

## คาด 2Q56 ขาดทุนราว 2,370 ล้านบาท แต่มีแนวโน้มดีขึ้นในช่วงครึ่งปีหลัง

### ▶ ผลกระทบตามฤดูกาล และการปรับลงของราคาเหล็ก ทำให้ 2Q56 ขาดทุนหนัก

เนื่องจาก 2Q56 เป็นช่วงที่ผู้ซื้อเหล็กส่วนใหญ่ลดการสะสมสต็อกเหล็ก (Destocking Period) ทำให้ฝ่ายวิจัยประเมินว่า SSI จะมีปริมาณขายเหล็กแผ่นรีดร้อน (HRC) ราว 424,000 ตัน ลดลงมากถึง 40% QoQ ส่วนปริมาณขายเหล็กแท่งแบน (Slab) ของ SSI UK น่าจะทำได้ 697,000 ตัน เพิ่มขึ้น 4% QoQ อย่างไรก็ตาม ในจำนวนนี้ส่วนใหญ่เป็นการจำหน่ายให้ SSI ในไทยเพื่อนำมาใช้เป็นวัตถุดิบผลิตเหล็กแผ่นรีดร้อน และเหลือเป็นการขายให้บุคคลภายนอกเพียง 23-24% เท่านั้น ทำให้ฝ่ายวิจัยประเมินรายได้ในงบการเงินรวมงวด 2Q56 อยู่ที่ 11,387 ล้านบาท ลดลง 43% QoQ ในขณะที่ราคาเหล็กในตลาดโลกที่ปรับตัวลงต่อเนื่องในช่วง 2Q56 จะส่งผลให้ทั้ง HRC margin และ Slab Margin ปรับตัวลดลงเมื่อเทียบกับ 1Q56 เมื่อประกอบกับโรงถลุงเหล็ก Teesside ของ SSI UK ที่ยังไม่ถึงจุดคุ้มทุน เนื่องจากไม่สามารถเริ่มใช้อุปกรณ์ Pulverized Coal Injection (PCI) ซึ่งจะช่วยลดต้นทุนการผลิตได้ทันในงวด 2Q56 และยังมีอัตราการผลิตอยู่ในระดับต่ำ ทำให้คาดว่าโดยรวมแล้ว Gross Margin น่าจะยังติดลบอยู่ราว 3% นอกจากนี้ ราคาเหล็กที่ปรับลงราว 7% เทียบกับ 1Q56 คาดว่าจะทำให้ SSI ต้องตั้งค่าเผื่อการด้อยค่าสินค้าคงเหลือไม่ต่ำกว่า 500 ล้านบาท และการอ่อนค่าของเงินบาทใน 2Q56 จะทำให้ SSI ต้องบันทึกผลขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน โดยรวมแล้ว ฝ่ายวิจัยจึงประเมินว่า SSI จะแสดงผลขาดทุนสุทธิในงวด 2Q56 ราว 2,370 ล้านบาท และส่งผลให้มีผลขาดทุนสุทธิรวม 1H56 ราว 3,150 ล้านบาท

### ▶ แรงกดดันจากเจ้าหนี้ที่น้อยลง และโครงการ PCI จะทำให้สถานการณ์ดีขึ้น

ปัญหาด้านสภาพคล่องของ SSI เริ่มผ่อนคลายขึ้นต่อเนื่อง หลังจากที่ SSI ในไทย สามารถบรรลุดอกเบี้ยจ่ายกับเจ้าหนี้ระยะสั้นและระยะยาวในการปรับปรุงระยะเวลาการชำระหนี้ ตั้งแต่ช่วง เม.ย. ที่ผ่านมา ส่วนแผนการเพิ่มทุน คาดว่าจะได้รับเงินจากหุ้นเพิ่มทุนที่ยังไม่ได้จัดสรรจาก Vanomet และ SVG เข้ามาอีกก่อนภายใน ต.ค. 56 นอกจากนี้ Vanomet ยังพิจารณาให้ Credit term แก่ SSI UK เป็นวงเงิน 90 ล้านเหรียญสหรัฐ ส่วนเจ้าหนี้ของ SSI UK ซึ่งปัจจุบัน SSI ชำระเพียงดอกเบี้ยจ่าย แต่ยังไม่ได้ชำระคืนเงินต้น คาดว่าจะมีการเจรจาเพื่อขอยืดเวลาเริ่มต้นการชำระคืนเงินต้นไปเป็นช่วงปลายปีหน้า จึงน่าจะทำให้แรงกดดันน้อยลงไปมาก เมื่อประกอบกับการเริ่มต้นของโครงการ PCI ในช่วงกลางเดือน ก.ค. ซึ่งจะช่วยลดต้นทุนการผลิต Slab ทั้งในส่วนของวัตถุดิบและ Conversion Cost ของ SSI UK โดยผลประโยชน์ที่ได้รับจะค่อยๆ เพิ่มขึ้นตามลำดับ เนื่องจากต้องใช้เวลาในการ Ramp up กำลังการผลิต โดยในช่วง 4Q56 คาดว่า SSI UK จะใช้กำลังการผลิตได้ถึง 90% และ PCI จะช่วยลดต้นทุนได้มากกว่า 30 เหรียญ/ตัน ฝ่ายวิจัยจึงคาดว่า SSI จะมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นเรื่อยๆ และมีโอกาสที่จะพลิกกลับมาทำกำไรอีกครั้งหลังงวด 3Q56

### ▶ ปรับ Fair Value เหลือ 0.61 บาท ยังคงคำแนะนำ ถือ

ราคาเหล็กที่ปรับลงต่อเนื่องเกินคาดในงวด 2Q56 และการเริ่มต้นของโครงการ PCI ที่ล่าช้าไปกว่าแผนกำหนดการเดิมเล็กน้อย ทำให้ฝ่ายวิจัยปรับประมาณการขาดทุนสุทธิปี 2556 เพิ่มขึ้นจาก -257 ล้านบาท เป็น -4,458 ล้านบาท โดยเชื่อว่าผลการดำเนินงานงวด 2Q56 จะเป็นจุดต่ำสุดของปี และน่าจะมีผลประกอบการที่ดีขึ้นในช่วง 2H56 ฝ่ายวิจัยประเมินมูลค่าพื้นฐาน SSI อยู่ที่ 0.61 บาท โดยอิง PBV 1.6 เท่า (ค่าเฉลี่ย PBV ย้อนหลัง 10 ปี + 1SD) ถึงแม้จะมี Upside ถึง 52% แต่ผลขาดทุนหนักในงวด 2Q56 น่าจะส่งผลลบต่อราคาหุ้นในระยะสั้น จึงยังคงแนะนำเพียง ถือ

#### Key Data (ล้านบาท)

FY: ปีค 31 ธ.ค.	FY53A	FY54A	FY55A	FY56F	FY57F
กำไรสุทธิ	2,446	(981)	(15,903)	(4,458)	1,890
Norm. Profit	2,242	(5,411)	(16,566)	(4,826)	1,890
Norm. EPS (บาท)	0.17	(0.30)	(0.61)	(0.16)	0.06
DPS (บาท)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Norm. PER (X)	2.34	N/A	N/A	N/A	6.44
Dividend Yield (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Book Value (บาท)	1.45	1.33	0.52	0.38	0.43
P/BV (X)	0.28	0.30	0.77	1.06	0.93
EV/EBITDA (X)	7.20	N/A	N/A	N/A	15.02

ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASP

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ดี บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใด ๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารฉบับนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมีได้เป็นการชี้แนะ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือพันธะผูกพันใด ๆ กับ บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่ว่ากรณีใด

วันจันทร์ที่ 29 กรกฎาคม พ.ศ. 2556

คำแนะนำการลงทุน

ถือ

ราคาปัจจุบัน : 0.40 บาท

Fair Value : 0.61 บาท

มูลค่าตลาด : 10,973 ล้านบาท

การจัดอันดับบริษัทปี 2555

NR.

สัญลักษณ์	ระดับคะแนน	ความหมาย
▲▲▲▲▲	90-100	ดีเลิศ
▲▲▲▲	80-89	ดีมาก
▲▲▲	70-79	ดี
N/R	ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน	CGR

ประสิทธิ์ รัตนกิจมงคล, CISA, CFA

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 025917

Prasit.re@asiaplus.co.th

วรวิชญ์ เตียววิเศษ

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

## ผลการดำเนินงานรายไตรมาสของ SSI

Key Data (ล้านบาท)	4Q54	1Q55	2Q55	3Q55	4Q55	1Q56	2Q56F	%QoQ	% YoY	2555	2554	%YoY
รายได้จากการขายและให้บริการ	13,008	15,742	11,469	15,794	17,599	19,949	11,387	-43%	-1%	60,604	47,975	26%
กำไรขั้นต้น	(1,657)	(1,570)	(3,186)	(2,935)	(3,584)	(445)	(314)	N/A	N/A	(11,275)	(1,663)	N/A
ค่าใช้จ่ายในการขาย	13	(600)	(528)	(718)	(210)	(411)	(342)	-17%	-35%	(2,056)	(1,955)	5%
ดอกเบี้ยจ่าย	(695)	(704)	(819)	(958)	(1,446)	(930)	(1,000)	7%	22%	(3,926)	(2,210)	78%
กำไรจากการดำเนินงาน	(1,881)	(2,816)	(4,524)	(4,668)	(4,559)	(1,845)	(1,690)	N/A	N/A	(16,566)	(5,411)	N/A
กำไรสุทธิ	(2,376)	(2,841)	(5,022)	(4,782)	(3,259)	(778)	(2,370)	N/A	N/A	(15,903)	(981)	N/A
รายการพิเศษ	(494)	(25)	(498)	(114)	1,300	1,067	(680)	N/A	N/A	663	4,430	N/A
EPS	(0.13)	(0.16)	(0.28)	(0.26)	(0.12)	(0.03)	(0.09)	N/A	N/A	(0.87)	(0.05)	N/A
Gross Margin	-12.7%	-10.0%	-27.8%	-18.6%	-20.4%	-2.2%	-2.8%			-18.6%	-3.5%	
SG&A/Sales	-0.1%	3.8%	4.6%	4.5%	1.2%	2.1%	3.0%			3.4%	4.1%	

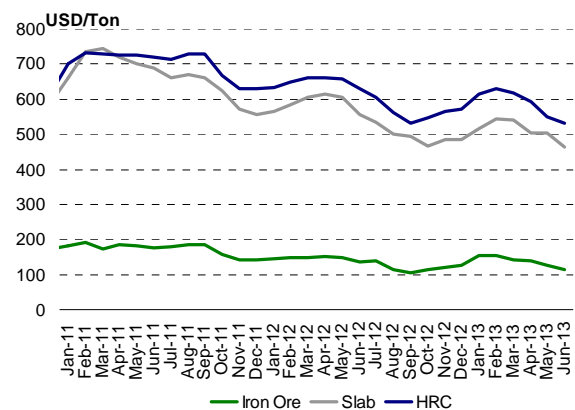
ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP

## ความคืบหน้าแผนการเพิ่มทุนของ SSI

จัดสรรให้แก่	แผนการเพิ่มทุน (ล้านบาท)	จัดสรรแล้ว ณ วันที่ 19 ก.ค. 56 (ล้านบาท)	คงเหลือที่ยังไม่ได้จัดสรร	หมายเหตุ
PP-Vanomet	5,440	1,967.3	3,472.7	จะจัดสรรเพิ่มเติมเสร็จสิ้นภายใน ต.ค. 56 โดยในจำนวนนี้ Vanomet จะพิจารณาลงทุนโดยการให้ Credit term เป็นจำนวนเงิน 90 ล้านบาท USD
ผู้ถือหุ้นเดิม (RO)	1,246.9	425.3	-	ส่วนที่ยังไม่ได้จัดสรร 822 ล้านบาท จะถูกยกเลิกด้วยการลดทุนจดทะเบียน
PP-Others		1,858.7		SVG จะพิจารณาซื้อหุ้นเพิ่มทุนของ SSI ตามความจำเป็นและเหมาะสม ซึ่งคาดว่าจะเสร็จสิ้นภายใน ต.ค. 56
PP-SVG	3,604	941.4	803.9	
PP-SISH (CD)	1,783.7	1,783.6	-	เสร็จสิ้นแล้ว
PP-SISH (Sub-loan)	1,140.2	996.3	-	เสร็จสิ้นแล้ว โดยส่วนที่ยังไม่ได้จัดสรร 144 ล้านบาท จะถูกยกเลิกด้วยการลดทุนจดทะเบียน
<b>รวม</b>	<b>13,214.9</b>	<b>7,972.6</b>	<b>4,276.6</b>	
การขายหุ้น TCRSS		1,568.2	-	เสร็จสิ้นแล้ว
<b>รวมทั้งสิ้น</b>	<b>13,214.9</b>	<b>9,540.8</b>	<b>4,276.6</b>	

ที่มา : SSI

## ราคา HRC และ Slab (East Asia Import)



ที่มา : ISIT

## รายละเอียดการปรับประมาณการ

	ใหม่		เดิม	
	56F	57F	56F	57F
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	-4,458	1,890	-257	2,088
กำไรจากการดำเนินงาน (ล้านบาท)	-4826	1,890	-571	2,088
Norm EPS (บาท)	-0.16	0.06	-0.02	0.07
Fair value	PBV 1.6X		PBV 1.31X	
Fair value (บาท)	0.61		0.68	
สมมติฐานหลักในการประมาณการ				
ยอดขาย (ล้านบาท)	70,723	94,540	83,149	94,540
ราคาขายเฉลี่ย HRC (เหรียญ/ตัน)	732	752	732	752
ปริมาณการขาย HRC (ตัน)	2,600,000	2,782,000	2,600,000	2,782,000
Gross Margin	1.8%	10.7%	8.2%	10.7%
SG&A/Sale	4.4%	4.3%	4.4%	4.3%

ที่มา : ASP

## Technical Graph



ที่มา : ASP

## ประมาณการกำไรสุทธิปี 2556-57 ของ SSI

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)					งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2554	2555	2556F	2557F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2554	2555	2556F	2557F
ยอดขาย	47,975	60,604	70,723	94,540	กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
ต้นทุนขาย	49,638	71,879	69,415	84,441	กำไรสุทธิ	(981)	(15,903)	(4,458)	1,890
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>(1,663)</b>	<b>(11,275)</b>	<b>1,308</b>	<b>10,100</b>	รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด	(3,716)	(836)	-	-
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	1,955	2,056	2,131	4,065	ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	956	2,013	2,282	2,448
ดอกเบี้ยจ่าย	2,210	3,926	3,930	3,821	กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	28	(63)	-	-
ค่าใช้จ่ายอื่น	-	-	-	-	อื่นๆ				
รายได้อื่น	60	154	108	123	เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(1,323)	6,715	(4,473)	(4,860)
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	(1,467)	(16,441)	(4,408)	2,386	<b>กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ</b>	<b>(3,313)</b>	<b>(4,686)</b>	<b>(2,670)</b>	<b>3,319</b>
ภาษีเงินได้	(539)	(601)	-	477	กระแสเงินสดจากการลงทุน				
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	52	63	50	19	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	-	-	-	-
รายการพิเศษอื่น ๆ	4,430	(144)	367	-	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	(772)	(48)	1,568	-
กำไรสุทธิ	(981)	(15,903)	(4,458)	1,890	เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(25,282)	(5,038)	(3,000)	(2,000)
กำไรจากการดำเนินงาน	(5,411)	(16,566)	(4,826)	1,890	<b>กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ</b>	<b>(26,899)</b>	<b>(4,708)</b>	<b>(1,432)</b>	<b>(2,000)</b>
<b>Norm EPS</b>	<b>(0.30)</b>	<b>(0.61)</b>	<b>(0.16)</b>	<b>0.06</b>	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
					เพิ่ม/ลด เงินกู้	26,715	5,352	5,500	(1,000)
					เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	6,016	5,932	2,259	-
การเติบโตของยอดขาย	-0.2%	26.3%	16.7%	33.7%	เพิ่ม/ลด วอร์เรนท	-	-	-	-
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน	-341.4%	N/A	N/A	N/A	ลด จ่ายปันผล	(25)	(10)	-	-
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	-3.5%	-18.6%	1.8%	10.7%	<b>กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ</b>	<b>30,189</b>	<b>9,467</b>	<b>3,787</b>	<b>(4,821)</b>
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน	-11.3%	-27.3%	-6.8%	2.0%	<b>เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ</b>	<b>(23)</b>	<b>73</b>	<b>(315)</b>	<b>(3,502)</b>
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)					งบดุล (ล้านบาท)				
	1Q55	2Q55	3Q55	4Q55	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2554	2555	2556F	2557F
ยอดขาย	15,742	11,469	15,794	17,599	เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	169	242	-344	-4,117
ต้นทุนขาย	17,312	14,655	18,730	21,183	ลูกหนี้การค้า	5,240	8,246	9,724	12,054
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>(1,570)</b>	<b>(3,186)</b>	<b>(2,935)</b>	<b>(3,584)</b>	สินค้าคงเหลือ	25,178	21,615	24,753	32,144
ค่าใช้จ่ายในการขาย	600	528	718	210	สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	856	1,743	702	939
ดอกเบี้ยจ่าย	704	819	958	1,446	ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	50,149	51,861	52,580	52,132
ค่าใช้จ่ายอื่น	-	-	-	-	<b>สินทรัพย์รวม</b>	<b>86,364</b>	<b>88,520</b>	<b>90,673</b>	<b>96,431</b>
รายได้อื่น	63	17	(16)	89	เจ้าหนี้การค้า	10,685	11,838	14,145	18,908
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	(2,836)	(5,013)	(4,741)	(3,850)	หนี้สินหมุนเวียนอื่น	751	6,063	1,061	1,418
ภาษีเงินได้	(8)	3	17	(613)	หนี้สินรวม	61,416	73,638	78,212	82,333
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	(13)	(6)	(23)	(22)	ทุนที่ชำระแล้ว	18,184	27,081	30,402	30,402
รายการพิเศษอื่น ๆ	(25)	(498)	(114)	1,300	ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	(1,238)	(4,050)	(5,113)	(5,113)
กำไรสุทธิ	(2,841)	(5,022)	(4,782)	(3,259)	กำไรสะสม	201	(15,698)	(20,156)	(18,266)
กำไรจากการดำเนินงาน	(2,816)	(4,524)	(4,668)	(4,559)	<b>ส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>24,096</b>	<b>13,991</b>	<b>11,521</b>	<b>13,139</b>
<b>Norm EPS</b>	<b>(0.15)</b>	<b>(0.25)</b>	<b>(0.25)</b>	<b>(0.25)</b>	ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	852	890	940	960
					<b>หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>86,364</b>	<b>88,520</b>	<b>90,673</b>	<b>96,431</b>
ยอดขาย (QoQ)	21.0%	-27.1%	37.7%	11.4%	สมมติฐานในการทำประมาณการ				
กำไรขั้นต้น (QoQ)	N/A	N/A	N/A	N/A	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2554	2555	2556F	2557F
กำไรจากการดำเนินงาน (QoQ)	N/A	N/A	N/A	N/A	อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	0.84	0.71	0.74	0.79
อัตราส่วนทางการเงิน					อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	9.15	7.35	7.27	7.84
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2554	2555	2556F	2557F	อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	1.91	2.80	2.86	2.94
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	0.84	0.71	0.74	0.79	อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	4.49	5.12	5.00	5.00
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	9.15	7.35	7.27	7.84	หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	2.55	5.26	6.79	6.27
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	1.91	2.80	2.86	2.94	ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	-6.3%	-18.7%	-5.3%	2.0%
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	4.49	5.12	5.00	5.00	ผลตอบแทนจากส่วนผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	-22.5%	-118.4%	-41.9%	14.4%
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	2.55	5.26	6.79	6.27					
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	-6.3%	-18.7%	-5.3%	2.0%	ปริมาณการขาย SSI ( ต้น )	1,570,542	2,155,000	2,600,000	2,782,000
ผลตอบแทนจากส่วนผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	-22.5%	-118.4%	-41.9%	14.4%	ราคาขาย HRC ( บาท/ตัน )	23,070	22,141	21,960	22,940
					ปริมาณการขาย Slab ให้ลูกค้าอื่น( ต้น )	0	420,000	1,600,000	1,700,000
					Gross margin	-3.47%	-18.60%	1.85%	10.68%
					%SG&A/Sale	4.08%	3.39%	3.01%	4.30%

ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP