4 ตุลาคม 2547

บมจ. แปซิฟิกไพพ์ (PAP)

IPO

ผู้ผลิตท่อเหล็กรายใหญ่ของประเทศ คาดจะยังได้แรงหนุนจากความต้องการที่ขยายตัว

ราคาเป้าหมาย 52 บาท

คำชี้แจงที่สำคัญ : อนึ่ง บริษัทหลักทรัพย์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) อาจเข้าร่วมเป็นผู้จัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่ายหุ้นที่เสนอขายให้กับบุคคลทั่วไปของ บมจ. แปซิฟิกไพพ์ (PAP)

บมจ. แปซิฟิกไพพ์ (PAP) ประกอบธุรกิจหลักในอุตสาหกรรมผลิตและจำหน่ายท่อเหล็กดำ และ ท่อเหล็กชุบสังกะสี โดยเป็นผู้ผลิตรายใหญ่ติดอันดับหนึ่งในสามรายแรกของประเทศ โดยบริษัทมีสัดส่วนการตลาดประมาณ 25% ของตลาดท่อเหล็กรวมในประเทศ

อุตสาหกรรมท่อเหล็กยังคงมีแนวโน้มการเติบโตต่อไปในอนาคต ด้วยการที่เป็นที่ยอมรับและมีแนวโน้มที่จะนำมาใช้ในงานโครงการก่อสร้างเพิ่มมากขึ้น รวมถึงสามารถพัฒนาเพื่อนำมาใช้ประโยชน์ในงานทั่วไปอีกหลายประเภท

เราประเมินว่ายอดขายในปี 2547 จะเท่ากับ 2,281 ล้านบาท ขยายตัวเพิ่มขึ้น 16% และ มีกำไรสุทธิเท่ากับ 308 ล้านบาท ขยายตัวเพิ่มขึ้น 91% เนื่องจากได้แรงหนุนจากภาวะเศรษฐกิจที่กำลังเติบโตต่อเนื่อง ทำให้ภาคอสังหาริมทรัพย์ขยายตัว และ ส่งผลให้ปริมาณความต้องการท่อเหล็กสูงขึ้น รวมถึง การปรับเพิ่มขึ้นของราคาท่อเหล็ก

นักวิเคราะห์: สุรชัย ประมวลเจริญกิจ
โทร : 0-2658-6300 ต่อ 1420
อีเมล์ : Surachai.p@kimeng.co.th

เราประเมินราคาเหมาะสมของ PAP เท่ากับ 52 บาทต่อหุ้น ภายใต้วิธีส่วนลดกระแสเงินสดที่อัตราส่วนลด (WACC) 13% ในช่วงระยะเวลา 2547-2553 ที่ราคาเหมาะสมจะซื้อขายที่ P/E ปี 2547 เท่ากับ 11 เท่า, EV/EBITDA 6.9 เท่า และ P/BV 2.6 เท่า นอกจากนี้ PAP ยังมีฐานะการเงินที่แข็งแกร่ง คือ มีฐานะเป็นเงินสดสุทธิหลัง IPO

ตารางที่ 1 : สรุปประมาณการกำไร (หน่วย : ล้านบาท)

	2001	2002	2003	2004F	2005F	2006F
Sales (Btmn)	1,248	1,617	1,966	2,281	2,555	2,810
EBITDA (Btmn)	96	234	294	485	550	605
Earnings (Btmn)	38	109	161	308	391	433
EPS (Bt)	1.88	5.44	4.03	4.72	5.99	6.56
BVPS (Bt)	8.3	13.8	11.1	20.2	24.4	28.4
DPS (Bt)	-	9.68	1.61	1.89	2.40	2.62
Net debt/equity (x)	4.1	2.6	1.3	net cash	net cash	net cash
ROA (%)	8.1%	10.7%	14.2%	23.5%	24.5%	23.2%
ROE (%)	45.1%	49.3%	44.9%	34.9%	26.9%	25.0%
No. Share (mn)	20.0	20.0	40.0	65.3	65.3	66.0

ที่มา : PAP / และประมาณการโดย KELIVE Research

คำชี้แจง : อนึ่ง บริษัทหลักทรัพย์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) อาจเข้าร่วมเป็นผู้จัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่ายหุ้นที่เสนอขายให้กับบุคคลทั่วไปของ บมจ. แปซิฟิกไพพ์ (PAP) อย่างไรก็ตามบทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมุติฐานของฝ่ายวิจัยของกิมเอ็ง อย่างเป็นเอกเทศ การประมาณการรายได้ กำไร ไม่ได้มีเจตจำนง จะให้เป็นประโยชน์ต่อการเสนอขายหุ้นแต่อย่างใดทางกิมเอ็ง และบริษัท ไม่ได้มีส่วนที่เข้าไปรับรองรับประกันความถูกต้องหรือความสมบูรณ์ ทางข้อมูลของบทวิเคราะห์นี้แต่อย่างใด นอกจากนั้นทางกิมเอ็ง ผู้บริหารของบริษัท พนักงานและลูกจ้างจะไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อความเสียหายที่อาจเกิดขึ้น จากการใช้ข้อมูลในเอกสารนี้ทั้งทางตรงและทางอ้อม

ลักษณะการประกอบธุรกิจ

บมจ. แปซิฟิกไพพ์ (PAP) ประกอบธุรกิจหลักในอุตสาหกรรมผลิตและจำหน่ายท่อเหล็ก โดยมีทั้งการผลิตตามคำสั่งลูกค้า (Made to order) และ ผลิตพร้อมสำหรับการจำหน่าย ทั้งนี้ท่อเหล็กของบริษัทสามารถแบ่งตามลักษณะการใช้งานเป็น 2 ประเภทหลัก ได้แก่ ท่อเหล็กสำหรับงานทั่วไป เช่น งานด้านสาธารณูปโภค งานประปา งานด้านระบบป้องกันอัคคีภัย และท่อเหล็กสำหรับงานโครงสร้าง จะเป็นท่อเหล็กที่มีขนาดใหญ่ เช่น งานเสาเข็ม นั่งร้าน ราวหลังคาหรือระแนง จั่วหลังคา ตลอดจนสามารถนำมาดัดแปลงเป็นโครงหลังคาเหล็กได้ ในปัจจุบันบริษัทผลิตและจำหน่ายท่อเหล็กครอบคลุมกว่า 3,000 รายการ ซึ่งสามารถจำแนกเป็น 2 ประเภทหลัก ได้แก่ ท่อเหล็กดำ และ ท่อเหล็กชุบสังกะสี

1. ท่อเหล็กดำ เป็นท่อเหล็กที่ได้จากการนำแผ่นเหล็กรีดร้อน (Hot rolled coil : HRC) มาเชื่อมด้วยเครื่องเชื่อมความถี่สูง ปัจจุบันท่อเหล็กดำเป็นผลิตภัณฑ์หลักของบริษัทโดยมีสัดส่วนการจำหน่ายประมาณ 80%

2. ท่อเหล็กชุบสังกะสี เป็นการนำท่อเหล็กดำที่ผลิตได้ข้างต้นมาชุบเคลือบผิวด้วยสังกะสี ให้มีความหนาตามกำหนด โดยท่อเหล็กชุบสังกะสีนิยมนำมาใช้เพื่อทำท่อน้ำประปาเป็นหลัก หรือ งานที่นำมาใช้ในสภาพแวดล้อมที่มีความชื้นสูง ปัจจุบันบริษัทจำหน่ายท่อเหล็กชุบสังกะสีคิดเป็นสัดส่วนประมาณ 20% ของรายได้จากการจำหน่ายรวม

สำหรับท่อเหล็กของบริษัทมี 3 รูปแบบ ได้แก่ ท่อเหล็กกลม ท่อเหล็กสี่เหลี่ยมจัตุรัส และ ท่อเหล็กสี่เหลี่ยมผืนผ้า

ตารางที่ 2 : โครงสร้างรายได้ของ PAP

	2545		2546		1H2547	
	ล้านบาท	%	ล้านบาท	%	ล้านบาท	%
รายได้จากการจำหน่ายท่อเหล็ก						
- ภายในประเทศ	1,207	75%	1,535	78%	777	70%
- ต่างประเทศ	410	25%	428	22%	327	30%
รวมรายได้จากการขาย	1,617	100%	1,963	100%	1,104	100%
เติบโต (%)	30%		21%		16%	

ที่มา : PAP

จากภาวะการขยายตัวของภาคการก่อสร้าง ด้วยแรงหนุนจาก ภาคอสังหาริมทรัพย์ การลงทุนเอกชน และ การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานของรัฐบาล และ การขยายตัวของภาคอุตสาหกรรมต่างๆ ได้ทำให้รายได้รวมของบริษัทมีการขยายตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยในปี 2545 ยอดขายขยายตัว 30% และ ในปี 2546 ยอดขายขยายตัวเพิ่มขึ้นอีก 21% สำหรับในงวดครึ่งแรกของปี 2547 ปรากฏว่ามียอดขายเท่ากับ 1,104 ล้านบาท เพิ่มขึ้นถึง 16%

การผลิต กำลังการผลิต และ วัตถุดิบในการผลิต

ปัจจุบันบริษัทมีโรงงานสองแห่ง คือ ศูนย์พระประแดง ดำเนินการผลิตท่อเหล็ก บนพื้นที่ 24 ไร่ 1 งาน 69 ตารางวา มีกำลังการผลิตเต็มที่ 150,000 ตัน/ปี และ ศูนย์มหาชัย ดำเนินการผลิตท่อเหล็กชุบสังกะสี บนพื้นที่ 8 ไร่ 2 งาน 5 ตารางวา มีกำลังการผลิตเต็มที่ 40,000 ตัน/ปี

ตารางที่ 3 : กำลังการผลิต การผลิต และ การใช้กำลังการผลิต

	2544	2545	2546	6M2547
1. โรงงานผลิตท่อเหล็กดำ				
กำลังการผลิตรวม (ตัน/ปี)	150,000	150,000	150,000	150,000
การผลิตจริง (ตัน/ปี)	89,127	102,379	103,924	50,164
% การใช้กำลังการผลิต	59%	68%	69%	67%
2. โรงงานผลิตท่อเหล็กชุบสังกะสี				
กำลังการผลิตรวม (ตัน/ปี)	40,000	40,000	40,000	40,000
การผลิตจริง (ตัน/ปี)	11,039	15,317	19,697	7,335
% การใช้กำลังการผลิต	28%	38%	49%	37%

ที่มา : PAP

สำหรับวัตถุดิบหลักที่ใช้ในการผลิต ท่อเหล็ก คือ เหล็กแผ่นรีดร้อน (Hot rolled coil) โดยบริษัทมีปริมาณการใช้เหล็กแผ่นสัดส่วนประมาณ 97% ของมูลค่าวัตถุดิบรวม ในปัจจุบัน บริษัทได้มีการสั่งซื้อเหล็กแผ่นประมาณ 78-80% ของมูลค่าวัตถุดิบรวมจากผู้ผลิตในประเทศ ซึ่งในปัจจุบันมี 3 รายได้แก่ บมจ.สหวิริยาสตีลอินดัสตรี, บมจ.จี สตีล และ บมจ. นครไทยสตริปมิล ส่วนอีกประมาณ 20-22% จะนำเข้าจากต่างประเทศ

ตารางที่ 4 : ปริมาณและสัดส่วนการสั่งซื้อวัตถุดิบที่ใช้ในการผลิต

ประเภทวัตถุดิบ	2545	%	2546	%	2H2547	%
1. เหล็กแผ่นรีดร้อน	1,362	97%	1,452	96%	940	97%
2. สังกะสี	37	3%	56	4%	27	3%
3. อื่นๆ	2	0%	3	0%	1	0%
รวม	1,401	100%	1,511	100%	969	100%

ที่มา : PAP

ข้อมูลสรุปของการเสนอขายหุ้น IPO

บริษัทได้เสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนต่อประชาชนทั่วไปจำนวน 15.3 ล้านหุ้น ราคาพาร์ 10 บาท นอกจากนี้บริษัทฯยังออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นสามัญฯแก่กรรมการบริษัทฯจำนวน 700,000 หน่วย ในราคาเสนอขายหน่วยละ 0 บาท กำหนดการใช้สิทธิ 1 ปี และ 2 ปี อย่างละครึ่ง ใบสำคัญแสดงสิทธิ 1 หน่วยมีสิทธิซื้อหุ้นสามัญได้ 1 หุ้น ในราคาการใช้สิทธิเท่ากับ 10 บาท

ประมาณการระยะเวลาเสนอขาย ปลายเดือน ต.ค. 2547 และ ประมาณการวันที่เริ่มทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในต้นเดือน พ.ย. 2547 โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทิสโก้ จำกัด เป็นแกนนำผู้จัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่าย

ตารางที่ 5 : IPO Terms

ทุนจดทะเบียน (ก่อน IPO)	:	500 ล้านบาท (50 ล้านหุ้น / พาร์ 10 บาท)
พาร์	:	10 บาท
จำนวนหุ้น IPO	:	15.3 ล้านหุ้น
ราคา IPO	:	ยังไม่กำหนด
เงินที่ได้จากการเพิ่มทุน	:	ยังไม่กำหนด
ทุนจดทะเบียนหลัง IPO	:	660 ล้านบาท (66 ล้านหุ้น โดย 7 แสนหุ้นสำรองเพื่อวอร์แรนท์))
วัตถุประสงค์การใช้เงิน	:	โครงการสร้างศูนย์กระจายสินค้า
	:	ชำระคืนเงินกู้บางส่วน
	:	เป็นเงินทุนหมุนเวียนสำหรับสินค้าคงคลัง
ระยะเวลาจองซื้อ	:	ปลายเดือน ตุลาคม 2547
เป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน	:	ต้นเดือนพฤศจิกายน 2547
แกนนำจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่าย	:	บริษัทหลักทรัพย์ ทิสโก้ จำกัด

ที่มา : PAP

กลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่

ก่อนการกระจายหุ้นต่อประชาชนทั่วไป ในเดือน มีนาคม 2547 นี้ มีกลุ่มผู้ถือหุ้นหลักได้แก่ บริษัท ตั้งหมงเส็ง โฮลดิ้ง จำกัด และ กลุ่มผู้ถือหุ้นบริษัทตั้งหมงเส็ง จำกัด ถือหุ้นบริษัทรวมเท่ากับ 90% ภายหลังการเสนอขายหุ้นต่อประชาชนทั่วไป ผู้ถือหุ้นรายใหญ่กลุ่มตั้งหมงเส็ง จะมีสัดส่วนการถือหุ้นลดลงเหลือ 70% และ หากพิจารณาภายหลังจากกรรมการของบริษัทมีการใช้สิทธิวอร์แรนท์จำนวน 700,000 หน่วย จะทำให้ผู้ถือหุ้นรายใหญ่กลุ่มตั้งหมงเส็ง มีสัดส่วนถือหุ้นลดลงเหลือ 69%

ตารางที่ 6 : กลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่

(ล้านหุ้น)	ก่อน-IPO		หลัง-IPO		หลังใช้สิทธิวอร์แรนท์	
กลุ่มบริษัทตั้งหมงเส็ง โฮลดิ้งจำกัด	45.1	90%	45.1	70%	45.1	69%
อื่นๆ	4.9	10%	4.9	7%	4.9	7%
กรรมการ	-	0%	-	0%	0.7	1%
หุ้น IPO	-	0%	15.3	23%	15.3	23%
รวมทั้งหมด	50.0	100%	65.3	100%	66.0	100%

ที่มา : PAP

นโยบายการจ่ายปันผล

บริษัทฯมีนโยบายจ่ายเงินปันผลในอัตราไม่ต่ำกว่าร้อยละ 40 ของกำไรสุทธิหลังหักภาษีเงินได้นิติบุคคล และ หลังหักสำรองตามกฎหมาย ทั้งนี้การจ่ายเงินปันผลดังกล่าวอาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ ขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงาน ฐานะการเงิน และ แผนงานการลงทุนของบริษัท

แนวโน้มความต้องการท่อเหล็กของประเทศยังขยายตัวต่อเนื่อง

อุตสาหกรรมท่อเหล็กเป็นอุตสาหกรรมต่อเนื่องสำคัญของอุตสาหกรรมเหล็กแผ่นรีดร้อน ผู้บริหารของบริษัทคาดการณ์ว่าอุตสาหกรรมท่อเหล็กยังคงมีแนวโน้มการเติบโตต่อไปในอนาคต ด้วยเหตุผลดังนี้

1. การที่ท่อเหล็กเป็นที่ยอมรับและมีแนวโน้มที่จะนำมาใช้ในงานโครงการก่อสร้างเพิ่มมากขึ้นเพื่อทดแทนการใช้วัสดุก่อสร้าง เช่น ไม้ คอนกรีต หรือ เหล็กโครงสร้างรูปพรรณแบบตัว H และ I (H-Beam, I-Beam) รวมทั้งเหล็กฉากและเหล็กรางน้ำเป็นต้น เนื่องจาก ท่อเหล็กมีความแข็งแรง ทนทาน น้ำหนักเบา สะดวกในการเชื่อมต่อ มีความเสียหายระหว่างการขนส่งน้อย

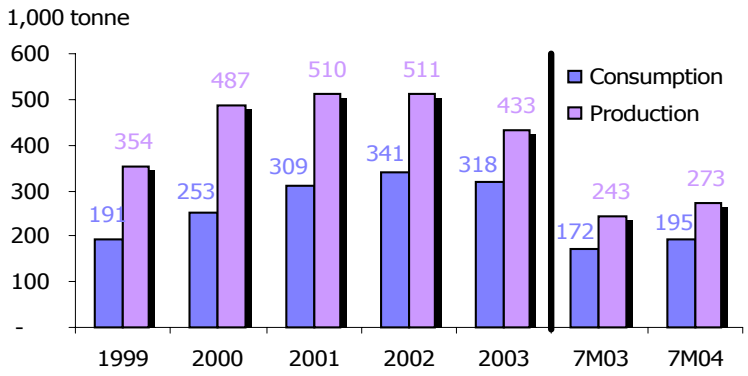
2. ในอนาคตท่อเหล็กยังสามารถพัฒนาเพื่อนำมาใช้ประโยชน์ในงานทั่วไปได้อีกหลายประเภท เช่น การใช้ท่อเหล็กเพื่อเป็นท่อระบบดับเพลิงสำหรับอาคารสูง, การใช้ท่อเหล็กเพื่อเป็นเสาของป้ายโฆษณาขนาดใหญ่

3. นอกเหนือจากแนวโน้มการขยายตัวของตลาดท่อเหล็กภายในประเทศ ความต้องการบริโภคท่อเหล็กในต่างประเทศก็มีทิศทางการเติบโตอย่างมากเช่นกัน โดยเฉพาะโครงการก่อสร้างขนาดใหญ่ เช่น การก่อสร้างต่างๆของจีนเพื่อเตรียมรับกีฬาโอลิมปิกที่ประเทศจีน ปี 2008 และ ประเทศกาตาร์ก็มีการเตรียมตัวเพื่อรองรับกีฬาเอเชียนเกมส์ปี 2006

สำหรับภาวะอุตสาหกรรมท่อเหล็ก ในช่วงปี 1999-2002 ความต้องการใช้เหล็กมีการเติบโตเฉลี่ย (Compound average growth rate) เท่ากับ 21% ต่อปี และ การผลิตมีการเติบโตเฉลี่ย 13% ต่อปี โดยภาวะอุตสาหกรรมท่อเหล็กในปี 2546 ได้ชะลอตัวลดลงเนื่องจากภาวะขาดแคลนเหล็กแผ่นรีดร้อน จากที่ราคาภายในประเทศถูกตรึงไว้ที่เพดานราคาที่กำหนดโดยกระทรวงพาณิชย์ ส่วนในช่วง 7 เดือนแรกของปี 2547 เริ่มกลับมาเติบโตเพิ่มขึ้น คือ ปริมาณความต้องการใช้ท่อของประเทศขยายตัวเท่ากับ 13% สู่ระดับ 195,000 ตัน ในขณะที่ปริมาณการผลิตท่อของประเทศเท่ากับ 12% สู่ระดับ 273,000 ตัน

ทั้งนี้ในแต่ละปีไทยจะมีปริมาณการผลิตมากกว่าความต้องการในประเทศไทยโดยการผลิตส่วนเกินจะมีการส่งออกไปจำหน่ายในต่างประเทศ

ตารางรูปที่ 7 : ปริมาณการใช้ท่อ และ การผลิตท่อของประเทศ



ที่มา : ธนาคารแห่งประเทศไทย

บริษัทฯเป็นผู้นำ 1 ใน 3 ของอุตสาหกรรมท่อเหล็กในประเทศ

ในปัจจุบันผู้บริหารของ PAP ระบุว่ามีผู้ผลิตท่อเหล็กในประเทศประมาณ 50 ราย โดยมีอัตราการใช้กำลังการผลิตเฉลี่ยประมาณ 60-70% โดยผู้ผลิตท่อเหล็กรายใหญ่ของประเทศที่มีกำลังการผลิตติดตั้งเกินกว่า 100,000 ตันต่อปี มีจำนวน 3 ราย โดยบริษัทเป็นหนึ่งในสามผู้ผลิตท่อเหล็กรายใหญ่ในประเทศ โดยบริษัทมีสัดส่วนการตลาดประมาณ 25% ของตลาดท่อเหล็กรวมในประเทศ

ผลประกอบการมีการขยายตัวอย่างต่อเนื่อง

นับตั้งแต่ปี 2545 เป็นต้นมา ภาวะเศรษฐกิจรวมทั้งภาวะการก่อสร้างและอสังหาริมทรัพย์ได้กลับมาขยายตัวอีกครั้ง ส่งผลให้ปริมาณความต้องการท่อเหล็กสูงขึ้น ทำให้ผลให้บริษัทมียอดขายและกำไรที่เติบโตอย่างต่อเนื่อง โดยอัตราการเติบโตของยอดขายในปี 2545 และ ปี 2546 เท่ากับ 30% และ 22% ตามลำดับ สู่ระดับ 1,617 ล้านบาท และ 1,966 ล้านบาท สำหรับงวด 6 เดือนแรกของปี 2547 บริษัทมีรายได้จากการขาย 1,117 ล้านบาท เพิ่มขึ้นถึง 15%

สำหรับความสามารถในการทำกำไรโดยพิจารณาจากอัตรากำไรขั้นต้น และ EBITDA margin ก็ปรับตัวดีขึ้น โดยในงวดครึ่งปี 2547 บริษัทฯมี อัตรากำไรขั้นต้นเท่ากับ 24% ดีขึ้นจากปีก่อนที่มีอัตรากำไรขั้นต้นเท่ากับ 15% และ มี EBITDA margin เท่ากับ 25% จาก 15% ในปี 2546

จากการขยายตัวของยอดขายและความสามารถในการทำกำไรที่ดีขึ้นทำให้กำไรสุทธิก็มีการขยายตัวอย่างต่อเนื่อง โดยมีการขยายตัวถึง 190% ในปี 2545 และ 48% ในปี 2546 สู่ระดับ 109 ล้านบาท และ 161 ล้านบาท สำหรับในช่วง 6 เดือนแรก มีกำไรสุทธิเท่ากับ 179 ล้านบาท เพิ่มขึ้นถึง 89%

ตารางที่ 8 : ผลประกอบการในช่วงปี 2544-2546 และ งวดหกเดือนแรกของปี 2547

	2001	2002	2003	1H03	1H04	%yoy
Sales	1,248	1,617	1,966	973	1,117	15%
Other income	51	50	59	28	49	78%
COGS	1,131	1,349	1,637	800	836	5%
Depreciation&amortisation	24	28	30	13	13	-3%
Gross profits	93	240	300	160	268	68%
Gross margin (%)	7%	15%	15%	16%	24%	-
SG&A	71	84	94	37	48	28%
SG&A/Sales (%)	6%	5%	5%	4%	4%	-
EBITDA	96	234	294	163	282	73%
EBITDA margin (%)	8%	14%	15%	17%	25%	-
Interest expense	31	45	24	15	14	-9%
Net profit	38	109	161	95	179	89%
EPS (Bt)	1.88	5.44	4.03	4.73	3.85	-19%

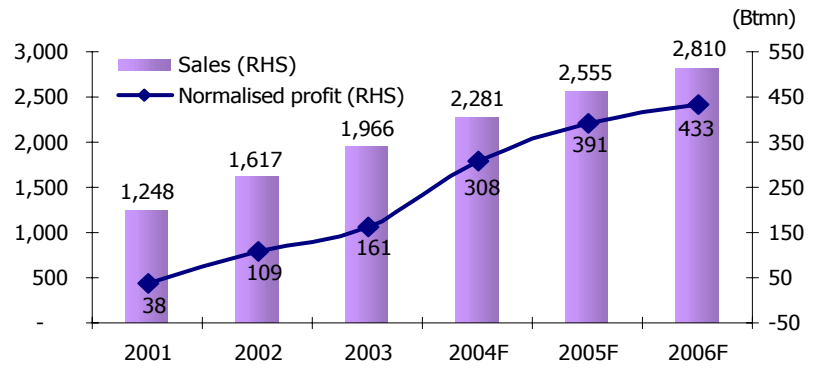
ที่มา : PAP

แนวโน้มรวมในปี 2547 ทางผู้บริหารของ PAP ประเมินว่าจะรักษาอัตราการเติบโตของรายได้ในปีนี้ในระดับ 15-20% เพราะภาวะเศรษฐกิจที่กำลังเติบโตต่อเนื่อง ทำให้ภาคอสังหาริมทรัพย์ขยายตัว และ ส่งผลให้ปริมาณความต้องการท่อเหล็กสูงขึ้น รวมถึง การปรับเพิ่มขึ้นของราคาท่อเหล็ก

ในเรื่องประเด็นที่ราคาวัตถุดิบคือเหล็กแผ่นรีดร้อนปรับตัวสูงขึ้นตามราคาในตลาดโลก ทางผู้บริหารระบุว่าทางบริษัทไม่ได้รับผลกระทบเพราะได้ปรับราคาขายตามต้นทุนวัตถุดิบ นอกจากนี้ทางบริษัทยังสามารถบริหารสต็อกวัตถุดิบได้อย่างมีประสิทธิภาพทำให้บริษัทสามารถรักษาอัตรากำไรขั้นต้นไว้ในระดับสูง โดยที่บริษัทได้ตั้งเป้าจะรักษาอัตรากำไรขั้นต้นไว้ที่ระดับประมาณ 15-25%

สำหรับประมาณการของฝ่ายวิจัยกิมเอ็ง เราประเมินว่ายอดขายในปี 2547 จะเท่ากับ 2,281 ล้านบาท ขยายตัวเพิ่มขึ้น 16% และมีกำไรสุทธิเท่ากับ 308 ล้านบาท ขยายตัวเพิ่มขึ้น 91%

ตารางที่ 9 : ผลประกอบการในช่วงปี 2544-2546 และ ประมาณการปี 2547-2549



ที่มา : PAP และ ประมาณการโดย KELIVE Research

ประเมินราคาเหมาะสมเท่ากับ 52 บาทต่อหุ้น

เราประเมินราคาเหมาะสมของ PAP เท่ากับ 52 บาทต่อหุ้น ภายใต้วิธีส่วนลดกระแสเงินสดที่อัตราส่วนลด (WACC) 13% ในช่วงระยะเวลา 2547-2556 ที่ราคาเหมาะสม 52 บาทจะซื้อขายที่ P/E ปี 2547 เท่ากับ 11 เท่า, EV/EBITDA 6.9 เท่า และ P/BV 2.6 เท่า.

ตารางที่ 10 : การคำนวณราคาเหมาะสมด้วยวิธีส่วนลดกระแสเงินสด (DCF)

DCF Valuation (WACC = 13%)	Bt,Mn	Bt/Share		2003	2004F	2005F
PV of FCF for 2004-2013	2,280	34.9	PER (x)	12.9	11.0	8.7
PV of Terminal Value	1,044	16.0	EV/EBITDA (x)	9.0	6.9	5.6
Net Debt (2004)	(72)	(1.1)	P/BV (x)	4.7	2.6	2.1
DCF Value	3,396	52.0	P/CF (Bt)	10.5	12.2	8.5

หมายเหตุ : ใช้ราคาเหมาะสม 52 บาท (หารหุ้นเต็มจำนวน)

ตารางที่ 11 : งบกำไรขาดทุน (หน่วย : ล้านบาท)

	2001	2002	2003	2004F	2005F	2006F
Sales	1,248	1,617	1,966	2,281	2,555	2,810
Other income	51	50	59	89	100	110
Total revenues	**1,299**	**1,667**	**2,025**	**2,371**	**2,655**	**2,920**
Cost of goods sold	1,131	1,349	1,637	1,785	1,993	2,192
Depreciation and amortisation	24	28	30	27	28	28
SG&A and other expenses	71	84	94	100	112	124
EBIT	**72**	**206**	**264**	**458**	**522**	**577**
Interest expense	31	45	24	18	0	0
EBT	**41**	**162**	**240**	**441**	**522**	**577**
Net profit	**38**	**109**	**161**	**308**	**391**	**433**

ที่มา : PAP และ ประมาณการโดย KELIVE Research

ตาราง 12 : งบดุล (หน่วย : ล้านบาท)

	2001	2002	2003	2004F	2005F	2006F
ASSETS						
Cash & deposits	0	1	13	74	313	423
Accounts receivable	84	124	47	151	70	173
Inventories	481	622	751	746	926	913
Other current assets	23	61	54	174	81	199
Total current assets	589	808	864	1,145	1,390	1,709
Investments	-	-	-	-	-	-
Property, plant and equipment	327	308	292	335	327	320
Other assets	8	0	(4)	(4)	(4)	(4)
Total assets	**924**	**1,116**	**1,152**	**1,477**	**1,713**	**2,025**
LIABILITIES						
OD + current portion of L-T debt	607	653	592	2	0	0
Account payable + trust receipt	37	38	7	42	12	48
Other current liabilities	41	96	110	110	110	110
Total current liabilities	685	788	709	154	122	158
Long term debts	73	53	-	-	-	-
Total liabilities	**758**	**841**	**709**	**154**	**122**	158
Minority Interest	-	-	0	0	0	0
SHAREHOLDERS' EQUITIES						
Shares	200	200	400	653	653	660
Retained earnings + revaluation	(34)	75	43	287	555	831
Total shareholders' equity	**166**	**275**	**443**	**1,322**	**1,590**	**1,867**
Total liabilities and equity	**924**	**1,116**	**1,152**	**1,477**	**1,713**	**2,025**

ที่มา : PAP และ ประมาณการโดย KELIVE Research

สาขากรุงเทพฯ

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

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

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

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

สาขาพาหุรัด
125 อาคารดิโอลด์สยามพลาซ่า ชั้น 3 ถนน
พาหุรัด แขวงวังบูรพาภิรมย์ เขตพระนคร
กรุงเทพฯ 10200
โทร 0-2225-0242
โทรสาร 0-2225-0523

สาขาศรีนครินทร์
1145 หมู่ที่ 5 อาคารเอกไพลินทาวเวอร์ ชั้น 3
ถนนศรีนครินทร์ ตำบลสำโรงเหนือ
อำเภอเมืองสมุทรปราการ
จังหวัดสมุทรปราการ10270
โทร 0-2758-7003
โทรสาร 0-2758-7248

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

สาขาทาวน์อินทาวน์
1201/114 ซอยลาดพร้าว 94 (ปัจมิตร)
ถนนศรีวรา แขวงวังทองหลาง
เขตวังทองหลาง กรุงเทพฯ 10310
โทร 0-2935-6111
โทรสาร 0-2935-6070

สาขาต่างจังหวัด

สาขาเชียงใหม่ 1
244 อาคารสำนักงาน ชั้น 2-3
ถนนวัวลาย ตำบลหายยา อำเภอเมืองเชียงใหม่
จังหวัดเชียงใหม่ 50100
โทร (053) 284-000
โทรสาร (053) 284-019

สาขาเชียงใหม่ 2
201/3 ถนนมหิดล ตำบลหายยา
อำเภอเมืองเชียงใหม่ จังหวัดเชียงใหม่ 50100
โทร (053) 284-138
โทรสาร (053) 284-138

สาขาลำปาง
48/11-12 ถนนมนตรี ตำบลสบตุ๋ย อำเภอเมือง
ลำปาง จังหวัดลำปาง 52100
โทร (054) 319-211
โทรสาร (054) 319-216

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

สาขานครราชสีมา 2
อาคารสำนักงานชั้น7 เดอะมอลล์นครราชสีมา
1242/2 ถนนมิตรภาพ ตำบลในเมือง อำเภอ
เมือง จังหวัดนครราชสีมา 30000
โทร (044) 288-455
โทรสาร (044) 288-466

สาขาสุรินทร์
137/7 ถนนศิริรัฐ ตำบลในเมือง อำเภอเมือง
สุรินทร์ จังหวัดสุรินทร์ 32000
โทร (044) 519-370
โทรสาร (044) 519-476

สาขาอุบลราชธานี
187-189 ถนนอุปราช ตำบลในเมือง อำเภอ
เมืองอุบลราชธานี จังหวัดอุบลราชธานี 34000
โทร (045) 265-633
โทรสาร (045) 265-639

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

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

สาขาจันทบุรี
203 ชั้น 2 ธนาคารนครหลวงไทย
ถนนขวาง ตำบลตลาด อำเภอเมืองจันทบุรี
จังหวัดจันทบุรี 22000
โทร (039) 346-626-30
โทรสาร (039) 346-631

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

สาขาสมุทรสงคราม
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

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

สาขาหาดใหญ่ 2
29 ชั้น 6 อาคารลีการ์เด้นพลาซ่า
ถนนประชาธิปัตย์ ตำบลหาดใหญ่
อำเภอหาดใหญ่ จังหวัดสงขลา 90110
โทร (074) 247-199
โทรสาร (074) 247-701

สาขาสุราษฎร์ธานี
216/3 หมู่ที่ 4 ถนนชนเกษม
ตำบลมะขามเตี้ย อำเภอเมืองสุราษฎร์ธานี
จังหวัดสุราษฎร์ธานี 84000
โทร (077) 205-460
โทรสาร (077) 205-475

สาขาภูเก็ต
22/39-40 อาคารวานิชพลาซ่า
ถนนหลวงพ่อวัดฉลอง ตำบลตลาดใหญ่
อำเภอเมืองภูเก็ต จังหวัดภูเก็ต 83000
โทร (076) 355-730-6
โทรสาร (076) 355-737

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

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

"เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ บล. กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) เห็นว่าน่าเชื่อถือประกอบกับทัศนะส่วนตัวของผู้จัดทำ ซึ่งมิได้หมายถึงความถูกต้องหรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด และเอกสารนี้ได้จัดทำขึ้นเพื่อประโยชน์ในการใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจในการลงทุนเท่านั้น มิได้มีวัตถุประสงค์เพื่อที่จะชักชวนหรือชี้นำการซื้อขายหลักทรัพย์ใดโดยเฉพาะหรือเป็นการทั่วไปแต่อย่างใด นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารนี้ประกอบกับข้อมูลและความเห็นอื่น ๆ และวิจารณญาณของตนในการตัดสินใจการลงทุนให้เหมาะสมแก่กรณี ทั้งนี้ความเห็นที่แสดงอยู่ในเอกสารนี้เป็นความเห็นส่วนตัวของผู้จัดทำ บล. กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ตลอดจนผู้บริหารและพนักงานของบริษัทไม่จำเป็นต้องเห็นพ้องกับความเห็นที่แสดงอยู่ในเอกสารนี้ด้วยแต่อย่างใด