

อีโนว รับเบอร์

กำไรฟื้นรับโอนลิขสิทธิ์ราคาตกต่ำ

ฝ่ายวิจัยปรับเพิ่มประมาณการกำไรปี 2558 สะท้อนอัตรากำไรขึ้นต้นดีกว่าคาด หนุนจากการฟื้นตัวของยอดขาย และราคาที่ยังอยู่ในระดับต่ำ ส่งผลให้ FV ใหม่ ปี 2558 เท่ากับ 19.45 บาท มี Upside ถึง 22% และ Div Yield กว่า 4% ต่อปี

■ มั่นใจ ปี 2558 พลิกกลับมาเติบโตได้

ผู้บริหารมองแนวโน้มผลประกอบการปี 2558 สดใส เชื่อว่ายอดขายจะเติบโตได้ 5-10% มาจากยอดขายขึ้นส่วนยางอุตสาหกรรม (สัดส่วนรายได้ 53%) ที่ฟื้นตัวตามภาคการผลิตรถยนต์ ซึ่ง IRC คาดอยู่ที่ 2.1 ล้านคัน (เท่ากับฝ่ายวิจัยคาด) เติบโต 11% จากปีก่อน และออเดอร์รถยนต์รุ่นใหม่ในมือกว่า 8 รุ่น ซึ่งบริษัทได้ลงทุนกว่า 250 ล้านบาทซื้อเครื่องจักรและแม่พิมพ์เพื่อรองรับการผลิตสินค้ากลุ่มดังกล่าว ขณะที่ยอดขายยางนอก-ยางในรถจักรยานยนต์ (สัดส่วนรายได้ 47%) แม้ต้องเผชิญกับภาวะตลาดในประเทศที่อึมครึม แต่ยังคงเติบโต 5% yoy หนุนจากตลาดส่งออกที่ยังเติบโตได้ โดยเฉพาะจากประเทศในกลุ่มอาเซียน (โดยปัจจุบันบริษัทมีสัดส่วนรายได้จากการส่งออกอยู่ที่ 25%)

■ เพิ่มประมาณการสะท้อนอัตรากำไรดีกว่าคาด

ฝ่ายวิจัยปรับเพิ่มประมาณการปี 2558 สะท้อน Gross margin ต่ำเกินไป พิจารณาจากในงวด 1Q58 อัตรากำไรขั้นต้นอยู่ที่ 13% ขณะที่แนวโน้มยอดขายที่เพิ่มขึ้นจะหนุนให้เกิดการประหยัดต่อขนาด ประกอบกับภาวะขาลงที่ล้นตลาดกดดันให้ราคาขายยังอยู่ในระดับต่ำ รวมถึงการนำเศษยางที่เหลือจากการขึ้นรูปมาทำพื้นยางขายเพื่อเพิ่มรายได้แทนการทิ้งไปเช่นในอดีต จึงปรับ Gross Margin ปี 2558 เพิ่มเป็น 12.5% (เดิมคาด 12%) และปรับเพิ่ม Tax rate เป็น 15% จากเดิม 13% จากสิทธิประโยชน์ทางภาษี BOI ที่บริษัทได้รับสำหรับสายการผลิตยางนอก-ยางในรถจักรยานยนต์จะหมดลงในปี 2558 จำนวน 1 สาย ส่งผลให้ประมาณการกำไรปกติงวดปี 2558 อยู่ที่ 354 ล้านบาท เติบโต 13% yoy และกำไรสุทธิ 374 ล้านบาท เนื่องจากบริษัทมีต้นทุนที่รายการพิเศษจากเงินประกันน้ำท่วม ก่อนหักภาษี 24 ล้านบาทซึ่งจะเข้ามาในช่วง 2Q58 (ม.ค.-มี.ค.58)

■ FV ใหม่ 19.45 บาท Upside 22%

ประเมินมูลค่าพื้นฐานภายใต้ประมาณการใหม่ (อิง PER 11 เท่า) ได้ FV ปี 2558 (สิ้นสุด ก.ย. 2558) เท่ากับ 19.45 บาท (จากเดิม 18.38 บาท) มี Upside 22% และ Div Yield กว่า 4% ต่อปี ขณะที่ราคาปัจจุบันสะท้อน PER เพียง 9 เท่า ถูกมากเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมที่ 11 เท่า จึงแนะนำซื้อ

Key Data					
FY: ปีค 30 ก.ย.	FY56A	FY57A	FY58F	FY59F	FY60F
ยอดขาย (ล้านบาท)	6,786	5,455	6,063	6,510	6,873
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	409	313	374	384	404
Norm Profit (ล้านบาท)	409	313	354	384	404
Norm EPS (บาท)	2.05	1.57	1.77	1.92	2.02
PER (x)	7.8	10.2	9.1	8.3	7.9
DPS (บาท)	0.82	0.63	0.71	0.77	0.81
Dividend Yield (%)	5.1%	3.9%	4.4%	4.8%	5.0%
BV (บาท)	12.0	12.7	14.0	15.2	16.5
PBV (x)	1.34	1.25	1.14	1.05	0.97

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

IRC

แนะนำ : ซื้อ



ราคาปัจจุบัน (บาท): 16.00

ราคาเป้าหมาย (บาท): 19.45

Upside : 21.53%

Dividend Yield : 4.40%

Total Return : 25.93%

มูลค่าตลาด (ล้านบาท): 3,200

CG Score: ▲▲▲

Technical Chart



นवलพรรณ น้อยรัชชุกร

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์ : 019994

✉ nuanpun.re@asiaplus.co.th

อรรถวุฒิ พุกประยูร

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

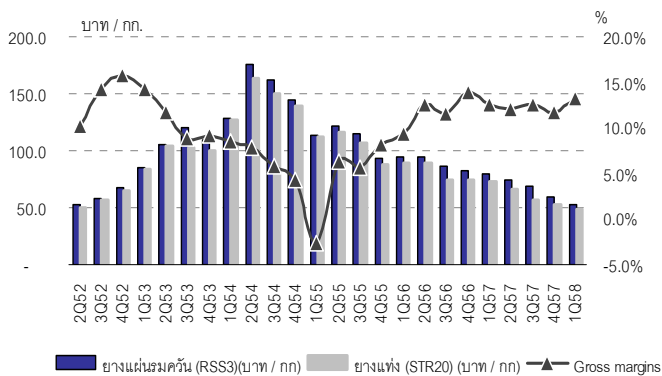
ผลการดำเนินงานรายไตรมาส

ปีบัญชี สิ้นสุด 30 ก.ย.

(ล้านบาท)	3Q56	4Q56	1Q57	2Q57	3Q57	4Q57	1Q58	% YoY	% QoQ	2557	2556	% YoY
ยอดขาย	1,584.1	1,529.2	1,419.9	1,387.8	1,302.6	1,344.6	1,343.7	-5.4%	-0.1%	5,455	6,786	-19.6%
กำไรขั้นต้น	182.3	212.6	178.4	166.8	163.3	157.0	177.3	-0.7%	12.9%	666	799	-16.7%
ค่าใช้จ่ายดำเนินงาน	95.4	78.1	89.0	89.3	85.7	70.7	85.5	-4.0%	20.8%	335	346	-3.3%
กำไรสุทธิ	76.2	110.7	88.8	71.4	71.2	82.1	90.8	2.3%	10.6%	313	409	-23.4%
กำไรจากการดำเนินงาน	76.2	110.7	88.8	71.4	71.2	82.1	90.8	2.3%	10.6%	313	409	-23.4%
EPS (บาท)	0.38	0.55	0.44	0.36	0.36	0.41	0.45	2.3%	10.6%	1.57	2.05	-23.4%
Norm EPS (บาท)	0.38	0.55	0.44	0.36	0.36	0.41	0.45	2.3%	10.6%	1.57	2.05	-23.4%
Gross margin (%)	11.5%	13.9%	12.6%	12.0%	12.5%	11.7%	13.2%			12.2%	11.8%	
SG&A/Sales	6.0%	5.1%	6.3%	6.4%	6.6%	5.3%	6.4%			6.1%	5.1%	
Net margin (%)	4.8%	7.2%	6.3%	5.1%	5.5%	6.1%	6.8%			5.7%	6.0%	

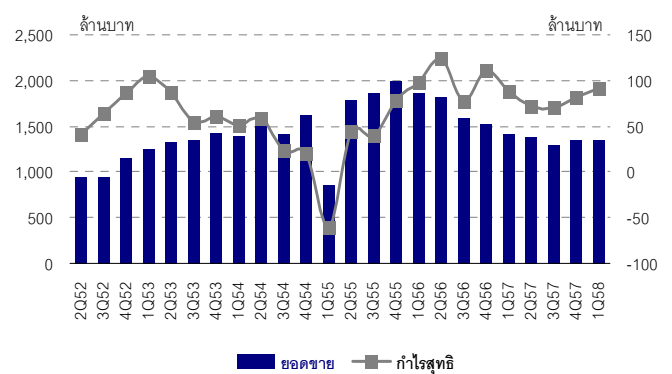
ที่มา : งบการเงิน

ทิศทางราคาขาย กับ Gross Margin



ที่มา : IRC

ผลประกอบการรายไตรมาส



ที่มา : IRC

สมมติฐานในการปรับประมาณการ

	เดิม		ใหม่		% เปลี่ยนแปลง	
	58F	59F	58F	59F	58F	59F
ประมาณการ						
Norm Profit (ลบ.)	334	355	354	383	5.8%	7.8%
Norm EPS (บาท)	1.67	1.77	1.77	1.91	5.8%	7.8%
Fair Value PER (X)	11.00		11.00		0.0%	
Fair Value (บาท)	18.38		19.45		5.8%	
สมมติฐาน						
ยอดขาย (ลบ.)	6,063	6,373	6,063	6,510	0.0%	2.1%
Gross Margin	12.0%	12.0%	12.5%	12.5%	0.5%	0.5%
SG&A/Sale	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	0.0%	0.0%
Effective Tax Rate	13.0%	13.0%	15.0%	15.0%	2.0%	2.0%

ที่มา :IRC

ประเด็นความเสี่ยงที่สำคัญ

- ความผันผวนของราคาขายพารา ซึ่งเป็นวัตถุดิบหลัก ส่งผลทั้งในเชิงบวกและลบต่อธุรกิจของบริษัท และอาจทำให้ประสิทธิภาพในการทำกำไรผิดไปจากประมาณการได้
- ตลาดรถยนต์และรถจักรยานยนต์ในประเทศยังคงถูกกดดันจากภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอตัวต่อเนื่อง รวมถึงปัญหานี้ครีวเรือนสูงซึ่งส่งผลต่อกำลังซื้อของผู้บริโภค ทำให้ยังมีความเสี่ยงต่อการฟื้นตัวของผลประกอบการในอนาคต

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

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	6,063	6,510	6,873	กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
ต้นทุนขาย	(4,789)	(5,305)	(5,696)	(6,014)	กำไรสุทธิ	315	354	383	404
กำไรขั้นต้น	666	758	814	859	รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด				
ค่าใช้จ่ายในการขาย	(335)	(382)	(410)	(433)	ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	319	337	355	373
ดอกเบี้ยจ่าย	(7)	(5)	(1)	(1)	กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	4	-	-	-
ค่าใช้จ่ายอื่น	-	-	-	-	อื่นๆ	2	-	-	-
รายได้อื่น	42	45	48	50	เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	124	(85)	(59)	(48)
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	366	416	450	475	กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	793	628	679	729
ภาษีเงินได้	(52)	(62)	(68)	(71)	กระแสเงินสดจากการลงทุน				
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	313	354	383	404	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น				
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	20	-	-	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	1	-	-	-
กำไรจากการดำเนินงาน	313	354	383	404	เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(232)	(360)	(360)	(360)
กำไรสุทธิ	313	374	383	404	กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	(231)	(360)	(360)	(360)
Norm EPS	1.6	1.8	1.9	2.0	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
					เพิ่ม/ลด เงินกู้	(112)	(72)	0	0
การเติบโตของยอดขาย	-19.6%	11.1%	7.4%	5.6%	เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	-	-	-
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน	-23.4%	12.8%	8.3%	5.5%	ลด จ่ายปันผล	(164)	(125)	(141)	(153)
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	12.2%	12.5%	12.5%	12.5%	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	(276)	(197)	(141)	(153)
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน	5.7%	5.8%	5.9%	5.9%	เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	287	71	178	216
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)					งบดุล (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 30 ก.ย.					สิ้นสุด 30 ก.ย.				
	2Q57	3Q57	4Q57	1Q58		2557	2558F	2559F	2560F
ยอดขาย	1,388	1,303	1,345	1,344	เงินสด & เงินฝาก	383	454	631	847
ต้นทุนขาย	(1,221)	(1,139)	(1,188)	(1,166)	ลูกหนี้การค้า	1,027	1,163	1,248	1,318
กำไรขั้นต้น	167	163	157	177	สินค้าคงเหลือ	586	654	702	741
ค่าใช้จ่ายในการขาย	(89)	(86)	(71)	(85)	สินทรัพย์หมุนเวียน	2,022	2,297	2,608	2,933
ดอกเบี้ยจ่าย	2	2	1	1	สินทรัพย์รวม	3,869	4,165	4,481	4,793
รายได้อื่น	5	6	14	14					
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	80	82	99	105	เจ้าหนี้การค้า	899	1,017	1,092	1,153
ภาษีเงินได้	(9)	(11)	(17)	(14)	หนี้สินหมุนเวียน	1,144	1,191	1,266	1,327
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	71	71	82	91	หนี้สินรวม	1,319	1,366	1,441	1,502
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	-	-					
ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	-	-	-	-	ทุนที่ชำระแล้ว	200	200	200	200
กำไรสุทธิ	71	71	82	91	ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	298	298	298	298
กำไรจากการดำเนินงาน	71	71	82	91	กำไรสะสม	2,052	2,300	2,542	2,792
					จัดสรรแล้ว - สรรองตามกฎหมาย	20	20	20	20
					ยังไม่ได้จัดสรร	2,032	2,280	2,522	2,772
ยอดขาย (QoQ)	-2.3%	-6.1%	3.2%	-0.1%	ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	0	0	0	0
กำไรจากการดำเนินงาน (QoQ)	-19.6%	-0.2%	15.3%	10.6%	ส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมด	2,550	2,798	3,040	3,290
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	12.0%	12.5%	11.7%	13.2%	หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	3,869	4,165	4,481	4,793
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน	5.1%	5.5%	6.1%	6.8%	สมมติฐานในการทำประมาณการ				
อัตราส่วนทางการเงิน					สิ้นสุด 30 ก.ย.				
	2557	2558F	2559F	2560F		2557	2558F	2559F	2560F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.77	1.93	2.06	2.21	Sales Growth (%)	-19.6%	11.1%	7.4%	5.6%
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	5.31	5.21	5.21	5.21	Gross Margin (%)	12.2%	12.5%	12.5%	12.5%
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	7.53	8.11	8.71	8.56	SG&A (%)	6.1%	6.3%	6.3%	6.3%
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	5.33	5.21	5.21	5.21	EBITDA Margin (%)	12.7%	12.5%	12.4%	12.4%
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	0.04	0.01	0.01	0.01	Effective Tax Rate (%)	14.2%	15.0%	15.0%	15.0%
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	16.1%	9.3%	18.4%	18.0%					
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	12.7%	14.0%	13.1%	12.8%					

ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP