

## CITY

23 February 2006

## ความสามารถในการทำกำไรอยู่ในระดับสูง

- คาดการณ์รายได้ใน FY06E และ FY07E ที่ 531 ลบ. และ 667 ลบ. เพิ่มขึ้น 7.6% YoY และ 25.7% YoY ตามลำดับ และมีกำไรสุทธิที่ 142 ลบ. และ 169 ลบ. เพิ่มขึ้น 5.4% YoY และ 18.7% YoY ตามลำดับ
- บริษัทมีอัตรากำไรขั้นต้นอยู่ในระดับสูงคือ 36.5% ใน FY05A และมีความผันผวนของกำไรต่ำ เนื่องจากมีนโยบายในการตั้งราคาแบบ Cost Plus Margin
- รายได้จากอุตสาหกรรมยานยนต์ซึ่งคิดเป็นร้อยละ 40 ของรายได้รวมมีศักยภาพในการเติบโตอย่างต่อเนื่อง
- บริษัทมีความเสี่ยงในเรื่องสิทธิประโยชน์ทางภาษีของบริษัทที่ย่อยที่จะหมดลงใน FY08E และมีความเสี่ยงจากการเข้ามาของผู้ประกอบการรายใหม่ที่มีประสิทธิภาพ
- มีฐานะทางการเงินแข็งแกร่ง โดยมีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนต่ำเพียง 0.1 เท่า ใน FY06E และมีกระแสเงินสดเพียงพอที่จะจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ
- แนะนำ "ซื้อ" ราคาเหมาะสม 3.76 บาท และประมาณการเงินปันผลจ่ายสำหรับ FY06E ที่ 0.18 บาทต่อหุ้น

Sector:	Construction Materials
IPO Price:	Bt 2.94
Fair Value:	Bt 3.76
Rating:	BUY

## Financial Highlights

(Btm)	FY05A	FY06E	FY07E
Sales	493	531	667
EBITDA	165	179	204
Net Profit	135	142	169
EPS (Bt)	1.93	0.47	0.56
EPS Growth (%)	575.0	-75.4	18.7
PER (x)	1.5	6.2	5.2
EV/EBITDA (x)	5.7	3.8	2.9
BVS (Bt)	3.9	2.5	2.9
P/BV (x)	0.8	1.2	1.0
D/E (x)	0.4	0.1	0.1
ROE (%)	49.8	19.0	19.6
DPS (Bt)	-	0.18	0.21
Dividend Yield (%)	-	6.1	7.3

หมายเหตุ: งบการเงินเริ่ม 1 ส.ค.สิ้นสุด 31 ก.ค.

EPS ใน FY06-07E คำนวณจากหุ้น 300 ล้านหุ้น

## Offering Summary

Offering Securities (Mn. Shrs)	90
Paid Up Capital Before/After IPO (Btm)	210/300
Par Value (Bt)	1
Financial Advisor/Lead Underwriter	BT Securities

## Major Shareholders (%) (After IPO)

นายวิบูลย์ พงศ์รัตน์เดชาชัย	16.55
นางเค็ง พงศ์รัตน์เดชาชัย	16.55
นายคมกริช พงศ์รัตน์เดชาชัย	12.60
พนักงาน	0.30
ประชาชนทั่วไป	29.70

## บทสรุปการลงทุน

<p>กำไรสุทธิ FY06E และ FY07E เติบโต 5.4% YoY และ 18.7% YoY</p>	<p>SSEC ประเมินการรายได้ของบริษัทใน FY06E และ FY07E ที่ 531 ลบ. และ 667 ลบ. เพิ่มขึ้น 7.6% YoY และ 25.7% YoY ตามลำดับ จากการขยายตัวอย่างต่อเนื่องของกลุ่มลูกค้าหลักของบริษัทได้แก่ อุตสาหกรรมยานยนต์ อุตสาหกรรมวัสดุก่อสร้าง อุตสาหกรรมพาณิชย์และร้านค้าปลีก อีกทั้งกำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นจากบริษัท มาร์ค เวลต์ไวต์ จำกัด ใน FY07E จำนวน 9,000 ตันต่อปี จะเป็นตัวเสริมสร้างรายได้และกำไรของบริษัทในอนาคต ซึ่ง SSEC ประเมินการอัตรากำไรขั้นต้นที่ใช้กำลังการผลิตใน FY06E และ FY07E ที่ 98.6% และ 79.3% ตามลำดับ ขณะที่ประเมินการอัตรากำไรขั้นต้นที่ 34.0% ใน FY06E และลดลงเหลือ 32.1% ใน FY07E เนื่องจากการผลิตในโรงงานใหม่ยังไม่เกิดประสิทธิภาพในการผลิต นอกจากนี้ การเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ทำให้บริษัทสามารถลดหย่อนภาษีนิติบุคคลเหลือเพียง 25% ส่งผลให้กำไรสุทธิใน FY06E และ FY07E อยู่ที่ระดับ 142 ลบ. และ 169 ลบ. เพิ่มขึ้น 5.4% YoY และ 18.7% YoY ตามลำดับ</p>
<p>ความสามารถในการทำกำไรอยู่ในระดับสูง</p>	<p>บริษัทมีความสามารถในการทำกำไรอยู่ในระดับสูง โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ระดับอัตรากำไรขั้นต้นที่เพิ่มขึ้นอย่างมากจาก 10.0% ใน FY04A เป็น 36.5% ใน FY05A เนื่องจากบริษัทมีการเปลี่ยนกลยุทธ์การตลาดจากเดิมที่ใช้การแข่งขันด้านราคา (Penetration Pricing) มาเป็นการเสนอราคาที่ทัดเทียมกับคู่แข่ง โดยมีผลิตภัณฑ์ที่มีความหลากหลาย และมีคุณภาพตรงตามความต้องการของลูกค้าแทน ซึ่ง SSEC ประเมินว่าบริษัทจะสามารถรักษาความสามารถในการทำกำไรไว้ได้อย่างต่อเนื่อง จากการที่บริษัทมีนโยบายในการตั้งราคาแบบ Cost Plus Margin ทำให้บริษัทไม่ได้รับผลกระทบจากความผันผวนของราคาวัตถุดิบมากนัก</p>
<p>อุตสาหกรรมยานยนต์มีศักยภาพในการเติบโตที่ดี</p>	<p>สัดส่วนรายได้ของบริษัทประมาณร้อยละ 40 มาจากอุตสาหกรรมยานยนต์ ซึ่งมีศักยภาพในการเติบโตที่ดี โดยมีการลงทุนจากภาคเอกชนอย่างต่อเนื่อง และการที่รัฐบาลมีนโยบายผลักดันให้ประเทศไทยเป็นศูนย์กลางการผลิตรถยนต์ในเอเชีย (ดีทรอยต์แห่งเอเชีย) ส่งผลให้มีคำสั่งซื้ออุปกรณ์โลหะจัดเก็บและลำเลียงใหม่จากผู้ประกอบการที่มีการออกยานยนต์รุ่นใหม่เข้าสู่ตลาดอย่างต่อเนื่อง ทำให้ผลิตภัณฑ์โลหะที่เกี่ยวข้องกับอุปกรณ์จัดเก็บและลำเลียงของบริษัทเติบโตตามไปด้วย</p>
<p>ความเสี่ยงจากสิทธิประโยชน์ทางภาษีของบริษัทที่ย่อยหมดอายุ</p>	<p>ประเด็นความเสี่ยงของบริษัทที่อาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่ควรพิจารณา ได้แก่ ความเสี่ยงจากผลกำไรที่อาจลดลงเนื่องจากสิทธิประโยชน์ที่ได้รับจากคณะกรรมการส่งเสริมการลงทุนหมดอายุ ซึ่งสิทธิประโยชน์ทางภาษีของบริษัท สยาม โอโซ โปร จะหมดอายุลงในปี 2551 และความเสี่ยงจากการเข้ามาของผู้ประกอบการรายใหม่ที่มีประสิทธิภาพ อันจะส่งผลให้ส่วนแบ่งการตลาดของบริษัทลดลง เนื่องจากการดำเนินธุรกิจนี้ใช้เงินลงทุนไม่สูงมากนัก</p>
<p>อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนต่ำเพียง 0.1 เท่า ใน FY06E</p>	<p>ฐานะทางการเงินของบริษัทแข็งแกร่ง เนื่องจากบริษัทไม่มีหนี้สินระยะยาว โดย SSEC มองว่าการเพิ่มทุนในครั้งนี้จะส่งผลให้อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนของบริษัทลดลงจาก 0.4 เท่า ใน FY05A เป็น 0.1 เท่า ใน FY06E ซึ่งถือเป็นการเพิ่มศักยภาพในการดำเนินธุรกิจของบริษัท นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาถึงกระแสเงินสดของบริษัท SSEC มองว่าบริษัทมีศักยภาพเพียงพอที่จะจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นได้อย่างสม่ำเสมอ โดย SSEC ประเมินการจ่ายเงินปันผลจ่ายใน FY06E และ FY07E ที่ 0.18 บาทต่อหุ้น และ 0.21 บาทต่อหุ้น ตามลำดับ</p>
<p>แนะนำ "ซื้อ" ราคาเหมาะสม 3.76 บาท</p>	<p>SSEC ประเมินราคาที่เหมาะสมของ CITY ที่ 3.76 บาท (อิง Prospective PER ที่ 8 เท่า) ซึ่งมี Upside Gain จากราคา IPO สูงถึง 27.9% นอกจากนี้ SSEC คาดการณ์ว่าบริษัทจะสามารถจ่ายเงินปันผลสำหรับผลประกอบการ FY06E ได้เป็นปีแรกที่ 0.18 บาทต่อหุ้น (บริษัทมีนโยบายจ่ายเงินปันผลในอัตราร้อยละ 40 ของกำไรสุทธิหลังหักภาษีเงินได้ และหักสำรองตามกฎหมาย) หรือคิดเป็น Dividend Yield ที่ 6.1% ดังนั้นเราจึงให้คำแนะนำ "ซื้อ"</p>

Appendix

Earning Estimate (Btm)	FY04A	FY05A	FY06E	FY07E
Total Revenue	279	493	531	667
COGS	(251)	(313)	(350)	(453)
Gross Profit	28	180	180	214
Other Incomes	-	-	1	1
SGA & Others	(20)	(30)	(27)	(33)
EBIT	8	150	154	181
EBITDA	16	165	179	204
Interest Expense	(1)	(2)	(1)	(1)
EBT	7	148	153	180
Income Tax	(3)	(13)	(11)	(11)
Normalized Profit	4	135	142	169
Net Profit	4	135	142	169
Norm. EPS (Bt)	0.29	1.93	0.47	0.56
EPS (Bt)	0.29	1.93	0.47	0.56
Changes (%)	FY04A	FY05A	FY06E	FY07E
Revenue Growth	102.2	76.7	7.6	25.7
Norm. Profit Growth	-20.0	3,275.0	5.4	18.7
Net Profit Growth	-20.0	3,275.0	5.4	18.7
EPS Growth	-82.3	575.0	-75.4	18.7
Profitability Ratio (%)	FY04A	FY05A	FY06E	FY07E
Gross Margin (%)	10.0	36.5	34.0	32.1
SGA/Total Revenue (%)	7.2	6.1	5.0	5.0
EBIT Margin (%)	2.9	30.4	29.1	27.2
EBITDA Margin (%)	5.7	33.5	33.7	30.6
Net Margin (%)	1.4	27.4	26.8	25.3
ROA (%)	1.6	36.7	17.4	17.8
ROE (%)	2.9	49.8	19.0	19.6
ROIC (%)	3.0	73.4	36.6	45.6
Liquidity & Leverage Analysis (x)	FY04A	FY05A	FY06E	FY07E
Current Ratio	1.0	1.9	6.1	6.7
Quick Ratio	0.7	1.2	5.1	5.6
Debt to Equity	0.8	0.4	0.1	0.1
Net Debt to Equity	0.3	0.1	Cash	Cash
Quarterly Result (Btm)	1Q06A	% YoY	% QoQ	
Total Revenue	142	7.6	N/A	
COGS	(92)	7.0	N/A	
Gross Profit	50	8.7	N/A	
Other Incomes	1	N/A	N/A	
SGA & Others	(7)	-	N/A	
EBIT	44	12.8	N/A	
EBITDA	48	11.6	N/A	
Interest Expense	(1)	N/A	N/A	
EBT	43	10.3	N/A	
Income Tax	(3)	-50.0	N/A	
Normalized Profit	40	21.2	N/A	
Net Profit	40	21.2	N/A	
Norm. EPS (Bt)	0.57	21.2	N/A	
EPS (Bt)	0.57	21.2	N/A	
Profitability Ratio (%)				
Gross Margin (%)	35.2			
SGA/Total Revenue (%)	4.9			
EBIT Margin (%)	31.0			
EBITDA Margin (%)	33.8			
Norm. Profit Margin (%)	28.2			
Net Margin (%)	28.2			

Source: CITY, SSEC estimates  
หมายเหตุ: งบการเงินเริ่ม 1 ส.ค. สิ้นสุด 31 ก.ค.

Balance Sheet (Btm)	FY04A	FY05A	FY06E	FY07E
Cash & ST Investment	21	40	272	380
Account Receivable-Net	61	77	83	104
Inventories	29	61	68	88
Total Current Assets	114	183	428	578
Fixed Assets-PP/E	134	184	388	371
Total Non-Current Assets	137	185	389	372
Total Asset	251	368	818	950
Account Payables-Net	55	24	27	35
Short-Term Debt & Current Portion	57	62	32	41
Total Current Liabilities	115	97	70	87
Long Term Debt	-	-	-	-
Total Liabilities	115	97	70	87
Paid-Up Capital	140	140	300	300
Retain Earning	11	139	274	381
Total Shareholder's Equity	136	271	748	863

Cash Flow (Btm)	FY04A	FY05A	FY06E	FY07E
Cash Flow from Operating	(30)	77	157	158
Cash Flow from Investing	(88)	(63)	(229)	(5)
Cash Flow from Financing	131	5	305	(45)

Free Cash Flow (Btm)	FY04A	FY05A	FY06E	FY07E
EBIT	8	150	154	181
Depreciation & Amortization	8	15	25	23
Change in Working Capital	(42)	(73)	(10)	(33)
OpCF	(26)	92	169	170
Tax	(3)	(13)	(11)	(11)
Capex.	(88)	(65)	(229)	(5)
FCFF	(117)	14	(71)	155

Multiples (x)	FY04A	FY05A	FY06E	FY07E
PER	10.3	1.5	6.2	5.2
P/BV	0.3	0.8	1.2	1.0
P/OpCF	(1.4)	2.7	5.6	5.6
EV/EBIT	122.0	6.3	4.4	3.2
EV/EBITDA	61.0	5.7	3.8	2.9
BVS (Bt)	9.7	3.9	2.5	2.9
DPS (Bt)	-	-	0.18	0.21
Dividend Yield (%)	-	-	6.1	7.3

Assumption	FY06E	FY07E
Capacity (Ton)	16,000	25,000
Average Utilization Rate (%)	98.6	79.3
Gross Profit Margin (%)		
- Manufacturing	35.0	33.0
- Trading	15.0	15.0

Sensitivity Analysis - FY05E	Change	Net Profit	EPS
Utilization Rate (%)	+3%	5	0.02
Gross Profit Margin (%)	+5%	9	0.03

**Company Profile**  
บริษัท ซีที สตีล จำกัด (มหาชน) ประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์เกี่ยวกับโลหะ โครงสร้าง ผลิตภัณฑ์โลหะที่เกี่ยวข้องกับอุปกรณ์จัดเก็บและลำเลียง ผลิตภัณฑ์โลหะแปรรูป และให้บริการแปรรูปโลหะครบวงจร โดยมีบริษัทย่อย 2 บริษัทคือ 1. บริษัท โอโย โปโร จำกัด และบริษัท มาร์ค เวสต์ไวด์ จำกัด

สรุปคำแนะนำในการลงทุน:

BUY (ซื้อ) = อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนตั้งแต่ 15% ขึ้นไป และมีความผันผวนของประมาณการกำไรต่ำ  
 HOLD (ถือ) = อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนตั้งแต่ -5% ถึง 15% และมีความผันผวนของประมาณการกำไรต่ำ  
 SELL (ขาย) = อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนตั้งแต่ -5% ลงไป และมีความผันผวนของประมาณการกำไรต่ำ  
 TRADING BUY (ซื้อเก็งกำไร) = อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนตั้งแต่ 15% ขึ้นไป และมีความผันผวนของประมาณการกำไรสูง  
 REDUCE (ลดการลงทุน) = อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนตั้งแต่ 0% ถึง 15% และมีความผันผวนของประมาณการกำไรสูง  
 AVOID (หลีกเลี่ยงการลงทุน) = อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนตั้งแต่ 0% ลงไป และมีความผันผวนของประมาณการกำไรสูง

- หมายเหตุ : 1. อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนคำนวณจากส่วนต่างมูลค่าเหมาะสมของทาง SSEC กับราคาตลาดขณะนั้น รวมทั้งผลตอบแทนจากเงินปันผล  
 2. ความผันผวนของประมาณการกำไรในอนาคตประเมินจากทาง SSEC