

วนชัยกรุ๊ป

ตลาดขาขึ้น พร้อมบุกสินค้า High Value Added

แนวโน้มธุรกิจปี 2558 สดใส รับประโยชน์เต็มที่จากต้นทุนการผลิตที่ลดลง พร้อมปรับสายการผลิตไปสู่สินค้า Margin สูง ดันกำไรเติบโตต่อเนื่อง โดยคาดการณ์กำไรปี 2558 จะเพิ่มขึ้นกว่า 42%YoY แนะนำ ชื้อ

■ แนวโน้มธุรกิจสดใส รับประโยชน์จากต้นทุนการผลิตที่ลดลง

แนวโน้มธุรกิจของ VNG ยังคงสดใสอย่างมาก จากความนิยมใช้ Panel Board เพื่อทดแทนไม้ธรรมชาติที่เพิ่มขึ้นในหลายประเทศ ในขณะที่ Supply ใหม่เกิดขึ้นไม่มาก เนื่องจากข้อจำกัดด้านวัตถุดิบในประเทศผู้ส่งออกหลัก ทั้งมาเลเซียและอินโดนีเซีย ส่งผลให้ราคาผลิตภัณฑ์ โดยเฉพาะแผ่น MDF สามารถยืนอยู่ได้ในระดับสูงต่อเนื่องมาตั้งแต่ช่วงกลางปี 2557 สำหรับต้นทุนการผลิตที่สำคัญ มีแนวโน้มปรับลดลงแทบทุกรายการ ไม่ว่าจะเป็นเศษไม้ยางพาราซึ่งเป็นต้นทุนการผลิตหลัก คาดว่า จะทรงตัวในระดับต่ำตลอดทั้งปี เนื่องจากนโยบายภาครัฐที่สนับสนุนให้เกษตรกรโค่นต้นยางพาราแก่เพื่อลด Supply ยางพารา ทำให้มี Supply เศษไม้ออกมาจำนวนมาก ขณะที่ต้นทุนการผลิตการปรับตัวลดลงตามราคายูเรีย และ Methanol เช่นเดียวกับค่าไฟฟ้าที่ลดลงตามราคาก๊าซธรรมชาติ จึงเชื่อว่าปีนี้ VNG มีโอกาสทำ gross margin ได้สูงถึง 25% มากกว่าค่าเฉลี่ยปี 2557 ที่ทำได้ 22.4%

■ ปรับสายการผลิตใหม่ เน้นเพิ่มยอดขายสินค้า margin สูง

ภาวะอุปทานตึงตัวในสินค้า MDF ซึ่งเป็นสินค้าที่มี margin สูง ทำให้ VNG ตัดสินใจตัดแปลงสายการผลิต Particle Board ซึ่งให้ margin ต่ำกว่า จำนวน 3 แสน ลบม./ปี มาผลิต MDF แทน โดยจะใช้เงินลงทุน 800 ล้านบาท และใช้เวลาเพียง 9 เดือน เทียบกับการสร้างโรงงาน MDF ใหม่ที่จะต้องใช้งบลงทุนกว่า 3 พันล้านบาท และใช้เวลาก่อสร้างนานถึง 2 ปี โดยจะเริ่มก่อสร้าง 4Q58 และพร้อมดำเนินการได้ใน 2Q59 และมองหาโอกาสในการซื้อกิจการโรงงาน Particle Board ในประเทศเพื่อทดแทนกำลังการผลิตที่หายไป นอกจากนี้ VNG ยังจะมุ่งเน้นผลิตสินค้าที่มีมูลค่าเพิ่มสูง (HVA) ได้แก่ Laminate Flooring และ แผ่นไม้ปิดผิว โดยตั้งเป้าจะเพิ่มสัดส่วนรายได้สินค้า HVA ขึ้นเป็น 50% ของยอดขายรวมในช่วง 3 ปีข้างหน้า จากปัจจุบันที่ 17% โดยปีนี้ VNG จะมีกำลังการผลิต Laminate Flooring เพิ่มจาก 6 ล้าน เป็น 10 ล้านตรม./ปี และโรงปิดผิวเพิ่มจาก 1.5 แสน เป็น 3 แสน ลบม./ปี

■ Growth Story น่าสนใจ พร้อม Upside อีก 30.6% แนะนำ ชื้อ

ฝ่ายวิจัยคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2558 เติบโต 42%YoY เป็น 1,071 ล้านบาท และเชื่อว่าโอกาสทางธุรกิจที่ยังเปิดกว้างสำหรับการพัฒนาไปสู่ผลิตภัณฑ์ใหม่ๆ ที่หลายหลายไม่ว่าจะเป็นแผ่นฝ้า และผนัง ซึ่งเป็นตลาดที่ VNG ยังไม่เคยเข้าไป จะทำให้ผลประกอบการของ VNG มีโอกาสเติบโตได้ในระยะยาว โดยประเมิน Fair Value อิง PER 15 เท่า จะให้ราคาเหมาะสม 10.25 บาท มี Upside 30.6%

Key Data	2556	2557	2558F	2559F	2560F
FY: ปีที่ 31 ต.ค.					
กำไรสุทธิ	-191	752	1,071	1,200	1,380
Norm Profit	-212	705	1,071	1,200	1,380
Norm EPS (บาท)	-0.15	0.48	0.68	0.77	0.88
DPS (บาท)	0.00	0.45	0.33	0.37	0.42
Norm PER (เท่า)	N/A	16.35	11.49	10.25	8.92
Dividend Yield (%)	0.00	5.73	4.18	4.68	5.38
BVS (บาท)	4.60	4.29	4.73	5.16	5.68
PBV (เท่า)	1.71	1.83	1.66	1.52	1.38
EV/EBITDA (X)	27.26	10.84	8.27	6.74	5.81

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ดี บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใดๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงถึงแหล่งข่าวที่ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักทรัพารและไม่ได้เป็นการชี้แนะ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆของผู้ท่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้ท่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับบริษัทฯ กับบมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่ว่ากรณีใด

VNG

แนะนำ : ชื้อ



ราคาปัจจุบัน (บาท): 7.85

ราคาเป้าหมาย (บาท): 10.25

Upside : 30.57%

Dividend Yield : 4.18%

Total Return : 34.75%

มูลค่าตลาด (ล้านบาท): 12,301

CG Score: NR.

Technical Chart



ประสิทธิ์ รัตนกิจมงคล, CISA, CFA

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 025917

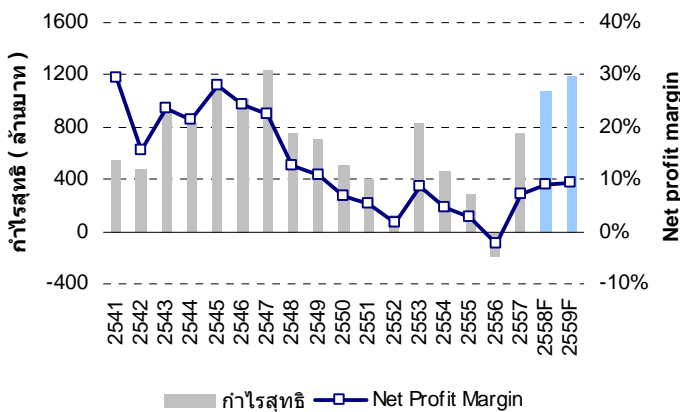
Prasit.re@asiaplus.co.th

ผลการดำเนินงานงวด 4Q57

Key Data (ล้านบาท)	2Q56	3Q56	4Q56	1Q57	2Q57	3Q57	4Q57	%QoQ	% YoY	2557	2556	% YoY
ยอดขาย	1,937	2,117	2,423	2,291	2,588	3,005	2,866	-5%	18%	10,751	8,481	27%
กำไรขั้นต้น	193	357	451	437	553	705	718	2%	59%	2,413	1,240	95%
ค่าใช้จ่ายในการขาย	(325)	(318)	(332)	(322)	(386)	(320)	(483)	51%	45%	(1,511)	(1,296)	17%
ดอกเบี้ยจ่าย	(60)	(56)	(59)	(54)	(56)	(53)	(50)	-6%	-16%	(213)	(233)	-9%
กำไรจากการดำเนินงาน	(165)	2	97	66	119	336	185	-45%	90%	705	(212)	N/A
กำไรสุทธิ	(165)	10	80	68	126	365	193	-47%	140%	752	(191)	N/A
รายการพิเศษ	0	8	(17)	2	8	29	8	-72%	-149%	47	21	129%
EPS (บาท)	(0.10)	0.01	0.05	0.04	0.08	0.23	0.12	-47%	140%	0.48	(0.12)	N/A
Gross Margin	10.0%	16.9%	18.6%	19.1%	21.4%	23.5%	25.1%			22.4%	14.6%	
SG&A/Sales	16.8%	15.0%	13.7%	14.1%	14.9%	10.7%	16.8%			14.1%	15.3%	
Net Gearing	1.04	0.79	0.89	0.94	0.91	0.76	0.68			0.68	0.89	
Book Value	4.57	4.58	4.61	4.66	4.76	5.04	5.16			5.16	4.61	

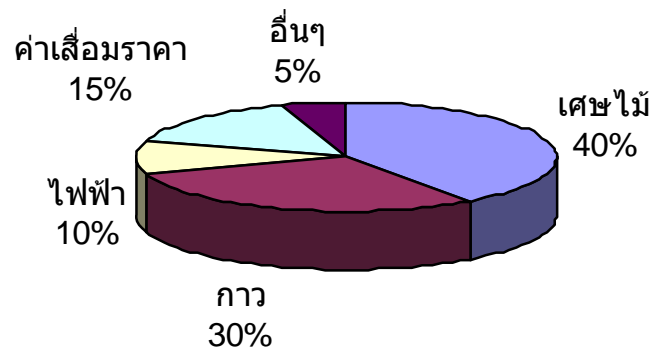
ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP

ผลการดำเนินงานย้อนหลัง



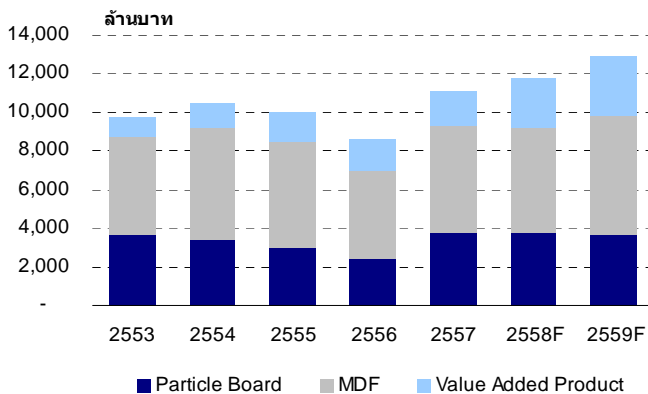
ที่มา : ASP

โครงสร้างต้นทุนของ VNG



ที่มา : VNG

สัดส่วนรายได้แยกตามประเภทผลิตภัณฑ์



ที่มา : VNG, ASP Estimate

ประเด็นความเสี่ยงที่สำคัญ

1. การอ่อนค่าลงอย่างมากของสกุลเงินยูโรเทียบกับสกุลเงินบาท อาจทำให้ผู้ผลิต Particle Board จากยุโรปมีความได้เปรียบมากขึ้นในการส่งสินค้ามาแข่งขันในประเทศเกาหลีใต้ ซึ่งถือเป็นประเทศส่งออกที่สำคัญของ VNG
2. ปัญหาความไม่สงบในภูมิภาคตะวันออกกลาง อาจส่งผลกระทบต่อยอดขายส่งออก MDF ของ VNG ซึ่งกว่า 70% ของยอดการส่งออก MDF ทั้งหมดอยู่ในตะวันออกกลาง

ที่มา : ASP

ประมาณการกำไรสุทธิปี 2558-60 ของ VNG

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)					งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2557	2558F	2559F	2560F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2557	2558F	2559F	2560F
ยอดขาย	10,751	11,791	13,021	13,876	กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
ต้นทุนขาย	8,338	8,900	9,740	10,364	กำไรสุทธิ	752	1,071	1,200	1,380
กำไรขั้นต้น	2,413	2,891	3,281	3,513	รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงิน	7	-	-	-
ค่าใช้จ่ายในการขาย	1,511	1,592	1,693	1,735	ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	851	881	926	971
ดอกเบี้ยจ่าย	213	200	164	137	กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	0	-	-	-
ค่าใช้จ่ายอื่น	-	-	-	-	อื่นๆ	-	-	-	-
รายได้อื่น	19	28	39	42	เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(529)	(368)	(212)	(188)
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	709	1,127	1,464	1,682	กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน	1,314	1,584	1,915	2,163
ภาษีเงินได้	4	56	263	303	กระแสเงินสดจากการลงทุน				
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	-	-	-	-	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	(1)	-	-	-
รายการพิเศษอื่น ๆ	47	-	-	-	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	-	-	-	-
กำไรสุทธิ	752	1,071	1,200	1,380	เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(324)	(900)	(900)	(900)
กำไรจากการดำเนินงาน	705	1,071	1,200	1,380	กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	(325)	(900)	(900)	(900)
Norm EPS (บาท)	0.45	0.68	0.77	0.88	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
					เพิ่ม/ลด เงินกู้	(585)	(300)	(900)	(665)
การเติบโตของยอดขาย	26.8%	9.7%	10.4%	6.6%	เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	-	-	-
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน	-433.2%	51.9%	12.1%	15.0%	เพิ่ม/ลด วอร์เรนท์	-	-	-	-
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	22.4%	24.5%	25.2%	25.3%	ลด จ่ายปันผล	(290)	(392)	(514)	(576)
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน	6.6%	9.1%	9.2%	9.9%	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	(875)	(692)	(1,414)	(1,241)
					เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	114	(8)	(399)	21
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)					งบดุล (ล้านบาท)				
	1Q57	2Q57	3Q57	4Q57	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2,557	2,558F	2,559F	2,560F
ยอดขาย	2,291	2,588	3,005	2,866	เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	692	685	286	307
ต้นทุนขาย	1,855	2,035	2,300	2,148	ลูกหนี้การค้า	1,251	1,533	1,628	1,735
กำไรขั้นต้น	437	553	705	718	สินค้าคงเหลือ	1,605	1,769	1,953	2,081
ค่าใช้จ่ายในการขาย	303	386	320	502	สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	420	519	573	611
ดอกเบี้ยจ่าย	54	56	53	50	ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	9,244	9,262	9,236	9,164
ค่าใช้จ่ายอื่น	19.0	-	-	(19.0)	สินทรัพย์รวม	13,345	13,791	13,701	13,926
รายได้อื่น	2.3	11.5	5.9	(0.8)					
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	63	123	338	185	เจ้าหนี้การค้า	1,008	1,073	1,185	1,263
ภาษีเงินได้	(3)	5	2	0	หนี้สินหมุนเวียนอื่น	-	59	65	69
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	21	22	23	24	หนี้สินรวม	6,618	6,385	5,609	5,030
รายการพิเศษอื่น ๆ	2	8	29	8					
กำไรสุทธิ	68	126	365	193	ทุนที่ชำระแล้ว	1,567	1,567	1,567	1,567
กำไรจากการดำเนินงาน	66	119	336	185	ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	1,020	1,020	1,020	1,020
Norm EPS (บาท)	0.05	0.08	0.24	0.13	กำไรสะสม	4,139	4,818	5,505	6,308
					ส่วนของผู้ถือหุ้น	6,727	7,406	8,092	8,896
ยอดขาย (QoQ)	-5%	13%	16%	-5%					
กำไรขั้นต้น (QoQ)	-3%	27%	27%	2%	ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	-	-	-	-
กำไรจากการดำเนินงาน (QoQ)	-32%	80%	183%	-45%	หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	13,345	13,791	13,701	13,926
อัตราส่วนทางการเงิน					สมมติฐานในการทำประมาณการ				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2557	2558F	2559F	2560F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2557	2558F	2559F	2560F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.05	1.11	1.07	1.11	ปริมาณการขายสินค้าหลัก (m3)				
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	8.60	7.69	8.00	8.00	Particle Board	782,496	766,846	751,509	736,479
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	6.70	6.67	6.67	6.67	แผ่น MDF	750,000	735,000	823,200	864,360
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	10.66	10.99	10.99	10.99	สินค้า High Value Added (MB)	1,828	2,559	3,070	3,685
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	0.98	0.86	0.69	0.57	ราคา Particle Board (US\$/m3)	150	150	150	150
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	5.3%	7.8%	8.8%	9.9%	ราคาแผ่น MDF (US\$/m3)	230	230	235	235
ผลตอบแทนจากส่วนผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	10.5%	14.5%	14.8%	15.5%	Gross margin	22.4%	24.5%	25.2%	25.3%

ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP