



22 สิงหาคม 2558

คาดว่ากำไรจะกลับมาฟื้นตัวในครึ่งหลัง

## บมจ. ทิปโก้เอสพีเค

คาดการณ์กำไรจะกลับมาฟื้นตัวในครึ่งหลังของปี 2558

ชื่อ					
ณัฐ พันธุ์สุทรากร	ราคาปัจจุบัน (บ.)		39.25		
66.2658.8888 Ext.8849	ราคาเป้าหมาย (บ.)		48.50		
natp@kgi.co.th	Upside (%)		23.57		
	Sales Bt mn	Net income Bt mn	EPS Bt/share	P/E (x)	
2011	22,304	736	4.82	8.1	
2012F	35,251	457	2.91	13.5	
2013F	37,405	610	3.61	10.9	
2014F	39,634	786	4.64	8.5	
Dividend yield-12/12F (%)	2.2				
Price to book value - 12/12F (x)	1.3				
Absolute performance (3,6,12M) (%)	8.3; -18.2; -24.5				
Relative performance (3,6,12M) (%)	-2.3; -24.5; -34.6				

### สรุปประเด็นสำคัญ และข่าวล่าสุด

- ประเมินแนวโน้มกำไรปกติจะฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งในไตรมาสที่ 3/55
- ปรับลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2555-2557 ลง 27-39%
- ลงคำแนะนำซื้อโดยปรับราคาเป้าหมายใหม่เป็น 48.50 บาท

### ลงคำแนะนำ “ซื้อ” ราคาเป้าหมายใหม่ที่ 48.50 บาท

เสียงตอบรับโดยรวมจากการประชุมนักวิเคราะห์ที่เมื่อวานนี้ออกมาในเชิงบวก โดยนอกจากอุปสงค์ของยางมะตอยที่แข็งแกร่งจากทั้งตลาดในประเทศและต่างประเทศแล้ว ต้นทุนน้ำมันดิบที่ต่ำในไตรมาสที่ 2/55 ไม่เพียงแต่ทำให้อัตรากำไรขั้นต้น (GPM) ในไตรมาสที่ 3/55 เพิ่มขึ้นเท่านั้น แต่คาดจะทำให้กำไรปกติในไตรมาสที่ 3/55 โตถึง 303% YoY อีกด้วย ยิ่งไปกว่านั้น เราจึงคาดว่าบริษัทจะมีปริมาณยอดขายที่ทำสถิติสูงสุดใหม่ที่ 1.15 ล้านตัน หลังจากที่บริษัทมีปริมาณยอดขายสูงถึง 665,000 ตันในครั้งแรกของปี ซึ่งคิดเป็น 67% ของเป้าหมายที่ 1 ล้านตัน อย่างไรก็ตาม แม้เราจะปรับลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2555 ลง 39.1% เหลือ 457 ล้านบาท เนื่องจากผลกระทบที่แย่กว่าที่คาดในครั้งแรก แต่กำไรที่ฟื้นตัวในครึ่งหลังและแนวโน้มที่สดใสของอุตสาหกรรมทำให้เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” โดยปรับราคาเป้าหมายใหม่เป็น 48.50 บาท

### ภาพที่ 1: คาดกำไรปกติไตรมาสที่ 3/55 เพิ่มขึ้น 240% YoY เป็น 200 ล้านบาท

Bt mn	3Q12F	3Q11	YoY (%)	2Q12	QoQ (%)
Sales	9,581	5,806	65.0	9,160	4.6
Gross Profit	647	290	122.6	84	666.0
SG&A Expense	(192)	(179)	6.9	(168)	13.8
EBITDA	540	210	157.7	31	1,628.5
Corporate Tax	71	27	164.1	57	24.0
Pre-exceptional Profit	238	49	386.9	(297)	n.m.
Minority Interest	(2.0)	4.2	n.m.	(3.6)	(44.1)
Net Profit	200	50	302.6	120	66.5
Norm. Profit	200	59	240.0	14	1,351.2
EPS (Bt)	1.3	0.3	302.6	0.8	66.5
Percent	3Q12F	3Q11	YoY (ppts)	2Q12	QoQ (ppts)
Gross margin	6.8	5.0	1.7	0.9	5.8
Net margin	2.1	0.9	1.2	1.3	0.8

Source: Company data; KGI Securities (Thailand) estimates

### คาดว่ากำไรปกติจะฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งในไตรมาสที่ 3/55

ความกังวลเกี่ยวกับภาวะเศรษฐกิจโลกที่ถดถอย ทำให้ราคาน้ำมันในตลาดโลกปรับตัวลงจากระดับสูงสุดที่ 127 ดอลลาร์สหรัฐต่อบาร์เรล มาถึงจุดต่ำสุดที่ 88 ดอลลาร์สหรัฐต่อบาร์เรลในไตรมาสที่ 2/55 และแม้ราคาน้ำมันในปัจจุบันจะขยับขึ้นมาอยู่ที่ 114 ดอลลาร์ต่อบาร์เรลแล้วก็ตาม แต่ก็ไม่ได้ส่งผลกระทบต่อการดำเนินงานของ TASC ในไตรมาสที่ 3/55 เนื่องจากบริษัทได้ซื้อน้ำมันดิบสำหรับการกลั่นเอาไว้ที่ราคาต่ำกว่าราคาในปัจจุบันอย่างมาก ซึ่งจะช่วยให้ GPM ในไตรมาสที่ 3/55 ขยับเพิ่มขึ้นถึง 170 bps เป็น 6.8% ทั้งนี้ นอกจาก GPM ที่เพิ่มขึ้นแล้ว อุปสงค์ของยางมะตอยที่แข็งแกร่งจากทั้งตลาดในประเทศ และต่างประเทศ ก็ยังมีส่วนช่วยสนับสนุนให้กำไรปกติในไตรมาสที่ 3/55 เพิ่มขึ้นถึง 240% YoY เป็น 200 ล้านบาท

### ปรับลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2555-2557 ลง 27-39%

การที่บริษัทสามารถรักษาระดับการกลั่นน้ำมันดิบเอาไว้ที่ 6.6 ล้านบาร์เรลได้ เมื่อเทียบกับปริมาณการกลั่นในปีที่แล้วที่ 3.1 ล้านบาร์เรล ส่งผลให้บริษัทสามารถตอบสนองต่ออุปสงค์ที่เติบโตอย่างแข็งแกร่งต่างประเทศ โดยเฉพาะอย่างยิ่งจากประเทศออสเตรเลีย อินโดนีเซีย และเวียดนาม เราคาด TASC จะสามารถทำสถิติปริมาณยอดขายสูงสุดใหม่ในปีนี้ได้ที 1.15 ล้านตัน หลังจากที่บริษัทมีปริมาณยอดขายสูงถึง 665,000 ตันในครั้งแรกของปี ซึ่งคิดเป็น 67% ของเป้าหมายที่ 1 ล้านตัน ซึ่งจะช่วยให้ยอดขายในปี 2555-2557 เพิ่มขึ้น 39-45% เป็น 3.52 หมื่นล้านบาทในปี 2555 และเพิ่มเป็น 3.74 หมื่นล้านบาทในปี 2556 และเป็น 3.96 หมื่นล้านบาทในปี 2557

### ภาพที่ 2: สมมติฐานใหม่

'000 tons	Previous			Revised		
	2012F	2013F	2014F	2012F	2013F	2014F
Total sales volume	867	910	955	1150	1200	1250
Domestic	391	411	431	379	395	412
Export	476	500	524	771	805	838
Bt mn						
Sales	24,244	26,320	28,426	35,251	37,405	39,634
Gross profit margin (%)	8.7	8.6	8.0	4.8	5.0	5.1
Net profit	750	880	1076	457	610	786

Source: Company data; KGI Securities (Thailand) estimates

อย่างไรก็ตาม ผลประกอบการที่น่าผิดหวังในไตรมาสที่ 2/55 อันเป็นผลมาจากต้นทุนวัตถุดิบที่แพงซึ่งส่งผลให้ GPM ลดลง 0.9% และทำให้เราปรับลดสมมติฐาน GPM ปี 2555-2557 ลงจาก 8-8.7% เหลือเพียง 4.8-5.1% เท่านั้น ดังนั้น เราจึงปรับลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2555-2557 ลง 27-39% เหลือ 457 ล้านบาทในปี 2555 และเหลือ 610 ล้านบาทในปี 2556 และเป็น 786 ล้านบาทในปี 2557

### ราคาเป้าหมายปี 2556 เท่ากับ 48.50 บาท

การฟื้นตัวของกำไรในครึ่งหลัง น่าจะทำให้หุ้นกลั่นกลับมาให้ความสนใจหุ้นตัวนี้อีกครั้ง และช่วยให้หุ้น TASC ซื้อขายอยู่ที่ระดับ PE ปัจจุบันที่ 13.4x ดังนั้นเราจึงคงคำแนะนำ “ซื้อ” โดยขยับไปใช้ราคาเป้าหมายปี 2556 ที่ 48.50 บาท

### Disclaimer

บริษัทหลักทรัพย์ เคจีไอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (“บริษัท”) มิได้ให้การรับรองใดๆ ถึงความถูกต้องและแท้จริงของข้อมูลในเอกสารนี้ (“ข้อมูล”) ดังนั้นไม่ว่าจะด้วยเหตุใดก็ตาม บริษัทไม่ขอรับผิดชอบต่อความเสียหายในรายได้ หรือผลประโยชน์ใดๆ ทั้งทางตรงและทางอ้อมที่เกิดขึ้นจากการใช้ ข้อมูล และข้อมูลนี้มิได้จัดทำขึ้นเพื่อเป็นการชักชวนหรือชี้แนะให้ซื้อขายหลักทรัพย์ใดๆ ทั้งนี้ข้อมูลถูกจัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่เป็นปัจจุบันและ บริษัทสงวนสิทธิในการแก้ไขข้อความใดๆ ในเอกสารนี้โดยมิต้องบอกกล่าวล่วงหน้า