ซิงเกอร์ประเทศไทยฯ (SINGER)

Equity Talk

ลดประมาณการและคำแนะนำเป็นถือรับปันผล ยังไม่ใช่เวลาของหุ้น PBV สูง

วันพฤหัสบดีที่ 9 มกราคม 2557

คำแนะนำการลงทุน

ถือ

ราคาปิด: 17.50 บาท

Fair value : 20.63 **บาท**

มูลค่าตลาด : 4,725 ล้านบาท

SINGER
AT HOME WORLDWIDE
ความสุขทุกสิ่งเป็นจริงที่ซิงเกอร์

การจัดอันดับบรรษัทภิบาลปี 2555

▲▲▲

คาดกำไร 4Q56 หดตัว QoQ...ยอดขายและ Gross margin ลด แต่ทั้งปียังเติบโตแรง

ฝ่ายวิจัยคาด SINGER จะมีกำไรสุทธิ 4Q56 เท่ากับ 75 ล้านบาท ลดลง 8.4% qoq (แต่ยังเติบโต 38% yoy) ด้วยปัจจัยกดดันหลักๆ ดังนี้ 1) **คาดการณ์ยอดขายรวมใน 4Q56 หดตัว 5.0% qoq แต่ยังเติบโต 5.9% yoy** แม้จะผ่านพ้นช่วง low season ของปีในช่วงฤดูฝน แต่กิจกรรมการขายยังไม่คึกคักมากเท่าที่ควร เนื่องจากสถานการณ์เศรษฐกิจไม่เป็นใจ อย่างไรก็ตาม หากพิจารณายอดขายในช่วง 2 เดือนแรกของไตรมาส จะเห็นว่าผลิตภัณฑ์ที่ยังเห็นการเติบโตที่ดีมากในงวดนี้ จะอยู่ในกลุ่มผลิตภัณฑ์ที่จำหน่ายให้กับร้านค้า/ ผู้ประกอบการ (Commercial) ซึ่งได้แก่ เครื่องเติมน้ำมันแบบหยอดเหรียญ เครื่องเติมเงินโทรศัพท์มือถือ และตู้แช่ โดยเฉพาะเครื่องเติมน้ำมันแบบหยอดเหรียญ สามารถทำยอดจำหน่ายได้เกินเป้าที่ตั้งไว้เพียง 1.70 พันเครื่องไปเกือบเท่าตัว สอดคล้องกับนโยบายของ SINGER ที่เน้นให้ความสำคัญกับลูกค้ากลุ่มนี้มากขึ้น เนื่องจากมีข้อดีคือ ราคาจำหน่ายต่อเครื่องสูงกว่าสินค้าครัวเรือนทั่วไป อีกทั้งยังได้รับผลกระทบจากภาวะเศรษฐกิจ/ หนี้เสีย ต่ำกว่ากลุ่มลูกค้าครัวเรือน นอกจากนี้ ยังมีต้นทุนค่าใช้จ่ายในการบริหารจัดการเทียบกับยอดขายที่ต่ำกว่าเมื่อเทียบกับสินค้าครัวเรือน แม้จะมีข้อเสียคือ Gross margin ที่ต่ำกว่าแต่ในระยะยาวจะช่วยสร้างเสถียรภาพให้กับรายได้รวมของ SINGER ได้ดีกว่า และ 2) คาดการณ์ Gross margin ใน 4Q56 ลดลงเหลือ 40.2% จาก 41.5% ใน 3Q56 เนื่องจากสัดส่วนของสินค้าที่ขายเน้นหนักไปที่กลุ่มร้านค้าดังกล่าวข้างต้น แม้จะเห็นปัจจัยบวกที่เข้ามาช่วยพยุงผลการดำเนินงานงวดนี้ แต่ก็ไม่สามารถหักล้างผลกระทบที่เกิดขึ้นได้ ซึ่งประกอบด้วย 1) **คาดการณ์การเพิ่มขึ้นของรายได้ดอกเบี้ยรับจากการผ่อนชำระใน 4Q56 เท่ากับ 3% qoq และ 24.2% yoy** ตามฐานลูกค้าการค้าที่คาดว่ายังเติบโตต่อเนื่องอีก 3.6% qoq และ 31.9% yoy โดยคาด Yield จากการให้สินเชื่อเฉลี่ยเท่ากับ 39.38% และต้นทุนดอกเบี้ยจ่ายเฉลี่ยราว 5.42% เพิ่มขึ้นเล็กน้อยจากงวดที่ผ่านมาในอัตราเดียวกับ Yield สินเชื่อ จึงส่งผลให้คาดการณ์ Spread ใน 4Q56 ยังทรงตัวสูงที่ 33.96% และ 2) **คาดการณ์การลดลงของค่าใช้จ่ายดำเนินงานใน 4Q56 เท่ากับ 1.7% qoq (แต่ยังเพิ่มขึ้น 6.4% yoy)** จากการปรับสัดส่วนการขายผลิตภัณฑ์เน้นลูกค้ากลุ่มร้านค้า ดังกล่าวข้างต้น สำหรับสถานการณ์ NPL ใน 4Q56 จะเห็นว่าปรับตัวเพิ่มขึ้นเล็กน้อยมาที่ 5.5-5.6% จาก 5.3% ของยอดลูกหนี้การค้าโดยรวม เนื่องจากสถานการณ์เศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง ทำให้การเก็บเงินเริ่มเห็นสัญญาณล่าช้า โดยรวมแล้ว ฝ่ายวิจัยคาดกำไรสุทธิทั้งปี 2556 ของ SINGER จะเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 352 ล้านบาท เติบโตอย่างมีนัยฯ ถึง 55.5% yoy แต่ยังต่ำกว่าประมาณการกำไรสุทธิทั้งปี 2556 ที่ฝ่ายวิจัยประเมินไว้เดิมราว 7.9%

ลดประมาณการ...เป้ายอดขายปี 2557 อาจเติบโตต่ำกว่าเป้าที่ตั้งไว้ 15% yoy

ฝ่ายวิจัยได้ปรับลดประมาณการผลการดำเนินงานปี 2556-58 ของ SINGER ส่วนใหญ่เป็นการปรับลดสมมติฐานการเติบโตของยอดขายรวม และ Gross margin เพื่อสะท้อนสถานการณ์เศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง ตามหลักความระมัดระวัง ประกอบกับข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทฯ ว่าสถานการณ์การขายในงวด 4Q56 ที่ผ่านมา เป็นไปในลักษณะที่ยากขึ้น ทำให้ฝ่ายวิจัยประเมินแนวโน้มการเติบโตของยอดขายรวมในปี 2557 เหลือเพียง 10% yoy จากเดิมที่กำหนดไว้ 25% yoy และต่ำกว่าเป้าที่บริษัทฯ ตั้งไว้ 15% yoy โดยภายหลังปรับลดประมาณการ ทำให้คาดการเติบโตของ EPS ปี 2556-58 เหลือเพียง 13.1% yoy 11.8% yoy และ 9.8% yoy ตามลำดับ ไม่ได้สูงโดดเด่นเหนือกว่าค่าเฉลี่ยของการเติบโตของกำไรสุทธิของตลาดฯ เช่นที่คาดไว้เดิม

ลด Fair value ปี 2557 เหลือ 20.63 บาท ลดคำแนะนำลงทุนเป็นถือรับเงินปันผล

ฝ่ายวิจัยได้ปรับลดคำแนะนำลงทุนเป็นถือเพื่อรับเงินปันผล จากเดิมซื้อ Div yields เฉลี่ยราว 3-4 % p.a. (จ่ายปีละครั้ง) ในช่วง 3 ปีข้างหน้า แม้ยังคงมุมมองบวกต่อแนวโน้มธุรกิจของ SINGER ที่ดำเนินมาถูกทาง แต่ด้วยสถานการณ์เศรษฐกิจที่ไม่เป็นใจ ทำให้แนวโน้มผลการดำเนินงานยังมีความเสี่ยงสูงที่อาจไม่เป็นไปตามเป้าเดิมที่ประเมินไว้ ทั้งนี้ ภายหลังปรับประมาณการ ส่งผลให้ Fair value ปี 2557 ตามวิธี GGM อิง PBV 3.33 เท่า ลดลงเหลือ 20.63 บาท จากเดิมอิง PBV 6.42 เท่า คือ 39.01 บาท ผลจากการปรับลดคาดการณ์ ROE ระยะยาวเหลือ 23% จากเดิม 30% และคาดการณ์การเติบโตระยะยาวเหลือ 9% จากเดิม 10% คงเหลือ upside ราว 18% จากราคาหุ้นปัจจุบัน

Key Data (ล้านบาท) *FY: ปีด 31 ธ.ค.*	FY54A	FY55A	FY56F	FY57F	FY58F
ยอดขายรวม	1,867	2,327	2,855	3,338	3,672
กำไรสุทธิ	142	226	352	398	445
EPS (บาท)	0.53	0.84	1.30	1.47	1.65
PER (x)	33.2	20.9	13.4	11.9	10.6
DPS (บาท)	0.20	0.30	0.52	0.59	0.66
Dividend Yield (%)	1.1	1.7	3.0	3.4	3.8
BV (บาท)	3.63	4.42	5.42	6.19	7.05
PBV (x)	4.8	4.0	3.2	2.8	2.5
ROE (%)	15.6	20.8	26.5	25.4	24.9

ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASP

อุษณีย์ ลิ่วรัตน์
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 017928
Usanee.re@asiaplus.co.th

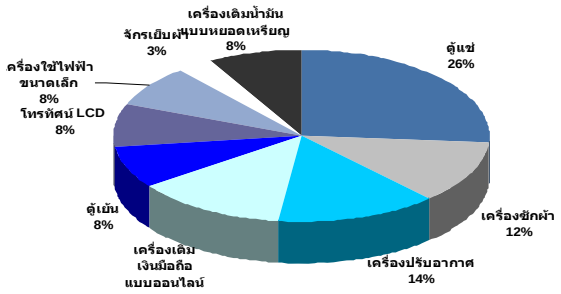
ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ดี บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใด ๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมิได้เป็นการชี้นำ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องหรือพันธะผูกพันใด ๆ กับ บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่ว่ากรณีใด

คาดการณ์ผลการดำเนินงานงวด 4Q56 และปี 2556 ของ SINGER

ล้านบาท	2Q55	3Q55	4Q55	1Q56	2Q56	3Q56	4Q56F	%QoQ	%YoY	2556F	2555	%YoY
รายได้จากการขาย	608	562	567	748	876	632	600	-5.0%	5.9%	2,855	2,327	22.7%
ต้นทุนขาย	(339)	(318)	(326)	(448)	(532)	(370)	(359)	-3.0%	10.0%	(1,709)	(1,316)	29.8%
กำไรขั้นต้น	**269**	**244**	**241**	**300**	**343**	**262**	**241**	**-7.8%**	**0.2%**	**1,146**	**1,011**	**13.4%**
ดอกเบี้ยรับจากการขายผ่อนชำระ	154	163	169	175	192	204	210	3.0%	24.2%	780	624	25.1%
ต้นทุนดอกเบี้ยจ่าย	(9)	(11)	(10)	(11)	(13)	(16)	(16)	-2.4%	58.9%	(56)	(45)	23.6%
รายได้ดอกเบี้ยรับสุทธิ	**145**	**152**	**159**	**164**	**179**	**188**	**194**	**3.4%**	**22.0%**	**724**	**579**	**25.2%**
รายได้อื่น	4	3	5	5	2	2	2	0.0%	-49.3%	12	13	-7.6%
ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน	(329)	(320)	(326)	(363)	(393)	(352)	(346)	-1.7%	6.4%	(1,454)	(1,304)	11.5%
กำไรก่อนภาษีเงินได้	**88**	**78**	**79**	**107**	**132**	**100**	**92**	**-8.2%**	**15.5%**	**429**	**299**	**43.5%**
หัก ภาษีเงินได้	(20)	(20)	(25)	(18)	(25)	(19)	(17)	-7.1%	-30.7%	(79)	(63)	25.2%
กำไรสุทธิ	**68**	**58**	**54**	**89**	**107**	**81**	**75**	**-8.4%**	**38.0%**	**352**	**226**	**55.5%**
EPS (บาท)	**0.25**	**0.21**	**0.20**	**0.33**	**0.39**	**0.30**	**0.28**	**-8.4%**	**38.0%**	**1.30**	**0.84**	**55.5%**
Gross margin	44.2%	43.4%	42.5%	40.1%	39.2%	41.5%	40.2%			40.2%	43.4%	
Yields	41.52%	41.46%	41.90%	40.41%	39.41%	39.34%	39.38%			41.12%	42.50%	
Cost of funds	4.54%	5.55%	5.11%	5.38%	5.12%	5.38%	5.42%			5.91%	6.01%	
Spread	36.98%	35.91%	36.78%	35.04%	34.29%	33.96%	33.96%			35.21%	36.49%	
SG&A/Sales	53.1%	55.8%	56.2%	47.6%	44.1%	54.7%	56.7%			50.0%	55.0%	
Effective tax rate	23.1%	25.9%	31.8%	16.5%	19.3%	18.8%	19.0%			18.4%	21.9%	
หนี้สิน/ทุน (เท่า)	0.81	0.72	0.64	0.64	0.91	0.88	0.77			0.77	0.64	

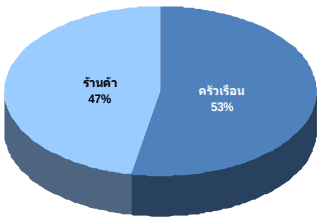
ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

โครงสร้างรายได้ของ SINGER – แยกตามประเภทสินค้า



ที่มา : SINGER

โครงสร้างรายได้งวด 3Q56 ของ SINGER - แยกตามกลุ่มผู้ซื้อ



ที่มา : SINGER

ผลตอบแทนของราคาหุ้น SINGER ตั้งแต่ต้นปี 2556 ถึงปัจจุบัน

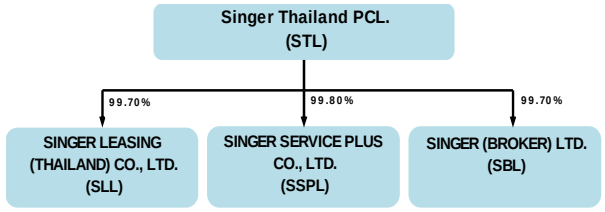
	ใหม่			เดิม			% เปลี่ยนแปลง		
	2556F	2557F	2558F	2556F	2557F	2558F	2556F	2557F	2558F
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	352	398	445	382	477	588	-7.9%	-16.6%	-24.4%
EPS (บาท)	1.30	1.47	1.65	1.41	1.77	2.18	-7.9%	-16.6%	-24.4%
ROE	26.5%	25.4%	24.9%	29.5%	31.4%	32.8%			
Fair value (บาท)		20.63			39.01			-47.1%	
Expected long term ROE		23.0%			30.0%				
Expected long term growth rate		9.0%			10.0%				
Justified PBV (x)		3.33			6.42				
สมมติฐานในการจัดทำประมาณการ									
ยอดขายรวม	2,855	3,338	3,672	3,034	3,641	4,188	-5.9%	-8.3%	-12.3%
รายได้ดอกเบี้ยรับรวม	780	908	999	800	1,000	1,200	-2.5%	-9.2%	-16.8%
ต้นทุนขายรวม	1,709	2,103	2,295	1,881	2,258	2,596	-9.2%	-6.9%	-11.6%
ค่าใช้จ่ายดำเนินงาน	1,428	1,535	1,689	1,396	1,675	1,926	2.3%	-8.3%	-12.3%
ค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย	56	80	96	56	84	98	-0.5%	-4.8%	-2.0%
Gross margin	40.15%	37.00%	37.50%	38.00%	38.00%	38.00%			
ต้นทุนดอกเบี้ยจ่ายเฉลี่ย	5.45%	5.55%	5.73%	5.42%	5.79%	5.76%			
Effective tax rate	18.40%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%			

ที่มา : SINGER

Technical Chart ของ SINGER

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

โครงสร้างการดำเนินธุรกิจของ SINGER



ที่มา : SINGER

การประเมินมูลค่ากิจการของ SINGER ตามวิธี GGM

Gordon growth model	
Sustainable ROE	23.0%
g	9.0%
ROE-g	14.00%
Beta	0.90
Risk free rate	6.0%
Risk premium	8.0%
COE	13.20%
COE-g	4.20%
ROE-g/COE-g	**3.33 X**

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

ประมาณการกำไรสุทธิปี 2556-58 ของ SINGER

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท) สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2555	2556F	2557F	2558F
ยอดขาย	2,327	3,034	3,641	4,188
ต้นทุนขาย	(1,316)	(1,881)	(2,258)	(2,596)
กำไรขั้นต้น	**1,011**	**1,153**	**1,384**	**1,591**
ดอกเบี้ยรับจากการขายผ่อนชำระ	624	800	1,000	1,200
ต้นทุนดอกเบี้ยจ่าย	(45)	(56)	(84)	(98)
รายได้ดอกเบี้ยรับสุทธิ	**579**	**744**	**916**	**1,102**
รายได้อื่น	13	15	18	21
ค่าใช้จ่ายดำเนินงาน	(1,304)	(1,435)	(1,722)	(1,979)
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	**299**	**477**	**596**	**735**
ภาษีเงินได้	(63)	(95)	(119)	(147)
กำไรสุทธิ	**236**	**382**	**477**	**588**
EPS	**0.84**	**1.41**	**1.77**	**2.18**
การเติบโตของยอดขาย	14.6%	24.6%	30.4%	20.0%
การเติบโตของกำไรสุทธิ	59.4%	58.8%	68.8%	24.8%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	43.2%	43.4%	38.0%	38.0%
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	7.6%	9.7%	12.6%	13.1%

งบดุล (ล้านบาท) สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2555	2556F	2557F	2558F
เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	194	65	73	93
ลูกหนี้การค้า	1,578	2,406	2,887	3,320
สินค้าคงเหลือ	197	246	307	369
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	381	387	405	423
ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	361	379	398	418
สินทรัพย์รวม	**2,710**	**3,483**	**4,070**	**4,624**
เงินกู้ยืมระยะสั้น	165	200	500	500
เจ้าหนี้การค้า	146	154	161	178
เงินกู้ยืมระยะยาว	600	1,100	1,100	1,300
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	606	636	668	701
หนี้สินรวม	**1,517**	**2,090**	**2,429**	**2,679**
ทุนที่ชำระแล้ว	270	270	270	270
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	225	225	225	225
สำรองตามกฎหมาย	27	27	27	27
องค์ประกอบอื่นของส่วนของเจ้าของ	181	190	199	209
กำไรสะสม	**490**	**681**	**919**	**1,213**
ส่วนของผู้ถือหุ้น	**1,193**	**1,393**	**1,641**	**1,944**
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	**2,710**	**3,483**	**4,070**	**4,624**

งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)	4Q55	1Q56	2Q56	3Q56
ยอดขาย	567	748	876	632
ต้นทุนขาย	(326)	(448)	(532)	(370)
กำไรขั้นต้น	**241**	**300**	**343**	**262**
ดอกเบี้ยรับจากการขายผ่อนชำระ	169	175	192	204
ต้นทุนดอกเบี้ยจ่าย	(10)	(11)	(13)	(16)
รายได้ดอกเบี้ยรับสุทธิ	**159**	**164**	**179**	**188**
รายได้อื่น	5	5	2	2
ค่าใช้จ่ายดำเนินงาน	(319)	(356)	(386)	(346)
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	**86**	**113**	**138**	**106**
ภาษีเงินได้	(25)	(18)	(25)	(19)
กำไรสุทธิ	**61**	**96**	**113**	**87**
EPS	**0.20**	**0.33**	**0.39**	**0.30**
การเติบโตของยอดขาย	0.9%	31.9%	17.1%	-27.9%
การเติบโตของกำไรสุทธิ	-7.0%	65.3%	19.4%	-23.7%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	42.51%	40.09%	39.20%	41.46%
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	9.5%	11.9%	12.2%	12.9%

งบดุล (ล้านบาท) สิ้นสุด 31 ธ.ค.	4Q55	1Q56	2Q56	3Q56
เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	194	147	173	182
ลูกหนี้การค้า	1,578	1,783	1,994	2,028
สินค้าคงเหลือ	197	287	320	325
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	381	374	384	385
ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	361	367	362	362
สินทรัพย์รวม	**2,710**	**2,958**	**3,233**	**3,281**
เงินกู้ยืมระยะสั้น	165	219	425	459
เจ้าหนี้การค้า	146	279	267	197
เงินกู้ยืมระยะยาว	600	600	770	770
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	606	578	463	467
หนี้สินรวม	**1,517**	**1,676**	**1,925**	**1,892**
ทุนที่ชำระแล้ว	270	270	270	270
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	225	225	225	225
สำรองตามกฎหมาย	**27**	**27**	**27**	**27**
องค์ประกอบอื่นของส่วนของเจ้าของ	181	180	180	179
กำไรสะสม	**490**	**580**	**606**	**688**
ส่วนของผู้ถือหุ้น	**1,193**	**1,282**	**1,308**	**1,389**
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	**2,710**	**2,958**	**3,233**	**3,281**

อัตราส่วนทางการเงิน สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2555	2556F	2557F	2558F
Current ratio	2.73	3.03	2.47	2.74
Quick ratio	2.43	2.69	2.17	2.40
Cash ratio	1.30	0.44	0.50	0.61
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	1.59	1.48	1.33	1.31
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	9.37	13.24	16.46	15.14
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	9.18	12.54	14.33	15.32
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	0.64	0.93	0.98	0.93
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	8.3%	11.0%	11.7%	12.7%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	19.0%	27.4%	29.1%	30.2%

สมมติฐานในการทำประมาณการ สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2555	2556F	2557F	2558F
ลูกหนี้การค้าเติบโต	24.6%	30.4%	20.0%	15.0%
รายได้ดอกเบี้ยสุทธิเติบโต	20.9%	28.2%	25.0%	20.0%
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร/ยอดขาย	55.5%	46.0%	46.0%	46.0%
NPL/สินเชื่อรวม	4.60%	4.50%	4.00%	3.77%
Effective tax rate	21.9%	20.0%	20.0%	20.0%
Average yields	31.59%	29.02%	27.42%	28.06%
Funding cost	6.01%	5.42%	5.79%	5.76%
Average spread	25.57%	23.59%	21.63%	22.29%

ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP