

# Inoue Rubber (Thailand) (IRC.BK/IRC TB)

## Not rated

Price as of 26 Nov 2015	21.30
12M target price (Bt/shr)	NR
Unchanged / Revised up (down) (%)	-
Upside/downside (%)	-

### Key messages

IRC เป็นผู้นำในธุรกิจผลิตชิ้นส่วนยางเพื่อใช้ในอุตสาหกรรม และยางนอก-ยางในรถจักรยานยนต์ โดยในปี 58 แม้รายได้จะลดลง 6% แต่บริษัทมีการเติบโตกำไรสุทธิสูงถึง 41% จากการปรับปรุงประสิทธิภาพการผลิต ขณะที่ราคาปี 59 รายได้ของบริษัทจะกลับมาเติบโตเป็นครั้งแรกในรอบ 2 ปี ตามการฟื้นตัวของอุตสาหกรรมรถยนต์และจักรยานยนต์ ขณะเดียวกันบริษัทยังเริ่มเข้าสู่ธุรกิจการผลิตแผ่นยางรองรางรถไฟ ซึ่งเข้ากับธีมการลงทุนระบบรางของทางภาครัฐ ทั้งนี้ ปัจจุบัน IRC ซื้อขายอยู่ที่ PER ปี 59 ที่ 9 เท่า ด้วยคาดการณ์อัตราผลตอบแทนปันผลที่ 4.4% โดยหากประเมินราคาเหมาะสมด้วย PER ที่ 10 เท่า จะได้ราคาเหมาะสมที่ 23.20 บาท เมื่อรวมกับเงินปันผล หุ้น IRC จะมีผลตอบแทนรวมราว 12%

## ปันผลดี PE ต่ำ

### Event

จากการเข้าร่วมประชุมนักวิเคราะห์บริษัท IRC เราสรุปประเด็นสำคัญออกมาดังนี้

### Impact

**ผู้นำด้านการผลิตชิ้นส่วนยางเพื่อใช้ในอุตสาหกรรมและยางนอก-ยางในรถจักรยานยนต์**

IRC ประกอบธุรกิจผลิตชิ้นส่วนยางเพื่อใช้ในอุตสาหกรรม และยางนอก-ยางในรถจักรยานยนต์ โดยบริษัทครองส่วนแบ่งตลาดชิ้นส่วนอะไหล่รถยนต์ที่ทำจากยางกว่า 50% ขณะที่ครองส่วนแบ่งตลาดยางนอกรถจักรยานยนต์กว่า 60%

**ปี 58 กำไรสุทธิเติบโต 41% ผลักดันโดยการเพิ่มประสิทธิภาพการผลิต**

แม้ในปี 58 รายได้ของบริษัทจะหดตัวลงราว 6% ตามอุตสาหกรรมรถยนต์และจักรยานยนต์ที่ไม่เติบโต และการปรับลดราคาขายผลิตภัณฑ์บางรายการ ในทางกลับกันกำไรสุทธิของบริษัทกลับเติบโตถึง 41% ซึ่งมีปัจจัยสนับสนุนมาจากอัตราค่าไรขึ้นต้นที่เพิ่มขึ้นสู่ 15.5% จาก 12.2% ในปี 57 โดยปัจจัยดังกล่าวผู้บริหารระบุว่า เป็นผลมาจากการเพิ่มประสิทธิภาพการผลิต เช่นการนำระบบอัตโนมัติเข้ามาใช้ ซึ่งนอกจากจะช่วยลดความผิดพลาดในการผลิตแล้ว ยังช่วยให้จัดสรรวัตถุดิบได้อย่างคุ้มค่ามากขึ้น ทั้งนี้ ด้วยกระแสเงินสดอิสระกว่า 540 ลบ. และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นที่ต่ำเพียง 0.4 เท่า บริษัทจึงสามารถรักษาระดับการจ่ายปันผลที่ 40% ของกำไรสุทธิ ซึ่งคิดเป็น 0.88 บาท/หุ้น หรืออัตราผลตอบแทนปันผล 4.1%

**ราคาปี 59 เติบโตตามอุตสาหกรรม**

เรคาดรายได้ปี 59 ของบริษัทจะเติบโตราว 5% ซึ่งเป็นไปในทิศทางเดียวกับคาดการณ์การเติบโตโดยอุตสาหกรรมรถยนต์และจักรยานยนต์โดยสภาอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย (สอท.) นับเป็นการปรับดีขึ้นครั้งแรกในรอบ 2 ปี ขณะที่เราตั้งสมมติฐานอัตราค่าไรขึ้นต้นที่เพิ่มขึ้นสู่ 15.5% (การเพิ่มประสิทธิภาพการผลิตเพิ่มเติมจะเป็น Upside จากประมาณการของเรา) จากแนวโน้มราคาวัตถุดิบหลักเช่น Polymer และ ยางธรรมชาติ ที่ยังทรงตัวในระดับต่ำ ทั้งนี้ ในภาพรวมคาดการณ์กำไรสุทธิเติบโตราว 5% สู่ 464 ลบ. แม้จะเติบโตน้อยกว่าปี 58 แต่ก็ยังเป็นการทำสถิติสูงสุดครั้งใหม่เป็นปีที่ 2

**แตกไลน์ธุรกิจสู่การผลิตแผ่นยางรองรางรถไฟ**

บริษัทยังได้เปิดเผยถึงผลิตภัณฑ์ใหม่ คือ แผ่นยางรองรางรถไฟ โดยล่าสุดการรถไฟแห่งประเทศไทย (รฟท.) ได้แต่งตั้งให้บริษัทเป็นผู้จัดจำหน่ายแผ่นยางรองรางรถไฟเป็นรายแรกของประเทศไทย โดยในอดีตที่ผ่านมาผลิตภัณฑ์ดังกล่าวถูกนำเข้าจากเยอรมันมาที่ 100% เนื่องจากต้องใช้สูตรการผลิตเฉพาะ ทั้งนี้ ในเบื้องต้นผู้บริหารวางเป้ายอดขายแบบอนุรักษ์นิยมที่เพียง 500 ลบ. ในช่วง 3 ปีข้างหน้า (ยังไม่รวมในคาดการณ์ของเรา) อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าบริษัทน่าจะสามารถทำได้ดีกว่านี้ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วง 6 ปีข้างหน้า ที่ภาครัฐมีแผนลงทุนรถไฟรางคู่มูลค่า 8.6 แสนลบ. นอกจากนี้บริษัทยังจะสามารถขายชิ้นส่วนยางที่เกี่ยวข้องกับรถไฟ ให้กับทางรฟท.อีกด้วย

### Valuation and action

ปัจจุบัน IRC ซื้อขายอยู่ที่ PER ปี 59 ที่ 9 เท่า (อ้างอิงประมาณการเบื้องต้นของเรา) ด้วยคาดการณ์อัตราผลตอบแทนปันผลที่ 4.4% ทั้งนี้ หากประเมินราคาเหมาะสมด้วย PER ที่ 10 เท่า (ต่ำกว่า PER กลุ่มชิ้นส่วนยานยนต์ที่ 13 เท่า) จะได้ราคาเหมาะสมที่ 23.20 บาท เมื่อรวมกับเงินปันผล หุ้น IRC จะมีผลตอบแทนรวมราว 12% ทั้งนี้ เรายังไม่ออกบทวิเคราะห์ที่ปัจจัยพื้นฐานหุ้น IRC

Year-end 30 Sep	2013	2014	2015	2016F	2017F
Revenue (Bt m)	6,785	5,453	5,125	5,381	5,543
Gross Profit (Bt m)	799	666	796	834	859
Normalized Profit (Bt m)	409	313	442	464	478
Net Profit (Bt m)	409	313	442	464	478
EPS (Bt)	2.05	1.57	2.21	2.32	2.39
EPS (%chq)	302.0	-23.4	40.8	4.9	3.0
P/E (x)	10.4	13.6	9.6	9.2	8.9
D/E ratio (x)	0.6	0.5	0.4	n.a.	n.a.
Dividend Yield (%)	3.8	2.9	4.1	4.4	4.5
ROE (%)	17.1	12.3	15.4	n.a.	n.a.

Source : Company data and KGI estimates

**ผลิตภัณฑ์แผ่นยางรองราวรถไฟ**


Source: Company data

**KGI Locations**

<b>China</b>	Shanghai	Room 1907-1909 , Tower A, No. 100 Zunyi Road, Shanghai, PRC 200051
	Shenzhen	Room 24D1, 24/F, A Unit, Zhen Ye Building, 2014 Bao'annan Road, Shenzhen, PRC 518008
<b>Taiwan</b>	Taipei	700 Mingshui Road, Taipei, Taiwan Telephone 886.2.2181.8888 · Facsimile 886.2.8501.1691
<b>Hong Kong</b>		41/F Central Plaza, 18 Harbour Road, Wanchai, Hong Kong Telephone 852.2878.6888 Facsimile 852.2878.6800
<b>Thailand</b>	Bangkok	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand Telephone 66.2658.8888 Facsimile 66.2658.8014

**KGI's Ratings**

<b>Rating</b>	<b>Definition</b>
Outperform (OP)	The stock's excess return* over the next twelve months is ranked in the top 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).
Neutral (N)	The stock's excess return* over the next twelve months is ranked in the range between the top 40% and the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).1.3
Under perform (U)	The stock's excess return* over the next twelve months is ranked in the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).
Not Rated (NR)	The stock is not rated by KGI Securities.
Restricted (R)	KGI policy and/or applicable law regulations preclude certain types of communications, including an investment recommendation, during the course of KGI's engagement in an investment banking transaction and in certain other circumstances.  <i>Excess return = 12M target price/current price-</i>
Note	When an analyst publishes a new report on a covered stock, we rank the stock's excess return with those of other stocks in KGI's coverage universe in the related market. We will assign a rating based on its ranking. If an analyst does not publish a new report on a covered stock, its rating will not be changed automatically.

**Disclaimer**

KGI Securities (Thailand) Plc. ("The Company") disclaims all warranties with regards to all information contained herein. In no event shall the Company be liable for any direct, indirect or any damages whatsoever resulting from loss of income or profits, arising by utilization and reliance on the information herein. All information hereunder does not constitute a solicitation to buy or sell any securities but constitutes our sole judgment as of this date and are subject to change without notice.