

วันพฤหัสบดีที่ 16 สิงหาคม พ.ศ. 2555

## ASP Top Picks

- ROJNA (ซื้อ): 2Q55 กำไรโดดเด่น...ปรับเพิ่มประมาณการและ Fair Value
- THCOM (ซื้อ): มูลค่าพื้นฐานใหม่ 19 บาท และมีโอกาสบวกได้อีก จากแผนในอนาคต

## ASP Fundamental Update

- AH (ซื้อ): แนวโน้ม 2H55 ยังเติบโตดี ทำให้มีโอกาสปรับเพิ่มกำไร และ FV ปี'55
- AOT (ถือ): มี Upside จำกัด จากมูลค่าพื้นฐานปีหน้าที่ 72.0 บาท แนะนำ "ถือ"
- BGH (ถือ): แม้ราคาใกล้เต็มมูลค่าแล้ว แต่อนาคตยังสดใส ยืนยัน "ถือ"
- BKI (ถือ): กำไร 2Q55 ยังอ่อนแอตามคาด พอร์ตลงทุนยังเป็นตัวช่วยพุงที่ดี
- CPNRF (ซื้อ): อัตราเงินปันผลยังน่าสนใจ ให้ Div Yield เฉลี่ย 7% ต่อปี
- ERW (ถือ): ธุรกิจโรงแรม 3Q55 ยังขาดทุนอยู่ แต่จะมีกำไรใน 4Q55
- KKC (ถือ): ผลกระทบจากขาดทุนอัตราแลกเปลี่ยน กดดันต่อกำไรงวด 2Q55
- LH (ถือ): Norm Profit 2Q55 เติบโต...ปันผล 1H55 จำนวน 0.2 บาท/หุ้น
- POPF (ซื้อ): แนวโน้ม 2H55 จะดีขึ้นหลังมีผู้เข้าเข้ามาเพิ่ม...ให้ Yield เฉลี่ย 8%
- RML (ซื้อ): 2H55 ส่งมอบ The River มากขึ้น หนุนกำไร 3Q-4Q55 เติบโต
- SCB (ซื้อ): แรงกดดันกรณี SSI เริ่มผ่อนคลาย...ราคาหุ้นน่าจะกลับมา outperform ได้
- SITHAI (ซื้อ): 2Q55 กำไร 121 ล้านบาท สูงกว่าความคาดหมาย คงแนะนำ ซื้อ
- SPALI (ถือ): 2Q55 กำไร 304 ล้านบาทเพิ่ม 15% QoQจ่ายปันผล 0.30 บาท/หุ้น
- SSI (ถือ): ราคาเหล็กที่ตกลงแรง กดดันผลประกอบการงวด 2Q55 ให้ขาดทุนหนัก
- STA (ขาย): ราคาขายโลกร่วงแรง กดดันผลการดำเนินงาน 2Q-3Q55 แนะนำขาย
- TPIPL (ถือ): กำไร 2Q55 ทరుตหนัก...จากแรงกดดันของธุรกิจโทรคมนาคมที่ย่ำแย่
- พลังงาน-ปิโตรเคมี (เท่าตลาด): ราคาโอเลฟินส์ฟื้นตัวเด่นสุดสัปดาห์นี้ ขณะที่ Spread PET ยังเพิ่มขึ้นต่อ

## ASP Model Portfolio

Stock	Weight	Fair Value
TCAP	16%	40.00
SC	11%	17.82
CPF	16%	41.00
EASTW	10%	12.50
KCAR	11%	21.60
BANPU	9%	621.12
TOP	13%	70.16
RATCH	11%	54.71

ปัจจุบันบริษัทกระทำการในฐานะบริษัทผู้ออกและที่ปรึกษาทางการเงินของโบสถ์สำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ในหุ้น BGH, BIGC, CPN, MINT, PS, PTTEP, SCB, SPALI, THAI, TUF



### บริการใหม่ สายงานวิจัย ASP

"ASP Exclusive Portfolio Clinic" เป็นการให้คำปรึกษาเกี่ยวกับบริหารและจัดการพอร์ตลงทุน โดยจะเปิดโอกาสให้ผู้สนใจทุกรายสามารถส่งรายละเอียดพอร์ต พร้อมรับคำแนะนำ โดยไม่คิดค่าใช้จ่าย

สนใจติดต่อพร้อมส่งรายละเอียดมาที่

Tel:

02-680-1334 ประภิต สิริวัฒนเกตุ  
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์ 031178

02-680-1550 เขียร กนกพงศ์ศักดิ์  
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์ 043929

และ 02-680-1127, 02-680-1227

## 2Q55 กำไรโดดเด่น...ปรับเพิ่มประมาณการและ Fair Value

## ▶ 2Q55 Norm Profit ถึง 651 ล้านบาท จากยอดโอนฯที่ติดระดับสูง

ROJNA ประกาศงบการเงินงวด 2Q55 มีกำไรสุทธิ 704 ล้านบาท เมื่อหักรายการพิเศษจะเหลือกำไรจากการดำเนินงาน 651 ล้านบาท เพิ่มจาก 54 ล้านบาทในงวด 1Q55 มากกว่าคาด เนื่องจากมีรายได้จากการขายที่ดินถึง 1.2 พันล้านบาท เพิ่มจาก 249 ล้านบาทในงวด 1Q55 ซึ่งเกิดจากการโอนฯที่ดินให้ Guft JP กว่า 350 ไร่ ที่ระดับอัตรากำไรขั้นต้นสูง 69% และมีรายได้จากคอนโดที่ประเทศจีน 443 ล้านบาท ในโครงการ Kaina Business Plaza ส่วนรายได้จากการขายไฟฟ้าที่จีนเป็น 350 ล้านบาท อีกทั้งยังได้รับ Business Interruption 273 ล้านบาท โดยรวม ROJNA มีรายได้งวด 2Q55 เท่ากับ 2.44 พันล้านบาท เพิ่ม 1.2 เท่า QoQ และมี Norm Profit Margin ระดับ 26.5% ด้านโครงสร้างทางการเงินมีระดับ Net Gearing ทงตัวที่ 2.5 เท่า ซึ่งส่วนใหญ่เป็นการก่อหนี้เพื่อลงทุนธุรกิจโรงไฟฟ้าที่มีความเสี่ยงต่ำ

## ▶ ปี 2555 เพิ่มประมาณการ 19% ก่อนเติบโตก้าวกระโดดปี 2556

กำไรจากการดำเนินงาน 1H55 เท่ากับ 706 ล้านบาท ซึ่งสูงกว่าทั้งปี 2553 ที่ทำได้ 645 ล้านบาท น่าจะเป็นสิ่งยืนยันการฟื้นตัวของ ROJNA หลังได้รับผลกระทบจากน้ำท่วม โดยในช่วง 2H55 ยังมีแรงหนุนจาก Backlog ที่มีกำหนดรับรู้รายได้กว่า 200-300 ไร่ และโรงไฟฟ้า ROJNA Power 265MW จะกลับมาผลิตเต็มกำลังปลายปีนี้ นอกจากนี้จะได้รับส่วนแบ่งกำไรจากการขายโรงงาน/คลังเข้ากองทุนอสังหาริมทรัพย์ของ TICON มูลค่า 3.6 พันล้านบาทในงวด 4Q55 เข้ามาเสริมอีกด้วย ทั้งปี 2555 ฝ่ายวิจัยปรับเพิ่มประมาณการกำไรจากการดำเนินงานเป็น 976 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 19% จากประมาณการเดิม โดยหลักเป็นการปรับเพิ่ม Gross Margin การขายที่ดิน จ. ออยุธยา เป็น 65% จากเดิม 55% สำหรับปี 2556 จะมีหลายปัจจัยบวกทั้งยอดขายที่ดินกว่า 1 พันไร่ ในนิคมฯ จ. ออยุธยา และ 2 นิคมฯใหม่คือที่ระยองและปราจีนบุรี จะมีกำหนดรับรู้รายได้ ส่วนคอนโดที่จีนเฟส 2 คือโครงการ Kaina Overseas Chinese City ซึ่งปัจจุบันขายไปแล้วกว่า 85% ของมูลค่า 3.6 พันล้านบาท จะเริ่มส่งมอบต้นปี 2556 นอกจากนี้ส่วนขยายของโรงไฟฟ้า 165 MW จะถึงกำหนดเปิดดำเนินงานเช่นกัน จึงคาดว่าจะเห็นกำไรปี 2556 เติบโตต่อเนื่องเป็น 1.4 พันล้านบาท

## ▶ กำหนด Fair Value อิงวิธี SOTP หรือ 12.02 บาท แนะนำ ซื้อลงทุน

ฝ่ายวิจัยกำหนด Fair Value ด้วยวิธี Sum of The Parts โดยให้ธุรกิจนิคมฯที่ PER 14 เท่า รวมกับมูลค่าของ ROJNA Power ด้วยวิธี DCF จะได้ราคาที่เหมาะสมใหม่เท่ากับ 12.02 บาท คงคำแนะนำ ซื้อ ด้วย Upside จากราคาปัจจุบันถึง 35%

Key Data (ล้านบาท)	FY52A	FY53A	FY54A	FY55F	FY56F
ยอดขาย (ลบ)	6,887	8,181	6,328	6,069	10,273
กำไรสุทธิ (ลบ)	757	666	-838	1,312	1,450
Norm Profit (ลบ)	757	645	-285	976	1,450
Norm EPS (บาท)	0.85	0.68	-0.25	0.81	1.12
PER (เท่า)	10.5	13.0	-35.0	11.0	8.0
DPS (บาท)	0.55	0.70	0.00	0.42	0.46
Dividend Yield (%)	6.2	7.9	0.0	4.7	5.2
BV (บาท)	6.0	5.2	3.7	5.1	5.8
PBV (เท่า)	1.5	1.7	2.4	1.7	1.5

ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASP

วันพฤหัสบดีที่ 16 สิงหาคม พ.ศ. 2555

คำแนะนำการลงทุน

ซื้อ

ราคาปัจจุบัน : 8.90 บาท

Fair Value : 12.02 บาท

มูลค่าตลาด : 10,467 ล้านบาท

การจัดอันดับบริษัทปี 2554



เปรียบเทียบประมาณการของ ASP กับ SAA consensus

EPS (บาท)	ASP	Cons	% diff
2555F	0.81	1.10	-26%
2556F	1.12	0.90	24%

ที่มา : ประมาณการโดยฝ่ายวิจัย ASP, SAA consensus

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

เท็ดศักดิ์ ทวีธีระธรรม

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 004132

✉ therdsak@asiaplus.co.th

วีรพล เหลืองอมรชัย

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 033624

✉ weerapon@asiaplus.co.th

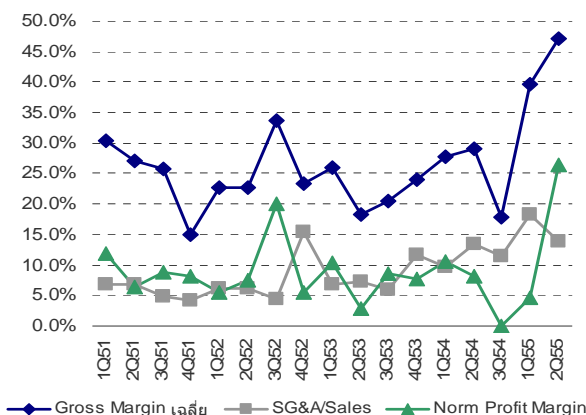
ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ดี บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใด ๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมีได้เป็นการชี้แนะ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือผูกพันใด ๆ กับ บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่ว่ากรณีใด

## ผลประกอบการรายไตรมาสของ ROJNA

Key Data (ล้านบาท)	3Q53	4Q53	1Q54	2Q54	3Q54	4Q54	1Q55	2Q55	% QoQ	% YoY	2555F	2554	% YoY
รายได้จากธุรกิจหลัก	2,003	2,844	2,125	2,129	1,765	308	1,106	2,438	120.5%	14.5%	6,069	6,328	-4.1%
ต้นทุนขาย	1,595	2,164	1,537	1,509	1,449	416	668	1,289	92.9%	-14.6%	3,624	4,910	-26.2%
กำไรขั้นต้น	408	680	588	621	315	(107)	438	1,150	162.5%	85.2%	2,446	1,417	72.6%
ค่าใช้จ่ายในการขาย&บริหาร	118	329	205	284	202	196	201	337	67.3%	18.7%	910	887	2.6%
EBITDA	485	621	562	525	341	(1,123)	440	972	121%	85.1%	2,526	327	672.3%
กำไรสุทธิ	196	223	230	177	2	(1,247)	338	704	108%	297%	1,312	(838)	n.a.
Norm Profit	177	227	230	177	2	(694)	54	651	1100%	267%	976	(285)	-442.5%
Norm EPS	0.19	0.24	0.23	0.15	0.00	(0.60)	0.05	0.56	1056%	261%	0.81	(0.25)	-417.5%
Gross Margin (%)	20.4%	23.9%	27.7%	29.1%	17.9%	-34.8%	39.6%	47.1%			40.3%	22.4%	
Norm Profit Margin (%)	8.6%	7.7%	10.6%	8.2%	0.1%	-232.5%	4.7%	26.5%			15.3%	-4.4%	

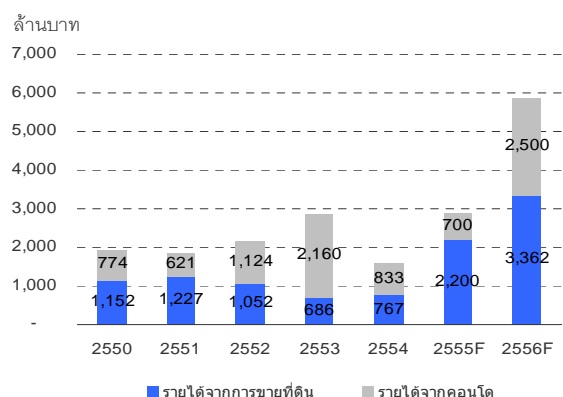
ที่มา : ROJNA / ฝ่ายวิจัย ASP

## ประสิทธิภาพการทำกำไรรายไตรมาส



ที่มา : ROJNA / ฝ่ายวิจัย ASP

## ประมาณการรายได้จากการขายที่ดินและคอนโด



ที่มา : ROJNA / ฝ่ายวิจัย ASP

## รายละเอียดการปรับประมาณการ

	ใหม่		เดิม	
	55F	56F	55F	56F
Norm Profit (ลบ.)	976	1,450	823	1,417
Norm EPS (บาท)	0.81	1.12	0.68	1.09
Fair Value PER (X)	SOTP		SOTP	
Fair Value (บาท)	12.02		10.22	
<b>รายละเอียดประมาณการ</b>				
ยอดขายที่ดิน (ไร่)	1,000	1,000	1,000	1,000
รายได้จากการขายที่ดิน (ลบ.)	2,200	3,362	2,200	3,362
รายได้อาคารชุด (ลบ.)	700	2,500	500	2,000
รายได้ค่าไฟฟ้าและบริการ (ลบ.)	2,905	4,144	1,175	3,495
Gross Margin ขายที่ดิน	65.0%	45.0%	55.0%	45.0%
SG&A / Sales	15.0%	11.0%	11.0%	9.5%
Effective Tax Rate	12.0%	12.0%	10.0%	10.0%

ที่มา : ROJNA / ฝ่ายวิจัย ASP

## Technical Graph



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

## ประมาณการกำไรสุทธิปี 2555-56 ของ ROJNA

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)					งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
รายได้ธุรกิจหลัก	8,181	6,328	6,069	10,273					
ต้นทุนขาย	6,337	4,910	3,624	7,047	กำไรสุทธิ	666	(838)	1,312	1,450
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>1,844</b>	<b>1,417</b>	<b>2,446</b>	<b>3,226</b>	รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด	5	(109)	1,290	1,439
ค่าใช้จ่ายในการขาย	681	887	910	1,130	ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	558	629	692	762
ดอกเบี้ยจ่าย	420	524	554	567	กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	(18)	11	-	-
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	191	120	260	236	ส่วนแบ่งผลกำไรจาก บ.ร่วม	(191)	(120)	(260)	(236)
รายได้อื่น	24	13	38	32	เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(656)	2,654	(1,210)	(832)
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	959	(826)	1,279	1,796	<b>กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ</b>	<b>16</b>	<b>1,707</b>	<b>1,393</b>	<b>2,057</b>
ภาษีเงินได้	102	-	154	215	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	(24)	177	(135)	(920)
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	(212)	541	(150)	(130)	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	119	(25)	205	205
รายการพิเศษอื่น ๆ	21	(553)	337	-	เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(857)	(3,007)	(1,480)	(1,410)
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>666</b>	<b>(838)</b>	<b>1,312</b>	<b>1,450</b>	<b>กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ</b>	<b>(762)</b>	<b>(2,855)</b>	<b>(1,409)</b>	<b>(2,125)</b>
EPS	0.71	(0.75)	1.09	1.12	เพิ่ม/ลด เงินกู้	408	1,086	(397)	584
<b>กำไรจากการดำเนินงานปกติ</b>	<b>645</b>	<b>(285)</b>	<b>976</b>	<b>1,450</b>	เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	278	764	881	368
Norm EPS	0.68	-0.25	0.81	1.12	เพิ่ม/ลด วอร์เรน	-	-	1	2
การเติบโตของยอดขาย	18.8%	-22.7%	-4.1%	69.3%	ลด จ่ายปันผล	(567)	(688)	-	(525)
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานปกติ	-14.8%	n.a.	n.a.	48.6%	<b>กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ</b>	<b>118</b>	<b>1,162</b>	<b>485</b>	<b>429</b>
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	22.5%	22.4%	40.3%	31.4%	<b>เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ</b>	<b>(651)</b>	<b>19</b>	<b>468</b>	<b>359</b>
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานปกติ	7.9%	-4.5%	16.1%	14.1%					
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)					งบดุล (ล้านบาท)				
	3Q54	4Q54	1Q55	2Q55	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
รายได้ธุรกิจหลัก	1,765	308	1,106	2,438	เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	253	272	740	1,099
ต้นทุนขาย	1,449	416	668	1,289	ลูกหนี้การค้า	650	176	166	281
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>315</b>	<b>(107)</b>	<b>438</b>	<b>1,150</b>	สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	1,298	1,650	1,650	1,650
ค่าใช้จ่ายในการขาย	202	196	201	337	ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	12,736	14,369	15,848	17,259
ดอกเบี้ยจ่าย	131	137	131	146	<b>สินทรัพย์รวม</b>	<b>23,182</b>	<b>25,952</b>	<b>28,222</b>	<b>30,455</b>
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	63	(1)	49	9	เจ้าหนี้การค้า	479	777	560	935
รายได้อื่น	1	(8)	11	9	หนี้สินหมุนเวียนอื่น	3,810	6,535	6,535	6,535
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	47	(1,417)	165	685	เงินกู้ยืมระยะยาว/หุ้นกู้	7,271	8,153	8,342	8,483
ภาษีเงินได้	0	(28)	50	(4)	<b>หนี้สินรวม</b>	<b>15,827</b>	<b>19,638</b>	<b>19,565</b>	<b>20,374</b>
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	(45)	695	(61)	(38)	ทุนที่ชำระแล้ว	969	1,160	1,257	1,350
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	(553)	284	53	ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	1,419	1,992	2,285	2,561
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>2</b>	<b>(1,247)</b>	<b>338</b>	<b>704</b>	กำไรสะสม	2,646	1,108	2,420	3,345
<b>กำไรจากการดำเนินงานปกติ</b>	<b>2</b>	<b>(694)</b>	<b>54</b>	<b>651</b>	<b>ส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>5,005</b>	<b>4,273</b>	<b>6,466</b>	<b>7,760</b>
ยอดขาย (QoQ)	-17.1%	-82.5%	258.8%	120.5%	ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	2,350	2,041	2,191	2,321
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	17.9%	-34.8%	39.6%	47.1%	<b>หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>23,182</b>	<b>25,952</b>	<b>28,222</b>	<b>30,455</b>
กำไรจากการดำเนินงานปกติ (QoQ)	-99.0%	n.a.	n.a.	1100%					
อัตราส่วนทางการเงิน					สมมติฐานในการทำประมาณการ (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	0.99	0.83	0.92	0.93	ยอดขายที่ดิน (ไร่)	633	500	1,000	1,000
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	11.44	15.32	35.49	45.89	รายได้จากการขายที่ดิน (ลบ.)	686	767	2,200	3,362
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	1.18	0.83	0.60	1.11	รายได้อาคารชุด (ลบ.)	2,160	833	700	2,500
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	13.74	7.82	5.42	9.43	รายได้ค่าไฟฟ้าและบริการ (ลบ.)	5,282	4,475	2,905	4,144
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	3.16	4.60	3.03	2.63	Gross Margin เฉลี่ย	22.5%	22.4%	40.3%	31.4%
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	3.0%	-3.4%	4.8%	4.9%	SG&A / Sales	8.3%	14.0%	15.0%	11.0%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	12.8%	-18.1%	24.4%	20.4%	Effective Tax Rate	10.6%	0.0%	12.0%	12.0%

ที่มา : ROJNA / ฝ่ายวิจัย ASP

## Norm Profit 2Q55 เติบโต...ปันผล 1H55 จำนวน 0.2 บาท/หุ้น

## ▶ 2Q55 กำไรเพิ่มขึ้น 23%QoQ และมี Presale 1H55 แล้ว 1.13 หมื่นลบ.

2Q55 LH มีกำไรสุทธิและกำไรจากการดำเนินงาน 1.13 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 22.9% QoQ และ 24.8% YoY เพราะมียอดบันทึกรายได้จากการขาย 5.39 พันล้านบาท เพิ่ม 28.2% QoQ ดีขึ้นทั้งในสินค้าแนวราบ 4.5 พันล้านบาท และคอนโดมิเนียม 884 ล้านบาท เนื่องจากมีการโอนฯ The Key ประชาชนขึ้นไปได้ 95% ของมูลค่า 560 ล้านบาท ขณะที่ Gross Margin จากการขายเพิ่มเป็น 33.3% จาก 31.9% ในงวด 1Q55 เพราะบ้านเดียวมีอัตรากำไรขั้นต้นระดับสูง และยังสามารถรักษา Norm Profit Margin ได้ที่ระดับ 18.1% โดยรวม 1H55 LH มีกำไรจากการดำเนินงาน 2.05 พันล้านบาท คิดเป็นสัดส่วน 50% ของประมาณการทั้งปี สำหรับยอด Presale งวด 2Q55 อยู่ที่ 6.52 พันล้านบาท เพิ่ม 36% QoQ เพราะมีการเปิดขาย 3 คอนโดใหม่ ซึ่งปัจจุบันมียอดขายเฉลี่ย 60% ของมูลค่าโครงการ โดยรวมครึ่งปีแรก LH มียอด Presale 1.13 หมื่นล้านบาท จากเป้าหมายทั้งปีที่ระดับ 2.2 หมื่นล้านบาท เพิ่มขึ้น 15% YoY

## ▶ คาดกำไร 3Q55-4Q55 ดีขึ้นเล็กน้อย ด้วย Backlog 8.5 พันล้านบาท

ช่วงครึ่งปีหลัง LH มีแผนเปิดโครงการใหม่ทั้งหมด 7 โครงการ มูลค่า 1.2 หมื่นล้านบาท โดยมี 2 คอนโดใหม่คือ North8 เชียงใหม่ 400 ล้านบาทและ The Bangkok สาทร 6 พันล้านบาท เป็นตัวเร่งยอด Presale นอกจากนั้นทางบริษัทยังมีแผนเข้าไปลงทุนอสังหาริมทรัพย์เพื่อเข้าไปในประเทศสหรัฐฯ หลังตั้งบริษัทลูก Land and Houses U.S.A ด้วยทุนจดทะเบียน 20 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในสัดส่วนการถือหุ้น 100% ขณะที่การบันทึกรายได้ 3Q-4Q55 มีแนวโน้มดีขึ้นเล็กน้อยจากบ้านแนวราบที่มียอดขายเติบโตขึ้น และมีคอนโดที่สร้างเสร็จ 1 โครงการในเดือนก.ย.55 คือ The Key แจ้งวัฒนะ ซึ่งขายได้แล้ว 87% จากมูลค่า 1.86 พันล้านบาท ทั้งนี้ ณ สิ้น 2Q55 LH มี Backlog รวม 6.5 พันล้านบาท แบ่งที่มีจะรับรู้รายได้ในปี 4 พันล้านบาท ฝ่ายวิจัยยังคงประมาณการกำไรจากการดำเนินงานปี 2555 ไว้ที่ 4.1 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 7% YoY

## ▶ คง Fair Value อิง วิธี SOTP หรือ 7.09 บาท จ่ายปันผล 1H55 ที่ 0.2 บาท/หุ้น

คง Fair Value ที่อิงวิธี Sum of The Parts จะได้ราคาที่เหมาะสม 7.09 บาท แนะนำถือเพื่อรับเงินปันผล โดยทางบริษัทได้ประกาศจ่ายเงินปันผลระหว่างกาลงวด 1H55 จำนวน 0.2 บาท/หุ้น โดยกำหนดวัน XD ที่ 24 ส.ค.55 และจ่ายปันผลที่ 12 ก.ย.55

Key Data (ล้านบาท)	FY52A	FY53A	FY54A	FY55F	FY56F
ยอดขาย (ลบ)	17,656	16,896	19,229	21,613	22,370
กำไรสุทธิ (ลบ)	3,908	3,971	5,609	4,628	4,448
Norm Profit (ลบ)	3,939	3,653	3,819	4,085	4,448
Norm EPS (บาท)	0.39	0.36	0.38	0.41	0.44
PER (เท่า)	20.0	21.5	20.6	19.3	17.7
DPS (บาท)	0.34	0.34	0.40	0.35	0.35
Dividend Yield (%)	4.3	4.3	5.1	4.4	4.5
BV (บาท)	2.6	2.7	2.9	3.0	3.1
PBV (เท่า)	3.0	2.9	2.7	2.6	2.5

ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASP

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ดี บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใด ๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมีได้เป็นการชี้แนะ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือที่เสนอแนะของ บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่ว่ากรณีใด

วันพฤหัสบดีที่ 16 สิงหาคม พ.ศ. 2555

คำแนะนำการลงทุน

ถือ

ราคาปัจจุบัน : 7.85 บาท

Fair Value : 7.09 บาท

มูลค่าตลาด : 78,703 ล้านบาท

การจัดอันดับบรรษัทภิบาลปี 2554



เปรียบเทียบประมาณการของ ASP กับ SAA consensus

EPS (บาท)	ASP	Cons	% diff
2555F	0.41	0.48	-15%
2556F	0.44	0.50	-11%

ที่มา : ประมาณการโดยฝ่ายวิจัย ASP, SAA consensus

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

เท็ดศักดิ์ ทวีธีระธรรม

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 004132

✉therdsak@asiaplus.co.th

วีรพล เหลืองอมรชัย

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 033624

✉weerapon@asiaplus.co.th

## ผลประกอบการรายไตรมาสของ LH

Key Data (ล้านบาท)	3Q53	4Q53	1Q54	2Q54	3Q54	4Q54	1Q55	2Q55	% QoQ	% YoY	2555F	2554	% YoY
รายได้จากธุรกิจหลัก	3,211	5,590	3,739	4,730	5,034	5,726	4,635	5,801	25.1%	22.6%	21,613	19,229	12.4%
ต้นทุนขาย	2,182	3,583	2,515	3,200	3,407	3,860	3,113	3,859	23.9%	20.6%	14,886	12,981	14.7%
กำไรขั้นต้น	1,029	2,006	1,224	1,530	1,627	1,866	1,522	1,942	27.6%	26.9%	6,727	6,248	7.7%
ค่าใช้จ่ายในการขาย&บริหาร	580	744	590	671	749	1,052	728	872	19.7%	29.8%	2,810	3,062	-8.2%
EBITDA	854	1,757	1,075	1,321	1,323	1,257	1,379	1,624	17.8%	23.0%	5,634	4,976	13.2%
กำไรสุทธิ	793	1,215	2,028	1,042	905	813	1,463	1,129	-22.8%	8.4%	4,628	5,609	-17.5%
Norm Profit	512	1,255	721	905	905	466	919	1,130	22.9%	24.8%	4,085	3,819	7.0%
Norm EPS	0.05	0.13	0.07	0.09	0.09	0.05	0.09	0.11	22.9%	24.8%	0.41	0.38	7.0%
Gross Margin (%)	32.0%	35.9%	32.7%	32.4%	32.3%	32.6%	32.8%	33.5%			31.1%	32.5%	
Norm Profit Margin (%)	14.5%	20.9%	17.6%	17.7%	16.8%	7.7%	18.0%	18.1%			17.6%	18.5%	

ที่มา : LH / ฝ่ายวิจัย ASP

## แผนการเปิดโครงการใหม่ในปี 2555

PROJECT NAME	LOCATION	TYPE	SIZE (Rai)	UNIT	UNIT PRICE	PRJ. VALUE	LAUNCH DATE
1. Mantana	Wong Whan Onnuch3	SH	99	396	6.4	2,550	Feb
2. Inizio	Salaya	SH	68.7	344	2.9	990	Feb
3. Ladawan	Rajaprak	SH	207.9	245	42	10,290	Mar
4. The Room	Sukhumvit 40	CD	1.9	128	4.7	600	May
5. The Key	Sathorn-Rajaprak	CD	7.7	834	2.1	1,790	May
6. The Room	BTS Wongwienyai	CD	2.1	201	7.8	1,580	May
7. Pru Klada	Rangsit Klong4	SH	74.1	315	3.7	1,150	Jun
8. Indy	Pracha-utid2	TH	30.2	354	1.6	570	Jun
9. North 8	Chiangmai	CD	5.4	174	2.3	400	Q.3
10. Seewalee	Korat	SH	97	360	4.9	1,780	Q.3
11. L&H 88 Hillside	Phuket	SH	52.1	100	12.5	1,250	Q.3
12. Mantana	Rama II	SH	66.9	166	6.9	1,150	Q.4
13. Inizio	Khon Khaen	SH	72.4	340	3.1	1,060	Q.4
14. Villaggio	Rama II	TH	18.3	211	1.7	360	Q.4
15. The Bangkok	Sathorn	CD	5	483	12.4	6,000	Q.4
TOTAL			808.7	4,651	6.8	31,520	

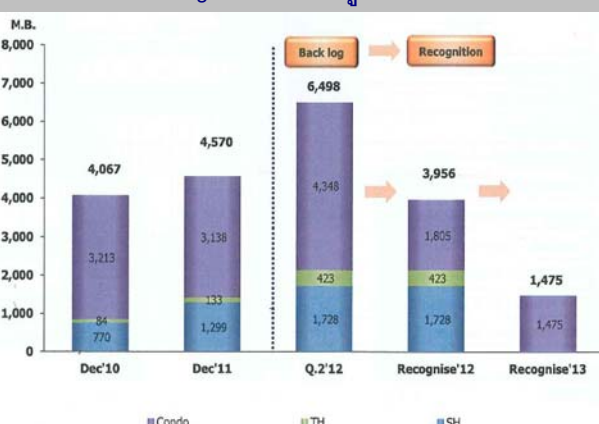
ที่มา : LH / ฝ่ายวิจัย ASP

## โครงการที่อยู่ระหว่างพัฒนา ณ สิ้น 2Q55

TYPE	LOCATION	NO. OF PROJECT	SIZE (Rai)	UNIT	% AVAILABLE FOR SALES	UNIT PRICE	REMAINING PRJ. VALUE
SH	1. Inizio	4	324.8	1,634	54%	2.8	2,513
	2. Pru Klada	7	801.3	3,643	50%	3.7	6,698
	3. Chaiyapruk	4	365.5	1,629	36%	4.5	2,653
	4. Chollada	2	436.4	1,504	16%	3.8	882
	5. Parichart	1	209.8	707	1%	4.5	36
	6. Mantana	8	869.4	3,190	61%	6.8	13,278
	7. Seewalee	7	702.3	2,749	43%	4.8	5,545
	8. Nantawan	4	891.4	1,722	19%	10.7	3,566
	9. Ladawan	3	305.0	374	78%	40.8	11,904
	10. L&H Park	3	378.9	1,112	2%	4.8	106
TH	11. Indy	2	58.2	702	64%	1.6	733
	12. Baan Mai	1	20.3	207	62%	3.1	397
	13. Terrace	2	48.4	397	35%	4.9	675
14. The Landmark	1	4.8	24	38%	22.9	206	
Condo	15. The Key	3	17.8	2,128	36%	2.1	1,594
	16. The Room	4	8.1	812	25%	6.9	1,488
	17. Ocas	1	17.6	179	24%	11.2	482
TOTAL		57	5,460.0	22,713	40%	5.8	52,856

ที่มา : LH / ฝ่ายวิจัย ASP

## ยอด Backlog ที่มีกำหนดรับรู้รายได้ในแต่ละปี



ที่มา : LH / ฝ่ายวิจัย ASP

## กำหนดการก่อสร้างและโอนฯ คอนโดรายโครงการ

No	Project	2012				2013				2014				
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	
1	The Room-Sathorn Taksin													
2	The Room-Suk.21													
3	Ocas-Hua Hin													
4	The Key-Phahon Yothin													
5	The Key-Prachachuen													
6	The Key-Chaeng Wattana													
7	The Key - Sathorn Rajaprak	DEVELOP & EIA												
8	The Room - Suk.40	DEVELOP & EIA												
9	The Room - BTS wongwienyai													
10	The Bangkok - Sathorn	DEVELOP & EIA												

ที่มา : LH / ฝ่ายวิจัย ASP

## ประมาณการกำไรสุทธิปี 2555-56 ของ LH

งบกำไรขาดทุน (ส่วนบาท)					งบกระแสเงินสด (ส่วนบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
รายได้ธุรกิจหลัก	16,896	19,229	21,613	22,370					
ต้นทุนขาย	11,284	12,981	14,886	15,413	กำไรสุทธิ	3,971	5,609	4,628	4,448
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>5,612</b>	<b>6,248</b>	<b>6,727</b>	<b>6,957</b>	รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด	1,267	(704)	1,431	1,328
ค่าใช้จ่ายในการขาย	2,293	3,062	2,810	2,908	ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	317	351	118	95
ดอกเบี้ยจ่าย	258	310	317	318	กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	-	-	-	-
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	1,469	1,156	1,290	1,419	ส่วนแบ่งผลกำไรจาก บ.ร่วม	(1,469)	(1,156)	(1,290)	(1,419)
รายได้อื่น	225	284	309	309	เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(4,838)	(5,088)	(2,445)	(2,092)
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	4,754	4,315	5,199	5,459	<b>กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ</b>	<b>(752)</b>	<b>(989)</b>	<b>2,443</b>	<b>2,362</b>
ภาษีเงินได้	1,196	1,399	1,196	1,092					
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	95	82	82	82	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	-	-	-	-
รายการพิเศษอื่น ๆ	318	1,790	543	-	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนอื่น	(46)	2,518	645	709
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>3,971</b>	<b>4,788</b>	<b>4,628</b>	<b>4,448</b>	เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(1,377)	(2,402)	551	(248)
EPS	0.40	0.56	0.46	0.44	<b>กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ</b>	<b>(1,423)</b>	<b>116</b>	<b>1,196</b>	<b>461</b>
<b>กำไรจากการดำเนินงานปกติ</b>	<b>3,653</b>	<b>2,998</b>	<b>4,085</b>	<b>4,448</b>					
<b>Norm EPS</b>	0.36	0.38	0.41	0.44	เพิ่ม/ลด เงินกู้	5,533	4,369	(584)	794
					เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	-	0	-
การเติบโตของยอดขาย	-4.3%	13.8%	12.4%	3.5%	เพิ่ม/ลด ส่วนทุนอื่นๆ	(809)	(940)	-	-
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานปกติ	-7.3%	-17.9%	36.2%	8.9%	ลด จ่ายปันผล	(2,585)	(3,487)	(3,934)	(3,515)
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	33.2%	32.5%	31.1%	31.1%	<b>กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ</b>	<b>2,138</b>	<b>(59)</b>	<b>(4,518)</b>	<b>(2,721)</b>
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานปกติ	21.6%	15.6%	18.9%	19.9%	<b>เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ</b>	<b>(37)</b>	<b>(932)</b>	<b>(880)</b>	<b>102</b>
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ส่วนบาท)					งบดุล (ส่วนบาท)				
	3Q54	4Q54	1Q55	2Q55	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
รายได้ธุรกิจหลัก	5,034	5,726	4,635	5,801	เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	2,131	1,199	320	422
ต้นทุนขาย	3,407	3,860	3,113	3,859	ลูกหนี้การค้า	18	105	59	61
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>1,627</b>	<b>1,866</b>	<b>1,522</b>	<b>1,942</b>	สินค้าคงคลัง	27,054	31,472	32,101	32,743
ค่าใช้จ่ายในการขาย	749	1,052	728	872	สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	1,136	483	483	483
ดอกเบี้ยจ่าย	53	113	134	113	เงินลงทุนระยะยาว	13,633	14,835	15,480	16,189
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	299	281	359	364	ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	5,458	5,509	4,958	5,206
รายได้อื่น	60	54	99	66	<b>สินทรัพย์รวม</b>	<b>54,604</b>	<b>60,833</b>	<b>60,631</b>	<b>62,335</b>
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	1,185	1,035	1,118	1,387	เจ้าหนี้การค้า	1,845	1,862	1,631	1,689
ภาษีเงินได้	294	597	176	252	เงินกู้ยืมระยะสั้น/ครบกำหนดใน 1 ปี	6,182	8,762	9,392	10,380
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	15	28	(23)	(5)	หนี้สินหมุนเวียนอื่น	1,491	1,111	1,111	1,111
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	347	543	(1)	เงินกู้ยืมระยะยาว/หุ้นกู้	16,137	17,941	16,727	16,534
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>905</b>	<b>813</b>	<b>1,463</b>	<b>1,129</b>	<b>หนี้สินรวม</b>	<b>26,052</b>	<b>30,360</b>	<b>29,546</b>	<b>30,398</b>
<b>กำไรจากการดำเนินงานปกติ</b>	<b>905</b>	<b>466</b>	<b>919</b>	<b>1,130</b>	ทุนที่ชำระแล้ว	10,026	10,026	10,026	10,026
					ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	10,643	10,643	10,643	10,643
					กำไรสะสม	6,635	8,549	9,243	10,176
ยอดขาย (QoQ)	6.4%	13.7%	-19.0%	25.1%	<b>ส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>27,504</b>	<b>29,396</b>	<b>30,091</b>	<b>31,024</b>
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	32.3%	32.6%	32.8%	33.5%	<b>ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย</b>	<b>1,047</b>	<b>1,076</b>	<b>994</b>	<b>913</b>
กำไรจากการดำเนินงานปกติ (QoQ)	0.0%	-48.5%	97.2%	22.9%	<b>หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>54,604</b>	<b>60,833</b>	<b>60,631</b>	<b>62,335</b>
อัตราส่วนทางการเงิน					สมมติฐานในการทำประมาณการ (ส่วนบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	3.19	2.83	2.72	2.56	Presale ระหว่างงวด	20,042	19,198	22,000	22,000
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	1,056	313	264	371	การบันทึกรายได้จากการขาย	16,545	18,580	20,659	21,320
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงคลัง (เท่า)	0.45	0.44	0.47	0.48	รายได้ค่าเช่าและบริการ	350	649	955	1,050
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	8.25	7.00	8.52	9.28	Gross Margin เฉลี่ย (%)	33.2%	32.5%	31.1%	31.1%
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	0.95	1.03	0.98	0.98	Norm Profit Margin (%)	21.6%	19.9%	18.9%	19.9%
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	7.8%	9.7%	7.6%	7.2%	SG&A/Sale (%)	13.6%	15.9%	13.0%	13.0%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	14.8%	19.7%	15.6%	14.6%	Effective Tax Rate (%)	25.2%	32.4%	23.0%	20.0%

ที่มา : LH / ฝ่ายวิจัย ASP

## แรงกดดันกรณี SSI เริ่มผ่อนคลาย...ราคาหุ้นน่าจะกลับมา outperform ได้

วันหยุดสัปดาห์ที่ 16 สิงหาคม 2555

## ▶ SSI เพิ่มทุน/ แผลงหนี้เป็นทุน/ ปรับเงื่อนไขชำระหนี้ เพื่อเพิ่มสภาพคล่อง

ฝ่ายวิจัยได้เข้าร่วมประชุม Analyst ของบริษัท สหวิริยาстил อินดัสตรี (SSI) เพื่อรับทราบภาพรวมธุรกิจ และการบริหารจัดการด้านสภาพคล่องและหนี้สินภายหลังจากการเพิ่มทุนและแผลงหนี้เป็นทุนครั้งใหญ่ มูลค่ากว่า 413 ล้านบาท (เทียบเท่า 1.30 หมื่นล้านบาท) โดยการประกาศเพิ่มทุนรวม 19,434 ล้านบาท ที่ราคาหุ้นละ 0.68 บาท ให้กับบุคคลที่เกี่ยวข้องและผู้ถือหุ้นเดิม ดังแสดงในตาราง โดยภายหลังจากการเพิ่มทุนจะทำให้สัดส่วนหนี้สินต่อทุนของ SSI (งบรวม) ปรับตัวลดลงเหลือเพียง 1.6 เท่า จากเดิม 3.1 เท่า (ภายใต้สมมติฐานการเพิ่มทุนประสบความสำเร็จทั้งจำนวน) โดย SSI จะนำเงินเพิ่มทุนที่ได้เพื่อใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนชำระคืนหนี้เงินกู้ระยะสั้นบางส่วน (ราว 100 ล้านบาท หรือเทียบเท่า 3.15 พันล้านบาท จากมูลค่ารวมทั้งสิ้น 2.58 หมื่นล้านบาท ณ สิ้น 2Q55) และซื้อคืนหุ้นกู้แผลงสภาพ (มูลค่ารวม 2.25 พันล้านบาท) รวมถึงใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนสำหรับ SSIUK ที่จะเพิ่มกำลังการผลิตเป็น 95% ในปีหน้า นอกจากนี้ ยังได้ทำการเจรจาปรับโครงสร้างหนี้กับเจ้าหนี้สถาบันการเงิน โดยปรับเงื่อนไขการชำระหนี้ระยะสั้นใน ส่วนที่เหลือเป็นเงินกู้ระยะยาวระยะเวลา 3 ปี เพื่อให้สอดคล้องกับกระแสเงินสดที่คาดว่าจะได้รับ โดยภาพรวมธุรกิจของ SSI ในช่วง 2H55 แม้คาดว่าจะฟื้นตัว แต่ยังคงเห็นการขาดทุนอยู่ เนื่องจากสถานการณ์ราคาเหล็กโลกที่ยังอยู่ในภาวะตกต่ำจากปัญหา oversupply ในตลาดโลก แต่คาดว่าเมื่อผู้ประกอบการรายเล็ก ๆ ที่การผลิตไม่คุ้มทุน ต้องปิดกิจการหรือ cut supply ลง น่าจะเห็นการฟื้นตัวกลับของราคาเหล็ก และคาดว่า SSI จะกลับมาแสดงกำไรได้ในปี 2556 ตามที่นักวิเคราะห์กลุ่มเหล็กของ ASP ประเมินไว้

## ▶ ผ่อนคลายแรงกดดันต่อ SCB ซึ่งเป็นเจ้าหนี้รายใหญ่กว่า 2 หมื่นล้านบาท

ฝ่ายวิจัยเชื่อว่าแนวทางบริหารจัดการหนี้สินและสภาพคล่องทางการเงินที่เป็นรูปธรรมของ SSI รวมถึง การเจรจาปรับโครงสร้างหนี้กับบรรดาเจ้าหนี้ที่ถูกลงไปได้จากการตัดสินใจเพิ่มทุนครั้งใหญ่ของ SSI น่าจะช่วยให้ SSI ผ่านช่วงเวลาที่ยากลำบากไปได้ ในส่วนของ SCB ซึ่งเป็นเจ้าหนี้รายใหญ่มูลค่ากว่า 2 หมื่นล้านบาท (ร่วมกับ KTB ซึ่งมีมูลค่าหนี้เท่ากัน และ TISCO ซึ่งมีมูลค่าหนี้กว่า 4 พันล้านบาท) น่าจะช่วย ลดความกังวลในเรื่องของความสามารถของ SSI ในการจ่ายคืนเงินกู้ระยะสั้นไปได้มาก อย่างไรก็ตาม ด้วยนโยบายการตั้งสำรองหนี้ ของธนาคาร ที่เป็นไปในเชิงรุกตั้งแต่งวด 2Q55 ที่ผ่านมา ที่ระดับสูงถึง 2.36 พันล้านบาท (สูงกว่าค่าเฉลี่ยปกติที่ราว 1.4-1.5 พันล้านบาท/ไตรมาส) น่าจะเป็นการสะท้อนถึง กรณีของ SSI ไปแล้วระดับหนึ่ง (สำรองสำหรับสินเชื่อที่ผ่านการทำ rescheduling ตามหลักเกณฑ์ใหม่ ของ ธปท. คือราว 6% ของ Gross loans) ซึ่งน่าจะเพียงพอสำหรับในช่วงแรกและค่อยประเมิน สถานการณ์สภาพคล่องของ SSI ต่อเนื่องต่อไปในปี 2556 ว่าจะฟื้นตัวตามคาดได้หรือไม่

## ▶ คงคำแนะนำซื้อ และยังคงเลือกเป็นหุ้น Top pick ในช่วง 3 เดือนข้างหน้า

ฝ่ายวิจัยยังคงคำแนะนำซื้อสำหรับหุ้น SCB และเลือกเป็นหุ้น Top pick (พร้อม KBANK) ของกลุ่มฯ ในช่วง 3 เดือนข้างหน้า โดยเชื่อว่าราคาหุ้น PBV จะยังคงเดินหน้า Re-rate PBV ขึ้นไปใกล้เคียงกับ ธ.พ. ขึ้นนำของภูมิภาคใน 3 ประเทศหลัก ได้แก่ อินโดนีเซีย มาเลเซีย และฟิลิปปินส์ ซึ่งมี PBV เฉลี่ยเกิน 2 เท่าไปแล้ว โดย Fair value ปี 2555 อิง PBV 2.89 เท่า คือ 185.60 บาท ยังมี upside กว่า 17%

## Key Data (ล้านบาท)

FY: ปีที่ 31 ธ.ค.	FY52A	FY53A	FY54A	FY55F	FY56F
กำไรสุทธิ	20,758	23,231	36,273	42,613	48,289
EPS (บาท)	6.11	6.83	10.67	12.54	14.21
Norm profit	24,719	25,034	37,172	47,762	54,138
BVS (บาท)	41.49	45.40	54.68	64.22	75.42
PER (เท่า)	26.0	23.3	14.9	12.7	11.2
PBV (เท่า)	3.8	3.5	2.9	2.5	2.1
DPS (บาท)	2.50	3.00	3.50	4.00	4.50
Div Yield (%)	1.6%	1.9%	2.2%	2.5%	2.8%
ROE (%)	15.5%	16.4%	22.7%	20.2%	19.9%

ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASP

คำแนะนำการลงทุน  
ซื้อ

ราคาปัจจุบัน: 159 บาท

Fair Value : 185.60 บาท

มูลค่าตลาด : 536,943 ล้านบาท

การจัดอันดับบริษัทปี 2554



เปรียบเทียบประมาณการของ ASP กับ SAA consensus

EPS (บาท)	ASP	Cons	% diff
2555F	12.54	11.94	5%
2556F	14.21	14.09	1%

ที่มา : ประมาณการโดยฝ่ายวิจัย ASP, SAA consensus

สัญลักษณ์	ระดับคะแนน	ความหมาย
▲▲▲▲▲	90-100	ดีเลิศ
▲▲▲▲	80-89	ดีมาก
▲▲▲	70-79	ดี
N/R	ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน	CGR


อุษณีย์ ลิ่วรัตน์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 017928

usaneer@asiaplus.co.th

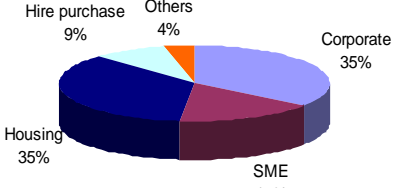
ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ดี บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใดๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมีได้เป็นการขึ้นนำ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่าน บทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือผู้จัดทำกับ บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่ว่ากรณีใด



แผนการเพิ่มทุนของ SSI				แผนการใช้จ่ายเงินจากการเพิ่มทุนของ SSI	
จัดสรรให้แก่	จำนวนหุ้น	ราคาขาย (บาท)	หมายเหตุ	SSI Group: Key Improvement from Comprehensive Financial Plan 	
1. Vanomet	ไม่เกิน 8,000 ล้านหุ้น	0.68	ต้นทุนจาก Vanomet ดำรงตำแหน่ง CFO ของ SSIUK	<b>Key Improvement</b> <input checked="" type="checkbox"/> Strengthen capital structure <input checked="" type="checkbox"/> Increase financial flexibility & liquidity <input checked="" type="checkbox"/> Enhance market position thru partnership	
2. ผู้ถือหุ้นเดิม (RO)	ไม่เกิน 1,833.7 ล้านหุ้น	0.68	เพิ่มทุนในอัตราส่วน 10 หุ้นเดิม : 1 หุ้นใหม่		
3. บุคคลในวงจำกัด (PP)	ไม่เกิน 5,300 ล้านหุ้น	0.68			
4. บริษัทเครือข่าย		0.68	สำหรับหุ้นเพิ่มทุนส่วนที่เหลือจากกลุ่มที่ 3		
5. SISH	ไม่เกิน 2,623.2 ล้านหุ้น	0.68	แปลงหนี้เป็นทุนให้กับ SISH		
6. SISH	ไม่เกิน 1,676.8 ล้านหุ้น	0.68	แปลงหนี้เป็นทุนให้กับ SISH		
<b>รวม</b>	<b>ไม่เกิน 19,433.67 ล้านหุ้น</b>				

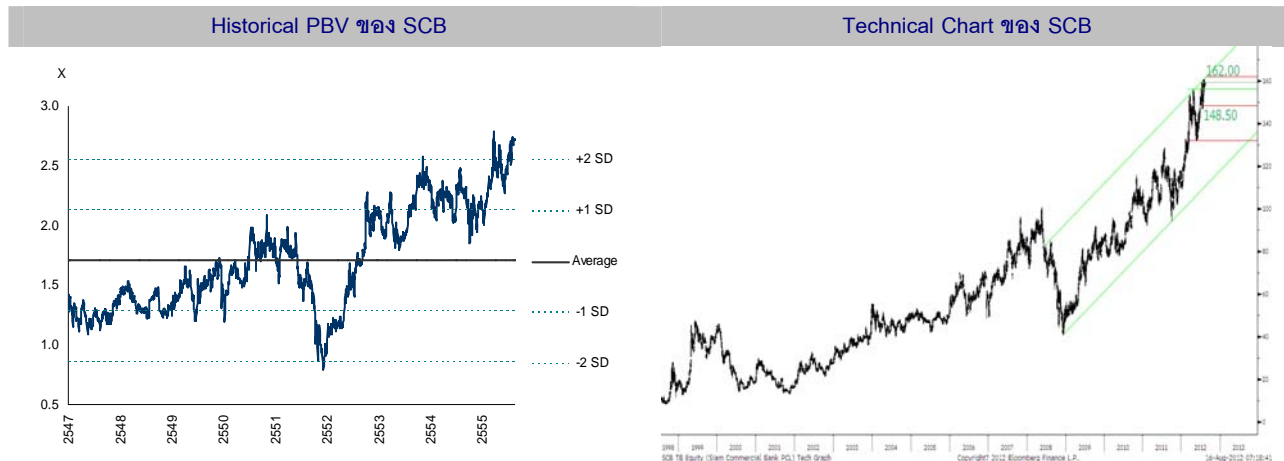
ที่มา : SSI

ที่มา : SSI

โครงสร้างสินเชื่ ณ สิ้นงวด 1H55 ของ SCB	NPL และ Coverage ratio ของ SCB					
		2Q55	1Q55	+/-	4Q54	+/-
	NPL - Gross (Bm)	30,345	30,872	(527)	31,544	(672)
	NPL - Gross	2.00%	2.11%		2.32%	
	NPL - Net (Bm)	12,903	13,672	(770)	12,674	998
	NPL - Net	86.00%	0.95%		0.94%	
LLR/NPL	149.6%	142.2%		135.5%		
LLR/ Required reserve:	150.1%	148.9%		146.5%		

ที่มา : SCB

ที่มา : ธ.พ.1.1/ ฝ่ายวิจัย ASP



ที่มา : Bloomberg

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

ประมาณการกำไรสุทธิปี 2555-56 ของ SCB

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)					งบดุล (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
รายได้ดอกเบี้ยรับ	52,703	77,947	98,773	122,158	เงินสดและเงินฝากธนาคาร	33,273	33,701	32,785	29,403
ต้นทุนดอกเบี้ยจ่าย	(12,950)	(27,421)	(37,796)	(49,563)	เงินลงทุน-สุทธิ	153,746	330,774	221,221	232,267
<b>รายได้ดอกเบี้ยสุทธิ</b>	<b>39,753</b>	<b>50,526</b>	<b>60,977</b>	<b>72,595</b>	<b>สินเชื่อ</b>	<b>1,058,574</b>	<b>1,292,683</b>	<b>1,551,220</b>	<b>1,861,464</b>
รายได้ค่าธรรมเนียมฯ - สุทธิ	18,556	19,806	25,829	29,475	บวก ดอกเบี้ยค้างรับ	1,824	3,000	3,878	4,654
รายได้จากการดำเนินงานอื่นๆ	10,070	42,112	51,300	55,620	หัก ค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญ	(41,595)	(45,995)	(52,976)	(61,352)
ค่าใช้จ่ายดำเนินงาน	(30,801)	(36,883)	(42,738)	(49,304)	สินเชื่อสุทธิ	1,018,803	1,249,688	1,502,122	1,804,765
ค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญ	(4,661)	(6,630)	(8,500)	(10,238)	สินทรัพย์อื่น	270,912	263,674	420,809	534,852
กำไรก่อนภาษีเงินได้	32,916	47,521	54,868	63,149	<b>สินทรัพย์รวม</b>	<b>1,476,735</b>	<b>1,877,836</b>	<b>2,176,936</b>	<b>2,601,286</b>
หัก ภาษีเงินได้	(9,563)	(11,213)	(11,701)	(14,305)	เงินฝาก	1,092,109	1,184,388	1,373,890	1,662,407
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	(122)	(36)	(259)	(259)	เงินกู้ยืม	62,609	255,843	236,000	225,600
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>23,231</b>	<b>36,273</b>	<b>42,908</b>	<b>48,585</b>	<b>หนี้สินรวม</b>	<b>1,321,630</b>	<b>1,690,654</b>	<b>1,958,355</b>	<b>2,344,318</b>
EPS (บาท)	6.83	10.67	12.62	14.29	ทุนเรียกชำระแล้ว	33,992	33,992	33,992	33,992
กำไรจากการดำเนินงาน	25,034	37,172	49,808	57,203	สำรองอื่น	33,879	39,045	39,045	39,045
Norm EPS (บาท)	7.36	10.94	14.65	16.83	กำไรสะสม	86,445	112,834	145,544	183,931
					<b>ส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>154,316</b>	<b>185,871</b>	<b>218,581</b>	<b>256,968</b>
					<b>หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>1,476,735</b>	<b>1,877,836</b>	<b>2,176,936</b>	<b>2,601,286</b>
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)					งบดุลรายไตรมาส (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	3Q54	4Q54	1Q55	2Q55	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	3Q54	4Q54	1Q55	2Q55
รายได้ดอกเบี้ยรับ	21,455	22,604	23,763	24,903	เงินสดและเงินฝากธนาคาร	23,849	33,701	26,060	25,924
ต้นทุนดอกเบี้ยจ่าย	(7,921)	(9,147)	(9,592)	(9,731)	เงินลงทุน-สุทธิ	278,819	330,774	340,407	357,460
<b>รายได้ดอกเบี้ยสุทธิ</b>	<b>13,533</b>	<b>13,457</b>	<b>14,171</b>	<b>15,172</b>	<b>สินเชื่อ</b>	<b>1,239,445</b>	<b>1,292,683</b>	<b>1,349,416</b>	<b>1,414,569</b>
รายได้ค่าธรรมเนียมฯ - สุทธิ	5,409	4,484	5,063	5,057	บวก ดอกเบี้ยค้างรับ	2,546	3,000	3,495	3,417
รายได้จากการดำเนินงานอื่นๆ	10,795	11,031	12,803	12,529	หัก ค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญ	(44,202)	(45,995)	(46,758)	(48,585)
ค่าใช้จ่ายดำเนินงาน	(9,348)	(10,554)	(9,623)	(10,055)	<b>สินเชื่อสุทธิ</b>	<b>1,197,788</b>	<b>1,249,688</b>	<b>1,306,153</b>	<b>1,369,401</b>
ค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญ	(1,872)	(3,075)	(1,447)	(2,365)	สินทรัพย์อื่น	282,444	263,674	296,651	274,420
กำไรก่อนภาษีเงินได้	12,261	8,042	13,220	12,642	<b>สินทรัพย์รวม</b>	<b>1,782,901</b>	<b>1,877,836</b>	<b>1,969,272</b>	<b>2,027,205</b>
หัก ภาษีเงินได้	(3,844)	(1,453)	(2,805)	(2,498)	เงินฝาก	1,116,370	1,184,388	1,309,057	1,414,341
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	(66)	147	(72)	(71)	เงินกู้ยืม	324,807	255,843	255,542	217,649
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>8,351</b>	<b>6,736</b>	<b>10,342</b>	<b>10,074</b>	<b>หนี้สินรวม</b>	<b>1,603,598</b>	<b>1,690,654</b>	<b>1,771,154</b>	<b>1,827,192</b>
EPS (บาท)	2.46	1.98	3.04	2.96	ทุนเรียกชำระแล้ว	33,992	33,992	33,992	33,936
กำไรจากการดำเนินงาน	10,225	9,844	11,450	11,921	สำรองอื่น	39,284	39,045	40,880	41,185
Norm EPS (บาท)	2.55	3.55	2.55	3.55	กำไรสะสม	106,027	112,834	123,246	124,892
					<b>ส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>179,303</b>	<b>185,871</b>	<b>198,118</b>	<b>200,013</b>
					<b>หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>1,782,901</b>	<b>1,877,836</b>	<b>1,969,272</b>	<b>2,027,205</b>
อัตราส่วนทางการเงิน					สมมติฐานในการประมาณการ				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
Yield	3.96%	4.82%	5.06%	5.31%	อัตราการเติบโตของสินเชื่อ	12.58%	22.19%	20.02%	20.00%
Funding cost	1.14%	2.03%	2.39%	2.74%	อัตราการเติบโตของเงินฝาก	14.24%	8.45%	16.00%	21.00%
Spread	2.81%	2.78%	2.67%	2.57%	อัตราการเติบโตของรายได้ค่าธรรมเนียม	20.40%	6.74%	30.41%	14.12%
NIM	2.98%	3.12%	3.12%	3.15%	อัตราภาษีเงินได้	29.05%	23.60%	21.33%	22.65%
สินเชื่อต่อเงินฝากและเงินกู้ยืม	88.0%	86.5%	93.0%	95.3%	NPL/สินเชื่อรวม	2.5%	2.0%	2.0%	2.0%
Cost to income ratio	45.0%	40.5%	40.3%	40.2%	LLR/NPL	116.7%	142.2%	145.0%	150.0%
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	1.75%	2.30%	2.07%	2.15%	Tier1	11.60%	11.10%	11.70%	12.10%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	16.39%	22.71%	20.75%	21.60%	CAR	15.50%	14.50%	14.70%	15.00%

ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP