนัก โดยรวมแล้ว ฝ่ายวิจัยคาดการณ์กำไรสุทธิในปี 2555 เท่ากับ 394 ล้านบาท หดตัวอย่างมีนัยยะ ถึง 70% yoy ขณะที่ประมาณการกำไรสุทธิในปี 2556 จะปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 893 ล้านบาท เติบโตถึง 126% yoy แต่ก็ยังถือว่าเป็นระดับต่ำมากเมื่อเทียบกับช่วงที่ผ่านมา

▶ คงคำแนะนำ ขาย...FV ใหม่ เหลือเพียง 11.2 บาท

ภายหลังจากการปรับลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2555-56 ส่งผลให้มูลค่าพื้นฐานใหม่ของ STA เท่ากับ 11.2 บาท โดยราคาหุ้นปัจจุบันยังคงสูงกว่ามูลค่าพื้นฐานใหม่ จึงยังคงคำแนะนำขาย ส่วนนักลงทุนสามารถยอมรับความเสี่ยงในต่างประเทศได้ ฝ่ายวิจัยแนะนำหุ้นที่อยู่ในธุรกิจขึ้นปลายของอุตสาหกรรมยางโลก ซึ่งได้รับอานิสงค์จากราคาวัตถุดิบที่ปรับตัวลดลง ได้แก่ Top Glove (TOPG MK EQUITY) ซึ่งดำเนินธุรกิจถุงมือยาง หรือ Goodyear Tire (GT US EQUITY) และ Bridgestone (5108 JP EQUITY) ซึ่งดำเนินธุรกิจยางล้อรถยนต์

Key Data (ล้านบาท)	FY52A	FY53A	FY54A	FY55F	FY56F
ยอดขาย	45,585	83,845	133,704	105,137	115,637
กำไรสุทธิ	2,142	3,820	1,306	394	893
EPS (บาท)	2.14	3.82	1.02	0.31	0.70
PER (x)	6.6	3.7	13.9	46.1	20.4
DPS (บาท)	0.60	1.25	0.31	0.09	0.21
Div Yield (%)	4.2	8.8	2.2	0.7	1.5
BVS (บาท)	7.33	10.35	14.01	14.01	14.62
PBV (x)	1.9	1.4	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA (x)	15.4	9.0	10.1	18.2	13.4
ROE (%)	33.2	43.2	9.2	2.2	4.9

ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASP

วันพฤหัสบดีที่ 16 สิงหาคม พ.ศ. 2555

คำแนะนำการลงทุน

ขาย

ราคาปัจจุบัน : 14.2 บาท

Fair Value : 11.2 บาท

มูลค่าตลาด : 18,176 ล้านบาท

การจัดอันดับบริษัทปี 2554



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

ธิปวัช สุวรรณธำมรงค์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์ : 034124

 thiptawat@asiaplus.co.th

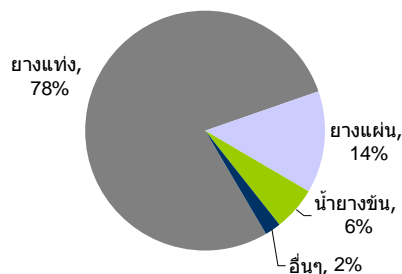
ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งที่มาเชื่อถือ อย่างใกล้ชิด บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใด ๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมีได้เป็นการชี้แนะ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือพันธะผูกพันใด ๆ กับ บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่ว่ากรณีใด

ผลการดำเนินงาน 2Q55 ของ STA

(ล้านบาท)	4Q53	1Q54	2Q54	3Q54	4Q54	1Q55	2Q55	%QoQ	% YoY	1H55	1H54	% YoY
ยอดขาย	22,587	36,700	35,232	33,636	28,136	29,266	24,618	-15.9%	-30.1%	53,885	71,932	-25.1%
ต้นทุนขาย	(21,315)	(33,879)	(33,751)	(32,676)	(27,636)	(27,864)	(23,963)	-14.0%	-29.0%	(51,827)	(67,630)	-23.4%
กำไรขั้นต้น	1,272	2,821	1,481	960	500	1,402	656	-53.3%	-55.7%	2,058	4,302	-52.2%
ค่าใช้จ่ายในการขาย	(824)	(1,106)	(926)	(1,001)	(1,162)	(1,164)	(857)	-26.4%	-7.5%	(2,021)	(2,032)	-0.5%
กำไร (ขาดทุน) จาก Fx	153	(9)	240	(119)	98	329	(116)	-135.3%	-148.4%	213	231	-7.8%
กำไรสุทธิ	655	1,763	716	(67)	(648)	397	(441)	-211.0%	-161.6%	(44)	2,479	-101.8%
กำไรดำเนินงาน	448	1,715	555	(40)	(662)	238	(201)	-184.4%	-136.2%	37	2,270	-98.4%
EPS (บาท)	0.65	1.38	0.56	(0.05)	(0.51)	0.31	(0.34)	-211.0%	-161.6%	(0.03)	1.94	-101.8%
Gross margin	5.6%	7.7%	4.2%	2.9%	1.8%	4.8%	2.7%			3.8%	6.0%	
SG&A/Sales	3.7%	3.0%	2.6%	3.0%	4.1%	4.0%	3.5%			3.8%	2.8%	

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP และ Bloomberg

โครงสร้างรายได้รวมของ STA



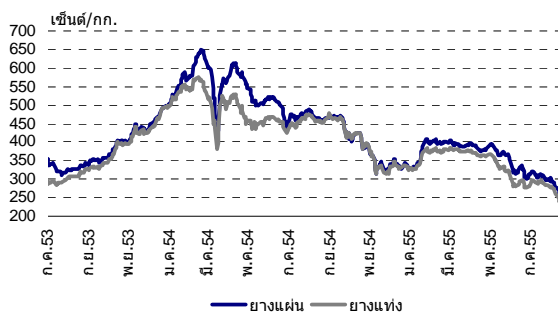
ที่มา : STA

ประมาณการกำไรสุทธิปี 2555-56 ก่อน และหลังปรับปรุง

	2555F		2556F		% การเปลี่ยนแปลง	
	ใหม่	เดิม	ใหม่	เดิม	2555F	2556F
ยอดขาย (ล้านบาท)	105,137	119,442	115,637	132,378	-12.0%	-12.6%
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	394	2,637	893	2,939	-85.1%	-69.6%
EPS (บาท)	0.31	2.06	0.70	2.30	-85.1%	-69.6%
Fair value (บาท)	11.21	16.50			-32.1%	
สมมติฐานของฝ่ายวิจัย ASP						
วิธีประเมินมูลค่า	PBV 0.8x	PER 8x				
ราคาขายแผ่น (บาท/กก.)	110	119	110	119	-7.7%	-7.7%
ราคาขายแท่ง (บาท/กก.)	105	116	105	116	-9.1%	-9.1%
ปริมาณขายรวม (ตัน)	1,000,000	1,048,000	1,100,000	1,160,000	-4.6%	-5.2%
Gross margin	3.8%	5.2%	4.5%	5.2%		

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

ราคาขายพาราในตลาดสิงคโปร์



ที่มา : Bloomberg

เปรียบเทียบหุ้นในกลุ่มยางพาราในไทย และภูมิภาค

	Rec. / BB Rating	ราคาปัจจุบัน	ราคาเป้าหมาย	Upside (%)	PBV		PER		
					2555F	2556F	2555F	2556F	
STA	SELL	14.20	11.21	(21)	1.01	0.97	46.14	19.49	
TOP GLOVE CORP B		4.05	5.42	5.37	(1)	2.71	2.50	17.89	16.28
HARTALEGA HLDGS		3.41	4.48	4.51	1	4.29	3.68	14.36	12.99
SUPERMAX CORP		3.75	2.22	2.13	(4)	1.70	1.52	11.44	10.18
GOODYEAR TIRE		3.83	11.64	15.75	35	2.64	1.62	6.16	4.84
BRIDGESTONE CORP		4.33	1,844	2,337	27	1.11	0.98	8.15	7.46

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP และ Bloomberg

ประมาณการกำไรสุทธิปี 2555-56 ของ STA

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)					งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
ยอดขาย	83,845	133,704	105,137	115,637	กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
ต้นทุนขาย	(78,679)	(127,941)	(101,142)	(110,434)	กำไรสุทธิ	3,760	1,306	394	893
กำไรขั้นต้น	5,167	5,763	3,995	5,204	รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด				
ค่าใช้จ่ายในการขาย	(2,357)	(4,232)	(3,680)	(4,047)	ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	372	476	1,065	1,107
ดอกเบี้ยจ่าย	(398)	(885)	(965)	(1,013)	กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	(203)	140	-	-
ค่าใช้จ่ายอื่น	-	-	-	-	เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(11,529)	(1,896)	(3,688)	(2,698)
รายได้อื่น	786	1,336	894	984	กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	(7,529)	2,587	(1,454)	509
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	3,198	1,981	204	1,087	กระแสเงินสดจากการลงทุน				
ภาษีเงินได้	(273)	(629)	(35)	(185)	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะยาว	-	-	(3,850)	(1,500)
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	2,925	1,352	170	902	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	-	-	-	-
กำไร/ขาดทุนจาก Fx	925	(23)	226	-	เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(1,397)	(2,844)	-	-
รายการพิเศษอื่น ๆ	(21)	(23)	(2)	(9)	อื่นๆ	-	-	-	-
กำไรสุทธิ	3,820	1,306	394	893	กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	(633)	(2,733)	(4,809)	(2,741)
EPS (บาท)	3.82	1.02	0.31	0.70	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
กำไรจากการดำเนินงาน	2,905	1,329	168	893	เพิ่ม/ลด เงินกู้	-	2,150	6,490	1,200
Norm EPS (บาท)	2.90	1.04	0.13	0.70	เพิ่ม/ลด ส่วนผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	-	(16)	2	9
					เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	-	-	-
การเติบโตของยอดขาย (%)	83.93%	59.46%	-21.37%	9.99%	ลด จ่ายปันผล	-	-	(392)	(118)
การเติบโตของกำไรสุทธิ (%)	78.32%	-65.80%	-69.84%	126.68%	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	8,956	646	6,098	1,082
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น (%)	6.16%	4.31%	3.80%	4.50%	เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	794	499	(165)	(1,150)
อัตราส่วนกำไรสุทธิ (%)	4.56%	0.98%	0.37%	0.77%					
งบกำไรขาดทุนรวมไตรมาส (ล้านบาท)					งบดุล (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	3Q54	4Q54	1Q55	2Q55	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
ยอดขาย	33,636	28,136	29,266	24,618	เงินสด & เงินฝาก	1,774	2,273	2,108	958
ต้นทุนขาย	(32,676)	(27,636)	(27,864)	(23,963)	ลูกหนี้การค้า	6,240	7,787	11,682	12,849
กำไรขั้นต้น	960	500	1,402	656	สินค้าคงเหลือ	20,282	17,337	16,857	18,406
ค่าใช้จ่ายในการขาย	(1,001)	(1,162)	(1,164)	(857)	สินทรัพย์หมุนเวียน	28,951	28,332	31,262	32,838
ดอกเบี้ยจ่าย	(277)	(284)	(190)	(219)	สินทรัพย์รวม	37,656	40,412	46,136	48,358
รายได้อื่น	250	355	120	(60)	เจ้าหนี้การค้า	3,042	2,544	1,945	2,124
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	(85)	(590)	168	(481)	หนี้สินหมุนเวียน	24,788	19,471	26,383	27,834
ภาษีเงินได้	136	(160)	(102)	162	หนี้สินรวม	27,264	22,381	28,101	29,540
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	50	(751)	66	(319)	ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	42	94	96	105
กำไร/ขาดทุนจาก Fx	(119)	98	329	(116)	ส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมด	10,349	17,936	17,939	18,713
ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	2	5	2	(6)	ทุนที่ชำระแล้ว	1,000	1,280	1,280	1,280
กำไรจากการขายสินทรัพย์	-	-	-	-	ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	1,124	8,551	8,551	8,551
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	-	-	กำไรสะสม				
กำไรสุทธิ	(67)	(648)	397	(441)	สำรองตามกฎหมาย	100	128	128	128
					สำหรับผู้ถือหุ้น	7,729	7,437	7,439	8,214
การเติบโตของยอดขาย (YoY)	62.66%	24.57%	-20.26%	-30.12%	หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	37,656	40,412	46,136	48,358
การเติบโตของกำไรสุทธิ (YoY)	-110.25%	-198.88%	-77.45%	-161.60%	สมมติฐานในการทำประมาณการ				
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	2.85%	1.78%	4.79%	2.66%	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	-0.20%	-2.30%	1.36%	-1.79%	ปริมาณการขาย (ตัน)				
อัตราส่วนทางการเงิน					ยางแผ่นรมควัน (RSS3)	140,206	140,000	119,000	119,000
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F	ยางแท่ง (STR 20)	581,212	730,000	770,500	870,500
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.17	1.46	1.18	1.18	ราคาขายพารา (บาท/กก.)				
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	16.09	19.06	10.80	9.43	ยางแผ่นรมควัน (RSS3)	111	143	110	110
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	5.17	6.80	5.92	6.26	ยางแท่ง (STR 20)	110	135	105	105
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	34.31	45.81	45.06	54.28	อัตราแลกเปลี่ยนเฉลี่ย (บาท/US\$)	32.00	30.00	30.00	30.00
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น (เท่า)	2.63	1.25	1.57	1.58					
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	12.6%	3.3%	0.9%	1.9%					
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	43.2%	9.2%	2.2%	4.9%					

ที่มา : งบการเงิน / ฝ่ายวิจัย ASP