

## บมจ. เอเชียน อินซูเลเตอร์ส (AI)

**คำชี้แจงที่สำคัญ:** อนึ่ง บริษัทหลักทรัพย์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ได้เข้าร่วมเป็นผู้จัดจำหน่าย และรับประกันการจัดจำหน่ายหุ้นที่เสนอขายให้กับบุคคลทั่วไปของ บมจ. เอเชียน อินซูเลเตอร์ส (AI)

### ผู้ผลิตลูกถ้วยไฟฟ้ารายใหญ่ในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้

บมจ. เอเชียน อินซูเลเตอร์ส (AI) เป็นผู้ผลิตลูกถ้วยไฟฟ้ารายใหญ่ในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ ซึ่งเป็นผู้ผลิตลูกถ้วยไฟฟ้าคุณภาพสูงสำหรับกระแสไฟฟ้าขนาดแรงต่ำ กลาง และสูง เพื่อเป็นฉนวนป้องกันกระแสไฟฟ้าแรงสูงใช้ในอุตสาหกรรมส่งกระแสไฟฟ้ากำลัง บริษัทมีลูกถ้วยไฟฟ้าอยู่ 2 รายคือ การไฟฟ้าส่วนภูมิภาค หรือ กฟภ. และการไฟฟ้านครหลวง กฟน. ซึ่งทำยอดขายให้แก่บริษัทมากกว่า 95% ของรายได้ทั้งหมด

ในขณะที่บริษัท จะเสนอขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไป(IPO) ในช่วงเดือนสิงหาคม จำนวน 20 ล้านหุ้น โดยราคาจองยังไม่ระบุ การระดมทุนนี้เพื่อเป็นแหล่งเงินทุนในบริษัทย่อยของAI และเพิ่มกำลังการผลิตในส่วนของโรงผสมดิน รวมถึงการจ่ายหนี้สินค้ำที่มีอยู่ และเพื่อสำรองในเงินทุนหมุนเวียน

ทางบริษัทคาดว่าจะมียอดขายเติบโต 22% ในปีนี้ที่ 804 ล้านบาท บริษัทรับประโยชน์จากความต้องการไฟฟ้าโดยอ้อม เมื่อโครงการไฟฟ้าที่ถูกเลื่อนจะถูกนำกลับมาลงทุนใหม่เพื่อปรับปรุงระบบส่งกระแสไฟฟ้า

โดยบริษัท AI มีส่วนแบ่ง 45-55% ของตลาดลูกถ้วยไฟฟ้าของไทย

โดยขณะนี้โรงงานผลิตในปัจจุบันใช้เกือบเต็มกำลังการผลิตที่ 7,500 ตันต่อปี การเติบโตของกำไรในอนาคตจะมาจากความร่วมมือกิจการที่ AI มีสัดส่วนร่วมอยู่ที่ 40% กับ PPC ส่วนโรงงานใหม่คาดว่าจะเสร็จในเดือนกุมภาพันธ์ 2548 และจะมีกำลังการผลิต 6,000 ตันต่อปี โดยคาดว่าโรงงานนี้จะสามารถผลิตออก 4,900 ตันในปีแรกที่เริ่มดำเนินการเพื่อส่งออกไปยังทวีปยุโรปและอเมริกา

เราประมาณมูลค่า AI ไว้ที่ 36 บาทโดยอิง PER 10x ในปี 2547 ซึ่งเราเชื่อว่าเป็นอัตราที่เหมาะสมกับบริษัทในตลาดที่ AI มีความชำนาญอยู่ nich และอัตรากำไรที่เติบโตอย่างมีศักยภาพ ฐานะการเงินที่แข็งแกร่ง และเงินสดสุทธิที่เป็นบวกหลัง IPO เราเชื่อว่าบริษัทจะจ่ายเงินปันผล 1.40 บาทจากกำไรในปีนี้เทียบเป็นอัตราเงินปันผลที่ 4.44% อิงราคาเป้าหมายที่ให้ไว้

นักวิเคราะห์: สุวัฒน์ ลิ้มไกรลาศศิริ

โทร : (662) 658-6300 ต่อ. 1480

อีเมล : Suwat.l@kimeng.co.th

**Figure 1: Earnings summary**

	2002	2003	2004F	2005F	2006F
Sales (Btmn)	576	659	804	1,328	1,596
EBITDA (Btmn)	290	304	409	507	543
Norm profit (Btmn)	233	255	358	454	489
Net profit (Btmn)	233	255	358	454	489
EPS (Bt)	14.36	15.69	3.58	4.54	4.89
PER (x)	2.51	2.29	10.05	7.92	7.36
EV/EBITDA (x)	2.53	2.49	7.90	5.92	5.35
Free cash flow (Btmn)	151.73	0.85	353.81	464.32	307.82
CF/share (Bt)	9.35	0.05	3.54	4.64	3.08
BV/share (Bt)	25.80	30.49	11.51	14.45	17.44
Price/BV (x)	1.40	1.18	3.13	2.49	2.06
DPS (Bt)	10.04	11.00	1.40	1.60	1.90
Dividend yield (%)	30.56%	23.97%	4.44%	5.29%	5.41%
Gearing	0.36	0.35	net cash	net cash	net cash
ROE (%)	55.8%	55.7%	43.5%	35.0%	30.7%
ROA (%)	35.3%	35.5%	28.3%	28.2%	25.1%

Source: Company reports and Kelve research estimates

**คำชี้แจง:** อนึ่ง บริษัทหลักทรัพย์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ได้เข้าร่วมเป็นผู้จัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่ายหุ้นที่เสนอขายให้กับบุคคลทั่วไปของ บมจ. เอเชีย อินชูลเตอร์ส (AI) อย่างไรก็ตามบทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของกิมเอ็ง อย่างเป็นเอกเทศ การประมาณการรายได้ ถ้าไร ไม่ได้มีเจตจำนง จะให้เป็นประโยชน์ต่อการเสนอขายหุ้นแต่อย่างใด ทางกิมเอ็ง และบริษัท ไม่ได้มีส่วนที่เข้าไปรับรองรับประกันความถูกต้องหรือความสมบูรณ์ ทางข้อมูลของบทวิเคราะห์นี้แต่อย่างใด นอกจากนั้นทางกิมเอ็ง ผู้บริหารของบริษัท พนักงานและลูกจ้างจะไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อความเสียหายที่อาจเกิดขึ้น จากการใช้ข้อมูลในเอกสารนี้ทั้งทางตรงและทางอ้อม

### ผู้นำในการผลิตลูกถ้วยไฟฟ้า สำหรับการไฟฟ้าส่วนภูมิภาค และการไฟฟ้านครหลวง

บริษัทเป็นผู้ผลิตลูกถ้วยไฟฟ้าจำนวนไฟฟ้าแรงดันต่ำ กลาง และสูงรายใหญ่ในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ บริษัทมีผู้ก่อตั้ง 2 ราย คือ นาย ณรงค์ และ นาย ธนิตย์ ชารีรัตน์วิบูลย์ ซึ่งมีประสบการณ์ในด้านวิศวกรรมเป็นเวลานานและมีความสัมพันธ์ที่ดีกับลูกค้าหลักยอดขาย 95% มาจากลูกค้าหลักไม่กี่ราย คือ กฟภ. และ กฟน. บริษัทจะได้รับประโยชน์จากการที่ในอุตสาหกรรมมีผู้ผลิตน้อยรายและตัวแทนภาครัฐยังกำหนดมาตรฐานไว้โดยมีแนวโน้มว่าจะซื้อเพียงผู้ผลิตในประเทศ

เราเชื่อว่าฝ่ายพัฒนาและวิจัยของบริษัทเป็นจุดแข็งในการผลิตลูกถ้วยไฟฟ้าสำหรับอุตสาหกรรมส่งไฟฟ้ากำลัง บริษัทใช้วัตถุดิบที่มีคุณภาพสูง เทคโนโลยี และการผลิตที่จะสร้างลูกถ้วยไฟฟ้าที่ทันสมัย โรงงานของบริษัทในปัจจุบันมีกำลังการผลิต 7,500 ตันต่อปีโดยที่โรงงานผลิตเกินกว่า 90% เนื่องจากความต้องการในประเทศ ดังนั้น AI มีการส่งออกทางอ้อมจากผู้รับเหมาที่เป็นบริษัทย่อยไปสู่ประเทศใกล้เคียง

จากการตั้งโรงงานผลิตในจังหวัดสิงห์บุรีในปี 2544 บริษัทได้สิทธิในการยกเว้นภาษี 8 ปีและยกเว้นภาษี 50% อีก 5 ปีจาก คณะกรรมการการลงทุน หรือ BOI บริษัทจะมีการร่วมทุน 40% กับ PPC ผู้นำในการผลิตลูกถ้วยฉนวนกันไฟฟ้าของโลก

### Figure 2: AI background

- AI ก่อตั้งในปี 2524 ด้วยทุนจดทะเบียน 12 ล้านบาท
- บริษัทเริ่มผลิตฉนวนกันไฟฟ้าแรงดันต่ำ เช่น ลูกถ้วยไฟฟ้าแบบล้อย ส่อง กฟภ. ในปี 2546
- ในปี 2530 AI เริ่มค้นคว้าวิจัยที่จะผลิตฉนวนกันไฟฟ้าแบบอื่นๆ เช่น ลูกถ้วยไฟฟ้าแบบยึดโยง และเริ่มส่งออกลูกถ้วยไฟฟ้าแรงดันต่ำและกลางไปยังประเทศออสเตรเลีย
- ในปี 2532 ถึง 2534 บริษัทมีการพัฒนาลูกถ้วยไฟฟ้าแบบรองรับสายไฟฟ้าใต้ดิน แบบก้านตรง หรือพอร์ชเลนแบบแขวน หรือทรงแกนแท่งเช่น แบบแท่ง และแบบแท่งสำหรับสถานีปรับเปลี่ยนแรงดันไฟฟ้า ทำเพื่อส่งใน กฟภ. และ กฟน. ที่ได้มาตรฐานระดับสากล และได้รับใบประกาศเกียรติคุณ AS 1182-1985 จากประเทศออสเตรเลีย
- ปี 2540 บริษัทได้รับมาตรฐาน ISO 9002 – 1987 certification by the Thai Industrial Standards Institute and มีการเพิ่มทุนจดทะเบียนเป็น 150 ล้านบาท
- AI ได้มาตรฐาน ISO 9001 – ได้การรับรอง certification from the Management System Certification Institute (Thailand) in 2003.
- AI ได้เพิ่มทุนจดทะเบียนเป็น 500 ล้านบาทและจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี 2547 แล้วมีการร่วมทุนกับ PPC (ยุโรป) 40% ตั้งเป็นบริษัท PPC Asia

Source: AI

### ลักษณะธุรกิจ

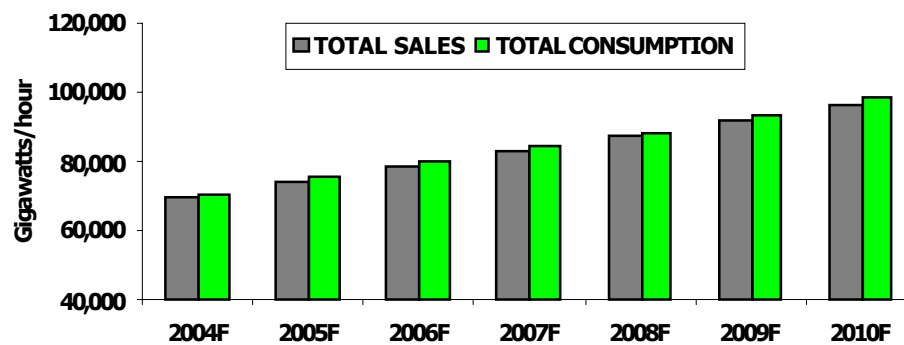
บริษัทมีการพัฒนาในตลาดลูกถ้วยไฟฟ้าที่ชำนาญ ซึ่ง AI มีความสามารถในการผลิตลูกถ้วยไฟฟ้าหลายชนิดสำหรับการส่งไฟฟ้าแรงสูง โดยลูกถ้วยไฟฟ้าพอร์ชเลนแบบแขวนก่อให้เกิดรายได้ 59% ในปี 2546 ตามมาด้วยลูกถ้วยไฟฟ้าแบบแท่งสำหรับสถานีปรับเปลี่ยนแรงดันไฟฟ้าก่อรายได้ 23% ส่วนเคเบิล สเปเซอร์ ที่ 17%

ในช่วง 6 เดือนแรกของปีนี้ความต้องการไฟฟ้าเพิ่มขึ้น 7.2% เมื่อเทียบกับปีที่แล้ว เราคาดว่าความต้องการไฟฟ้าจะกลับมาเพิ่มขึ้นและโครงการไฟฟ้า IPP ที่ถูกเลื่อนไปจะกลับมาทำใหม่ นอกจากนี้ก็เกี่ยวกับรายงานการคาดการณ์การใช้ไฟฟ้าของประเทศจาก คณะกรรมการของ กฟผ. ในเดือนมกราคม 2547 ทางคณะกรรมการคาดว่า การบริโภคไฟฟ้าผ่านระบบส่ง กฟผ. ในปี 2547 ถึง ปี 2553 จะเติบโต 5.73% ต่อปีถ้าเศรษฐกิจไม่ดี 8.33% ถ้าเศรษฐกิจปกติและ 10.35% ถ้าเศรษฐกิจเติบโตดี

เราคาดว่าจะมีความจำเป็นที่ต้องมีการลงทุนร่วมในระบบส่งไฟฟ้าระหว่าง กฟผ. กฟน. และ EGAT โดยเฉพาะอย่างยิ่งการลงทุนในการกระจายสถานีย่อยและพัฒนา ระบบไฟฟ้าในชุมชนทในปี 2523.

การไฟฟ้าส่วนภูมิภาคมีส่วนร่วมในโครงการใหม่ที่จะเปลี่ยนแปลงสายไฟฟ้าแรงสูงไปสู่สายไฟฟ้าแบบห้วง ซึ่งจะทำให้กระแสไฟฟ้ามีความแน่นอนและปลอดภัยมากยิ่งขึ้น เราเชื่อว่าโครงการใหม่จะช่วยผลักดันรายได้ให้แก่ AI ได้ในระยะยาว

**Figure 3: PEA Energy consumption forecast in a low economic growth of all regions in Thailand**



Source: Eppo.go.th

AI จัดผลิตภัณฑ์ให้กับ รถไฟฟ้า BTS และ MRTA รถไฟฟ้าใต้ดิน ดังนั้นบริษัทจะได้ประโยชน์ในส่วนนี้จากแผนของรัฐบาลที่จะขยายระบบรถไฟฟ้าโดยเฉพาะ BTS ที่มีความยาวถึง 291 กม. ใน 4-5 ปีข้างหน้า

ในประเทศไทย AI เป็นผู้ผลิตเคเบิล สเปเซอร์รายแรกเพื่อสนับสนุนสายส่งไฟฟ้าแรงสูง ผลิตภัณฑ์นี้จะช่วยในการเปลี่ยนเสาไฟฟ้าใหม่ โดยที่ไม่จำเป็นต้องตัดกระแสไฟฟ้ายอดขายของเคเบิล สเปเซอร์จะเพิ่มมากกว่า 50% ในปี 2548

**Figure 4: AI product line and sales breakdown**

(Btmn)	2002	%	2003	%	1Q04	%
Suspension insulators	186.23	32%	387.93	59%	141.26	59%
Station post type insulators	82.90	14%	151.48	23%	75.38	31%
Porcelain cable spacer	123.71	21%	113.09	17%	23.08	10%
Pin post insulators	179.58	31%	2.03	0%	-	0%
Line-post insulators	2.99	1%	1.76	0%	1.07	0%
Strain insulators	0.27	0%	1.75	0%	0.50	0%
Pin Type insulators	0.11	0%	1.20	0%	0.11	0%
Underground cable support	0.36	0%	0.09	0%	-	0%
Spool insulators	0.03	0%	-	0%	0.03	0%
General insulators	-	0%	-	0%	-	0%
Total Sales	576.18		659.33		241.43	
Growth %	6%		14%		29%	

Source: Company reports and kelive research estimates.

AI นำเข้าประมาณ 60-70% ของวัตถุดิบซึ่งเป็นเหล็กคุณภาพสูง เช่น อลูมิเนียมที่จะถูกใช้ในการผลิตฉนวน ส่วนต้นทุนที่เหลือมาจากแหล่งในประเทศเช่น ดิน วัตถุดิบใช้เคลือบมีคุณภาพสูง และ AI ใช้ LPG ในการเผาผลาญเตา

**Figure 5: Sources of raw material**

	2001		2002		2003		1Q04	
	Btmn	%	Btmn	%	Btmn	%	Btmn	%
Net domestic raw material	112.96	63%	120.98	61%	38.82	27%	15.29	39%
Net imported raw material	67.67	37%	75.89	39%	106.26	73%	24.35	61%
Total	180.63		196.87		145.08		39.64	

Source: AI

การเข้าร่วมกิจการ 40% เป็นการเริ่มต้นการขายในตลาดต่างประเทศในเดือนกุมภาพันธ์ ปี 2548

ในช่วงแรกของปีนี้ AI ประกาศร่วมทุน 40% กับ PPC จากประเทศออสเตรีย ซึ่งเป็นบริษัทผู้นำการผลิตลูกถ้วยไฟฟ้าระดับโลก มีโรงงานผลิตอยู่ใน สวีเดน เยอรมัน ออสเตรีย อเมริกา และสโลวาเกีย

การผลิตในโรงงานใหม่จะเน้น IEC และ ANSI ซึ่งเป็นผลิตภัณฑ์ที่ไม่มีใน AI โรงงานนี้จะมีกำลังการผลิต 6,000 ตันต่อปี และคาดว่าจะเริ่มผลิตได้ในต้นปีหน้าประมาณ 4,900 ตันในการดำเนินงานในปีแรก

AI มีสิทธิที่จะขายส่วนของผลิตในโรงงานใหม่ในประเทศไทย พม่า ลาว กัมพูชา เวียดนาม ขณะที่ PPC จะรับผิดชอบการส่งออกนอกประเทศที่กล่าว เกี่ยวเนื่องกับการบริหารบริษัท JV จะขาย 100% จากการผลิตในตลาดส่งออกที่ยุโรปและอเมริกา

### คู่แข่งในประเทศ

ในประเทศ AI มีส่วนแบ่ง 45% ของตลาดฉนวนไฟฟ้าในประเทศไทย มีบริษัท Modern Ceramics เป็นคู่แข่งรายใหญ่ที่สุดด้วยส่วนแบ่ง 25% ที่เหลือเป็นรายย่อยอีก 7 รายรวมกันมีส่วนแบ่งตลาด 30% สำหรับในเอเชีย บริษัท NGK ของญี่ปุ่นเป็นผู้ผลิตฉนวนกันไฟฟ้าหลัก

เราเชื่อว่า AI จะยังคงเน้นตลาดฉนวนกันไฟฟ้านี้ โดยยังคงมีความสัมพันธ์กับตัวแทนรัฐ และความสามารถได้เปรียบในด้านต้นทุน และมีความสามารถที่จะพัฒนาผลิตภัณฑ์โดยเฉพาะอย่างยิ่งหลังร่วมทุนกับ PPC

**Figure 6: Domestic market share for porcelain insulators**

Market share	No. of products offer	%
AI	18	45%
Modern Ceramics Co. Ltd.	14	25%
7 other small suppliers	<10	30%

Source: AI

### 20 ล้านหุ้นจากการขาย IPO

AI จะออกเสนอขายหุ้นใหม่ 20 ล้านหุ้น(par 5 บาท) สู่ประชาชนในช่วงเดือนสิงหาคม 2547 สำหรับราคาจองจะกำหนดอีกที่วันที่เข้าซื้อขายในตลาด คาดว่าจะเป็นวันที่ 9 กันยายน ทั้งนี้เพื่อนำไปใช้ในการเพิ่มทุนของบริษัทย่อยและเพิ่มกำลังการผลิตในโรงผสมดิน จ่ายหนี้สินและเพื่อสำรองในเงินทุนหมุนเวียน

**Figure 7: IPO details**

Paid-up capital (before IPO)	:	Bt400mn (80mn shares/ Par Bt5)
Par	:	Bt5
Share offer	:	20 mn shares
IPO price	:	August 27th
Proceeds	:	Bt800mn-Bt1,200mn
Paid-up capital (after IPO)	:	Bt500mn (100 mn shares)
Objective	:	Increase production output by 65%
Subscription period	:	30-31 August and 1 September 2004
Listing date	:	September 9 <sup>th</sup> 2004
Lead underwriter	:	Finansa Securities Ltd.

Source: AI

ในขณะที่กลุ่มธรรมาภิบาลวิบูลย์ถือหุ้นถึง 89.15% ใน AI ตามภายหลังจาก IPO จะลดลงเหลือ 71.32%

**Figure 8: Shareholder's structure**

Shareholders (mn)	Pre IPO		Post IPO	
Thareeratanaviboon group	71.32	89.15%	71.32	71.32%
Vorakitjjanuwat group	4.00	5.00%	4.00	4.00%
Garintaragul group	3.20	4.00%	3.20	3.20%
Mr. Surachai Kayanngan	1.49	1.85%	1.48	1.48%
IPO			20.00	20.00%
Total	80	100.0%	100	100%

Source: AI

ยอดขายคาดว่าจะเพิ่มขึ้น 22% ในปีนี้เนื่องจากการลงทุนในระบบสายส่งไฟฟ้าแรงสูงเพิ่มขึ้น

ยอดขายของ AI คาดว่าจะเพิ่มขึ้น 22% ในปีนี้ที่ 804 ล้านบาท ภายใต้อสมมติฐานว่ากำไรส่วนเกินจากการดำเนินงานอยู่ช่วงแคบลงจาก 47.60% อยู่ที่ 45.97% บริษัทคาดว่าจะมีกำไรปกติเพิ่มขึ้น 41% ที่ 358 ล้านบาท (EPS 3.58 บาทต่อหุ้น)

**Figure 9: Earnings performance from 2001-2003 and the first 3 months of 2004**

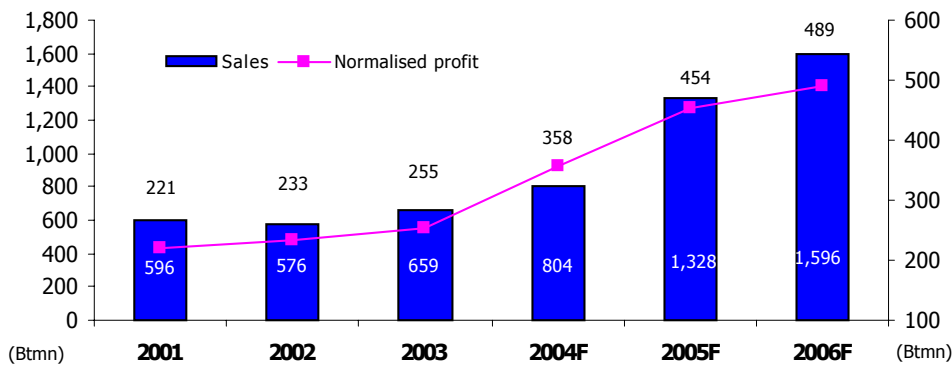
	2003	2002	Yoy	1Q04	1Q03	yoy
Sales	659	576	14%	241	187	29%
COGS	287	317	-9%	91	74	23%
Gross profit	372	259	44%	150	112	33%
Gross margin (%)	56%	45%		62%	60%	
SG&A	58	63	-8%	18	18	0%
Operating margin (%)	48%	34%		55%	51%	
Interest expense	8	11	-20%	1.65	2	-33%
Net profit	255	233	9%	130	96	35%
EPS (Bt)	15.69	14.36	9%	7.98	5.90	35%

Source: AI and Kelve research estimates.

AI มีรายได้ในไตรมาสแรกปี 2547 นำประทับใจเพิ่ม 29% ที่ 241 ล้านบาทและกำไรสุทธิเพิ่มขึ้น 35% ที่ 130 ล้านบาท อย่างไรก็ตาม ยอดขายบางส่วนที่มาจากไตรมาสที่สี่ของปีที่แล้วมาบันทึกในไตรมาสแรกของปีนี้ และด้วยยอดขายที่เพิ่มขึ้นและอัตรากำไรสุทธิเบื้องต้นที่ขยายขึ้นเป็น 62%

ในปี 2548 เราคาดว่ายอดขายจะเพิ่มขึ้น 65% จากการขยายโรงงานที่พร้อมใช้ในกุมภาพันธ์ 2548 กำไรจะเพิ่มขึ้น 18% ที่ 362 ล้านบาท อัตรากำไรสุทธิเบื้องต้นคาดว่าจะลดลงในครึ่งแรกของปี 2548 เพราะโรงงานใหม่จะต้องใช้เวลา 6 เดือนก่อนจึงจะผลิตได้เต็มกำลัง เมื่อโรงงานใหม่ผลิต อัตรากำไรสุทธิเบื้องต้นมีความเป็นไปได้ที่จะยังคงลดลงเพราะยอดขายส่งออกของบริษัท JV ซึ่งคาดว่าจะอยู่ที่ 38-40%

Figure 10: AI earnings performance



Source: Company reports and Kelive research estimates.

### ฐานะการเงินที่แข็งแกร่งและการจ่ายเงินปันผลที่น่าสนใจ

AI จะมีความเสี่ยงทางการเงินต่ำโดยจะมีเงินสดสุทธิที่สิ้นปี 2547 ที่ กระแสเงินสด 3.19 บาทต่อหุ้น และหลังจาก IPO บริษัทก็ไม่จำเป็นต้องกู้เงินเพิ่มสำหรับโครงการ JV

ในปีที่ผ่านมา บริษัทจ่ายเงินปันผลให้ผู้ถือหุ้น 70% ของกำไรสุทธิหลังภาษี ปัจจุบันบริษัทมีนโยบายจ่ายปันผลอย่างน้อยที่ 40% ของกำไร จากจำนวนหุ้น 100 ล้านหุ้นหลัง IPO เราคาดว่าบริษัทจะจ่ายปันผล 1.40 บาทต่อหุ้นโดยมีอัตราเงินปันผลที่ 4.44% อิงกับราคายุติธรรมที่เราประมาณไว้ที่ 36 บาท

### หุ้น AI มีมูลค่า 36 บาทต่อหุ้น

เราเชื่อว่าหุ้น AI จะมีราคา 36 บาทต่อหุ้นอิง PER 10x ปี 2547

เราไม่สามารถทำการเปรียบเทียบแน่ชัดกับบริษัทจดทะเบียนอื่นในตลาดหุ้นไทย อย่างไรก็ตามเราเชื่อว่าการประเมินมูลค่า AI เหมาะสมที่เทียบกับ บริษัทจดทะเบียนในกลุ่มที่คุณภาพสูง หนี้สินต่ำ และ บริษัทที่มีความชำนาญเป็นของตนเอง เช่น HANA, DCC, S-PAC, TRU และ VNG

หุ้นเหล่านี้มีการซื้อขายที่ PER ในช่วง 7-10x อย่างไรก็ตามในภาวะตลาดซบเซา เราเชื่อว่าหุ้นเหล่านี้มีราคาอยู่ต่ำกว่าปกติ และมีคำแนะนำที่ ซื้อ หรือ ไม่ก็ ซื้อลงทุน

ราคาเป้าหมายของบริษัทเหล่านี้เราคาดว่า PER น่าจะอยู่ในช่วง 11-13x ดังนั้น เราเชื่อว่า PER 10x เป็นระดับที่เหมาะสม แต่จุดอ่อนของการซื้อขาย AI คือเป็นไปได้ว่าจะมีสภาพคล่องต่ำเนื่องจาก free float เพียง 20% หรือ 20 ล้านหุ้น

Figure 11: Comparison with other non-cyclical stocks

Stocks	Price (Bt/shr)	Target (Bt/shr)	Upsides (%)	Rating	Market cap	Par (Bt)	Daily turnover (Btmn) YTD	Since Jul	% free Float
AI	N.A.	36	N.A.	N.A.	3,600	5	N.A.	N.A.	20%
DCC	19.8	28	41%	LT-BUY	8,078	1	19	14	51%
HANA	20.1	30.7	53%	BUY	15,862	1	61	95	50%
S-PAC	14.6	24.5	68%	BUY	876	5	N.A.*	2	28%
TRU	13.4	21	57%	LT-BUY	6,700	1	66	40	36%
VNG	9.95	18	81%	BUY	12,944	1	61	28	44%

\*Listed on March 30th

	EPS			Growth		PE (X)		PE(x)@ target		DE (x)	ROE
	2003	04F	05F	04F	05F	04F	05F	04F	05F	2004	2004
AI	2.55	3.58	4.54	22%	65%	10.0	7.9	10.0	7.9	cash	43.5%
DCC	1.23	2.07	2.47	68%	19%	9.6	8.0	13.5	11.3	0.1	45.1%
HANA	2.05	2.56	2.57	25%	0%	7.9	7.8	12.0	11.9	cash	26.3%
S-PAC	2.40	2.13	2.58	-11%	21%	6.9	5.7	11.5	9.5	cash	13.9%
TRU	0.67	1.54	1.67	130%	8%	8.7	8.0	13.6	12.6	cash	29.6%
VNG	0.88	1.20	1.49	36%	24%	8.3	6.7	15.0	12.1	1.0	37.5%

Source: Kelive research estimates

**Figure 12: Income statement**

	2002	2003	2004F	2005F	2006F
Sales	576	659	804	1,328	1,596
Other income	66	5	6	9	11
Total revenues	642	664	809	1,338	1,607
Cost of goods sold	284	248	334	711	917
Depreciation and amortisation	33	39	43	47	47
SG&A and others expenses	68	112	66	120	148
EBITDA	290	304	409	507	496
Interest expenses	11	8	5	2	3
Net profit before extra items	233	255	358	454	489
Net profit	233	255	358	454	489
EPS growth	0%	9%	-77%	27%	8%
PER	2.51	2.29	10.05	7.92	7.36
EV / EBITDA	2.53	2.49	7.90	5.92	5.35
BV / share	25.80	30.49	11.51	14.45	17.44
P / BV	1.40	1.18	3.13	2.49	2.06
P / sale	1.01	0.89	4.48	2.71	2.26
Debt / equity	0.45	0.39	0.05	0.03	0.05
No. of shares	16.23	16.23	100.00	100.00	100.00

Source: AI and Kelive research estimates

**Figure 13: Financial ratios**

	2002	2003	2004F	2005F	2006F
Gross margin	45.00%	56.45%	53.10%	42.95%	39.63%
Tax rate	5.64%	0.79%	0.79%	0.79%	0.79%
Fixed costs / Total costs	25.28%	28.27%	24.57%	18.97%	17.50%
Collection period (days)	86.91	90.03	86.28	71.40	79.84
Inventory turnover (days)	83.46	120.01	140.19	77.56	91.28
Fixed asset turnover (days)	1.42	1.62	1.79	2.70	3.24
Payable period (days)	54.07	30.79	31.63	34.12	34.01
Debts to assets	(17.56%)	28.65%	5.56%	2.69%	4.54%
Times-interest-earned	24.36	31.46	72.51	218.14	175.01
Current ratio	119.78%	134.08%	688.34%	677.23%	713.57%
Quick ratio	84.35%	89.17%	548.50%	587.64%	559.44%
Debt equity ratio	0.45	0.39	0.05	0.03	0.05
Net debt equity ratio	0.36	0.35	net cash	net cash	net cash

Source: AI and Kelive research estimates

**Figure 14: Balance sheet**

	2002	2003	2004F	2005F	2006F
<b>ASSETS</b>					
Cash & Deposits	8	1	427	637	774
Accounts receivable	146	179	201	319	379
Inventories	65	98	159	143	315
Total current assets	264	296	789	1,102	1,471
Property, Plant and Equipment	396	420	477	506	479
<b>Total Assets</b>	<b>661</b>	<b>717</b>	<b>1,267</b>	<b>1,609</b>	<b>1,952</b>
<b>LIABILITIES</b>					
OD + Current portion of L-T debt	110	192	55	39	81
Account payable + Trust Receipt	27	15	43	90	81
Other current liabilities	11	2	3	6	8
Total current liabilities	220	221	115	163	206
Long term debts	20	-	-	-	-
<b>Total liabilities</b>	<b>242</b>	<b>222</b>	<b>116</b>	<b>164</b>	<b>208</b>
Minority Interest	-	-	-	-	-
<b>SHAREHOLDERS' EQUITIES</b>					
Shares + Warrants	162	162	500	500	500
Premium on shares	76	76	176	176	176
Retained earnings + Revaluation	164	241	459	753	1,052
<b>Total shareholders' equity</b>	<b>419</b>	<b>495</b>	<b>1,151</b>	<b>1,445</b>	<b>1,744</b>
<b>Total liabilities and equity</b>	<b>661</b>	<b>717</b>	<b>1,267</b>	<b>1,609</b>	<b>1,952</b>

Source: AI and Kelve research estimates

**Figure 15: Statement of cash flow**

	2002	2003	2004F	2005F	2006F
Net profit	233	255	358	454	489
+ Depreciation & Amortization	33	39	43	47	47
- Sales of fixed assets	-	-	-	-	-
+ Decrease in working capital	(30)	(75)	(52)	(39)	(231)
+ Others	90	-	-	-	-
<b>Operating cashflows</b>	<b>325</b>	<b>218</b>	<b>349</b>	<b>462</b>	<b>305</b>
Purchase of fixed assets	(11)	(63)	(100)	(76)	(20)
Investment in affiliated	(18)	14	17	-	-
Other investing activities	420	-	-	-	-
<b>Investing cashflows</b>	<b>391</b>	<b>(49)</b>	<b>(83)</b>	<b>(76)</b>	<b>(20)</b>
Payment of dividend	(163)	(179)	(140)	(160)	(190)
Equity Increase	-	-	438	-	-
Other debt financing	(266)	2	(426)	(210)	(137)
<b>Internal financing cash flows</b>	<b>(429)</b>	<b>(177)</b>	<b>(129)</b>	<b>(370)</b>	<b>(327)</b>
External financing	(287)	7	(137)	(16)	42
Issuing debentures and CDs	-	-	-	-	-
<b>Borrowing from banks</b>	<b>(287)</b>	<b>7</b>	<b>(137)</b>	<b>(16)</b>	<b>42</b>
<b>Last year outstanding debt</b>	<b>172</b>	<b>190</b>	<b>192</b>	<b>55</b>	<b>39</b>
<b>This year outstanding debt</b>	<b>(115)</b>	<b>197</b>	<b>55</b>	<b>39</b>	<b>81</b>

Source: AI and Kelve research estimates

### สาขากรุงเทพฯ

#### สำนักงานใหญ่

สำนักงานใหญ่เมอร์คิวรี่ ทาวเวอร์ ชั้น 8-10  
540 ถนนเพลินจิต แขวงลุมพินี  
เขตปทุมวัน กรุงเทพฯ 10330  
โทร 0-2658-6300  
โทรสาร 0-2658-6301

#### สาขาพารุค

125 อาคารดิโอดส์สยามพลาซ่า ชั้น 3 ถนน  
พารุค แขวงวังบูรพาภิรมย์ เขตพระนคร  
กรุงเทพฯ 10200  
โทร 0-2225-0242  
โทรสาร 0-2225-0523

#### สาขาเอ็มโพเรียม

622 อาคารเอ็มโพเรียม ชั้น 14  
ถนนสุขุมวิท แขวงคลองตัน เขตคลองเตย  
กรุงเทพฯ 10110  
โทร 0-2664-9800  
โทรสาร 0-2664-9811

#### สาขายาวราช

215 อาคารแกรนด์ไชน่า ชั้น 4  
ถนนยาวราช แขวงสัมพันธวงศ์  
เขตสัมพันธวงศ์ กรุงเทพฯ 10100  
โทร 0-2622-9412  
โทรสาร 0-2622-9383

#### สาขาพวนอินทรี

1201/114 ซอยลาดพร้าว 94 (ปีมิตร)  
ถนนวิภาวดี แขวงวังทองหลาง  
เขตวังทองหลาง กรุงเทพฯ 10310  
โทร 0-2935-6111  
โทรสาร 0-2935-6070

#### สาขานครราชสีมา 1

154/1 อาคารราชสีมาเซ็นเตอร์ ชั้น 3  
ห้อง 3B ถนนมณีนี้อำเภอเมือง  
จังหวัดนครราชสีมา 30000  
โทร (044) 269-400  
โทรสาร (044) 269-410

#### สาขาชลบุรี

57/1-2 ถนนพาสเตอร์  
ตำบลบางปลาสร้อย อำเภอเมืองชลบุรี  
จังหวัดชลบุรี 20000  
โทร (038) 792-479  
โทรสาร (038) 792-493

#### สาขาสุมทระนคร

74/27-28 ซ.บางจะเกร็ง 4 ถนนพระราม 2 ต.  
แม่กลอง อ.เมือง จ.สมุทรสงคราม 75000  
โทร. (034) 724-062 ถึง 67  
โทรสาร (034)-724-068

#### สาขาภูเก็ต

22/39-40 อาคารราชนิเวศพลาซ่า  
ถนนหลวงพ่อดำ เขตเมืองเก่าภูเก็ต  
อำเภอเมืองภูเก็ต จังหวัดภูเก็ต 83000  
โทร (076) 355-730-6  
โทรสาร (076) 355-737

#### สาขาโศก

159 อาคารเสริมมิตร ชั้น 25  
ซอยสุขุมวิท 21 ถนนโศก แขวงคลองเตย  
เหนือ เขตวัฒนา กรุงเทพฯ 10110  
โทร 0-2665-7000  
โทรสาร 0-2665-7050

#### สาขาศรีนครินทร์

1145 หมู่ที่ 5 อาคารเอกโพธิ์ทาวเวอร์ ชั้น 3  
ถนนศรีนครินทร์ ตำบลสำโรงเหนือ  
อำเภอเมืองสมุทรปราการ  
จังหวัดสมุทรปราการ 10270  
โทร 0-2758-7003  
โทรสาร 0-2758-7248

#### สาขาฟิวเจอร์ พาร์ค รังสิต

ศูนย์การค้า ฟิวเจอร์ พาร์ค รังสิต ห้อง 118  
ชั้น 1 F เลขที่ 161 ม.2 ถ.พหลโยธิน ต.ปะราชา  
ธัญบุรี อ.ธัญบุรี จ.ปทุมธานี 12130  
โทร 0-2958-0591  
โทรสาร 0-2958-0590

#### สาขานิยะ

52 อาคารนิยะพลาซ่า 20 ถนนสีลม แขวงสุริ  
ยวงศ์ เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500  
โทร 0-2231-2700  
โทรสาร 0-2231-2349-50

#### สาขาค้างจังหวัด

##### สาขาเชียงใหม่ 1

244 อาคารสำนักงาน ชั้น 2-3  
ถนนวิภาวดี ตำบลหายยา อำเภอเมืองเชียงใหม่  
จังหวัดเชียงใหม่ 50100  
โทร (053) 284-000  
โทรสาร (053) 284-019

##### สาขานครราชสีมา 2

อาคารสำนักงานชั้น 7 เดอะมอลล์นครราชสีมา  
1242/2 ถนนมิตรภาพ ตำบลในเมือง อำเภอ  
เมือง จังหวัดนครราชสีมา 30000  
โทร (044) 288-455  
โทรสาร (044) 288-466

#### สาขาระยอง

180/1-2 อาคารสามัคคี ชั้น 2  
ถนนสุขุมวิท ตำบลเชิงเนิน  
อำเภอเมืองระยอง จังหวัดระยอง 20110  
โทร (038) 862-022-9  
โทรสาร (038) 862-043

#### สาขาหาดใหญ่ 1

1,3,5 ถนนคูคูทิส 3  
ตำบลหาดใหญ่ อำเภอหาดใหญ่  
จังหวัดสงขลา 90110  
โทร (074) 346-400  
โทรสาร (074) 239-509

#### สาขากรุงเทพฯ

44/4 อาคารราชพัสดุ ถนนบำรุงราษฎร์  
ตำบลอรัญประเทศ อำเภออรัญประเทศ  
จังหวัดสระแก้ว 27120  
โทร (037) 226-347-8  
โทรสาร (037) 226-346

#### สาขาญาติ

56 อาคารญาติ ชั้น 3 ห้อง 3/1  
ถนนสีลม แขวงสุริยวงศ์ เขตบางรัก  
กรุงเทพฯ 10500  
โทร 0-2231-2700  
โทรสาร 0-2231-2463, 231-2576

#### สาขางามวงศ์วาน

30/39-50 อาคารสำนักงานเดอะมอลล์งามวงศ์  
วาน ชั้น 14 ถนนงามวงศ์วาน ตำบลบางเขน  
อำเภอเมืองนนทบุรี  
จังหวัดนนทบุรี 11000  
โทร 0-2550-0577  
โทรสาร 0-2550-0566

#### สาขาท่าพระ

99 อาคารสำนักงานเดอะมอลล์ ท่าพระ ชั้น  
14 ถนนรัชดาภิเษก-ท่าพระ แขวงบุคคโล เขต  
ธนบุรี กรุงเทพฯ 10600  
โทร 0-2876-6500  
โทรสาร 0-2876-6531

#### สาขาปิ่นเกล้า

7/129 อาคารเซ็นทรัลปิ่นเกล้า ชั้น 3 ห้อง 302  
ถนนบรมราชชนนี แขวงอรุณอมรินทร์  
เขตบางกอกน้อย กรุงเทพฯ 10700  
โทร 0-2884-9847  
โทรสาร 0-2884-6920

#### สาขาเชียงใหม่ 2

201/3 ถนนมทิลด ตำบลหายยา  
อำเภอเมืองเชียงใหม่ จังหวัดเชียงใหม่ 50100  
โทร (053) 284-138  
โทรสาร (053) 284-138

#### สาขาสุรินทร์

137/5-6 ถนนศิริรัฐ ตำบลในเมือง  
อำเภอเมือง จังหวัดสุรินทร์ 32000  
โทร (044) 531-600-3  
โทรสาร (044) 519-378

#### สาขาจันทบุรี

203 ชั้น 2 ธนาคารนครหลวงไทย  
ถนนขวาง ตำบลลาด อำเภอมืองจันทบุรี  
จังหวัดจันทบุรี 22000  
โทร (039) 346-626-30  
โทรสาร (039) 346-631

#### สาขาหาดใหญ่ 2

29 ชั้น 6 อาคารสิการ์เดินพลาซ่า  
ถนนประชาธิปไตย ตำบลหาดใหญ่  
อำเภอหาดใหญ่ จังหวัดสงขลา 90110  
โทร (074) 247-199  
โทรสาร (074) 247-701

#### สาขายะลา

18 ถนนสองพี่น้อง ตำบลสะเตง  
อำเภอมือง จังหวัดยะลา 95000  
โทร (073) 255-493-7  
โทรสาร (073) 255-498

#### สาขาซีคอนสแควร์

904 อาคารซีคอนสแควร์ ชั้น G ห้อง 1008  
ถนนศรีนครินทร์ แขวงหนองบอน เขต  
ประเวศ กรุงเทพฯ 10260  
โทร 0-2721-9949  
โทรสาร 0-2721-8320

#### สาขาลาดพร้าว

1693 อาคารสำนักงานศูนย์การค้าเซ็น  
ทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว ชั้น 9 ห้อง 903, 905-  
905/1 ถนนพหลโยธิน แขวงลาดพร้าว เขต  
จตุจักร กรุงเทพฯ 10900  
โทร 0-2541-1411  
โทรสาร 0-2541-1108

#### สาขางาแฟ

275 หมู่ที่ 1 เดอะมอลล์บางแค ชั้น 8 ถนน  
เพชรเกษม แขวงบางแคเหนือ เขตบางแค  
กรุงเทพฯ 10160  
โทร 0-2804-4235  
โทรสาร 0-2804-4251

#### สาขาสาทรนคร

100/46 อาคารสาทรนคร ทาวเวอร์ ชั้น 24C  
ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก  
กรุงเทพฯ 10500  
โทร 0-2636-7550-6  
โทรสาร 0-2636-7565

#### สาขาลำปาง

48/11-12 ถนนพหลโยธิน ตำบลสุไหง อำเภอมือง  
ลำปาง จังหวัดลำปาง 52100  
โทร (054) 319-211  
โทรสาร (054) 319-216

#### สาขาสุราษฎร์ธานี

187-189 ถนนอุปราชา ตำบลในเมือง อำเภอ  
เมืองสุราษฎร์ธานี จังหวัดสุราษฎร์ธานี 34000  
โทร (045) 265-633  
โทรสาร (045) 265-639

#### สาขาสุมทระนคร

930/13ก ชั้น 2 ถนนเอกชัย 1  
ตำบลมหาชัย อำเภอมืองสมุทรสาคร  
จังหวัดสมุทรสาคร 74000  
โทร (034) 811-377  
โทรสาร (034) 811-383

#### สาขาสุราษฎร์ธานี

216/3 หมู่ที่ 4 ถนนชนเกษม  
ตำบลชะเมา อำเภอมืองสุราษฎร์ธานี  
จังหวัดสุราษฎร์ธานี 84000  
โทร (077) 205-460  
โทรสาร (077) 205-475

“เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ บล. กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) เห็นว่าน่าเชื่อถือประกอบกับทัศนคติส่วนตัวของผู้จัดทำ ซึ่งมีได้หมายถึงความถูกต้องหรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด และเอกสารนี้ไม่ได้จัดทำขึ้นเพื่อประโยชน์ในการใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจในการลงทุนเท่านั้น มิได้มีวัตถุประสงค์เพื่อที่จะชักชวนหรือขี้นการซื้อขายหลักทรัพย์ใดๆ โดยเฉพาะหรือเป็นการทั่วไปแต่อย่างใด นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารนี้ประกอบกับข้อมูลและความเห็นอื่น ๆ และพิจารณาของนักลงทุนในการตัดสินใจการลงทุนให้เหมาะสมแก่กรณี ทั้งนี้ความเห็นที่แสดงอยู่ในเอกสารนี้เป็นความเห็นส่วนตัวของผู้จัดทำ บล. กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ตลอดจนผู้บริหารและพนักงานของบริษัทฯ ไม่จำเป็นต้องเห็นพ้องกับความเห็นที่แสดงอยู่ในเอกสารนี้ด้วยแต่อย่างใด