

## บมจ. สาลีอุตสาหกรรม

### Well-diversified และ Growth Stock

ศักยภาพการเติบโตโดดเด่น หลังเพิ่มกำลังการผลิต รองรับฐานลูกค้าภาครัฐ และเตรียมแผนบุกตลาด AEC หนุน Norm EPS Growth ปีนี้ 23% และ เฉลี่ยเกินปีละ 15% ใน 4 ปีข้างหน้า พร้อมจะจัดสรร หุ้น IPO ของบริษัทย่อยคือ SLP ให้สิทธิ์แก่ผู้ถือหุ้นเดิม 3 หุ้น SALEE 3 ได้ 1 หุ้น SLP ในปลาย เม.ย. นี้

#### Well-diversified กังวลผลิตภัณฑ์และฐานลูกค้า

SALEE เป็นผู้ผลิตชิ้นส่วนพลาสติก (แบบฉีดและขึ้นรูปใช้ในอุตสาหกรรมอิเล็กทรอนิกส์และยานยนต์ โดยลูกค้าส่วนใหญ่เป็นสัญชาติญี่ปุ่นที่ตั้งฐานการผลิตในประเทศไทย) และยังทำ ธุรกิจรับจ้างพิมพ์ฉลากสินค้าคุณภาพสูง ผ่านบริษัทย่อย SLP (ถือหุ้น 100%) ซึ่งมีบริษัทข้ามชาติขนาดใหญ่ที่มีฐานการผลิตในประเทศไทย เป็นฐานลูกค้าหลัก เช่น P&G, Johnson & Johnson และ Nevia เป็นต้น ขณะนี้เตรียมขยายฐานการผลิตสู่งานภาครัฐ หลังจากการทำกาวิจัยและพัฒนาผลิตภัณฑ์เป็นที่เรียบร้อยแล้ว ซึ่งขณะนี้ SALEE ได้สร้างโรงงานแห่งใหม่ (เป็นโรงงานผลิตชิ้นส่วนพลาสติกแบบฉีดกำลังการผลิตปีละ 690 ตัน หรือ 30% เมื่อรวมกำลังการผลิตเดิม 2,300 รวมเป็นปีละ 2,990 ตัน) ซึ่งขณะนี้ได้เริ่มผลิตแล้วบางส่วน แต่เป็นการจำหน่ายให้กับกลุ่มลูกค้ารายเดิม โดยมีการใช้กำลังการผลิตจริงเพียง 30% ของกำลังการผลิตใหม่ แต่คาดว่าจะเพิ่มเป็น 70% ในช่วง 2H58 เมื่อได้รับคำสั่งซื้อใหม่จากภาครัฐ ซึ่งคาดว่าจะการเปิดประมูลจะเกิดขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ ทำให้การใช้กำลังการผลิตรวมเป็น 66.5% และ จะเพิ่มเป็น 77% ปี 2559 ซึ่งน่าจะเป็นระดับที่ใกล้เคียงกำลังการผลิต แต่บริษัทยังมีพื้นที่ว่าง ที่จะสามารถเพิ่มกำลังการผลิต (โดยการติดตั้งเครื่องจักร) ได้อีก 70% หรือ 1,610 ตัน หากความต้องการเพิ่มขึ้นทั้งจากภาครัฐ และ เอกชน ทั้งนี้ฝ่ายวิจัยยังไม่ได้รวมประเด็นส่วนเพิ่มดังกล่าวในประมาณการ

#### ปี 2558 เติบโตเกือบ 80%

การขยายฐานลูกค้าไปสู่อุตสาหกรรม จะทำให้กำไรเติบโตในปี 2558 เติบโตอย่างโดดเด่นราว 23% จากปี 2557 และ คาดว่าจะเติบโตเฉลี่ย 15% ใน 4 ปี 2558-2561 นอกจากนี้ในปี 2558 ยังไม่ได้รวมกำไรพิเศษ ราว 70 ล้านบาท (บนสมมติฐานราคาขายอิง PER 12 เท่า) ที่จะเกิดขึ้นจากการกระจายหุ้น (IPOs) ของบริษัทย่อย คือ บริษัท สาลี พรินติง; SLP (SALEE ถือหุ้น 100%) เข้าซื้อขายในตลาดฯ ซึ่งเป็นการจัดสรรหุ้นเดิมและ หุ้นใหม่ ในเบื้องต้น จะมีการให้สิทธิ์ แก่ผู้ถือหุ้นเดิมของ SALEE ในการจองซื้อหุ้น SLP อัตราส่วน 3 SALEE ต่อ 1 SLP โดยคาดว่าหุ้น SLP จะเข้าซื้อขายในตลาดฯ ราวปลาย เม.ย. นี้ ซึ่งหากรวมกำไรพิเศษดังกล่าว คาดว่ากำไรสุทธิในปี 2558 ของ SALEE จะเพิ่มขึ้นจากปี 2557 80%

#### มูลค่าเหมาะสม DCF เท่ากับ 12.2 บาท แนะนำ “ซื้อ”

ด้วยแนวโน้มการเติบโตที่ชัดเจนจากฐานกำลังการผลิตใหม่ และที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้นในอนาคต รวมถึงแผนที่จะขยายฐานลูกค้าสู่ AEC ฝ่ายวิจัยจึงประเมินมูลค่าที่เหมาะสมปี 2558 อิง DCF (WACC 9%, Terminal Growth rate 3.5%) ที่ 12.2 บาท มี Upside จากราคาปัจจุบันสูงถึง 39.4% และยังมี Div. Yield 4.3% จึงแนะนำ “ซื้อ” SALEE(FV@B12.2) และเป็นตัวเลือกที่ดีในช่วง 1H58

| Key Data          | FY55A | FY56A | FY57F | FY58F | FY59F |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| FY: ปีที่ 31 ธ.ค. |       |       |       |       |       |
| รายได้ (ลบ)       | 1,049 | 1,112 | 1,138 | 1,304 | 1,470 |
| Profit (ลบ)       | 166   | 180   | 122   | 218   | 172   |
| Norm Profit (ลบ)  | 166   | 180   | 122   | 149   | 172   |
| Norm EPS (บาท)    | 0.63  | 0.57  | 0.32  | 0.39  | 0.45  |
| DPS (บาท)         | 0.13  | 0.02  | 0.16  | 0.37  | 0.34  |
| PER (เท่า)        | 13.8  | 15.4  | 27.4  | 22.3  | 19.3  |
| Dividend Yield    | 1.5%  | 0.3%  | 1.8%  | 4.3%  | 3.9%  |
| PBV (เท่า)        | 3.2   | 4.0   | 3.8   | 3.2   | 3.1   |
| ROAE %            | 25.7% | 25.4% | 15.4% | 22.8% | 16.4% |

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

## SALEE

แนะนำ : ซื้อ



ราคาปัจจุบัน (บาท): 8.75

ราคาเป้าหมาย (บาท): 12.2

Upside : 39.4%

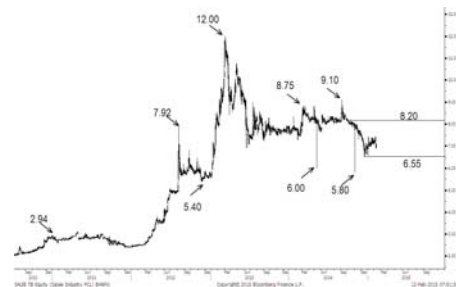
Dividend Yield : 4.3%

Total Return : 43.7%

มูลค่าตลาด (ล้านบาท): 3,326.06

CG Score: ▲▲▲

### Technical Chart



อนุวัฒน์ ศรีขจรรัตน์กุล

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 045698

anuwat@asiaplus.co.th

ธนวิทย์ พิเชษฐศิริพร

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ตาม บมจ. หลักทรัพย์ เอเชียพลัส ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าจะประการใดๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมีได้เป็นการชี้แนะ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือพันธะผูกพันใดๆ กับบมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่ว่ากรณีใด

## ผลิตชิ้นส่วนพลาสติก และฉลากสินค้าตลาดบุน

บริษัท สาลีอุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน) ก่อตั้งขึ้นตั้งแต่ปี 2536 โดยทำธุรกิจหลักคือรับจ้างผลิตชิ้นส่วนพลาสติก ทั้งแบบฉีด (Injection Molding) และแบบขึ้นรูป (Vacuum Forming) หลังจากนั้นในเดือน ธ.ค. 2546 ได้มีการจัดโครงสร้างธุรกิจ เข้าไปถือหุ้นในบริษัท สาลี ฟร้นท์ติ้ง จำกัด (SLP) ซึ่งทำธุรกิจรับจ้างพิมพ์ฉลากสินค้าคุณภาพสูงบน Consumer Product ของค่ายยักษ์ใหญ่ในสัดส่วน 100% และเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ MAI ในวันที่ 28 เม.ย. 2548 ด้วยทุนจดทะเบียน 145 ล้านบาท โดยใช้ชื่อย่อว่า “SALEE”

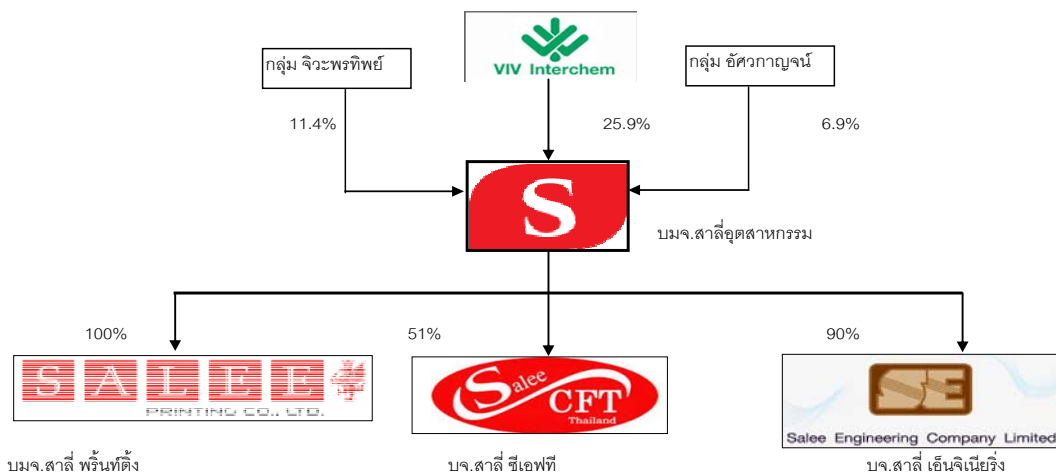
ทั้งนี้ SALEE ยังจัดตั้ง บริษัทย่อยอีก 2 บริษัท

1) บจ.สาลี ซีเอฟที จัดตั้งขึ้นเมื่อวันที่ 18 ม.ค. 2556 (ถือหุ้น 51%) ซึ่งทำธุรกิจจำหน่ายแม่พิมพ์ (Molds) และ

2) บจ.สาลี เอ็นจิเนียริง จัดตั้งขึ้นเมื่อวันที่ 3 ต.ค. 2548 (ถือหุ้น 90%) ซึ่งทำธุรกิจผลิตและจัดจำหน่ายแม่พิมพ์ โดยงานส่วนใหญ่กว่า 90% ของทั้ง 2 บริษัท เป็นการสนับสนุนบริษัทแม่ หรือ SALEE

ปัจจุบัน SALEE มีทุนจดทะเบียนและเรียกชำระแล้ว 380.17 ล้านบาท ในราคาพาร์ 1 บาท โดยมีโครงสร้างผู้ถือหุ้นใหญ่ คือ บริษัท วีไอวี อินเตอร์เคม จำกัด (VIV) และพันธมิตร (ถือหุ้นใน SALEE รวมกันที่ 44.25%) ดังนี้

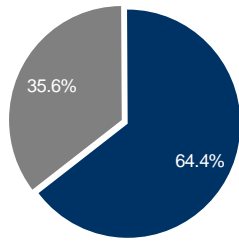
### โครงสร้างการถือหุ้นกลุ่ม SALEE



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

ขณะที่โครงสร้างรายได้หลักของกลุ่ม มาจากธุรกิจพิมพ์ฉลากสินค้า หรือ SLP กล่าวคือ หากพิจารณาผลประกอบการงวดปี 1H57 จะมีเป็นสัดส่วนราว 63.4% ของรายได้รวม ที่เหลืออีกราว 36% จะเป็นของธุรกิจผลิตพลาสติก และค้าขายแม่พิมพ์ ในส่วนของกำไรสุทธิ ในงวดเดียวกัน มีสัดส่วนมาจาก SLP ราว 91% หรือที่ 64 ล้านบาท ขณะที่อีก 9% จะมาจาก SALEE และธุรกิจอื่น

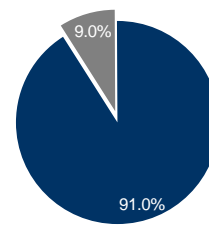
โครงสร้างรายได้งวด 1H57



■ SLP ■ Non-SLP

ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP

โครงสร้างกำไรงวด 1H57



■ SLP ■ Non-SLP

ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP

ฐานลูกค้าหลักเป็นบริษัทสัญชาติญี่ปุ่น

สำหรับธุรกิจรับจ้างผลิตชิ้นส่วนพลาสติก ทั้งแบบฉีด (Injection Molding) และแบบขึ้นรูป (Vacuum Forming) มีกลุ่มลูกค้าหลัก 5 กลุ่มอุตสาหกรรม ซึ่งส่วนใหญ่เป็นบริษัทที่มีสัญชาติญี่ปุ่นที่มีฐานการผลิตในประเทศไทย ซึ่งล้วนมีสายสัมพันธ์ที่ดีกับผู้ถือหุ้นใหญ่ (กลุ่ม VIV ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นหลักดังกล่าวข้างต้น) ได้แก่

- 1) กลุ่มอุตสาหกรรมอิเล็กทรอนิกส์ ได้แก่ เม็กเทค แมนูแพ็คเจอร์ริง และ ทีมพรีซิชั่น
- 2) กลุ่มอุตสาหกรรมเครื่องใช้ไฟฟ้าและเครื่องใช้สำนักงาน ได้แก่ Cannon และ KEW
- 3) กลุ่มอุตสาหกรรมผลิตภัณฑ์ในครัวเรือน ได้แก่ ยูเนี่ยนโซจิรุชิ
- 4) กลุ่มอุตสาหกรรมยานยนต์ ได้แก่ STANLEY และ ไทยอาซาฮี เดนโซ
- 5) กลุ่มอุตสาหกรรมเพื่อการอุปโภคและบริโภค ได้แก่ นาฟูโกะ

รูปแบบการผลิตพลาสติก

กลุ่มลูกค้าหลักของ SALEE



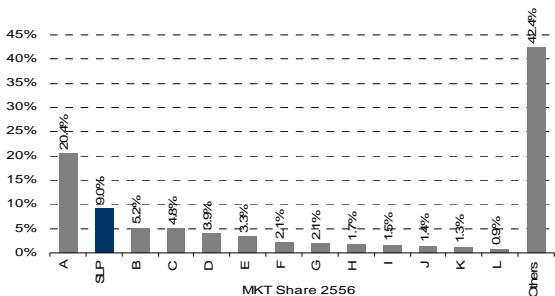
ที่มา : บริษัท / ฝ่ายวิจัย ASP

ที่มา : 56-1/ ฝ่ายวิจัย ASP

**ขณะที่ธุรกิจผลิตฉลากสินค้า** มีฐานลูกค้าหลักคือบริษัทข้ามชาติระดับโลกที่ผลิตสินค้าเพื่อสุขภาพและความงาม โดยอาศัยความได้เปรียบของการอยู่วงการรับจ้างพิมพ์ฉลากสินค้าคุณภาพมายาวนานกว่า 10 ปี จึงได้รับความไว้วางใจจากลูกค้าชั้นนำ อาทิ P&G, Johnson & Johnson และ Nevia จนมีส่วนแบ่งตลาดเป็นอันดับ 2 ของไทย (ราว 9%) เป็นรองเพียงบริษัท CCL ซึ่งมีส่วนแบ่งตลาด 20.4% ขณะที่ในตลาดมีคู่แข่งชั้นนำที่ผลิตฉลากคุณภาพสูงใกล้เคียงกับ SLP ราว 6 ราย มีส่วนแบ่งตลาดรวมกันราว 46.6%

ส่วนแบ่งตลาด SLP ปี 2556

กลุ่มลูกค้าหลักของ SLP



ที่มา : บริษัท

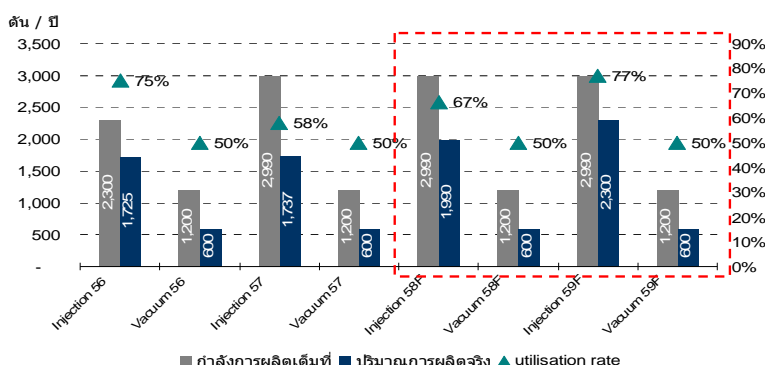
ที่มา : 56-1 / ฝ่ายวิจัย ASP

ชิ้นส่วนพลาสติกจะมีบทบาทมากขึ้นในอนาคต

ปัจจุบัน SALEE มีกำลังการผลิตในธุรกิจรับจ้างผลิตชิ้นส่วนพลาสติก 2 แบบ ประกอบด้วย

- 1) แบบขึ้นรูป (Vacuum Forming) ในโรงงาน 1 แห่ง ที่ 1.6 พันตัน ต่อปี มีการใช้กำลังการผลิต 50% ส่วนใหญ่เป็นการผลิตสนับสนุนอุตสาหกรรมชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ เป็นต้น
- 2) การผลิตชิ้นส่วนพลาสติกแบบฉีด (Injection molding) ปัจจุบันมีโรงงาน 2 แห่ง แห่งแรกมีกำลังการผลิตจริง 2.3 พันตันต่อปี ปัจจุบันใช้กำลังการผลิต 70% ซึ่งถือว่าเป็นระดับที่ใกล้เคียงกำลังการผลิต (โดยปกติอุตสาหกรรมนี้จะมีการใช้กำลังการผลิตเต็มที่ราว 75-80% ของกำลังการผลิตรวม) และแห่งที่สอง มีกำลังการผลิต 690 ตันต่อปี มีการติดตั้งเครื่องจักรเมื่อปลายปี 2557 และมีการใช้กำลังการผลิตเพียง 30% ซึ่งคาดว่าจะสามารถผลิตในระดับ 70% ในช่วงครึ่งหลังของปี 2558 เมื่อได้รับคำสั่งซื้อจากลูกค้ารายใหม่ ซึ่งขณะนี้ได้ทำการวิจัยและพัฒนาผลิตภัณฑ์ร่วมกันมาระยะหนึ่งแล้ว

กำลังการผลิตของ SALEE



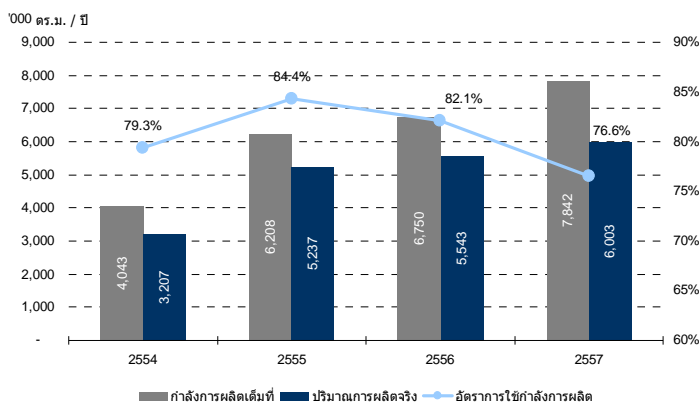
ที่มา : 56-1 / ฝ่ายวิจัย ASP

โดยการขยายกำลังการผลิตดังกล่าว มีขึ้นเพื่อรองรับการผลิตผลิตภัณฑ์ตัวอย่างกับศูนย์วิจัยของหน่วยงานภาครัฐ ที่บริษัทยังได้วิจัยและพัฒนาาร่วมกันเพื่อใช้ทดแทนผลิตภัณฑ์ปัจจุบัน โดยขณะนี้ผลิตภัณฑ์ที่ทดลองดังกล่าวได้รับการยอมรับจากหน่วยงานภาครัฐแล้ว แต่ยังคงคู่แข่งที่มีคุณสมบัติมาเข้าร่วมประมูลรับจ้างผลิต ซึ่งเชื่อว่าท้ายสุด SALEE จะได้รับจ้างผลิตผลิตภัณฑ์ดังกล่าว ภายในครึ่งปีหลังของปี 58 ซึ่งถือเป็นการกระจายฐานลูกค้าสู่หน่วยงานภาครัฐ และช่วยเพิ่มฐานรายได้ธุรกิจผลิตชิ้นส่วนพลาสติก

ในขณะที่ บริษัทอยู่ระหว่างรองานจากหน่วยงานภาครัฐ SALEE ยังได้นำเสนอการรับจ้างผลิตชิ้นส่วนรถจักรยานยนต์ขนาดใหญ่ และชิ้นส่วนเครื่องถ่ายเอกสารขนาดใหญ่ ให้แก่ลูกค้ารายเดิม ซึ่งคาดว่าจะได้รับออเดอร์ในช่วง 2Q58 รวมทั้ง SALEE ยังได้ซื้อที่ดินด้านหลังที่ตั้งของบริษัท อีกจำนวน 30 ไร่ ไว้รองรับการขยายโรงงานเพิ่มเติมในอนาคต เพื่อรองรับการขยายฐานลูกค้าไปยังประเทศในกลุ่ม AEC โดยรวมจึงเป็นผลให้คาดว่า การใช้กำลังการผลิตรวม ในปี 2558 จะเพิ่มขึ้นจากปี 2557 มาอยู่ที่ 67% และเพิ่มขึ้นต่อเนื่องไปอยู่ที่ 77% ในปี 2559

ส่วนโรงงานผลิตของ SLP มี แห่งเดียว และตั้งในบริเวณเดียวกับ บริษัทแม่ คือ SALEE โดยมีกำลังให้บริการเต็มทีราว 7.9 ล้านตารางเมตร ปัจจุบันใช้กำลังการผลิตราว 77% บริษัทยังไม่มีแผนการขยายกำลังการผลิตใหม่

กำลังการผลิตของ SALEE



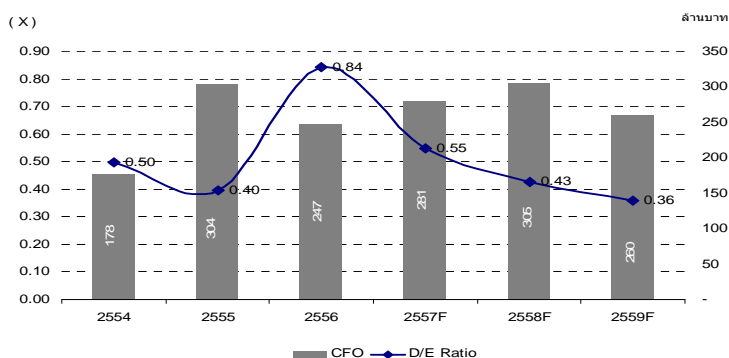
ที่มา : 56-1 / ฝ่ายวิจัย ASP

โดยรวมจะทำให้ธุรกิจของ SALEE มีบทบาทเพิ่มมากขึ้น และ น่าจะทำให้สัดส่วนรายได้และกำไร จาก ธุรกิจผลิตชิ้นส่วนพลาสติก มีสัดส่วนที่เพิ่มขึ้น และแข่งขันำธุรกิจพิมพ์ฉลากสินค้าของ SLP

ฐานะการเงินมั่นคงพร้อมขยายธุรกิจในอนาคต

ทั้งนี้ คาดว่าการใช้กำลังการผลิตใหม่ของธุรกิจผลิตชิ้นส่วนพลาสติกน่าจะสามารถใช้กำลังการผลิตได้เต็มที่ภายในปี 2559 และคาดว่าบริษัทยังมีศักยภาพที่จะเพิ่มกำลังการผลิตในโรงงานแห่งที่ 2 (ผลิตพลาสติกแบบฉีด) ซึ่งยังมีพื้นที่ว่างอีกประมาณ 50% ของพื้นที่รวม โดยจากการประเมินเบื้องต้นคาดว่าจะสามารถเพิ่มกำลังการผลิตของโรงงานแห่งที่ 2 จากปัจจุบัน 690 ตัน ได้อีกราวปีละ 1,610 พันตัน เป็น 2,300 ตัน ต่อปี โดยเพียงแค่เพิ่มเครื่องจักรเข้ามาติดตั้งเท่านั้น ซึ่งคาดว่าจะใช้เงินทุนราว 200-300 ล้านบาท

DE Ratio VS CFO



ที่มา : 56-1 / ฝ่ายวิจัย ASP

ทั้งนี้ หากพิจารณาโครงสร้างทางการเงินของบริษัท พบว่า SALEE มีกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในระดับสูงถึงราวปีละกว่า 200 ล้านบาท (โดยไม่รวมเงินสดในมืออีกราว 70 ล้านบาท) ขณะที่อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E Ratio) ต่ำเพียง 0.84 เท่า (ณ สิ้นปี 2556) และยังมีแนวโน้มลดลงในอนาคต ตามความสามารถในการดำเนินงาน ทำให้บริษัทมีความคล่องตัวในการสั่งซื้อเครื่องจักรมาติดตั้งในพื้นที่ว่างดังกล่าว เพื่อรองรับคำสั่งซื้อใหม่ ๆ เพิ่มเติม แต่อย่างไรก็ตาม กำลังการผลิตส่วนใหม่ที่กล่าวนี้ ฝ่ายวิจัยยังไม่ได้รวมเข้ามาในประมาณการ

## ผู้ถือหุ้น SALEE มีสิทธิ์ ได้หุ้น SLP สัดส่วน 3 : 1

เนื่องด้วย SALEE มีแผนที่จะนำบริษัทย่อย SLP เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยการเสนอขายหุ้น IPOs จำนวนทั้งหมด 420 ล้านหุ้น โดยหุ้นที่จัดสรร จะประกอบด้วย

- 1) หุ้นใหม่จากการเพิ่มทุนในครั้งนี้ 300 ล้านหุ้น และ
- 2) หุ้นที่ SALEE ถืออยู่ 120 ล้านหุ้น โดยภายหลังการเสนอขายดังกล่าวสิ้นสุดลง จะเป็นผลให้ SALEE มีสัดส่วนการถือครองใน SLP ลดลงจากเดิมที่ 100% มาอยู่ที่ 65%

### โครงสร้างการถือหุ้นของ SALEE

| โครงสร้างผู้ถือหุ้นใน SLP | ก่อน IPO      | หลัง IPO      |
|---------------------------|---------------|---------------|
| SALEE                     | 100.0%        | 65.0%         |
| ผู้ถือหุ้นเดิมของ SALEE   | 0.0%          | 10.6%         |
| ประชาชนทั่วไป             | 0.0%          | 24.4%         |
| <b>รวม</b>                | <b>100.0%</b> | <b>100.0%</b> |

ที่มา : หนังสือชี้ชวน / ฝ่ายวิจัย ASP

แต่ทั้งนี้ การเสนอขายหุ้น IPOs 420 ล้านหุ้นดังกล่าว ได้แบ่งเป็น การเสนอขายให้แก่ประชาชนทั่วไป 293.3 ล้านหุ้น ขณะที่ อีก 126.7 ล้านหุ้น ที่เหลือ SALEE จะให้สิทธิ์ผู้ถือหุ้นของบริษัท จองซื้อในอัตราส่วน 3 หุ้น SALEE ต่อ 1 หุ้น SLP นับเป็นปัจจัยบวกเพิ่มความน่าสนใจในหุ้น SALEE

ประกอบกับ การขายหุ้นในส่วนที่ SALEE เคยถืออยู่ 120 ล้านหุ้นดังกล่าว ยังเป็นผลให้ SALEE มีโอกาสรับรู้กำไรพิเศษอีกราว 70 ล้านบาท (อิงราคาเสนอขายหุ้น IPOs ของ SLP ที่ PER 12 เท่า) ภายหลังการเสนอขายเสร็จสิ้นอีกด้วย โดยคาดว่าจะอยู่ที่ราวปลายเดือน เม.ย. 58 หรือ งวด 2Q58 และนอกจากนี้ ยังอาจเป็นผลให้ SALEE นำเงินที่ได้จากการขายหุ้นที่ถืออยู่ใน SLP ดังกล่าว จ่ายเป็นเงินปันผลพิเศษได้

## ภาคกำไรจะเติบโตก้าวกระโดดปีนี้ ต่อเนื่องในปีถัด ๆ ไป

ผลกระทบจากภาวะเศรษฐกิจอ่อนตัว และการเพิ่งเริ่มดำเนินงานตามแผนขยายกำลังการผลิตของโรงงานแห่งที่ 2 (ฉีดยาสติก) ซึ่งช่วงแรกยังมีการใช้กำลังการผลิตที่ต่ำ แต่มีต้นทุนคงที่ โดยเฉพาะค่าเสื่อมราคาสูง ทำให้ Gross margin ในงวด 9M57 ปรับลดลงจากที่ 38% ในงวดเดียวกันของปีก่อน มาอยู่ที่ 30% เป็นผลทำให้กำไรสุทธิในงวดดังกล่าว ลดลงถึง 30% yoy มาอยู่ที่ 95 ล้านบาท และคาดว่าแนวโน้มกำไรงวด 4Q57 จะยังไม่เห็นการฟื้นตัว โดยคาดเพียงแค่ทรงตัวใกล้เคียงงวด 3Q57 ที่ราว 24 ล้านบาท ลดลง 44% yoy

อย่างไรก็ตาม เชื่อว่าทิศทางกำไรในปี 2558 จะเห็นการ Turnaround อย่างชัดเจน และเติบโต ก้าวกระโดดถึง 80% yoy เกิดจากการรับรู้กำไรพิเศษจากการขายหุ้นบางส่วนใน SLP รว 70 ล้านบาท และหากนับเฉพาะ Norm profit คาดยังคงเพิ่มขึ้นถึง 23% yoy เกิดจาก

- 1) รายได้เพิ่มขึ้น 14.6% yoy จาก 1.1) SALEE คาดมีรายได้เพิ่มขึ้น 19% yoy ต่ำกว่าเป้าหมายของบริษัทที่ 25% - 30% จากผลบวกของกำลังการผลิตจากเครื่องจักรใหม่ในโรงงานที่ 2 ซึ่งคาดว่าจะมีกำลังการผลิตจริงที่ทยอยเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง ตั้งแต่งวด 2Q58 เป็นต้นไป ทั้งจากลูกค้าเดิมจ้างผลิตชิ้นส่วนแบบใหม่ และจากลูกค้าใหม่ (โครงการภาครัฐ) ที่ได้กล่าวมาแล้วข้างต้น และ 1.2) SLP คาดรายได้เพิ่มขึ้น 13% yoy ตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ แต่ยังคงต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีต (ปี 2553 - 2556) ซึ่งเติบโตเฉลี่ย (CAGR) ปีละ 25.6% และต่ำกว่าเป้าหมายของบริษัทที่ 15 - 20%
- 2) คาดอัตรากำไรขั้นต้นจะปรับขึ้น กลับมาอยู่ที่ราว 31% เหตุผลหลักเกิด อัตรากำไรขั้นต้น จากธุรกิจผลิตชิ้นส่วนพลาสติกของ SALEE ที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้นจาก 19% ปี 2557 มาที่ 25% ตาม การใช้กำลังการผลิต ที่สูงขึ้นดังกล่าวข้างต้น บวกกับต้นทุนวัตถุดิบและพลังงานไฟฟ้า ที่ลดลงตามราคาน้ำมัน ขณะที่ ฝ่ายวิจัยคาดว่า บริษัททยอย คือ SLP จะมี Gross margin ที่ใกล้เคียงปี 2557 ที่ 35% ซึ่งต่ำกว่าในปี 2553 - 2556 ที่อยู่ระหว่าง 40% - 50% เนื่องจาก ภาวะการแข่งขันที่สูงขึ้น

ขณะที่คาดกำไรปกติในปี 2559 ยังเติบโตเนื่องราว 15% จากการรับผลบวกของออเดอร์โรงงานใหม่เต็มปี

#### ข้อมูลทางการเงิน

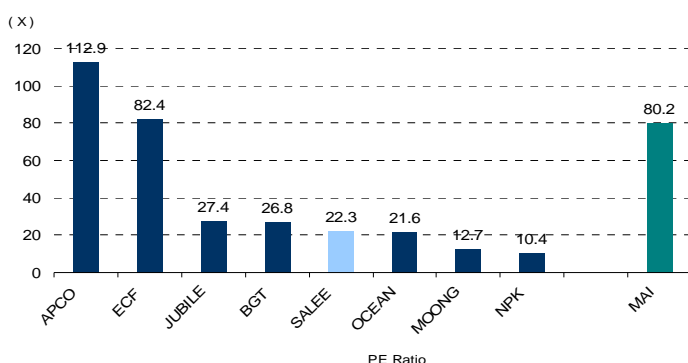
|                     | 2555  | 2556  | 2557F | 2558F | 2559F |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| รายได้ (ลบ)         | 1,049 | 1,112 | 1,138 | 1,304 | 1,470 |
| Profit (ลบ)         | 166   | 180   | 122   | 218   | 172   |
| Norm Profit (ลบ)    | 166   | 180   | 122   | 149   | 172   |
| Norm EPS (บาท)      | 0.63  | 0.57  | 0.32  | 0.39  | 0.45  |
| DPS (บาท)           | 0.13  | 0.02  | 0.16  | 0.37  | 0.34  |
| PER (เท่า)          | 13.8  | 15.4  | 27.4  | 22.3  | 19.3  |
| Dividend Yield      | 1.5%  | 0.3%  | 1.8%  | 4.3%  | 3.9%  |
| PBV (เท่า)          | 3.2   | 4.0   | 3.8   | 3.2   | 3.1   |
| ROAE %              | 25.7% | 25.4% | 15.4% | 22.8% | 16.4% |
| EV/ Norm EBITDA (x) | 5.27  | 6.86  | 10.76 | 8.45  | 7.29  |

ที่มา : งบการเงิน ฝ่ายวิจัย ASP

#### ประเมิน Fair value อิง DCF เท่ากับ 12.2 แนะนำ “ซื้อ”

ทั้งนี้ ณ ราคาปัจจุบัน SALEE มี PER อยู่ที่ระดับ 22.3 เท่า จัดว่าเป็นหุ้นที่มีราคาค่อนข้างถูก เมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยกลุ่ม MAI ซึ่งอยู่ที่ 80 เท่า และค่าเฉลี่ยกับกลุ่มบริษัทที่เกี่ยวข้อง คือ Consumer product ใน MAI ที่ 42 เท่า

#### เปรียบเทียบ PER กับหุ้นกลุ่ม MAI



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

ทั้งนี้ ตามที่ได้กล่าวไปข้างต้น ลักษณะธุรกิจที่มีกลุ่มลูกค้าซึ่งมียอดขายสูงค่อนข้างแน่นอนและสม่ำเสมอ ประกอบกับแนวโน้มการเติบโตที่ชัดเจนของธุรกิจผลิตชิ้นส่วนพลาสติก ตามการขยายฐานลูกค้าสู่หน่วยงานภาครัฐ และเตรียมขยายฐานลูกค้าสู่ AEC ทำให้ฝ่ายวิจัยประเมินมูลค่าเหมาะสมของ SALEE ภายใต้วิธี DCF โดยใช้ WACC ที่ 9% (ตามสมมติฐาน Beta ที่ 0.75 เท่า Risk Free Rate ที่ 6% และ Risk Premium ที่ 8%) และ Terminal Growth rate ที่ 3.5% ได้ Fair Value อยู่ที่ 12.2 บาท มี Upside จากราคาปัจจุบันถึง 39.4% นอกจากนี้ บริษัทยังมี Div. yield สูงราว 4.3% จึงแนะนำ “ซื้อ” SALEE (FV@B12.2) และเป็นตัวเลือกที่ดีช่วง 1H58

### ประมาณการกำไรสุทธิปี 2557-59 ของ SALEE

| งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)                  |       |       |        |         | งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)                  |       |       |       |       |
|---|-------|-------|--------|---------|--|-------|-------|-------|-------|
| สิ้นสุด 31 ธ.ค.                         | 2556  | 2557F | 2558F  | 2559F   | สิ้นสุด 31 ธ.ค.                          | 2556  | 2557F | 2558F | 2559F |
| ยอดขาย                                  | 1,112 | 1,138 | 1,304  | 1,470   | กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน               |       |       |       |       |
| ต้นทุนขาย                               | (691) | (811) | (900)  | (1,007) | กำไรก่อนภาษี                             | 279   | 166   | 238   | 294   |
| กำไรขั้นต้น                             | 421   | 327   | 404    | 462     | ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย               | 118   | 122   | 123   | 124   |
| ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร             | (161) | (176) | (182)  | (187)   | รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด       | 18    | -     | -     | -     |
| กำไรจากการดำเนินงาน                     | 259   | 151   | 223    | 275     | เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์และหนี้สินดำเนินงาน | (100) | 38    | (36)  | (36)  |
| รายได้(ค่าใช้จ่าย)อื่น                  | 19    | 15    | 15     | 19      | กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ          | 247   | 281   | 305   | 260   |
| F/X, Extra Item                         | -     | -     | 69     | -       |  |       |       |       |       |
| กำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี              | 279   | 166   | 307    | 294     | กระแสเงินสดจากการลงทุน                   |       |       |       |       |
| ดอกเบี้ยจ่าย                            | (10)  | (14)  | (11)   | (10)    | เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร                | (166) | (200) | (200) | (150) |
| ภาษีเงินได้                             | (53)  | (31)  | (47)   | (56)    | อื่นๆ                                    | (386) | (4)   | (5)   | (6)   |
| ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย               | (35)  | 0     | (30)   | (56)    | กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ              | (553) | (204) | (205) | (156) |
| กำไรสุทธิ                               | 180   | 122   | 218    | 172     |  |       |       |       |       |
| Norm profit                             | 180   | 122   | 149    | 172     | กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน               |       |       |       |       |
| EPS                                     | 0.57  | 0.32  | 0.57   | 0.45    | เพิ่ม/ลด เงินกู้                         | 276   | (152) | (24)  | (45)  |
|   |       |       |        |         | เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น        | -     | 63    | -     | -     |
| ยอดขาย (YoY%)                           | 6%    | 2%    | 15%    | 13%     | อื่นๆ                                    | 282   | (0)   | 15    | 41    |
| กำไรขั้นต้น (YoY%)                      | 5%    | -22%  | 24%    | 14%     | ลด จ่ายปันผล                             | (6)   | (7)   | (61)  | (142) |
| กำไรจากการดำเนินงาน (YoY%)              | 7%    | -42%  | 48%    | 23%     | กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ          | 276   | (96)  | (69)  | (146) |
| กำไรสุทธิ (YoY%)                        | 9%    | -32%  | 80%    | -21%    | เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ                     | (29)  | (19)  | 31    | (41)  |
|   |       |       |        |         | กระแสเงินสดสุทธิ                         | 71    | 52    | 84    | 42    |
|   |       |       |        |         |  |       |       |       |       |
| งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)         |       |       |        |         | งบดุล (ล้านบาท)                          |       |       |       |       |
|   | 4Q56  | 1Q57  | 2Q57   | 3Q57    | สิ้นสุด 31 ธ.ค.                          | 2556  | 2557F | 2558F | 2559F |
| ยอดขาย                                  | 286   | 299   | 254    | 282     | เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด           | 71    | 52    | 84    | 42    |
| ต้นทุนขาย                               | (180) | (189) | (187)  | (208)   | ลูกหนี้การค้า                            | 233   | 234   | 268   | 302   |
| กำไรขั้นต้น                             | 106   | 110   | 67     | 74      | สินค้าคงเหลือ                            | 118   | 119   | 135   | 154   |
| ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร             | (51)  | (44)  | (42)   | (47)    | สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น                   | 13    | 13    | 13    | 13    |
| กำไรจากการดำเนินงาน                     | 55    | 66    | 25     | 27      | ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์                  | 791   | 871   | 951   | 981   |
| รายได้(ค่าใช้จ่าย)อื่น                  | 5     | 1     | 2      | 8       | สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนอื่น                | 3     | 3     | 3     | 3     |
| F/X, Extra Item                         | -     | -     | -      | -       | สินทรัพย์รวม                             | 1,304 | 1,368 | 1,531 | 1,574 |
| กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี                 | 61    | 67    | 27     | 35      |  |       |       |       |       |
| ดอกเบี้ยจ่าย                            | (4)   | (4)   | (5)    | (4)     | เจ้าหนี้การค้า                           | 93    | 133   | 148   | 166   |
| ภาษีเงินได้                             | (13)  | (12)  | (2)    | (8)     | ส่วนของผู้ถือหุ้นที่ครบกำหนดชำระใน 1 ปี  | 81    | 100   | 80    | 40    |
| ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย               | 1     | 0     | (0)    | 0       | เงินกู้ยืมระยะยาว                        | 195   | 24    | 20    | 15    |
| กำไรสุทธิ                               | 44    | 51    | 20     | 24      | หนี้สินอื่น                              | 1     | 1     | 1     | 1     |
| กำไรจากการดำเนินงานปกติ                 | 44    | 51    | 20     | 24      | หนี้สินรวม                               | 597   | 483   | 458   | 415   |
|   |       |       |        |         | ทุนเรียกชำระแล้ว                         | 317   | 380   | 380   | 380   |
| อัตราเติบโตโดยยอดขาย (YoY%)             | 20%   | 15%   | -7%    | -4%     | ส่วนเกินมูลค่าหุ้น                       | 148   | 148   | 148   | 148   |
| อัตรากำไรขั้นต้น                        | 37.1% | 36.7% | 26.2%  | 26.3%   | กำไรสะสม                                 | 373   | 487   | 645   | 675   |
| กำไรจากการดำเนินงาน (YoY%)              | 71.7% | -5.2% | -61.6% | -61.5%  | ส่วนของผู้ถือหุ้น                        | 707   | 885   | 1,072 | 1,159 |
| อัตราเติบโตของกำไรสุทธิ (YoY%)          | 98%   | 8%    | -52%   | -49%    | รวมหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น           | 1,304 | 1,368 | 1,531 | 1,574 |
|   |       |       |        |         |  |       |       |       |       |
| อัตราส่วนทางการเงิน                     |       |       |        |         | สมมติฐานในการทำประมาณการ                 |       |       |       |       |
| สิ้นสุด 31 ธ.ค.                         | 2556  | 2557F | 2558F  | 2559F   | สิ้นสุด 31 ธ.ค.                          | 2556  | 2557F | 2558F | 2559F |
| อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)               | 1.37  | 1.09  | 1.34   | 1.48    | Gross Profit %                           | 37.8% | 28.8% | 31.0% | 31.5% |
| อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า(เท่า)   | 5     | 5     | 5      | 5       | SG&A / Sales %                           | 14.5% | 15.5% | 13.9% | 12.7% |
| อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า) | 7     | 6     | 6      | 6       | Net Profit Margin %                      | 16.2% | 10.7% | 16.7% | 11.7% |
| หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น(เท่า)          | 0.84  | 0.55  | 0.43   | 0.36    | Norm Profit Margin %                     | 16.2% | 10.7% | 11.5% | 11.7% |
| ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย              | 14.7% | 9.1%  | 15.1%  | 11.1%   | Capital Expenditure (ล้านบาท)            | 318   | 200   | 200   | 150   |
| ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย             | 25.4% | 15.4% | 22.8%  | 16.4%   |  |       |       |       |       |

ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP