

ยังคงคำแนะนำ “ถือ” รอกการฟื้นตัวในอนาคต

วันศุกร์ที่ 17 สิงหาคม พ.ศ. 2555

คำแนะนำการลงทุน

ถือ

ราคาปัจจุบัน : 15.40 บาท

Fair Value : 19.00 บาท

มูลค่าตลาด : 12,673 ล้านบาท

การจัดอันดับบริษัทปี 2554



เปรียบเทียบประมาณการของ ASP กับ SAA consensus

EPS (บาท)	ASP	Cons	% diff
2555F	-4.42	-2.31	na.
2556F	0.24	0.48	-50%

ที่มา : ประมาณการโดยฝ่ายวิจัย ASP, SAA consensus

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

▶ **งวดบัญชี 3Q55 ขาดทุนกว่า 2 พันล้านบาท จากการตั้งค่างบการเงินลงทุน UMS**
ขาดทุนสุทธิในงวด 3Q55 (สิ้นสุด มิ.ย. 2555) อยู่ที่ 2,351 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 10%qoq หลัก ๆ เกิดจากรายจ่ายพิเศษ คือ การบันทึกค่างบการเงินลงทุนใน UMS 2,319 ล้านบาท หากหักรายการดังกล่าว ขาดทุนปกติจะอยู่ที่ 33 ล้านบาท ลดลง 87%qoq เพราะ 1) ธุรกิจหลักเดินเรือเทกองกลับมามีกำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี (EBIT) ที่ 41 ล้านบาท จากค่าระวางเรือเฉลี่ยต่อลำที่ปรับตัวขึ้น 4.2%qoq 2) ธุรกิจเรือขุดเจาะน้ำมันและวิศวกรรมสำรวจได้นำ (เมอร์เมด) ได้แรงหนุนช่วงฤดูกลาง ทำให้อัตราการให้บริการเรือวิศวกรรมสำรวจได้นำเพิ่มจาก 59% ในงวดก่อนเป็น 78.3% บวกกับเรือขุดเจาะน้ำมัน ซึ่งมี 2 ลำ โดยเรือ MTR-1 ซึ่งถูกดัดแปลงเป็นเรือสนับสนุนงานนอกชายฝั่งได้เริ่มกลับมาทำงานที่อินโดนีเซียตั้งแต่ พ.ค. ส่งผลให้ธุรกิจเมอร์เมดพลิกจากขาดทุนก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษีที่ 53 ล้านบาทเป็นกำไร 333 ล้านบาท 3) ธุรกิจผลิตปุ๋ย (บาคลองโก) ที่เวียดนามมี EBIT เพิ่มขึ้นจาก 39 ล้านบาทในงวด 2Q55 เป็น 93 ล้านบาท จากยอดขายปุ๋ยที่เพิ่มตามฤดูเพาะปลูก บวกกับยอดขายส่งออกที่มากขึ้นชดเชยกับความต้องการปุ๋ยท้องถิ่นที่หดลงตัว แต่ถูกหักล้างบางส่วนจากธุรกิจจำหน่ายถ่านหิน (UMS) ที่มีขาดทุนก่อนดอกเบี้ยและภาษีที่เพิ่มจาก 35 ล้านบาทในงวด 2Q55 เป็น 70 ล้านบาท เพราะต้องขายสต็อกถ่านหินขนาด 0 -0.5 มม. 4 แสนตันให้หมด ตามข้อกำหนดหน่วยงานราชการ จ.สมุทรสาคร จึงจะขออนุญาตให้โรงงานกลับมาเปิดได้

▶ **ปรับลดประมาณการปี 2555-6 สะท้อนการตั้งค่างบและภาวะอุตสาหกรรมที่ยังชะงัก**
ขาดทุนปกติงวด 1H55 คิดเป็น 1.4 เท่าของประมาณการทั้งปี 2555 นอกจากนี้ในงวด 2H55 ยังมีรายการพิเศษเป็นรายจ่ายสุทธิราว 2.6 พันล้านบาท โดยหลัก ๆ เกิดจากการประเมินค่างบการเงินลงทุนใน UMS ขณะที่เชื่อว่าขาดทุนงวดบัญชี 4Q55 จะสูงกว่างวด 3Q55 เล็กน้อย จากค่าระวางเรือเทกองที่มีแนวโน้มลดลงตามฤดูกาล และธุรกิจปุ๋ยที่เวียดนาม คาดว่ายอดขายจะลดลงหลังผ่านพ้นช่วงฤดูกาลเพาะปลูก ขณะที่ธุรกิจอื่น ๆ มีแนวโน้มทรงตัวจากงวด 3Q55 อาทิ ธุรกิจเมอร์เมดที่ยังอยู่ในช่วงฤดูกาลต่อเนื่องจากงวด 3Q55 และธุรกิจ UMS ที่ยังคงทยอยขายสต็อกถ่านหินขนาด 0 - 0.5 มม. ซึ่งมีมารีจิ้นต่ำมาก โดยตั้งเป้าหมายขายให้หมดทั้ง 4 แสนตันภายในเดือนมี.ค. 2556 ขณะที่ยังเชื่อว่าแนวโน้มค่าระวางเรือเทกองยังทรงตัวในระดับต่ำต่อเนื่องอีก 1-2 ปีข้างหน้า จากปัญหาชีพพลายเรือล้นตลาด และปริมาณความต้องการยังคงชะงักตามเศรษฐกิจโลก ส่งผลให้ฝ่ายวิจัยปรับลดประมาณการปี 2555-56 (รายละเอียดตามตารางแนบท้าย) โดยภายใต้ประมาณการใหม่ ขาดทุนสุทธิปี 2555 จะอยู่ที่ 3.1 พันล้านบาท ขณะที่ขาดทุนปกติปี 2555 อยู่ที่ 531 ล้านบาท ลดลงจากปีก่อนราว 14.2% โดยคาดหวังว่าจะพลิกกลับมามีกำไรปกติเล็กน้อยราว 173 ล้านบาท ในปี 2556 จากธุรกิจใหม่ ที่เข้าลงทุนคือ บริษัท AOD ซึ่งเมอร์เมดถือหุ้น 33.75% ที่จะเริ่มสร้างรายได้ในปี 2556 หลังทยอยรับมอบเรือขุดเจาะน้ำมันแบบ Jack-up สั่งต่อใหม่ 3 ลำ

▶ **แม้มี Upside ถึง 23% แต่ระยะสั้นยังเสี่ยงขาดทุนต่อ คงคำแนะนำ “ถือ”**

แม้ธุรกิจยังเผชิญความเสี่ยงขาดทุนต่อในงวด 4Q55 แต่คาดผลขาดทุนมีโอกาสทยอยลดลง และอาจเริ่มคุ้มทุนในปี 2556 ขณะที่มูลค่าพื้นฐานหุ้นใหม่ อิง PBV แบบอนุรักษ์นิยมที่ 0.6 เท่า อยู่ที่ 19.00 บาท มี Upside 23.4% **จึงยังคงคำแนะนำ “ถือ”** เพื่อรอสัญญาณฟื้นตัวของธุรกิจ

Key Data (ล้านบาท)	FY52A	FY53A	FY54A	FY55F	FY56F
รายได้จากขายและบริการ	19,960	17,893	17,565	17,222	19,925
Norm Profit	798	90	(619)	(531)	173
กำไรสุทธิ	1,814	796	139	(3,131)	173
Norm EPS (บาท)	1.13	0.13	(0.87)	(0.75)	0.24
EPS (บาท)	2.56	1.12	0.20	(4.42)	0.24
PER (เท่า)	6.79	15.48	88.33	n.a.	n.a.
BVS (บาท)	37.24	36.57	36.10	31.18	31.43
PBV (เท่า)	0.47	0.48	0.48	0.56	0.55
DPS (บาท)	0.54	0.26	1.00	-	0.06
Dividend Yield (%)	3.1	1.5	5.7	-	0.4

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ อย่างไรก็ดี 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

กวี มานิตสุภวงษ์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 003974

☐ kawee@asiaplus.co.th

ผลการดำเนินงานงวด 3Q55

(ล้านบาท) สิ้นงวด ก.ย.	3Q53	4Q53	1Q54	2Q54	3Q54	4Q54	1Q55	2Q55	3Q55	QoQ	YoY	9M55	9M54	YoY
รายได้จากการเดินเรือ	2,431	2,351	1,852	1,503	1,212	863	826	753	934	24.0%	-23.0%	2,513	4,567	-45.0%
รายได้ธุรกิจนอกขายฝั่ง	881	799	1,113	1,144	1,454	1,832	1,151	996	1,753	76.1%	20.5%	3,900	3,711	5.1%
รายได้และยอดขายรวม	4,512	4,657	4,574	4,100	4,347	4,425	3,368	3,508	4,782	36.3%	10.0%	11,659	13,021	-10.5%
ต้นทุนขายและบริการ	3,691	4,076	4,039	3,888	3,751	3,693	2,984	3,166	3,941	24.5%	5.1%	10,091	11,678	-13.6%
กำไรสุทธิ	185	225	145	(119)	297	(188)	(560)	(205)	(2,351)	1044.5%	-891.4%	(3,117)	324	n.a.
Norm กำไรสุทธิ	170	21	(163)	(278)	(96)	(219)	(208)	(251)	(33)	-87.0%	-65.8%	(492)	(537)	-8.4%
EPS	0.26	0.32	0.21	(0.17)	0.42	(0.27)	(0.79)	(0.29)	(3.32)	1044.8%	-890.5%	(4.40)	0.46	n.a.
Norm EPS	0.24	0.03	(0.23)	(0.39)	(0.13)	(0.31)	(0.29)	(0.35)	(0.05)	-85.7%	-61.5%	(0.69)	(0.75)	-8.0%
Gross margin	18.2%	12.5%	11.7%	5.2%	13.7%	16.5%	11.4%	9.8%	17.6%			13.4%	10.3%	
Norm Profit margin	7.0%	0.9%	-8.8%	-18.5%	-7.9%	-25.4%	-25.2%	-33.3%	-3.5%			-19.6%	-11.8%	

ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP

ผลประกอบการจำแนกตามประเภทธุรกิจ

Profit contribution from Line of Businesses

Baht millions	3QFY11	3QFY12	YoY %
Transport	133	67	-50%
Infrastructure	88	5	-94%
Energy	22	73	236%
Corporate*	89	-2,497	-2920%
Net profit	332	-2,351	-809%

* Corporate = TTA, the holding company, and inter-company eliminations

ที่มา : TTA

สมมติฐานในการปรับประมาณการ

สิ้นสุด ก.ย.	2555			2556		
	ใหม่	เดิม	%chg.	ใหม่	เดิม	%chg.
รายได้จากการขายและค่าบริการรวม	17,222	17,582	-2.0%	19,925	20,740	-31.8%
อัตรากำไรขั้นต้น	10.2%	10.8%	-5.4%	10.9%	14.1%	-7.0%
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (ลบ.)	2,377	2,426	-2.0%	2,391	2,489	-32.9%
กำไรปกติ	(531)	(348)	52.7%	173	873	-66.8%
รายการพิเศษ/ด้อยค่าเงินลงทุน	2,600	-	n.a.	-	-	0.0%
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	(3,131)	(348)	799.8%	173	873	-66.8%
กำไรต่อหุ้น	(4.42)	(0.49)	802.5%	0.24	1.23	-66.8%

ที่มา : TTA

ผลประกอบการจำแนกตามประเภทธุรกิจ

Baht millions	Transport		Energy		Infrastructure			
	Thoresen Shipping		Mermaid Maritime		UMS		ibacovo	
	3QFY11	3QFY12	3QFY11	3QFY12	3QFY11	3QFY12	3QFY11	3QFY12
Revenues	1,212	934	1,454	1,753	910	1,013	729	1,038
EBITDA	197	172	303	520	44	(54)	78	97
EBITDA margin	16%	18%	21%	30%	5%	-5%	11%	9%
EBIT	(17)	41	149	333	29	(70)	79	93

ที่มา : TTA

กราฟเทคนิคราคาหุ้น



ที่มา : TTA

ประมาณการกำไรสุทธิปี 2555-56 ของ TTA

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)					งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 30 ก.ย.	2553	2554	2555F	2556F	สิ้นสุด 30 ก.ย.	2553	2554	2555F	2556F
รายได้จากการดำเนินงาน	17,893	17,565	17,222	19,925	กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
ค่าใช้จ่ายจากดำเนินงาน	(15,208)	(15,487)	(15,470)	(17,750)	กำไรสุทธิ	796	139	(3,131)	173
กำไรจากการดำเนินงาน	2,685	2,078	1,752	2,175	ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	1,843	1,986	1,896	2,051
ค่าใช้จ่ายขายและบริหาร	2,288	2,344	2,377	2,391	เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(1,089)	(1,981)	1,743	(374)
กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี	633	93	(199)	367	กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	1,550	145	508	1,850
ดอกเบี้ยจ่าย	(416)	(594)	(313)	(172)	กระแสเงินสดจากการลงทุน				
ค่าใช้จ่ายอื่น	-	-	-	-	เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(8,356)	(4,122)	(3,000)	(3,000)
รายได้อื่น	-	-	-	-	กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	(10,883)	(3,955)	(3,000)	(3,000)
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	217	(501)	(511)	195	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
ภาษีเงินได้	(256)	(188)	-	(6)	เพิ่ม/ลด เงินกู้	6,162	3,016	(2,134)	1,608
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	129	70	(20)	(16)	เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	13	-	-
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	90	(619)	(531)	173	ลด จ่ายปันผล	(379)	(537)	(354)	-
กำไร (ขาดทุน) จาก Fx	182	514	-	-	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	7,305	(885)	(2,469)	1,619
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	35	-	-	เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	(2,028)	(4,695)	(4,961)	469
กำไรสุทธิ	796	139	(3,131)	173					
EPS	1.12	0.20	(4.42)	0.24					
การเติบโตของรายได้ดำเนินงาน	-48%	-12%	-4%	13%					
การเติบโตของกำไรสุทธิ	-91%	-92%	-493%	24%					
อัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี	4%	1%	-1%	2%					
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	4%	1%	-18%	1%					
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)					งบดุล (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 30 ก.ย.	4Q54	1Q55	2Q55	3Q55	สิ้นสุด 30 ก.ย.	2553	2554	2555F	2556F
รายได้จากการดำเนินงาน	2,740	2,024	1,804	2,737	สินทรัพย์หมุนเวียน	15,422	11,636	4,677	5,532
ค่าใช้จ่ายจากดำเนินงาน	(2,181)	(1,789)	(1,621)	(2,103)	หนี้สินหมุนเวียน	6,801	6,418	2,690	2,703
กำไรจากการดำเนินงาน	(11)	62	40	74	สินทรัพย์รวม	48,873	48,130	42,275	44,079
ค่าใช้จ่ายขายและบริหาร	(713)	(520)	(558)	(701)					
กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี	87	(64)	(150)	241	หนี้สินรวม	17,341	17,216	14,828	16,448
ดอกเบี้ยจ่าย	(186)	(135)	(143)	(153)					
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	(98)	(199)	(293)	88	ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	5,638	5,353	5,367	5,378
ภาษีเงินได้	(32)	(41)	(9)	(64)	ส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมด	25,894	25,560	22,080	22,253
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	(89)	32	51	(56)	ทุนที่ชำระแล้ว	708	708	708	708
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	(219)	(208)	(251)	(33)	ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	1,540	1,540	1,540	1,540
รายการพิเศษ	31	(353)	46	(2,319)	กำไรสะสม	21,982	21,583	18,098	18,271
กำไรสุทธิ	(188)	(560)	(205)	(2,351)					
EPS	(0.27)	(0.79)	(0.29)	(3.32)					
การเติบโตของรายได้ดำเนินงาน (QoQ)	1%	-26%	-11%	52%					
การเติบโตของกำไรสุทธิ (QoQ)	-163%	198%	-63%	1045%					
อัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี	3%	-3%	-8%	9%					
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	-7%	-28%	-11%	-86%					
อัตราส่วนทางการเงิน					สมมติฐานในการทำประมาณการ				
สิ้นสุด 30 ก.ย.	2553	2554	2555F	2556F	สิ้นสุด 30 ก.ย.	2553	2554	2555F	2556F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	2.27	1.81	1.74	2.05	จำนวนเรือ (ลำ)	30	19	17	22
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	6	7	6	6	จำนวนวันเดินเรือ (วัน)	11,113	6,935	6,205	8,030
ระยะเวลารวมหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	25	25	25	25	ค่าขางเฉลี่ย (เหรียญสหรัฐ/วัน/ลำ)	12,619	11,713	10,000	10,000
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	7	7	7	8	สัดส่วน SG&A/Sales	12.8%	13.3%	13.8%	12.0%
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	1.76	0.29	(6.93)	0.40	อัตราแลกเปลี่ยน (บาท/เหรียญสหรัฐ)	32.56	30.11	31.00	31.00
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	3.05	0.54	(13.15)	0.78					

ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP