

Stock Rating

BUY

Fair Price.....**Bt 3.40**

IPO PriceBt 2.94

Upside/(Downside).....15.7%

Sector

Construction Materials

Sector Rating

Neutral

ซิตี สตีล (CITY)

กำไรไม่ผันผวนตามราคาเหล็กในตลาดโลก

ความกังวลต่อวัฏจักรขาลงของอุตสาหกรรมเหล็กไม่ใช่ไม่ส่งผลกระทบต่อ CITY เนื่องจาก CITY จัดเป็นผู้ผลิตผลิตภัณฑ์เหล็กให้กับผู้ใช้ปลายทางโดยตรง ซึ่งแม้ว่าจะใช้เหล็กเป็นวัตถุดิบหลักเพื่อผลิตเป็นสินค้าที่มีโครงสร้างเป็นเหล็กจำพวก โครงสร้างอาคาร ชั้นลอย ชั้นวาง สำหรับใช้ใน ดิสเคาน์ทาสโตร์ หรืออุปกรณ์ลำเลียงและตู้จัดเก็บที่ใช้มากในโรงงานอุตสาหกรรมประกอบยานยนต์ เป็นต้น แต่การรับผลิตในลักษณะ Made to Order และตัวผลิตภัณฑ์เองที่เป็นสินค้ามูลค่าเพิ่ม (Value Added) ทำให้ CITY มีความสามารถในการกำหนดราคาขายแบบต้นทุนบวกกำไร (Cost Plus) และคงอัตรากำไรไม่ผันผวนตามต้นทุนเหล็ก

ในแง่การขยายตัวของ CITY ช่วงปี 2549 (สิ้นงวดบัญชีเดือน กค.) ดูจะไม่โดดเด่นมากนัก เนื่องจากบริษัทมีการผลิตที่เกือบเต็มกำลังอยู่แล้ว โดยคาดว่าจะขยายเติบโตที่ 11%y-y บริษัทอยู่ระหว่างเตรียมเพิ่มกำลังการผลิตเพิ่มอีก 56% ซึ่งจะส่งผลต่อยอดขายในปี 2550 ให้ขยายตัวที่ 23% พิจารณาจากแนวโน้มการขยายตัวที่ไม่โดดเด่นแต่หันมาใช้เสถียรภาพเมื่อเทียบกับหุ้นในกลุ่มเหล็กอื่นๆ และจากฐานะทางการเงินที่แข็งแกร่งประกอบกับผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ 6.8% AYS จึงประเมิน Rating การลงทุนในหุ้น CITY ไว้ที่ ช้อล่งทุน (ราคาที่เหมาะสม 3.40 บาท ประเมินจาก PE 6.8 เท่า)

ประเด็นสำคัญ :

- ปัจจุบันมีกำลังการผลิต 16,000 ตันต่อปี และอัตรากำไรใช้กำลัง 92%
- แผนเพิ่มกำลังการผลิตใหม่อีก 9,000 ตันต่อปี แล้วเสร็จใน Q4/49 (งวดบัญชีสิ้นสุด กค. 49) เริ่มส่งผลต่อยอดขายอย่างมีนัยในปี 2550
- AYS ประมาณการกำไรสุทธิปี 2549 และ 2550 ที่ 150 ล้านบาท และ 183 ล้านบาท ขยายตัว 11% และ 22% ตามลำดับ
- ฐานะการเงินแข็งแกร่งด้วยเงินสดสุทธิ (Net Cash Position) และ D/E ที่ต่ำเพียง 0.1 เท่า
- CITY มีกระแสเงินสด (EBITDA) ต่อปีที่ 165 ล้านบาท ส่วนแผนการลงทุนรองรับด้วยเงินสดรับจาก IPO ทำให้ AYS เชื่อว่า CITY มีสภาพคล่องเพียงพอที่จะจ่ายปันผลสำหรับผลประกอบการปี 2549 (สิ้นสุด กค.49) ที่ 0.20 บาท ต่อหุ้น
- ราคา IPO มีค่า PE ที่ 5.9 เท่า และให้ Dividend Yield 6.8% ค่าแนะนำ ช้อล่งทุน

IPO Information

เข้าจดทะเบียนตลาด	..... SET
มูลค่าตลาด (ล้านบาท)	..... 792
ทุนจดทะเบียน (ล้านบาท)	..... 300
ทุนเรียกชำระแล้วก่อน IPO (ล้านบาท)	..... 210
ทุนเรียกชำระแล้วหลัง IPO (ล้านบาท)	..... 300
จำนวนหุ้นเสนอขาย (ล้านบาท)	..... 90
ราคาพาร์ (บาท)	..... 1.00
นโยบายการจ่ายปันผล	..... 40%
กำหนดเข้าซื้อขายในตลาดฯ	... 23 กพ.49
ที่ปรึกษาทางการเงิน	บล. บีที

Major Shareholders – Post IPO (%)

Phongratanadechchai Family	.....70.0
IPO shares	..... 29.7
Employee	..... 0.3

www.ays.co.th

Analyst

Natane Savirasarit

Analyst Registration No. 17838

Tel +66 2659-7000

Natane@ays.co.th

Financial Summary

Year to July (Bt mn)	2003	2004	2005	2006E	2007E
Sales	138	279	493	549	676
EBITDA	8	8	165	181	228
Normalized profit	5	5	135	150	183
Net profit	5	5	135	150	183
Net profit growth (%)	n.a.	-6.85	2,727.88	10.94	22.16
EPS (Bt)	0.17	0.03	0.97	0.50	0.61
EPS growth (%)	n.a.	-79.37	2,727.88	-48.23	22.16
BV (Bt)	1.24	0.98	1.94	2.26	3.07
DPS (Bt)	n.a.	n.a.	n.a.	0.20	0.24
P/E (X)	17.75	86.05	3.04	5.88	4.81
P/BV (X)	2.37	3.01	1.51	1.30	0.96
EV/EBITDA (X)	14.29	53.29	2.63	3.71	1.61
Yield (%)	n.a.	n.a.	n.a.	6.81	8.31
ROE (%)	26.76	21.85	66.18	31.56	22.90

เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณชน ซึ่งพิจารณาแล้วว่ามีความน่าเชื่อถือ อย่างไรก็ตาม บมจ. หลักทรัพย์กรุงศรีอยุธยา มีอาจรับรองความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวได้ บทความดังกล่าวเป็นเพียงแนวคิดของผู้จัดทำ เพื่อใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจในการลงทุน บริษัทฯ ขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในเอกสารนี้ โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า ดังนั้น นักลงทุนโปรดใช้ดุลพินิจอย่างรอบคอบในการพิจารณาลงทุน

ราคาที่เหมาะสม 3.40 บาท
(PER 6.8 เท่า) ให้ Upside 16%
คำแนะนำ ซื้อลงทุน

Valuation & Recommendation

AYS ประเมินราคาที่เหมาะสมของ CITY โดยวิธีเปรียบเทียบ P/E กับหุ้นผู้ประกอบการเหล็กชั้นปลาย (ไม่รวมหุ้น AMC ที่มีกรณีการควบรวมกิจการ) ซึ่งอดีตในช่วง 1 ปีที่ผ่านมา มีสถิติซื้อขายที่ค่า P/E ระดับประมาณ 6.8 เท่า บนประมาณการ Fully-diluted EPS ปี 2549 (สิ้นงวดบัญชี กค.49) ที่ 0.50 บาท AYS ประเมินราคาที่เหมาะสมของ CITY ที่ 3.40 บาท ซึ่งราคาเสนอขาย IPO ที่ 2.94 บาท ให้ Upside ประมาณ 16% นอกจากนี้ด้วยฐานะทางการเงินที่แข็งแกร่งและนโยบายการจ่ายปันผล 40% ของกำไรสุทธิ AYS (ประมาณปันผลสำหรับผลประกอบการปี 2549 ที่ 0.20 บาท) ราคา IPO ให้ผลตอบแทน (Dividend yield) 6.8% คำแนะนำ ซื้อลงทุนระยะยาว

ค่าเฉลี่ยการซื้อขายหุ้นกลุ่มเหล็กในช่วง 1 ปีที่ผ่านมา (กพ.48 – กพ.49)

Stock	P/E (X)	P/BV (X)	BV (Bt)	Mkt Cap (Bt mn)	Turnover ratio	Par (Baht)	Shares (mn)
ผู้ประกอบการเหล็กชั้นกลาง							
BSBM	7.0	0.6	2.1	1,348	120	1.0	1,133
MS	9.1	0.6	1.8	6,287	101	1.0	5,664
SSI	6.8	0.7	1.5	14,149	70	1.0	13,101
GSTEEL	2.1	-	-	12,804	68	1.0	9,700
NSM	16.7	0.3	2.0	5,899	204	8.3	9,217
ผู้ประกอบการเหล็กชั้นปลาย							
MCS	6.9	1.6	2.0	1,580	529	1.0	500
PAP	6.8	0.7	23.1	1,070	53	10.0	66
PERM	13.9	2.0	1.8	1,860	232	1.0	500
STPI	6.8	1.0	2.3	575	481	1.0	250
TYCN	7.3	0.6	12.9	5,091	18	10.0	629
TMT	6.6	1.2	2.6	1,352	145	1.0	425

Source : SET

IPO Data

ออกหุ้น IPO 90 ล้านหุ้น (สัดส่วน 30%) ที่ราคา 2.94 บาท เพื่อรองรับขยายกำลังการผลิต

บมจ. ซีตี้ สตีล (CITY) ปัจจุบันมีทุนจดทะเบียนเรียกชำระแล้ว 300 ล้านบาท (หุ้นสามัญจำนวน 300 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้ 1.00 บาท) โดยเป็นทุนจดทะเบียนเรียกชำระแล้วก่อนออกหุ้น IPO 210 ล้านบาท และทุนเรียกชำระจากการเสนอขายหุ้น IPO จำนวน 90 ล้านบาท ซึ่งแบ่งการเสนอขายเป็นสองส่วนคือ

	จำนวนหุ้น (ล้านหุ้น)	% ต่อทุนเรียกชำระหลัง IPO	ราคาเสนอขาย (บาท/หุ้น)
1. เสนอขายประชาชนทั่วไป	89.1	29.7%	2.94
2. เสนอขายพนักงาน	0.9	0.3%	2.94

วัตถุประสงค์สำหรับการใช้เงินที่ได้จากการเสนอขาย IPO ประมาณ 265 ล้านบาท มีดังนี้

	จำนวนเงิน (ล้านบาท)
1. ขยายกำลังการผลิต 9,000 ตัน (จาก 16,000 ตัน เป็น 25,000 ตัน)	
1.1 ก่อสร้างอาคาร	96.5
1.2 ซื้อเครื่องจักรและอุปกรณ์	100.0
2. ใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียน	30.0
3. ชำระคืนเงินกู้สถาบันการเงิน	ส่วนที่เหลือ

Business Overview

CITY ประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์โลหะโครงสร้าง (Metal Fabrication) และ อุปกรณ์ลำเลียง (Materials Handling Equipment)

CITY ก่อตั้งขึ้นโดยตระกูลพงศ์รัตนเดชาชัย (หลัง IPO ตระกูลพงศ์รัตนเดชาชัย ยังคงเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ที่สัดส่วน 70%) ประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์ตามคำสั่งซื้อของลูกค้า (Made to Order) โดยบริษัทที่มีวิศวกรในการออกแบบและพัฒนาผลิตภัณฑ์ร่วมกับลูกค้า ซึ่งผลิตภัณฑ์และบริการของ CITY แยกได้เป็น 5 ประเภท ดังนี้

1. **ผลิตและจำหน่ายเกี่ยวกับโลหะโครงสร้าง (Metal Fabrication)**
 - ได้แก่ โครงสร้างโลหะสำหรับสิ่งปลูกสร้างอาคาร (Construction Products) ชั้นวางของแบบรับน้ำหนักมาก (Shelving System) ชั้นลอยแบบประกอบได้ (Mezzanine Platform)
 - กลุ่มลูกค้า คือ โรงงานอุตสาหกรรม ศูนย์กระจายสินค้า และบริษัทค้าปลีกสมัยใหม่
 - รายได้คิดเป็นสัดส่วนประมาณ 43% ของรายได้รวม
2. **ผลิตและจำหน่ายอุปกรณ์ลำเลียง (Storage System and Materials Handling Equipment)**
 - เป็นผลิตภัณฑ์ที่ใช้งานเกี่ยวกับการเคลื่อนย้ายสิ่งของในโรงงานอุตสาหกรรม เช่น รถลำเลียงชิ้นงาน (Cart&Dolly) พาเลท (Pallet) แท่นลำเลียง (Conveyor System) แท่นเทียบทางลาด (Dock Equipment) เครื่องยกและเข็นสินค้า (Handling Equipment) ชั้นวางของเคลื่อนที่ได้ (Mobile Shelving System) ตู้เก็บของแบบล็อกได้ (Cabinet & Locker)
 - กลุ่มลูกค้า คือ โรงงานประกอบยานยนต์
 - รายได้คิดเป็นสัดส่วนประมาณ 28% ของยอดขายรวม
3. **ผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์โลหะแปรรูปและบริการแปรรูปโลหะครบวงจร (Steel Service)**
 - โดยลูกค้าสามารถสั่งซื้อผลิตภัณฑ์โลหะแปรรูป หรือสามารถนำวัตถุดิบมาเองและสั่งจ้างบริการแปรรูปด้วยกระบวนการต่างๆได้ตามความต้องการของสินค้า เช่น ตัด พับ ขึ้นรูป งานเชื่อม เป็นต้น
 - รายได้คิดเป็นสัดส่วนประมาณ 22% ของยอดขายรวม
4. **ผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์โลหะอื่น ๆ**
 - ได้แก่ ผลิตภัณฑ์ในรูปแบบอื่นๆ เช่น เฟอร์นิเจอร์เหล็ก ป้ายจัดแสดงสินค้า เป็นต้น
 - รายได้คิดเป็นเพียงประมาณ 1% ของยอดขายรวม
5. **จำหน่ายโลหะและชิ้นส่วนโลหะ (Metal Trade)**
 - เป็นการจำหน่ายโลหะเพียงเพื่อรองรับความต้องการของลูกค้า จึงไม่ได้เป็นธุรกิจหลัก ซึ่งมีสัดส่วนของรายได้เพียง 5% ของยอดขายรวม

ปัจจุบันมีกำลังการผลิต 16,000 ตันต่อปี และผลิตเกือบเต็มกำลังที่ 92.5% CITY มีแผนขยายกำลังการผลิตผ่านบริษัทย่อยอีก 9,000 ตัน

ปัจจุบันมีโรงงานอยู่ที่ จังหวัด ชลบุรี และเพื่อความสะดวกในการในการทำบัญชีแยกสิทธิพิเศษทางภาษี (เพื่อแยกว่าการขายส่วนไหนต้องเสียภาษีและส่วนไหนได้ยกเว้นภาษีเงินได้ตามการส่งเสริมของ BOI) บริษัทจึงได้ดำเนินการโดย จัดตั้งบริษัทย่อย 2 แห่ง (CITY ถือหุ้น 99.99%) คือ บจ. สยาม ไอโซ โปร และ บจ. มาร์ค เวิลด์ไวด์ ปัจจุบันบริษัทและบริษัทย่อย บจ. สยาม ไอโซ โปร มีกำลังการผลิตรวมกัน 16,000 ตันต่อปี มีอัตราการใช้กำลังการผลิตที่เกือบเต็มกำลังที่เฉลี่ย 92.5% ส่วน บจ. มาร์ค เวิลด์ไวด์ อยู่ระหว่างจัดตั้งเพื่อรองรับการขยายกำลังการผลิตอีก 9,000 ตันต่อปี คาดว่าจะเริ่มดำเนินการผลิตได้ใน ไตรมาส 3/49

	Capacity (Ton/yr)	Utilization rate	BOI's Tax Privilege
CITY	7,000	94.0%	n.a.
Siam Iso Pro	9,000	91.1%	สค.47-สค.50
Mark Worldwide	9,000	เริ่ม Q3/49	อยู่ระหว่างขอ BOI

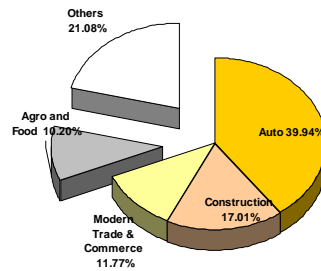
Growth Outlook

ความต้องการใช้เติบโตตามอุตสาหกรรมต่อเนื่อง ซึ่งประมาณ 40% มาจากโรงงานผลิตยานยนต์

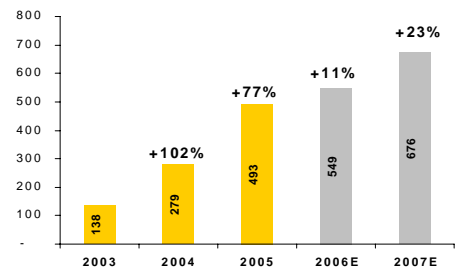
ปัจจุบัน CITY มีฐานลูกค้าในประเทศจำนวน 1,000 ราย ลูกค้าหลักอยู่ในอุตสาหกรรมยานยนต์ (39.9%) ก่อสร้าง (11.8%) และค้าปลีกสมัยใหม่ (10.2%) สำหรับผลิตภัณฑ์จำพวกโลหะโครงสร้าง (Metal Fabrication) นั้นลูกค้าโดยทั่วไปจะสั่งซื้อต่อเมื่อมีแผนขยายกิจการ และจะสั่งซื้อราว 1-3 ปี/ครั้ง ส่วนผลิตภัณฑ์อุปกรณ์ลำเลียงใช้มากในโรงงานยานยนต์เพื่อใช้ลำเลียงชิ้นงานประกอบนั้นค่อนข้างมีการสั่งซื้ออย่างสม่ำเสมอ และโดยเฉพาะเมื่อมีการเปลี่ยนโมเดลรถยนต์หรือปรับเปลี่ยนเล็กน้อย (Minor Change) ดังนั้นความต้องการใช้ผลิตภัณฑ์ของ CITY จึงขึ้นกับการขยายกิจการของลูกค้าเป็นหลัก และประมาณ 40% ของรายได้มาจากกลุ่มลูกค้าซึ่งมีโอกาสในการเติบโตสูง คือ ผู้ผลิตบริษัทผลิตยานยนต์ข้ามชาติขนาดใหญ่ ซึ่งโรงงานรถยนต์ในประเทศไทยส่วนมากเป็นโรงงานประกอบจึงมีความต้องการใช้อุปกรณ์ลำเลียงชิ้นงานซึ่งมีมูลค่า

คิดเป็นประมาณ 10% ของการลงทุน นโยบายส่งเสริมให้ไทยเป็นศูนย์กลางการผลิตรถยนต์ แผนการลงทุนขยายกำลังการผลิตของโรงงานรถยนต์ต่างล้วนส่งผลดีต่อศักยภาพในการเติบโตของ CITY

กลุ่มลูกค้าของ CITY (ปี 2548)



ยอดขายของ CITY (ล้านบาท)



Source : CITY

Source : AYS estimates

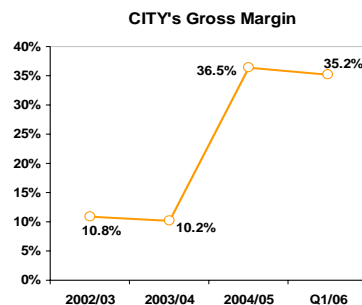
คาดยอดขายปี 2549 และปี 2550
ขยายตัว 11%y-y และ 23%y-y
ตามลำดับ

เนื่องจากปัจจุบัน CITY มีกำลังการผลิตอยู่ที่ 16,000 คันต่อปี และผลิตเกือบเต็มกำลังอยู่แล้วด้วย อัตราการใช้กำลังที่ 92% ดังนั้นด้วยขีดจำกัดของกำลังการผลิตทำให้ยอดขายในปี 2549 จะขยายตัวไปได้อีกไม่มากนักหรือคาดว่าจะเติบโตเพียง 11%y-y การเติบโตจึงต้องรอการดำเนินการขยายกำลังการผลิตแล้วเสร็จ ซึ่งคาดว่าจะส่วนขยาย 9,000 คันจะแล้วเสร็จในงวดบัญชี Q4/49 (สิ้นสุด ต.ค.49) และเริ่มสร้างรายได้ปี 2550 บนสมมุติฐานการใช้อัตราการใช้กำลังการผลิตส่วนขยายในระดับเฉลี่ย 50% ในปีแรกที่เริ่มดำเนินการ AYS คาดว่ายอดขายปี 2550 จะอยู่ที่ 676 ล้านบาท ขยายตัว 23%y-y

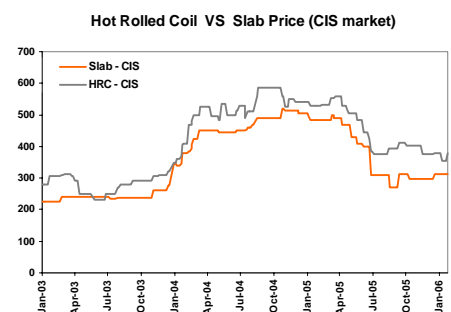
มาร์จิ้นไม่ผันผวนตามราคาเหล็ก
เพราะการผลิตแบบ Made to Order
และนโยบาย Cost Plus Margin

วัตถุดิบหลักของ CITY คือ เหล็ก ซึ่งได้แก่ เหล็กแผ่นดำ เหล็กแผ่นขาว และเหล็กรูปพรรณ วัตถุดิบเหล็กมีสัดส่วนเป็น 65% ของต้นทุนรวมในปี 2548 (สิ้นสุด ก.ค.48) แม้เหล็กจะจัดเป็นสินค้าโภคภัณฑ์ที่มีความผันผวนของราคาสูง เคลื่อนไหวตามอุปสงค์และอุปทานในตลาดโลก แต่เนื่องจาก CITY ผลิตสินค้าตามคำสั่งของลูกค้า (Made to Order) ซึ่งเน้นการผลิตเพื่อเพิ่มมูลค่าผลิตภัณฑ์ โดยมีทีมวิศวกรออกแบบและพัฒนาในรูปแบบของผลิตภัณฑ์ร่วมกับลูกค้า ทั้งงานที่รับยังเป็นลักษณะงานโครงการ (Project by Project) ทำให้บริษัทสามารถใช้นโยบายต้นทุนบวกกำไร (Cost Plus Margin) เพื่อรักษามาร์จิ้นไม่ให้ผันผวนตามต้นทุนเหล็ก ในปี 2548 CITY มีมาร์จิ้น 36.5% (ดีขึ้นจากปี 2547 ที่ 10.2% ที่บริษัทใช้กลยุทธ์ลดราคาเพื่อเจาะตลาด) และล่าสุดมาร์จิ้นยังคงทรงตัวที่ 35.2% ใน Q1/49 (สิ้นสุด ต.ค.49) ทั้งนี้มาร์จิ้นของ CITY ของงานแต่ละโครงการจะแตกต่างกันขึ้นปัจจัยต่างๆ เช่น ขนาดของโครงการ

เปรียบเทียบ อัตรากำไรของ CITY กับ ระดับราคาเหล็กแผ่น
แสดงทิศทางไม่สอดคล้องกัน



Source: Company's data



Source: Bloomberg

Earnings Projection

ปี 2548 ที่ผ่านมากำไรก้าวกระโดด เพราะเพิ่มกำลังผลิตและปรับราคาขายขึ้น

ประมาณการกำไรสุทธิปี 2549 และ 2550 ขยายตัว 11%y-y และ 22%y-y ตามลำดับ

ปี 2548 (สิ้นงวด กค.48) ที่ผ่านมา CITY มีการขยายตัวของกำไรสุทธิในระดับก้าวกระโดด (จากกำไร 5 ล้านบาท ในปี 2547 กระโดดเป็น 135 ล้านบาทในปี 2548) สวนทางกับผู้ประกอบการในกลุ่มเหล็กทรายอื่นที่เผชิญปัญหาหาค่าเหล็กตกต่ำ การก้าวกระโดดในปีที่ผ่านมาเกิดจาก

1. เพิ่มกำลังการผลิตจาก 6,000 ตันเป็น 16,000 ตัน
2. ส่วนแบ่งตลาดเพิ่ม ฐานลูกค้า 500 ราย ขยับเป็น 1,000 ราย
3. หลังใช้กลยุทธ์ลดราคาขายเพื่อเจาะตลาดในปี 2546-47 CITY ปรับราคาขายสู่ราคาปกติ มาร์จิ้นจึงกลับมาสู่ระดับปกติที่ 36.5% จาก 10.2% ในปีก่อนหน้า

สำหรับแนวโน้มปี 2549-50 บนสมมุติฐานการใช้อัตรากำลังการผลิตปี 2549 ที่ 93% และกำลังการผลิตส่วนขยายเริ่มดำเนินการผลิตอย่างมีนัยได้ตั้งแต่ปี 2550 ด้วยอัตราการใช้กำลัง 50% AYS ประมาณการรายได้จากขายในปี 2549 และ 2550 ที่ 549 ล้านบาท และ 676 ล้านบาท ขยายตัว 11%y-y และ 23%y-y ตามลำดับ และคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2549 ที่ 150 ล้านบาท ขยายตัว 11%y-y และ กำไรสุทธิปี 2550 ที่ 183 ล้านบาท ขยายตัว 22%y-y

ประมาณการผลประกอบการ (งวดบัญชีสิ้นสุด กค.)

FY July	2003A	2004A	2005E	2006E	Q1/05A	Q1/06A
Capacity (ton)	6,000	16,000	16,000	25,000	4,000	4,000
Production (ton)	5,910	14,650	15,025	19,300	n.a.	3,700
Utilization rate	98.5%	91.6%	93.4%	77.2%	n.a.	92.5%
Gross margin	10.2%	36.5%	34.5%	34.5%	30.1%	35.2%
Sales (Bt mn)	279	493	549	676	132	142
Profit before tax (Bt mn)	8	148	161	197	40	43
Net profit (Bt mn)	5	135	150	183	33	40
Fully diluted EPS (Bt)	0.03	0.97	0.50	0.61	0.24	0.29

Source : AYS estimates

Financial Status

ฐานะเงินสดสุทธิ (net cash position)

CITY เป็นบริษัทที่มีจุดเด่นในแง่ของฐานะทางการเงินที่แข็งแกร่ง บริษัทไม่มีหนี้ระยะยาว มีแต่หนี้สินระยะสั้นเพื่อใช้เป็นเงินหมุนเวียน 57 ล้านบาท เทียบเงินสดในมือ 77 ล้านบาท CITY จึงมีฐานะเงินสดสุทธิ และมีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E) หลัง IPO ที่ต่ำเพียง 0.1 เท่า นอกจากนี้ บริษัทยังมีแผนว่าเงินที่ได้จากการออกหุ้น IPO หากเหลือจากการลงทุนขยายกำลังการผลิต บริษัทจะนำมาชำระคืนหนี้สินระยะสั้นซึ่งจะทำให้บริษัทมีฐานะเกือบปลอดหนี้ (สมมุติฐาน เงินสดรับจากการออก IPO จำนวน 264.6 ล้านบาท ใช้การขยายการลงทุน 226.5 ล้านบาท บริษัทจะเหลือเงินมาชำระคืนหนี้ 38 ล้านบาท ส่งผลให้หนี้ลดลงจาก 57 ล้านบาท เหลือแค่ 19 ล้านบาท คิดเป็น D/E 0.03 เท่า เท่านั้น)

ไม่มีปัญหาเงินจมเพราะหนี้สูญหรือสต็อกเก่าล้าสมัย

ลูกค้าของ CITY ส่วนใหญ่เป็นบริษัทขนาดกลางถึงใหญ่และบริษัทข้ามชาติที่มีชื่อเสียง ประกอบกับจังหวะการจัดซื้อสินค้าของลูกค้าจะทำเมื่อลูกค้าต้องการขยายกำลังการผลิต ซึ่งหมายถึงช่วงเวลาของลูกค้ามีกระแสเงินสดในเกณฑ์ที่ดี จึงทำให้ CITY ไม่เคยมีประวัติหนี้สูญเรียกเก็บไม่ได้ นอกจากนี้ นโยบายรับผลิตแบบ Made to Order ทั้ง 100% ทำให้ CITY ไม่ต้องแบกรับสต็อกสินค้าสำเร็จรูป จึงไม่ประสบปัญหาเงินจมเพราะสินค้าคงคลังล้าสมัย

EBITDA ต่อปี 165 ล้านบาท ขณะที่แผนลงทุนรองรับด้วยเงิน IPO ดังนั้น AYS เชื่อว่า CITY จะมีสภาพคล่องส่วนเกินที่จะจ่ายปันผล

CITY มีกระแสเงินสดจากดำเนินงาน (ประมาณจาก EBITDA ปี 2548) ต่อปีที่ระดับ 165 ล้านบาท ส่วนแผนการลงทุนขยายกำลังการผลิตวงเงิน 292 ล้านบาท CITY ได้ดำเนินการซื้อที่ดินไปแล้ว 65 ล้านบาทในปี 2548 เหลือเงินลงทุนที่ต้องจ่ายในปี 2549 ในส่วนของอาคารและเครื่องจักรมูลค่า 226.5 ล้านบาท ตามแผนบริษัทจะใช้เงินทุนจากการออกหุ้น IPO จำนวน 264.6 ล้านบาท ซึ่งมากเกินไปเพียงพอรับการลงทุนดังกล่าวได้ ดังนั้นกระแสเงินสดที่บริษัททำได้ที 165-180 ล้านบาท ต่อปี จะเหลือพอที่จ่ายออกมาในรูปของปันผล ตามนโยบายอัตราจ่าย 40% ของกำไรสุทธิ AYS คาดว่า สำหรับผลประกอบการปี 2549 (สิ้นสุด กค.49) CITY จะสามารถจ่ายปันผลได้ 0.20 บาทต่อหุ้น ให้ Dividend Yield 6.8%

Risk Factor

- ความต่อเนื่องของรายได้ที่ไม่แน่นอน รายได้ของ CITY เป็นแบบ Made to Order ส่วนใหญ่เป็นการขายโครงการ (Project by Project) และไม่มีสัญญาระยะยาวกับลูกค้า आयใช้ งานของผลิตภัณฑ์ค่อนข้างนาน ทำให้การสั่งซื้อมีลักษณะไม่ต่อเนื่อง ลูกค้ามักจะสั่งซื้อเมื่อมีโครงการก่อสร้างใหม่ ขยายโกดังเก็บของ หรือขยายอาคารสำนักงาน
- การหมดอายุของสิทธิพิเศษทางภาษี ภายใต้การดำเนินงานของบริษัทย่อย บจ. สยาม ไอโซ โปร ปัจจุบันบริษัทมีสิทธิพิเศษยกเว้นภาษีเงินได้เป็นเวลา 3 ปีถึงเดือน สค.50 ดังนั้นเมื่อหมดช่วงสิทธิพิเศษ บริษัทจะต้องกลับมาจ่ายภาษีในอัตราปกติในปี 2550 ส่วนรายได้ของส่วนขยายกำลังการผลิตใหม่ภายใต้บริษัท บจ. มาร์ค เวิลด์ไวด์ อยู่ระหว่างยื่นขอบีโอไอ เพื่อสิทธิภาษีอีก 3 ปี ดังนั้นประมาณปี 2553 รายได้จากส่วนขยายจะต้องกลับมาจ่ายภาษีในอัตราปกติเช่นกัน

Consolidated Profit and Loss (Bt mn)

Year to Jul	2004	2005	2006E	2007E
Sales	279	493	549	676
Costs of sales	(251)	(313)	(360)	(442)
Gross profit	28	180	190	233
Depreciation expense	0	15	20	31
EBITDA	8	165	181	228
SG&A expense	(20)	(30)	n.a.	n.a.
EBIT	8	149	162	197
Interest expense	(1)	(2)	(1)	(1)
Other income (expense)	0	0	1	0
Pre-tax profit	8	148	161	197
Corporate tax	(3)	(13)	(11)	(13)
Share of associate net income	0	0	0	0
Minority interest	0	0	0	0
Normalized profit	5	135	150	183
Forex gain (loss)	0	0	0	0
Non-recurring items	0	0	0	0
Reported net profit	5	135	150	183

Consolidated Cash Flow Statement (Bt mn)

Year to Jul	2004	2005	2006E	2007E
Net profit	5	135	150	183
Foreign exchange adjustments	0	0	0	0
Depreciation and amortization	8	15	20	31
Changes in working capital	(32)	(73)	2	30
Other non-cash flow items	0	0	(1)	0
Gross cash flow	(19)	78	172	244
Net capital expenditure	(40)	(65)	(198)	0
Loans to associates & others	(67)	2	(0)	0
Free cash flow	(126)	14	(26)	244
Dividend paid	0	0	(78)	60
Equity issued	109	0	335	0
Other items	(0)	0	(0)	0
(Inc)/dec in net debt	(17)	14	230	304
Net cash/(debt) at beginning	(19)	(35)	(21)	209
(Inc)/dec in net debt	(17)	14	230	304
Net cash/(debt) at end	(35)	(21)	209	514

Consolidated Balance Sheet (Bt mn)

Year to Jul	2004	2005	2006E	2007E
Fixed assets	134	184	363	332
Investment in associates	3	1	1	1
Other non-current assets	0	0	0	0
Inventory	29	61	58	13
Trade debtors	61	77	97	119
Other working capital assets	3	5	3	3
Cash & cash equivalents	22	41	228	533
Current assets	115	184	386	668
Working capital liabilities	(58)	(35)	(52)	(60)
Short-term debt	(57)	(62)	(19)	(19)
Current liabilities	(115)	(97)	(71)	(79)
Total net assets	137	272	679	922
Paid-up capital	140	140	300	300
Share premium (discount)	0	0	175	175
Retained earnings	12	147	220	463
Revaluation reserves	(15)	(15)	(15)	(15)
Shareholders' funds	137	272	679	922
Long-term debt	0	0	0	0
Deferred liabilities	0	0	0	0
Minorities interests	0	0	0	0
Capital employed	137	272	679	922
No. of shares (mn sh)	140	140	300	300

Ratio Analysis

Year to Jul	2004	2005	2006E	2007E
Growth (%)				
Sales growth	102.27	76.64	11.48	22.97
EBITDA growth	9.19	1,862.63	10.27	25.81
Normalized profit growth	(6.85)	2,727.88	10.94	22.16
Net profit growth	(6.85)	2,727.88	10.94	22.16
Profitability ratio (%)				
Gross margin	10.20	36.46	34.54	34.50
EBITDA margin	3.01	33.40	33.04	33.80
ROE	21.85	66.18	31.56	22.90
ROA	11.01	43.54	26.81	20.93
ROCE	4.87	50.92	34.41	48.27
Leverage Ratio (X)				
Interest-bearing debt/Equity	0.42	0.23	0.03	0.02
Net debt/Equity	0.26	0.08	(0.31)	(0.56)
Net debt/EBITDA	4.21	0.13	(1.15)	(2.25)
Interest coverage	12.92	85.72	123.04	301.66
Debt Service Coverage	0.15	2.58	8.98	11.68
Per share data (X)				
EV/sales	1.60	0.88	1.22	0.55
Price/GCF	n.a.	5.29	5.14	3.61
Price/FCF	(3.28)	28.95	(33.53)	3.61
BV (Bt)	0.98	1.94	2.26	3.07

บริษัทหลักทรัพย์ กรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน)

สำนักงานใหญ่

999/9 อาคาร ดี ออฟฟิศเสส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 11-12
ถนนพระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน กรุงเทพฯ 10330
0-2659-7000 โทรสาร 0-2646-1100
Itrade Helpdesk 0-2659-7777

สาขา

สาขาเอ็มโพเรียม

622 เอ็มโพเรียมทาวเวอร์ ชั้น 10 ถนนสุขุมวิท 24
แขวงคลองตัน เขตคลองตัน กรุงเทพฯ 10110
โทร. 0-2695-4500 โทรสาร 0-2695-4599

สาขาศูนย์การประชุมแห่งชาติสิริกิติ์

60 ห้อง A 105 โซน A Ground ถนนรัชดาภิเษกตัดใหม่
แขวงคลองเตย เขตคลองเตย กรุงเทพฯ 10110
โทร. 0-2634-6000 โทรสาร 0-2634-6060

สาขาเซ็นทรัลบางนา

1093/151 อาคารเซ็นทรัลซิตีทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 27
ม.12 ถนนบางนา-ตราด แขวง-เขต บางนา กรุงเทพฯ 10260
โทร. 0-2763-2000 โทรสาร 0-2399-1448

สาขาพระราม 2

ห้อง 159 ชั้น 1 โซนลิฟท์แก้ว อาคารศูนย์การค้าเซ็นทรัล
พลาซ่า พระราม 2 เลขที่ 128 หมู่ 6 ถนนพระราม 2 เขตบางขุน
เทียน กรุงเทพฯ 10150
โทร. 0-2872-4400 โทรสาร 0-2872-4445, 0-2872-4454

สาขาสุพรรณบุรี

249/171-172 หมู่ 5 ถนนเนรแก้ว ตำบลท่าระหัด
อำเภอเมืองสุพรรณบุรี จ.สุพรรณบุรี 72000
โทร. 0-3550-1234 โทรสาร 0-3552-2449

สาขาชลบุรี

64/17 ถนนสุขุมวิท ตำบลบางปลาสร้อย อำเภอเมือง จ.ชลบุรี
20000
โทร. 0-3879-0430 โทรสาร 0-3879-0425

สาขานครปฐม

67/1 ถนนราชดำเนิน ตำบลพระปฐมเจดีย์ อำเภอเมือง
จ.นครปฐม 73000
โทร. 0-3427-5500-7 โทรสาร 0-3421-8989

สาขาเกาะสมุย

44/34-35 หมู่ 1 ตำบลแม่่น้ำ อำเภอเกาะสมุย
จ.สุราษฎร์ธานี 84330
โทร. 0-7724-7571-9 โทรสาร 0-7724-7556

สาขาลาดพร้าว

1693 อาคารเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว ชั้น 12 ห้อง 1200/7
ถ.พหลโยธิน แขวงจตุจักร เขตจตุจักร กรุงเทพฯ 10900