

## อีโนว รับเบอร์

### กำไรเติบโตสวนทางกลุ่มฯ

อาบิสกัรราคาวัตถุดิบตกต่ำผลักดันกำไร 3Q58 เติบโต 36% yoy สวนทางฟู้ฟูลิต ชิ้นส่วนรถยนต์รายอื่น ขณะที่แนวโน้มปี 2559 คาดฟื้นตัวดีขึ้นจากปริมาณออเดอร์ในมือสูง ปรับใช้ FV ปี 2559 ที่ 21.90 บาท มี Upside 24% จึงยังให้คำแนะนำซื้อ

#### ■ กำไร 3Q58 เติบโต 36.4% yoy

งวด 3Q58 (เม.ย.-มิ.ย. 2558) มีกำไรสุทธิเท่ากับ 97.1 ล้านบาท เติบโต 36.4% yoy สวนทางผู้ประกอบการอื่นๆในกลุ่มยานยนต์ที่มีกำไรลดลงจากช่วงเดียวกันของปีก่อน โดยปัจจัยสนับสนุนหลักมาจาก Gross Margin ที่ยังทรงตัวอยู่ในระดับสูง 16% ต่อเนื่องจากไตรมาสก่อน และเพิ่มขึ้นจากช่วง 3Q57 ซึ่งอยู่ที่ 12.5% เนื่องจากราคาต้นทุนวัตถุดิบหลักปรับตัวลดลงเกือบทั้งหมด โดยเฉพาะราคา ยางสังเคราะห์และสารเคมีที่ลดลงประมาณ 21% ตามทิศทางราคาน้ำมัน รวมถึงราคาขายรวมชาติที่ลดลง 12% yoy ขณะที่ด้านยอดขายของบริษัทแม้จะลดลง 8.7% yoy ชะลอตัวตามภาคการผลิตรถยนต์ แต่โดยรวมยังส่งผลให้ Net Profit Margin เพิ่มขึ้นจาก 5.5% เป็น 8.2% ส่วนด้านโครงสร้างทางการเงินยังแข็งแกร่ง มีสถานะเป็น Net Cash 442 ล้านบาท

#### ■ แนวโน้มกำไรยังทรงตัวในระดับสูง

แนวโน้มรายได้ 4Q57 คาดฟื้นตัวดีขึ้น หนุนจากยอดขายชิ้นส่วนยางในรถยนต์ (สัดส่วนรายได้ 52%) ที่มีออเดอร์รถยนต์รุ่นใหม่ในมือกว่า 8 รุ่น บวกกับยอดขายยางนอก-ยางในรถจักรยานยนต์ (สัดส่วนรายได้ 48%) ยังเติบโตอย่างต่อเนื่องจากการส่งออกไปยังตลาด REM ในกลุ่มประเทศ CLMV ทั้งนี้เพื่อสะท้อน Gross Margin ดีกว่าคาดและยังมีแนวโน้มทรงตัวอยู่ในระดับสูง จากภาวะปริมาณยางที่ล้นตลาดและราคาน้ำมันตกต่ำ ฝ่ายวิจัยจึงปรับประมาณการกำไรปี 2558 (ต.ค.2557-ก.ย.2558) ขึ้นจากเดิม 17% โดยคาดกำไรปกติเท่ากับ 413 ล้านบาท เติบโต 31.9% yoy แต่ยังคงประเมินกำไรงวดปี 2559 อย่างอนุรักษ์นิยมอยู่ที่ 398 ล้านบาท ภายใต้สมมติฐาน Gross Margin 14% เทียบกับ 15% ในปี 2558 อย่างไรก็ตาม IRC ยังมีประเด็นบวกลบในขนาดจากโครงการผลิตแผ่นยางรองรางรถไฟร่วมกับ สวทช. ซึ่งยังไม่รวมอยู่ในประมาณการ

#### ■ น่าสนใจ...ด้วย PER ต่ำเพียง 8.8 เท่า + Upside 24%

ฝ่ายวิจัยปรับมาใช้มูลค่าพื้นฐานปี 2559 (สิ้นสุด ก.ย. 2559) โดยอิง PER 11 เท่า ได้เท่ากับ 21.7 บาท มี Upside ถึง 27% และคาด Div Yield มากกว่า 4% ต่อปี ขณะที่ราคาปัจจุบันเทียบเท่า PER ต่ำกว่า 9 เท่า ซึ่งถือว่าถูกมากเมื่อเทียบกับ PER ของกลุ่มยานยนต์ที่ 12 เท่า จึงยังคงคำแนะนำซื้อ

Key Data	FY56A	FY57A	FY58F	FY59F	FY60F
FY: ปี 30 ก.ย.					
ยอดขาย (ล้านบาท)	6,786	5,455	6,063	6,510	6,873
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	409	313	434	398	445
Norm Profit (ล้านบาท)	409	313	413	398	445
Norm EPS (บาท)	2.05	1.57	2.07	1.99	2.22
PER (x)	8.6	11.2	8.5	8.8	7.9
DPS (บาท)	0.82	0.63	0.83	0.80	0.89
Dividend Yield (%)	4.6%	3.6%	4.7%	4.5%	5.1%
BV (บาท)	12.0	12.7	14.3	15.5	16.9
PBV (x)	1.47	1.38	1.23	1.14	1.04

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

## IRC

แนะนำ : ซื้อ



ราคาปัจจุบัน (บาท): 17.60

ราคาเป้าหมาย (บาท): 21.90

Upside : 24.46%

Dividend Yield : 4.53%

Total Return : 28.99%

มูลค่าตลาด (ล้านบาท): 3,520

CG Score: ▲▲▲

### Technical Chart



นवलพรรณ น้อยรัชชุกร

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์ : 019994

✉ nuanpun.re@asiaplus.co.th

อรรถวุฒิ พุกประยูร

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

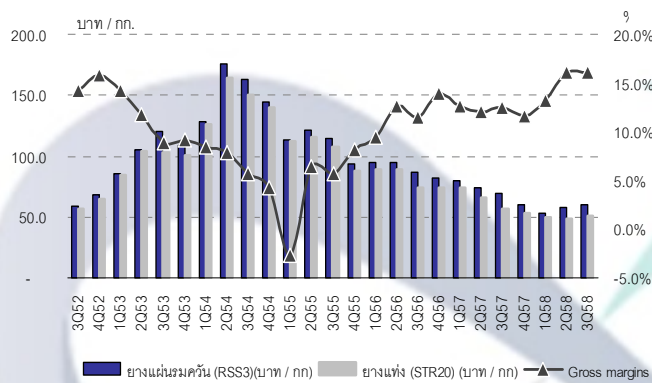
## ผลการดำเนินงานรายไตรมาส

ปีบัญชี สิ้นสุด 30 ก.ย.

(ล้านบาท)	1Q57	2Q57	3Q57	4Q57	1Q58	2Q58	3Q58	% YoY	% QoQ	9M58	9M57	% YoY
ยอดขาย	1,419.9	1,387.8	1,302.6	1,344.6	1,343.7	1,393.1	1,188.9	-8.7%	-14.7%	3,926	4,110	-4.5%
กำไรขั้นต้น	178.4	166.8	163.3	157.0	177.3	224.1	191.0	17.0%	-14.8%	592	509	16.5%
ค่าใช้จ่ายดำเนินงาน	89.0	89.3	85.7	70.7	85.5	92.0	84.6	-1.3%	-8.0%	262	264	-0.7%
กำไรสุทธิ	88.8	71.4	71.2	82.1	90.8	138.9	97.1	36.4%	-30.1%	327	231	41.3%
กำไรจากการดำเนินงาน	88.8	71.4	71.2	82.1	90.8	115.5	97.1	36.4%	-15.9%	303	231	31.1%
EPS (บาท)	0.44	0.36	0.36	0.41	0.45	0.69	0.49	36.4%	-30.1%	1.63	1.16	41.3%
Norm EPS (บาท)	0.44	0.36	0.36	0.41	0.45	0.58	0.49	36.4%	-15.9%	1.52	1.16	31.1%
Gross margin (%)	12.6%	12.0%	12.5%	11.7%	13.2%	16.1%	16.1%			15.1%	12.4%	
SG&A/Sales	6.3%	6.4%	6.6%	5.3%	6.4%	6.6%	7.1%			6.7%	6.4%	
Norm Profit margin (%)	6.3%	5.1%	5.5%	6.1%	6.8%	8.3%	8.2%			7.7%	5.6%	

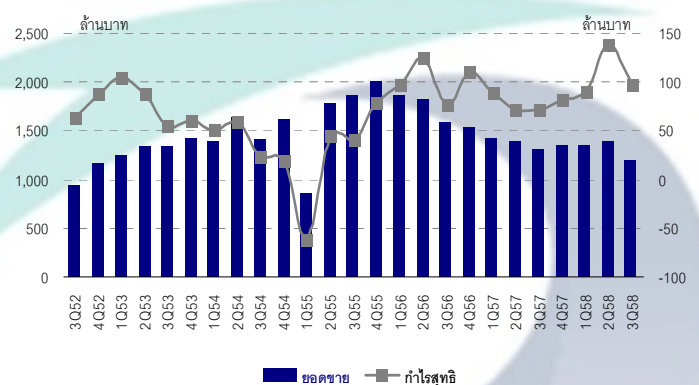
ที่มา : งบการเงิน

## ทิศทางราคาขาย กับ Gross Margin



ที่มา : IRC

## ผลประกอบการรายไตรมาส



ที่มา : IRC

## สมมติฐานในการปรับประมาณการ

	เดิม		ใหม่		% เปลี่ยนแปลง	
	58F	59F	58F	59F	58F	59F
<b>ประมาณการ</b>						
Norm Profit (ลบ.)	354	383	413	398	17.0%	4.1%
Norm EPS (บาท)	1.77	1.91	2.07	1.99	17.0%	4.1%
Fair Value PER (X)	11.00			11.00	0.0%	
Fair Value (บาท)	19.45			21.90	-100.0%	
<b>สมมติฐาน</b>						
ยอดขาย (ลบ.)	6,063	6,510	5,311	5,734	-12.4%	-11.9%
Gross Margin	12.5%	12.5%	15.0%	14.0%	2.5%	1.5%
SG&A/Sale	6.3%	6.3%	6.5%	6.5%	0.2%	0.2%
Effective Tax Rate	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	0.0%	0.0%

ที่มา :IRC

## ประเด็นความเสี่ยงที่สำคัญ

1. ความผันผวนของราคาขายพารา ซึ่งเป็นวัตถุดิบหลัก ส่งผลทั้งในเชิงบวกและลบต่อธุรกิจของบริษัท และอาจทำให้ประสิทธิภาพในการทำกำไรผิดไปจากประมาณการได้
2. ตลาดรถยนต์และรถจักรยานยนต์ในประเทศยังคงถูกกดดันจากภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอตัวต่อเนื่อง รวมถึงปัญหานี้ครีวเรือนสูงซึ่งส่งผลต่อกำลังซื้อของผู้บริโภค ทำให้ยังมีความเสี่ยงต่อการฟื้นตัวของผลประกอบการในอนาคต

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

## ประมาณการกำไรสุทธิปี 2558-60 ของ IRC

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)					งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 30 ก.ย.					สิ้นสุด 30 ก.ย.				
	2557	2558F	2559F	2560F		2557	2558F	2559F	2560F
ยอดขาย	5,455	5,311	5,734	6,326	กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
ต้นทุนขาย	(4,789)	(4,514)	(4,932)	(5,440)	กำไรสุทธิ	315	413	398	445
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>666</b>	<b>797</b>	<b>803</b>	<b>886</b>	รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด				
ค่าใช้จ่ายในการขาย	(335)	(345)	(373)	(411)	ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	319	337	355	373
ดอกเบี้ยจ่าย	(7)	(5)	(1)	(1)	กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	4	-	-	-
ค่าใช้จ่ายอื่น	-	-	-	-	อื่นๆ	2	-	-	-
รายได้อื่น	42	40	40	50	เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	124	5	(53)	(79)
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	366	486	469	523	<b>กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ</b>	<b>793</b>	<b>778</b>	<b>701</b>	<b>740</b>
ภาษีเงินได้	(52)	(73)	(70)	(79)	กระแสเงินสดจากการลงทุน				
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	313	413	398	445	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น				
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	20	-	-	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	1	-	-	-
<b>กำไรจากการดำเนินงาน</b>	<b>313</b>	<b>413</b>	<b>398</b>	<b>445</b>	เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(232)	(360)	(360)	(360)
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>313</b>	<b>413</b>	<b>398</b>	<b>445</b>	<b>กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ</b>	<b>(231)</b>	<b>(360)</b>	<b>(360)</b>	<b>(360)</b>
<b>Norm EPS</b>	<b>1.6</b>	<b>2.1</b>	<b>2.0</b>	<b>2.2</b>	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
					เพิ่ม/ลด เงินกู้	(112)	(72)	0	0
การเติบโตของยอดขาย	-19.6%	-2.6%	8.0%	10.3%	เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	-	-	-
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน	-23.4%	31.9%	-3.7%	11.7%	ลด จ่ายปันผล	(164)	(125)	(165)	(159)
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	12.2%	15.0%	14.0%	14.0%	<b>กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ</b>	<b>(276)</b>	<b>(197)</b>	<b>(165)</b>	<b>(159)</b>
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน	5.7%	7.8%	6.9%	7.0%	<b>เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ</b>	<b>287</b>	<b>221</b>	<b>175</b>	<b>220</b>
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)					งบดุล (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 30 ก.ย.					สิ้นสุด 30 ก.ย.				
	4Q57	1Q58	2Q58	3Q58		2557	2558F	2559F	2560F
ยอดขาย	1,345	1,344	1,393	1,189	เงินสด & เงินฝาก	383	604	779	999
ต้นทุนขาย	(1,188)	(1,166)	(1,169)	(998)	ลูกหนี้การค้า	1,027	1,018	1,100	1,213
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>157</b>	<b>177</b>	<b>224</b>	<b>191</b>	สินค้าคงเหลือ	586	557	608	671
ค่าใช้จ่ายในการขาย	(71)	(85)	(92)	(85)	สินทรัพย์หมุนเวียน	2,022	2,205	2,513	2,910
ดอกเบี้ยจ่าย	1	1	1	1	<b>สินทรัพย์รวม</b>	<b>3,869</b>	<b>4,073</b>	<b>4,386</b>	<b>4,769</b>
รายได้อื่น	14	14	12	10	เจ้าหนี้การค้า	899	866	946	1,043
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	99	105	143	116	หนี้สินหมุนเวียน	1,144	1,039	1,119	1,217
ภาษีเงินได้	(17)	(14)	(28)	(19)	<b>หนี้สินรวม</b>	<b>1,319</b>	<b>1,215</b>	<b>1,295</b>	<b>1,392</b>
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	82	91	115	97	ทุนที่ชำระแล้ว	200	200	200	200
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	23	-	ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	298	298	298	298
ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	-	-	-	-	กำไรสะสม	2,052	2,360	2,593	2,879
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>82</b>	<b>91</b>	<b>139</b>	<b>97</b>	จัดสรรแล้ว - สারণตามกฎหมาย	20	20	20	20
<b>กำไรจากการดำเนินงาน</b>	<b>82</b>	<b>91</b>	<b>115</b>	<b>97</b>	ยังไม่ได้จัดสรร	2,032	2,340	2,573	2,859
ยอดขาย (QoQ)	3.2%	-0.1%	3.7%	-14.7%	ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	0	0	0	0
กำไรจากการดำเนินงาน (QoQ)	15.3%	10.6%	27.2%	-15.9%	<b>ส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมด</b>	<b>2,550</b>	<b>2,858</b>	<b>3,091</b>	<b>3,377</b>
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	11.7%	13.2%	16.1%	16.1%	<b>หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>3,869</b>	<b>4,073</b>	<b>4,386</b>	<b>4,769</b>
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน	6.1%	6.8%	8.3%	8.2%	สมมติฐานในการทำประมาณการ				
อัตราส่วนทางการเงิน					สิ้นสุด 30 ก.ย.				
	2557	2558F	2559F	2560F		2557	2558F	2559F	2560F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.77	2.12	2.25	2.39	Sales Growth (%)	-19.6%	-2.6%	8.0%	10.3%
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	5.31	5.21	5.21	5.21	Gross Margin (%)	12.2%	15.0%	14.0%	14.0%
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	7.53	8.11	8.86	8.95	SG&A (%)	6.1%	6.5%	6.5%	6.5%
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	5.33	5.21	5.21	5.21	EBITDA Margin (%)	12.7%	15.6%	14.4%	14.2%
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	0.04	0.01	0.01	0.01	Effective Tax Rate (%)	14.2%	15.0%	15.0%	15.0%
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	16.1%	10.9%	19.6%	20.3%					
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	12.7%	16.0%	13.4%	13.8%					

ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASPS