

สมบุรณ์ แอ็ดวานซ์ เทคโนโลยี SAT TB

Sarachada Sornsong
(66) 2617 4900

Thailand
Cyclical Consumers/Automobiles

Change in Recommendation
7 December 2006

SO WHAT? THE THANACHART/BNP PARIBAS ANGLE

- We are ahead of our peers in factoring in the take-over of a casting plant, which will fatten SAT's margins next year. This makes our net profit forecast higher.
- But our target price is in line with the Street's as we are more cautious on SAT's margins in the long term.

Net Profit 07 THB488m
..... (Down 2.1%)

Diff from Consensus..... 9.9%
Consensus (mean) THB444m
Consensus (momentum) ↑

Target Price THB16.00
..... (Up 8.8%)

Diff from Consensus..... 2.6%
Consensus (median) THB15.59
Consensus (momentum) ↔

Current Price THB12.60
Upside/(Downside)..... 27.0%

BUY
(From Hold)

Recs in the Market

Positive.....8
Neutral.....1
Negative3
Consensus (momentum) ↑

Sources: Thomson One Analytics; Thanachart estimates

แรงขายใน SAT ที่ทำให้ราคาหุ้นปรับลงมา 17% จากเดือนที่ผ่านมาจะเป็นการปรับลงเกินปัจจัยพื้นฐาน และเนื่องจากมาร์จิ้นเริ่มดีขึ้น รวมทั้งได้คำสั่งซื้อใหม่ต่อเนื่อง น่าจะทำให้กำไรของ SAT เริ่มฟื้นตัวโดยเราคาดว่า Eps ใน 3 ปีข้างหน้าจะขยายตัวเฉลี่ยปีละ 13% และราคาหุ้นจะมี upside รว 27% รวมทั้งให้ div.yield รว 4% เราปรับคำแนะนำการลงทุนจากถือเป็น “ซื้อ”

ราคาลดลงจนน่าลงทุน

- ปรับคำแนะนำการลงทุนจากถือเป็น “ซื้อ” โดยคาดหวังผลตอบแทนราว 27%
- มาร์จิ้นมีแนวโน้มดีขึ้น
- มีโอกาสที่จะได้รับคำสั่งซื้อใหม่
- ปรับประมาณการกำไรปี 2006-08 & ปรับราคาเป้าหมายเป็น 16.0 บาท

ปรับคำแนะนำจากถือเป็น “ซื้อ” โดยคาดหวังผลตอบแทนราว 27%

ราคาหุ้น SAT ปรับลดลง 17% จากเดือนที่ผ่านมาหลังจากประกาศผลประกอบการ 3Q06 รวมทั้งแนวโน้มใน 4Q06 ก็ยังไม่ดีนัก และแม้ว่า SAT จะรายงานผลประกอบการ 3Q06 ที่ต่ำกว่าที่เราคาด และเราได้ปรับลดตัวเลขประมาณการกำไรลง แต่มีพัฒนาการบางด้านที่ทำให้เราเชื่อว่าผลประกอบการของ SAT จะเริ่มฟื้นตัว โดยเราคาดว่า Eps ใน 3 ปีข้างหน้าจะขยายตัวเฉลี่ยปีละ 13%

- แรงกดดันด้านมาร์จิ้นเริ่มลดน้อยลง แม้ว่ามาร์จิ้นที่ดีขึ้นใน 2H06 จะสร้างฐานใหม่สำหรับปีหน้า แต่ประโยชน์ที่ได้จากผลของ operational leverage รวมทั้งการลดการ outsource งานหล่อหลังจากที่ได้เข้าซื้อโรงหล่อ (casting plant) กำลังการผลิต 1,400 ตันซึ่งจะช่วย gross margin ดีขึ้นจาก 18.5% ในปีนี้เป็น 19.2% ในปี 2007 และ 19.5% ในปี 2008
- SAT ได้รับคำสั่งซื้อใหม่ๆ จากลูกค้าโดยบริษัท มีคำสั่งซื้อใหม่ในมือแล้วรวม 295 ล้านบาทในปีหน้า และ 255 ล้านบาทในปี 2008 ซึ่งจะช่วยให้รายได้จากการขายขยายตัว 7% และ 5% ตามลำดับ

เราเริ่มมีมุมมองที่ดีต่อ SAT และเชื่อว่าราคาปัจจุบันเป็นระดับที่น่าลงทุนเนื่องจากมี P/E ในปี 2007-08 ที่ 7.7 เท่า และ 6.7 เท่า เทียบกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 10 เท่า และเทียบกับประมาณการการขยายตัวของ Eps ที่ 14% ในปีหน้า และ 16% ในปี 2008 โดยเรายังคาดหวัง upside อีกราว 27% จาก fair value ใหม่ที่เราประเมินไว้ที่ 16.0 บาท รวมทั้งคาดหวังผลตอบแทนจากเงินปันผลราว 4% เราจึงปรับคำแนะนำการลงทุนจากถือเป็น “ซื้อ”

Sarachada Sornsong

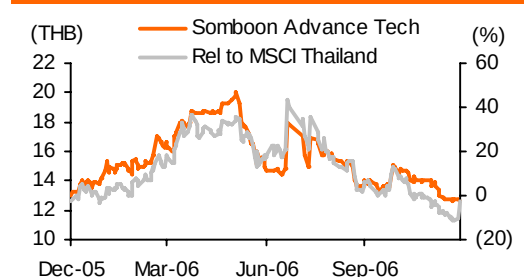
Thanachart Securities PCL
(66) 2617 4900
sarachada.sorl@thanachartsec.co.th

Earnings Estimates And Valuation Ratios

YE Dec (THB m)	2005A	2006E	2007E	2008E
Revenue	3,868	4,305	4,916	5,533
Reported net profit	441	429	488	564
Recurring net profit	433	429	488	564
Previous rec net profit	433	447	498	570
Chg from previous (%)	—	(4.1)	(2.1)	(1.1)
Recurring EPS (THB)	1.47	1.43	1.63	1.88
Previous rec EPS	1.47	1.49	1.66	1.90
Rec EPS growth (%)	1.3	(2.7)	13.8	15.6
Recurring P/E (x)	8.6	8.8	7.7	6.7
Dividend yield (%)	3.6	3.4	3.9	4.5
EV/EBITDA (x)	6.5	6.6	5.7	5.1
Price/book (x)	2.3	2.0	1.7	1.4
ROE (%)	44.1	24.4	23.4	22.8
Net debt/equity (%)	106.3	102.2	96.6	87.6

Sources: Somboon Advance Tech; Thanachart estimates

Share Price Daily vs MSCI



Next results/event	February 2007
Market cap (USD m)	106
12m avg daily turnover (USD m)	0.2
Free float (%)	49
Major shareholder	Somboon Holding Co Ltd (27%)
12m high/low (THB)	20.00/12.60

Source: Datastream

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่พ่วงความผิดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ตัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

การเปรียบเทียบ valuation ของหุ้นในกลุ่ม

	Recommendation	Target (THB)	Upside/ (downside) (%)	P/E		EPS gr.	
				2007E (x)	2008E (x)	2007E (%)	2008E (%)
Aapico Hitech*	BUY	22.40	16.1	7.9	6.9	33.2	14.3
Somboon Adv Tech	BUY	16.00	27.0	7.7	6.7	13.8	15.6
Thai Stanley Electric	BUY	180.00	7.8	9.8	8.9	5.8	10.6
Yarnapund	REDUCE	5.00	(13.8)	26.2	46.5	(56.0)	(43.6)

Note: * After acquisition of KPN Automotive PCL
Source: Thanachart estimates

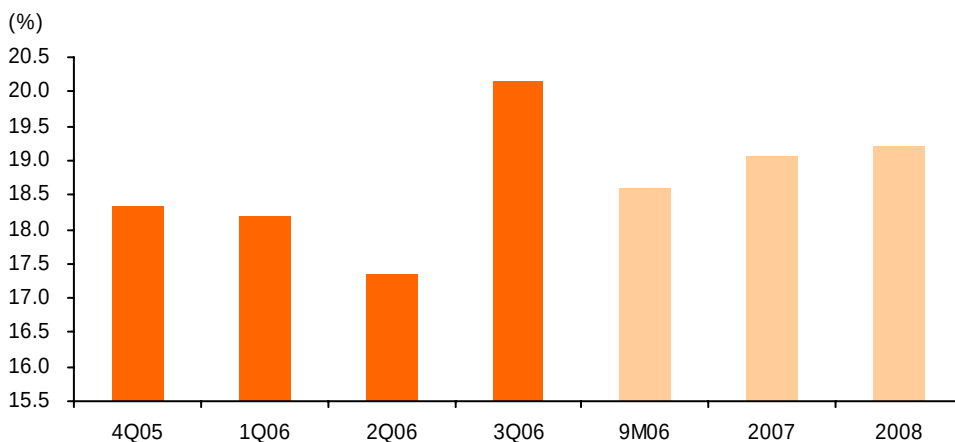
มาร์จิ้นมีแนวโน้มดีขึ้น

ราคาเหล็กที่ปรับขึ้นมา 10% y-y ทำให้ gross margin ของ SAT ลดลงจาก 20.9% ใน 1H05 เป็นราว 17.8% ใน 1H06 แต่จากการที่บริษัท สามารถปรับราคาขายเพื่อสะท้อนต้นทุนวัตถุดิบที่แพงขึ้นทำให้ gross margin ใน 3Q06 ดีขึ้น 2.4ppt จาก 1H06 เป็น 20.2% ใน 3Q06 และผู้บริหารก็คาดว่า gross margin ในช่วงที่เหลือของปีจะไม่ต่ำกว่า 18% ในขณะที่มาร์จิ้นที่ดีขึ้นใน 2H06 จะสร้างฐานใหม่สำหรับปีหน้า เราก็คาดว่ามาร์จิ้นยังมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นต่อเนื่องจากผลของ operational leverage เนื่องจากยอดขายฟื้นตัว

ไม่เพียงแต่พัฒนาการภายในบริษัท ที่ทำให้เรามีมุมมองที่ดีขึ้นต่อแนวโน้มมาร์จิ้นของ SAT เรายังมองว่าการเข้าซื้อกิจการโรงหล่อ (casting plant) จะช่วยเพิ่มมาร์จิ้นในอนาคตมีแนวโน้มดีขึ้น ในปัจจุบัน SAT มีปัญหากำลึงการผลิตของโรงหล่อที่ไม่เพียงพอ และต้องทำการ outsource งานหล่อราว 1,250 ตันเดือน หรือราว 60% ของปริมาณความต้องการทั้งหมด เพื่อเป็นการยุติปัญหานี้ SAT เตรียมเข้าลงทุนในโรงหล่อที่มีกำลังการผลิต 1,400 ตัน มูลค่า 200 ล้านบาท โดยจะใช้เงินจากกระแสเงินสดภายในบริษัท รวมทั้งการกู้จากสถาบันการเงิน และมูลค่าที่เข้าซื้อรวม 600 ล้านบาท (200 ล้านบาทในส่วนของทุน และ 400 ล้านบาทจากภาระหนี้สินของบริษัทนี้) เท่ากับต้นทุนกำลังการผลิตที่ราว 0.4 ล้านบาท/ตันซึ่งคิดเป็น 1 ใน 3 ของเงินลงทุนในปัจจุบันสำหรับโรงหล่อ การเข้าซื้อกิจการนี้จะเสร็จสมบูรณ์ภายใน 1Q07 และจะทำให้กำลังการผลิตของโรงหล่อของ SAT เพิ่มขึ้น 165% จนทำให้มีงานที่ต้อง outsource น้อยลง และจะส่งผลให้มาร์จิ้นสำหรับธุรกิจ disc/drum brake ปรับตัวสูงขึ้น โดยปัจจุบันรายได้จากธุรกิจส่วนนี้คิดเป็น 12% ของยอดขายรวม

แม้ผู้บริหารจะมีมุมมองที่ดีต่อ gross margin ว่าจะเพิ่มขึ้น 2.5ppt ในปีหน้า แต่เรายังยึดหลัก conservative โดยคาดว่า gross margin จะเพิ่มจากเฉลี่ย 18.5% ในปีนี้เป็น 19.2% ในปีหน้า และ 19.5% ในปี 2008

มาร์จิ้นมีแนวโน้มดีขึ้น



Sources: Somboon Advance Tech; Thanachart estimates

ผลของ operational leverage และฐานมาร์จิ้นที่สูงขึ้นทำให้ gross margin เพิ่มขึ้น 18.5% ในปีนี้ เป็น 19.2% ในปีหน้า

เรามองว่าแผนในการเข้าซื้อโรงหล่อจะทำให้มาร์จิ้นปรับตัวดีขึ้น

มีโอกาสดีที่จะได้รับคำสั่งซื้อใหม่

ผู้ผลิตรถยนต์ค่ายต่างๆ ต่างเน้นในเรื่องการออกแบบ และการพัฒนาเทคโนโลยี จึงมีแนวโน้มที่จะใช้ชิ้นส่วนที่ผลิตจากผู้ผลิตชิ้นส่วนยานยนต์ต่างๆ และจากการที่ผู้ผลิตชิ้นส่วนอิสระสามารถผลิตสินค้าคุณภาพได้ในราคาที่ต่ำกว่า ทำให้ SAT มีโอกาสที่ดีจากการเปลี่ยนแปลงนี้ในการรองรับคำสั่งซื้อใหม่ของผู้ผลิตรถยนต์ชั้นนำต่างๆ เหล่านี้ ทำให้บริษัทฯ มีส่วนแบ่งการตลาดที่เพิ่มขึ้นสำหรับทุกสายผลิตภัณฑ์ ในปัจจุบัน SAT มีส่วนแบ่งเกิน 90% สำหรับเพลอาซัง (axle shaft), ราว 20% สำหรับ leaf springs และราว 20-30% ใน disc/drum brake

เรามีมุมมองที่ดีมากกว่า SAT จะสามารถเพิ่มส่วนแบ่งการตลาดได้มากยิ่งขึ้นเนื่องจากบริษัทฯ ได้รับคำสั่งซื้อใหม่ๆ เข้ามาอย่างต่อเนื่อง ในขณะที่ บริษัทฯ มีคำสั่งซื้อใหม่ในมือแล้วราว 1.2 พันล้านบาทที่จะทยอยรับรู้ในปีหน้า และต่อเนื่องจนถึงปี 2015 และคำสั่งซื้อใหม่เหล่านี้จะเป็นหลักประกันที่ทำให้ยอดขายขยายตัว 7% ในปีหน้า และ 5% ในปี 2008 ดังนั้น ประเมินการการเติบโตของยอดขายของเราที่ 14% และ 13% ในช่วงดังกล่าวจึงน่าจะมีความเป็นไปได้สูง ประกอบกับมาร์จินที่ดีขึ้นดังที่เราได้กล่าวไปในตอนต้น เราจึงคาดว่า Eps ของ SAT จะขยายตัว 14% ในปีหน้า และ 16% ในปี 2008

คำสั่งซื้อใหม่ที่บริษัทฯ ได้รับ

Orders	Car maker	Date order received	Value (THB m)	Contract length (years)
Fly wheels	na	Jan-07	185	4
Differential cases	na	Jan-07	90	6
Brackets & Hubs	Hino	April-07	110	5
Axle shafts	GM S. Africa	April-07	200	5
Coil springs	Nissan	Jul-07	137	6
Pulleys	Toyota IMV	Aug-07	65	4
Disc brakes	Mitsubishi	Nov-07	132	8
Brackets	Corolla	Jan-08	105	4
Coil springs	Accord/Jazz	2008	101	4
Stabilizer bars	Accord/Jazz	2008	77	4

Source: Somboon Advance Tech

เราเชื่อว่าผลประกอบการของ SAT จะยังขยายตัวต่อเนื่องเพราะเรายังไม่ได้รวมคำสั่งซื้อใหม่เหล่านี้เข้าในการจัดทำประมาณการ ปัจจุบันมีลูกค้ารายหนึ่งที่นำเข้า under-car parts modules จากญี่ปุ่น และตัดสินใจที่จะหันมาสั่งซื้อจากผู้ผลิตภายในประเทศ และลูกค้ารายนี้ก็พอใจในราคาที่ SAT เสนอ โดยผู้บริหาร SAT กล่าวว่า มีความมั่นใจ 80% ที่จะได้รับคำสั่งซื้อจากลูกค้ารายนี้ ทั้งนี้ จะมีการสรุปผลภายใน ม.ค.07 โครงการนี้มีต้นทุนราว 2 พันล้านบาท และน่าจะสร้างรายได้ให้ SAT ราวปีละ 1 พันล้านบาท จากการที่บริษัทฯ มีความชำนาญในงานชิ้นส่วนหลัก เราจึงไม่คิดว่าบริษัทฯ จะมีอุปสรรคใดๆ ในการร่วมทุนดังกล่าว รวมทั้งไม่คิดว่าบริษัทฯ จะมีปัญหาทางการเงินแม้เราจะเชื่อว่าวิธีที่ดีที่สุดคือการร่วมทุนในสัดส่วน 50:50 กับผู้ให้การสนับสนุนด้านเทคนิค

นอกจากนี้ ยังมี upside จากการที่ Ford/Mazda เตรียมย้ายฐานการผลิตรถยนต์นั่งส่วนบุคคลขนาดเล็กจากอเมริกาเหนือมายังไทย โดยตั้งเป้ากำลังการผลิตรถยนต์ราวปีละ 200,000 คันในปี 2009 ชาวดังกล่าวจะช่วยทำให้ระดับการผลิตรถยนต์ของไทยเติบโต และทำให้มีความต้องการชิ้นส่วนเพิ่มขึ้นจากการที่บริษัทฯ มีสัมพันธ์ทางธุรกิจที่ดีกับ Ford/Mazda และมีกำลังการผลิตเพียงพอที่จะรองรับลูกค้านี้ เราจึงคาดว่า SAT จะเป็นผู้ประกอบการที่ได้ประโยชน์ในธุรกิจผลิต spring และ casting products ในปัจจุบัน SAT มีคู่แข่งเพียงอย่างละ 1 รายสำหรับผลิตภัณฑ์ทั้งสองนี้ – คือ NHK Spring และ Aishin Group แต่จากการที่ผลิตภัณฑ์ของบริษัทฯ มีคุณภาพที่ดี และมีราคาที่แข่งขันได้ ทำให้ SAT น่าจะได้รับคำสั่งซื้อจากลูกค้าญี่ปุ่นเหล่านี้ และทำให้มีส่วนแบ่งการตลาดเพิ่มขึ้นสำหรับ 2 ผลิตภัณฑ์ดังกล่าว ในความเป็นจริง Ford/Mazda ได้ขอให้ SAT ยื่นใบเสนอราคาสำหรับ coil springs และเหล็กกันโคลง (stabilizer bars) สำหรับรถยนต์ส่วนบุคคลที่จะผลิต

คำสั่งซื้อใหม่จะรองรับให้ยอดขายเติบโต 7% ในปีหน้า และ 5% ในปี 2008

เราเชื่อว่าผลประกอบการมีแนวโน้มฟื้นตัวชัดเจน โดย EPS น่าจะขยายตัว 14% ในปีหน้า และ 16% ในปี 2008

ผลประกอบการในระยะยาวยังมีแนวโน้มเติบโตต่อเนื่อง ...

.. จากโครงการผลิต under-car parts module ...

... ในขณะที่ Ford/Mazda เตรียมย้ายฐานการผลิตรถยนต์นั่งขนาดเล็กมายังไทย

ปรับประมาณการขึ้น & ปรับราคาเป้าหมายเป็น 16.0 บาท

ภาวะน้ำท่วมในหลายจังหวัดทั่วประเทศทำให้ยอดขายรถยนต์ภายในประเทศชะลอตัวลง และทำให้เราปรับลดประมาณการยอดขายในปีนี้อย่างน้อย 3% ซึ่งส่งผลให้กำไรสุทธิในปีนี้อย่างน้อยลดลงจากประมาณการเดิม 4% แต่หลังปี 2006 แม้เราจะคาดว่ามาร์จิ้นของ SAT จะดีขึ้น และการประเมินส่วนแบ่งรายได้ตามวิธีส่วนได้เสีย (equity income) ที่ระมัดระวังของเราทำให้ปรับลดประมาณการกำไรสุทธิในปี 2007 และปี 2008 ลงจากเดิมราว 2% และ 1% ตามลำดับ อย่างไรก็ตาม เนื่องจากเราใช้วิธีประเมิน fair value โดยอิง DCF (WACC ที่ 8.2%) ราคาเป้าหมายของเราจึงปรับเพิ่มขึ้นจากเดิมเป็น 16.0 บาท และที่ราคาหุ้นปัจจุบันยังมี upside อีกราว 27% รวมทั้งยังให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลราว 4% ดังนั้น เราจึงปรับคำแนะนำการลงทุนจากถือเป็น “ซื้อ”

**เราปรับราคาเป้าหมายขึ้น
จากเดิม 8.8% เป็น 16.0 บาท
และเปลี่ยนคำแนะนำการ
ลงทุนจากถือเป็น “ซื้อ”**

FINANCIAL STATEMENTS

Somboon Advance Tech

Profit and Loss (THB m)					
Year Ending December	2004A	2005A	2006E	2007E	2008E
Revenue	2,302	3,868	4,305	4,916	5,533
Cost of sales ex depreciation	(1,653)	(2,911)	(3,278)	(3,701)	(4,145)
Gross profit ex depreciation	650	958	1,027	1,215	1,388
Other operating income	-	-	-	-	-
Operating costs	(223)	(287)	(293)	(334)	(376)
Operating EBITDA	427	671	734	881	1,012
Depreciation	(74)	(167)	(229)	(270)	(311)
Goodwill amortisation	-	-	-	-	-
Operating EBIT	353	504	505	611	701
Net financing costs	(76)	(90)	(87)	(137)	(172)
Associates	-	25	14	24	50
Recurring non operating income	99	120	108	113	122
Non recurring items	139	8	-	-	-
Profit before tax	515	567	539	611	700
Tax	(48)	(126)	(110)	(123)	(137)
Profit after tax	466	441	429	488	564
Minority interests	-	-	-	-	-
Preferred dividends	-	-	-	-	-
Other items	-	-	-	-	-
Reported net profit	466	441	429	488	564
Non recurring items & goodwill (net)	(139)	(8)	0	0	0
Recurring net profit	328	433	429	488	564
Per share (THB)					
Recurring EPS *	1.45	1.47	1.43	1.63	1.88
Reported EPS	2.06	1.50	1.43	1.63	1.88
DPS	-	0.45	0.43	0.49	0.56
Growth					
Revenue (%)	315.7	68.0	11.3	14.2	12.6
Operating EBITDA (%)	281.3	57.0	9.5	20.0	14.8
Operating EBIT (%)	361.6	42.7	0.1	21.1	14.7
Recurring EPS (%)	295.8	1.3	(2.7)	13.8	15.6
Reported EPS (%)	1001.8	(27.5)	(4.5)	13.8	15.6
Operating performance					
Gross margin inc depreciation (%)	25.0	20.5	18.5	19.2	19.5
Operating EBITDA margin (%)	18.5	17.3	17.1	17.9	18.3
Operating EBIT margin (%)	15.3	13.0	11.7	12.4	12.7
Net margin (%)	14.2	11.2	10.0	9.9	10.2
Effective tax rate (%)	9.3	22.2	20.5	20.2	19.5
Dividend payout on recurring profit (%)	-	30.6	30.0	30.0	30.0
Interest cover (x)	5.9	7.2	7.2	5.5	5.1
Inventory days	34.1	42.4	47.3	47.5	47.8
Debtor days	65.4	67.2	64.9	63.8	64.2
Creditor days	68.2	75.7	82.2	82.8	83.3
Operating ROIC (%)	21.5	14.0	12.3	12.9	13.2
Operating ROIC - WACC (%)	13.1	5.8	4.0	4.7	4.9
ROIC (%)	25.7	16.6	13.7	14.2	14.5
ROIC - WACC (%)	17.3	8.4	5.5	5.9	6.2
ROE (%)	106.9	44.1	24.4	23.4	22.8
ROA (%)	19.0	12.4	10.3	10.8	11.2

* Pre exceptional, pre-goodwill and fully diluted

Key Assumptions (THB m)	2004A	2005A	2006E	2007E	2008E
Axle shaft utilization rate (%)		100.0	92.63	90.80	89.49
Leaf spring utilization rate (%)		73.33	77.00	82.39	82.39
Coils spring utilization rate (%)		65.00	68.25	73.03	69.85
Disc brake utilization rate (%)		53.85	59.23	63.97	60.08
Drum brake utilization rate (%)		100.0	80.00	75.13	73.76

Revenue By Division (THB m)	2004A	2005A	2006E	2007E	2008E
Sales	2,302	3,868	4,305	4,916	5,533

New orders imply locked-up revenue growth of around 7% in 2007 and 5% in 2008.

While a margin recovery in 2H06 should lift the base for 2007, operational leverage and a reduction in outsourced casting work will help margins widen

Sources: Somboon Advance Tech; Thanachart estimates

Cash Flow (THB m)					
Year Ending December	2004A	2005A	2006E	2007E	2008E
Recurring net profit	328	433	429	488	564
Depreciation	74	167	229	270	311
Associates & minorities	-	(25)	(14)	(24)	(50)
Other non-cash items	-	-	-	-	-
Recurring cash flow	402	575	644	734	824
Change in working capital	(394)	16	(28)	(69)	(68)
Capex - maintenance	(1,877)	(731)	(600)	(800)	(600)
Capex - new investment	-	-	-	-	-
Free cash flow to equity	(1,869)	(140)	17	(136)	156
Net acquisitions & disposals	(61)	0	(86)	24	(150)
Dividends paid	(74)	(60)	(135)	(129)	(146)
Non recurring cash flows	(275)	602	(29)	(2)	(19)
Net cash flow	(2,278)	403	(234)	(242)	(160)
Equity finance	146	159	-	0	-
Debt finance	2,271	(479)	217	241	160
Movement in cash	139	83	(16)	0	0
Per share (THB)					
Recurring cash flow per share	1.78	1.95	2.15	2.45	2.75
FCF to equity per share	(8.27)	(0.47)	0.06	(0.45)	0.52
Balance Sheet (THB m)					
Year Ending December	2004A	2005A	2006E	2007E	2008E
Working capital assets	1,000	1,206	1,344	1,530	1,720
Working capital liabilities	(727)	(896)	(998)	(1,144)	(1,278)
Net working capital	273	310	346	386	442
Tangible fixed assets	2,173	2,737	3,108	3,638	3,927
Operating invested capital	2,446	3,047	3,453	4,024	4,370
Goodwill	-	-	-	-	-
Other intangible assets	-	-	-	-	-
Investments	61	85	185	185	385
Other assets	146	209	232	265	298
Invested capital	2,653	3,341	3,871	4,474	5,053
Cash & equivalents	(196)	(286)	(270)	(270)	(270)
Short term debt	472	238	422	467	498
Long term debt *	2,009	1,764	1,797	1,993	2,122
Net debt	2,285	1,715	1,949	2,190	2,350
Deferred tax	-	-	-	-	-
Other liabilities	18	12	15	17	19
Total equity	350	1,613	1,907	2,267	2,684
Minority interests	-	-	-	-	-
Invested capital	2,653	3,341	3,871	4,474	5,053
<i>* Includes convertibles and preferred stock which is being treated as debt</i>					
Per share (THB)					
Book value per share	1.55	5.38	6.36	7.56	8.95
Tangible book value per share	1.55	5.38	6.36	7.56	8.95
Financial strength					
Net debt/equity (%)	652.7	106.3	102.2	96.6	87.6
Net debt/total assets (%)	63.9	37.9	37.9	37.2	35.6
Current ratio (x)	1.0	1.3	1.1	1.1	1.1
CF interest cover (x)	(23.4)	(0.5)	1.2	0.0	1.9
Valuation					
2004A	2005A	2006E	2007E	2008E	
Recurring P/E (x) *	8.7	8.6	8.8	7.7	6.7
Recurring P/E @ target price (x) *	11.0	10.9	11.2	9.8	8.5
Reported P/E (x)	6.1	8.4	8.8	7.7	6.7
Dividend yield (%)	-	3.6	3.4	3.9	4.5
P/CF (x)	7.1	6.5	5.9	5.2	4.6
P/FCF (x)	neg	neg	228.9	neg	24.3
Price/book (x)	8.1	2.3	2.0	1.7	1.4
Price/tangible book (x)	8.1	2.3	2.0	1.7	1.4
EV/EBITDA (x) **	7.7	6.5	6.6	5.7	5.1
EV/EBITDA @ target price (x) **	9.2	7.6	7.8	6.7	6.0
EV/invested capital (x)	1.9	1.6	1.5	1.3	1.2
<i>* Pre exceptional, pre-goodwill and fully diluted</i>					
<i>** EBITDA includes associate income and recurring non-operating income</i>					

This represents a bargain versus the 10x industry average and given our EPS growth projections of 14% in 2007 and 16% in 2008

Sources: Somboon Advance Tech; Thanachart estimates