

บริษัท กรุงไทยคาร์เร้นท์ แอนด์ ลีส จำกัด (มหาชน)

ผลตอบแทนที่น่าประทับใจ

Small Cap Stock

17 สิงหาคม 2550

ซื้อ

6.20 บาท

@16/08/07

ราคาเป้าหมาย: 9.25 บาท

นักวิเคราะห์: อาติส ภมรนนท์
(662) 231-3777 ext.2413
arsit@bualuang.co.th
www.bualuang.co.th

- เราแนะนำ "ซื้อ" โดยมีราคาที่เหมาะสมที่ 9.25 บาท: เราประมาณราคาที่เหมาะสมบนพื้นฐานของ PER ที่ 8 เท่าสำหรับ EPS ในปี 51 ที่ 1.16บาท โดย KCAR มีการเติบโตของกำไรต่อหุ้นถึง 34% ในปี 2550 และ 16% ในปี 2551
- แนวโน้มกำไรสุทธิที่เติบโตอย่างมั่นคง: เราคาดว่าแนวโน้มของกำไรสุทธิจะเติบโตขึ้นอีก 34% เป็น 248 ล้านบาท ในปี 2550 และเพิ่มขึ้นต่อเนื่องอีก 16% เป็น 289 ล้านบาทในปี 2551 จาก 1) การเติบโตของรายได้ตามการเติบโตของอุตสาหกรรมและการขยายจำนวนรถยนต์ให้เช่า 2) อัตราการทำกำไรที่ยังแข็งแกร่งต่อเนื่องจากกลยุทธ์ในการดำเนินงาน 3) อัตราภาษีที่ลดลงจากกฎหมายเรื่องการลงทุนในสินทรัพย์ใหม่
- อัตราการจ่ายเงินปันผลที่น่าประทับใจ: เราคาดว่า KCAR จะมีการจ่ายเงินปันผลที่ 0.60 บาทต่อหุ้นในปี 2550 คิดเป็นอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend yield) ที่ 9.6%
- เติบโตมั่นคงด้วย Vertical integration: KCAR เป็นบริษัทเดียวในตลาดที่ทำธุรกิจครบวงจรโดยเริ่มจากการจัดการรถเพื่อเช่า การให้บริการด้านการเช่า และการขายรถเมื่อสัญญาเช่าหมดอายุนั้น ทำให้ KCAR มี ROA ROE รวมทั้งอัตรารส่วนกำไรสุทธิ (Net margin) เหนือกว่าคู่แข่งอย่างเด่นชัด

บทสรุปการเงิน

FY Ended 31 Dec	2004	2005	2006	2007E	2008E
Revenues (Btm)	517	699	951	1,184	1,405
Net profit (Btm)	138	165	185	248	289
EPS (Bt)	0.69	0.82	0.74	0.99	1.16
EPS growth (%)	N/A	19.1%	-10.3%	34.3%	16.4%
Core EPS (Bt)	0.59	0.68	0.56	0.84	0.96
Core EPS growth (%)	n/a	15.34%	-16.83%	49.85%	13.90%
PER (x)	9.0	7.5	8.4	6.2	5.4
Core PER (x)	10.6	9.2	11.0	7.4	6.5
PBV (x)	3.5	1.9	2.1	1.8	1.6
Dividend (Bt)	0.00	0.39	0.44	0.60	0.69
Dividend yield (%)	0.0	6.8	8.3	9.6	11.2
ROE (%)	39.1	32.4	26.2	31.0	31.9
Net gearing (%)	229.8	127.2	101.7	278.6	230.8

ที่มา: บล บัวหลวง

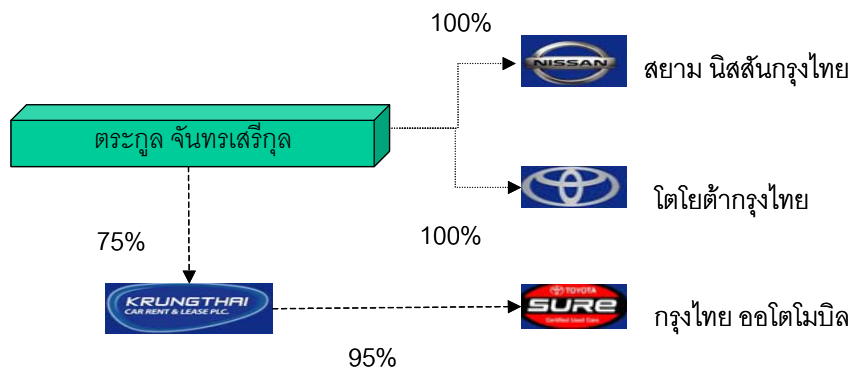
ประวัติบริษัท

บริษัท กรุงไทย คาร์ เร็นท์ แอนด์ ลีส จำกัด (มหาชน) (KCAR) ได้ก่อตั้งขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อดำเนินธุรกิจการให้บริการเช่ารถยนต์แบบสัญญาเช่าเพื่อกำหนดดำเนินงาน (Operating Leasing) และการให้บริการเช่ารถยนต์ระยะสั้น (Rental) โดย KCAR มีลูกค้าทั้งหน่วยงานราชการและรัฐวิสาหกิจ บริษัทเอกชน รวมถึงลูกค้าบุคคลทั่วไป ทั้งนี้จะมุ่งเน้นลูกค้าประเภทนิติบุคคลเป็นหลัก

รถยนต์ที่บริษัทให้เช่าส่วนใหญ่เป็นรถยนต์ญี่ปุ่น ซึ่งมีสภาพคล่องในการซื้อขายสูง ทั้งรถเก๋ง รถตู้ และรถปิคอัพ เช่น โตโยต้า ฮอนด้า อีซูซุ นิสสัน เป็นต้น นอกจากนี้มีรถยนต์ยุโรปให้เช่า เพื่อตอบสนองความต้องการของลูกค้าในทุกระดับ

ปัจจุบัน บริษัทมีบริษัทย่อยหนึ่งแห่ง คือ บริษัท กรุงไทย ออโตโมบิล จำกัด ซึ่งบริษัทมีสัดส่วนการถือหุ้น 95% โดยบริษัท กรุงไทย ออโตโมบิล จำกัด ประกอบธุรกิจรับซื้อ จำหน่ายและแลกเปลี่ยนรถยนต์ใช้แล้วไม่จำกัดยี่ห้อและประเภท (ซื้อขายรถยนต์มือสอง) จึงเป็นการสนับสนุนให้ KCAR สามารถดำเนินธุรกิจได้ครบวงจร เนื่องจากสามารถจัดจำหน่ายรถยนต์ที่ครบสัญญาเช่า ผ่านช่องทางนี้ได้โดยตรงถึงลูกค้า ทำให้ได้ราคาจำหน่ายรถยนต์ที่สูงขึ้น นอกจากนี้ บริษัทย่อย ยังสามารถสร้างผลตอบแทนให้แก่กลุ่มบริษัทได้ จากการขายรถยนต์ใช้แล้วที่รับซื้อจากบุคคลอื่นทั่วไป ซึ่งคาดว่าจะส่งผลให้บริษัทมียอดจำหน่ายรถยนต์ และรายได้เพิ่มสูงขึ้น

ลักษณะการประกอบธุรกิจ



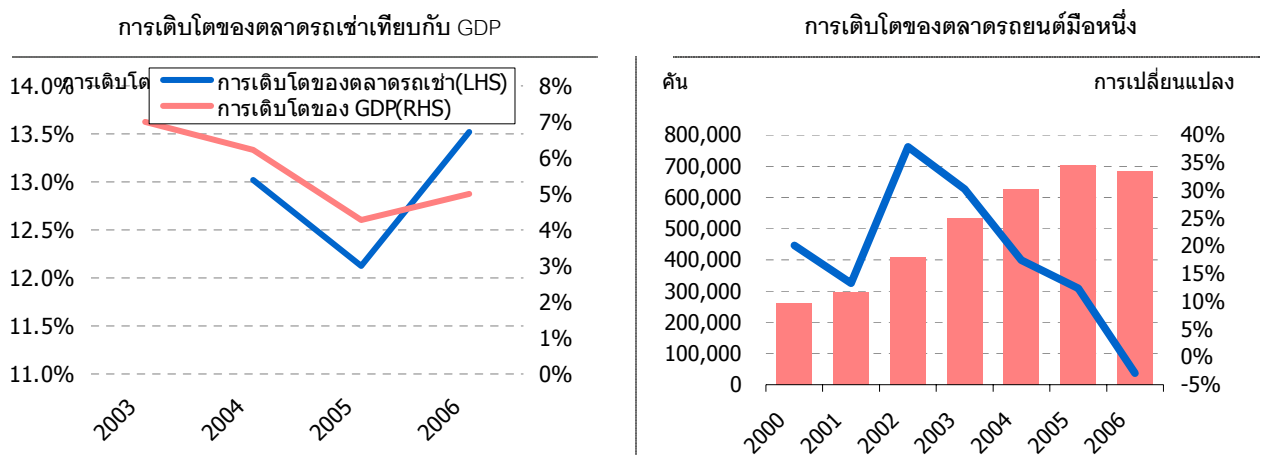
ที่มา: KCAR

แนวโน้มอุตสาหกรรม

อุตสาหกรรมรถเข้ายังเป็นช่วงขาขึ้น (Sun rise industry): การเติบโตของอุตสาหกรรมรถเข่าในประเทศไทยมีการขยายตัวอย่างต่อเนื่องตามการขยายตัวของภาวะเศรษฐกิจ รวมถึงนโยบายการเลือกใช้รถยนต์ของหน่วยงานของรัฐและเอกชนต่างๆ ที่มีแนวโน้มปรับเปลี่ยนจากการซื้อเป็นการเช่าเพื่อกำหนดต้นทุนการบริหารให้แน่นอน ลดภาระทางการเงิน รวมทั้งผลประโยชน์ทางด้านภาษี ซึ่งเป็นปัจจัยที่จะกระตุ้นให้ผู้บริโภคตัดสินใจเช่ารถยนต์มากขึ้น ทั้งนี้การเติบโตของธุรกิจรถเข่าในประเทศไทยนับตั้งแต่ปี 2546 เป็นต้นมา มีการเติบโตในโดยเฉลี่ยที่ 13% ซึ่งสูงมากเมื่อเทียบกับอุตสาหกรรมอื่นๆ ซึ่งเราเชื่อว่าอุตสาหกรรมนี้จะสามารถรักษาการเติบโตในระดับ 10% ได้อีก 1-3 ปี ข้างหน้า เนื่องจากภาครัฐหันมาเน้นการเช่ามากกว่าการซื้อรถเพิ่มขึ้น ภาคเอกชนที่มีแนวโน้มเน้นการบริหารต้นทุน รวมทั้งการท่องเที่ยวของไทยที่ขยายตัว ทั้งนี้ สัดส่วนการให้บริการรถเช่าได้เริ่มเปลี่ยนจากการเช่าระยะสั้น (เพื่อการท่องเที่ยว) เป็นการให้เช่าระยะยาว (เช่าเพื่อการดำเนินงานในองค์กร) หรือเพิ่มขึ้นจาก 30% เป็น 40% ในปีที่ผ่านมา

ตลาดรถยนต์มือสองยังเติบโตและมีขนาดใหญ่: ถึงแม้ว่าจะไม่มีตัวเลขที่แน่ชัดในขนาดของตลาดซื้อขายรถยนต์มือสอง แต่ทั้งนี้อุตสาหกรรมได้คาดการณ์ขนาดของตลาดรถยนต์มือสองในปัจจุบันอยู่ที่ประมาณ 1.8 ล้านคัน ซึ่งมากกว่าตลาดรถยนต์มือหนึ่งประมาณสามเท่า และมีการเติบโตโดยเฉลี่ยประมาณ 5-10% ต่อปีซึ่งใกล้เคียงกับตลาดรถยนต์มือหนึ่ง โดยส่วนใหญ่เป็นผู้ประกอบการขนาดเล็กหรือขนาดย่อม กระจายตามแหล่งต่างๆ นอกจากนี้จากการที่ตลาดมีขนาดใหญ่มาก ทำให้ค่ายรถยนต์ต่างๆ เริ่มเข้ามาทำตลาดรถยนต์มือสองกันมากขึ้น เช่น Toyota Benz Volvo ซึ่งเป็นการกระตุ้นตลาดซื้อขายรถยนต์มือสองให้คึกคักมากขึ้น และสร้างภาพลักษณ์ที่ดีต่อผู้บริโภคให้กับตลาดรถยนต์มือสอง ดังนั้นเราคาดว่าทิศทางของผู้บริโภคจะหันไปใช้บริการซื้อขายรถยนต์มือสองที่มีคุณภาพจากบริษัทที่ร่วมกับค่ายรถยนต์มากขึ้น เนื่องจากข้อได้เปรียบในเรื่องการรับประกันคุณภาพ การจัดหาสินเชื่อ และราคาขายคืน

ตารางที่ 1 : แนวโน้มการเติบโตของอุตสาหกรรม



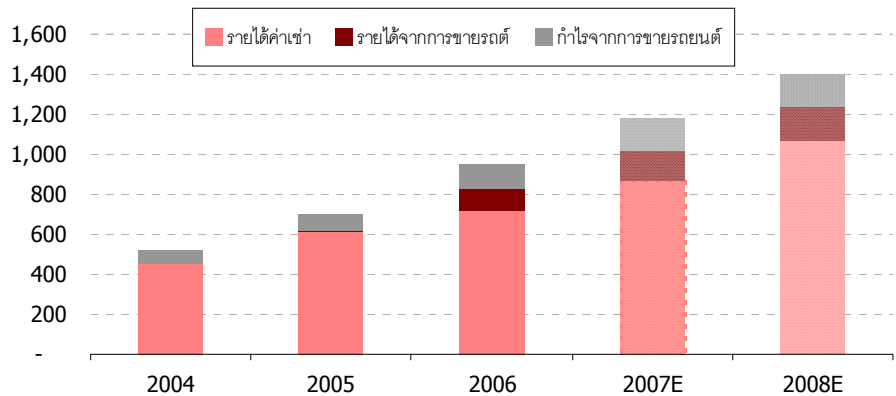
ที่มา: บล บัวหลวง

Investment Highlight

กำไรสุทธิในปี 2550 โตอย่างก้าวกระโดด: เราคาดว่าจะเห็นกำไรสุทธิของ KCAR ในปี 2550 เติบโต 34% จากปี 2549 เป็น 248 ล้านบาท (กำไรสุทธิต่อหุ้น 0.99 บาท) เนื่องจาก 1) รายได้ที่เติบโตตามการขยายตัวของอุตสาหกรรมและการขยายจำนวนรถที่ให้เช่า 2) อัตราการทำกำไรที่ยังแข็งแกร่งจากกลยุทธ์ในการดำเนินงาน และ 3) อัตราภาษี (Effective tax rate) ที่ลดลงจากกฎหมายเรื่องการลงทุนในสินทรัพย์เพื่อมีไว้ให้เช่าใหม่ (เริ่มใน ๖.ค. 2549) ซึ่งสามารถหักภาษีได้ 25% ของมูลค่าสินทรัพย์ที่ซื้อ

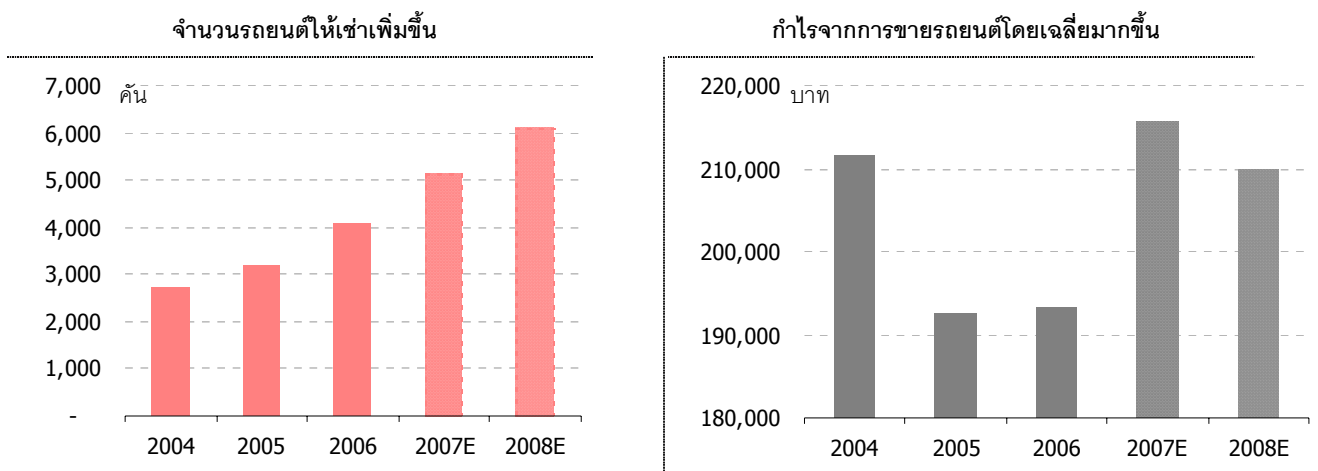
- รายได้ที่เติบโตตามการขยายตัวของอุตสาหกรรมและการขยายจำนวนรถที่ให้เช่า: เราประมาณการรายได้ของ KCAR ในปี 2550 เป็น 1.2 พันล้านบาท เนื่องจาก 1) การเติบโตที่ต่อเนื่องของอุตสาหกรรมรถเช่า 2) ค่าธรรมเนียมการขยายจำนวนรถยนต์ให้เช่าจาก 4,300 คันในปี 2549 เป็น 5,100 คันในปี 2550 3) รายได้ของค่าเช่าต่อคันที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นจาก model รถยนต์ใหม่ๆ ที่เข้ามา 4) การเติบโตที่ต่อเนื่องของธุรกิจรถยนต์มือสอง ซึ่งในครึ่งปีแรก กรุงเทพฯ ออกโตโมบิล (บริษัทลูกของ KCAR) มียอดขายที่เพิ่มขึ้น 32% เมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีที่ผ่านมา อยู่ที่ 537 คัน 5) กำไรจากการขายรถยนต์เมื่อหมดอายุสัญญาเพิ่มขึ้นจาก 190,000 บาทเป็น 210,000 บาท

ตารางที่ 2: ประมาณการปีรายได้ปี 2550 และ 2551



ที่มา: บล.บัวหลวง

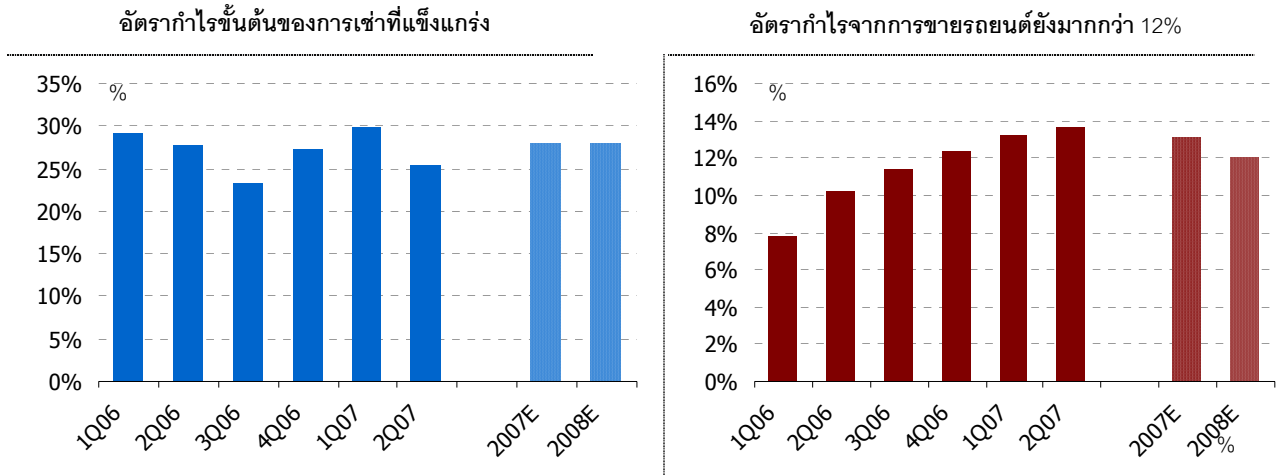
ตารางที่ 3 : จำนวนรถยนต์ให้เช่าและกำไรจากการขายรถยนต์



ที่มา: บล.บัวหลวง

- อัตราการทำกำไรที่ยังแข็งแกร่งจากกลยุทธ์ในการดำเนินงาน: เราประมาณการอัตรากำไรขั้นต้นในปี 2550 เป็น 36% เพิ่มขึ้น ประมาณ 180 bps จากปี 2549 เนื่องจาก 1) รายได้ของค่าเช่าที่เพิ่มจาก model รถยนต์ที่ออกมา โดยเฉพาะในครึ่งปีหลังที่ที่มีการเปลี่ยนโฉม Toyota Altis 2) สัญญาการเช่าส่วนใหญ่ที่มีอายุประมาณ 3 ปี ซึ่งทำให้อัตรากำไรขั้นต้นค่อนข้างจะมีความแน่นอน 3) กำไรจากการขายรถที่หมดสัญญาเช่าเพิ่มขึ้นจากเฉลี่ยคันละ 190,000 บาทเป็น 220,000 บาท

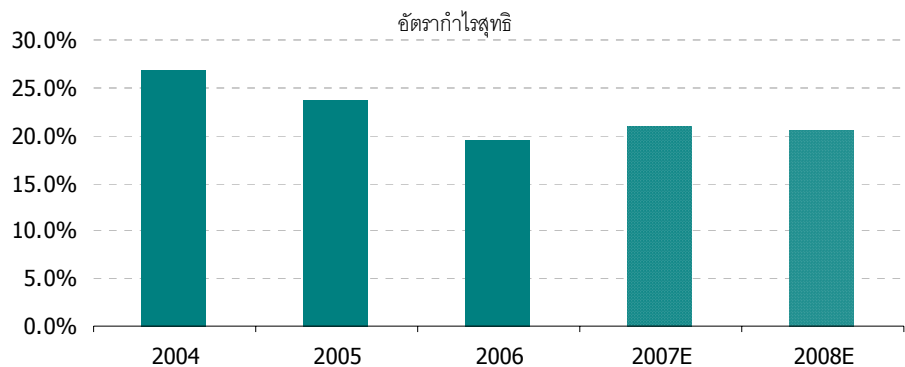
ตารางที่ 4 : อัตรากำไรขั้นต้น



ที่มา: บล.บัวหลวง

แนวโน้มกำไรสุทธิที่เติบโตต่อเนื่องในปี 2551: ถึงแม้ว่าอัตราส่วนกำไรสุทธิจะลดลงในปี 2549 จากการเริ่มเปิดธุรกิจรถยนต์มือสอง แต่เราคาดว่าจะเห็นแนวโน้มที่ดีขึ้นในปี 2550 รวมทั้งยังคงรักษาการเติบโตของกำไรสุทธิอย่างแข็งแกร่งต่อไปในปี 2551 ได้ โดยเราคาดการณ์การเติบโตของกำไรสุทธิอีก 16% เป็น 289 ล้านบาท (กำไรสุทธิต่อหุ้นที่ 1.16 บาท) เนื่องจาก 1) การเติบโตที่ต่อเนื่องของอุตสาหกรรม 2) คาดการณ์จำนวนรถยนต์ให้เช่าที่เพิ่มขึ้นเป็น 6,000 คัน

ตารางที่ 5: คาดการณ์อัตรากำไรสุทธิยังคงมากกว่า 20%

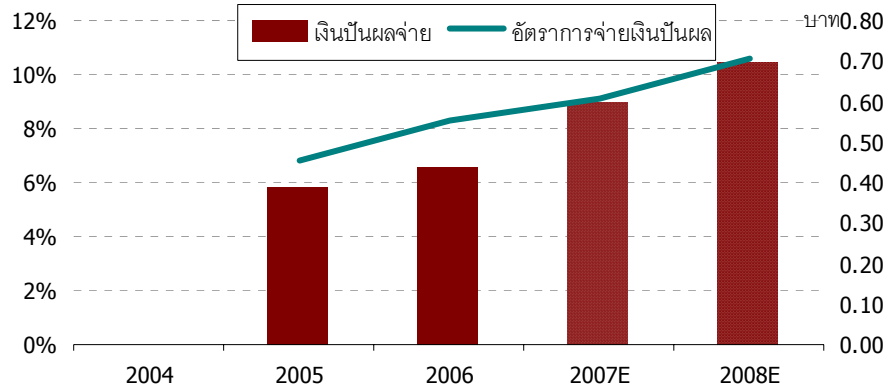


ที่มา: บล.บัวหลวง

* กำไรสุทธิที่ลดลงในปี 2006 เนื่องจากธุรกิจรถยนต์มือสองซึ่งให้อัตรากำไรที่ต่ำ แต่ช่วยเพิ่มรายได้

- **อัตราการจ่ายเงินปันผลที่น่าประทับใจ:** จากนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่ 60% ของกำไรสุทธิ (dividend pay out ratio 60%) ทำให้เราคาดว่า KCAR จะมีการจ่ายเงินปันผลที่ 0.60 บาทต่อหุ้นในปี 2550 ซึ่งคิดเป็นอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend yield) ที่ 9.6%

ตารางที่ 6: คาดการณ์การจ่ายเงินปันผล*



ที่มา: บล.บัวหลวง

* คำนวณจากราคาปิด ณ วันที่ 16 ส.ค. ที่ 6.20 บาท

- **เติบโตมั่นคงด้วย Vertical integration:** จากกลยุทธ์ Vertical integration ทำให้ KCAR เป็นผู้ประกอบบริการเพียงรายเดียวในอุตสาหกรรมที่ทำธุรกิจรถเช่าแบบครบวงจร โดยเริ่มจากการจัดการรถเพื่อเช่า (ผ่านบริษัทที่เกี่ยวข้องกันคือ โตโยต้ากรุงไทย และนิสสันกรุงไทย) การให้บริการด้านการเช่า (KCAR) และการขายรถเมื่อสัญญาเช่าหมดอายุ (ผ่านบริษัทลูกคือ กรุงไทย ออโตโมบิล) นั้น ทำให้ KCAR นั้นมีความสามารถในการแข่งขันที่สูงกว่าบริษัทอื่นๆ ภายในอุตสาหกรรมรถเช่า ซึ่งสะท้อนออกมาในรูปของ ความสามารถในการใช้สินทรัพย์ (ROA) อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น (ROE) อัตรากำไรสุทธิที่สูงกว่าคู่แข่งอย่างชัดเจน ซึ่งเราคาดว่าจากกลยุทธ์นี้ทำให้ KCAR เติบโตอย่างมั่นคงและกำลังจะก้าวสู่ความเป็นผู้นำทางด้านธุรกิจรถเช่าต่อไป

ตารางที่ 7: ตารางเปรียบเทียบกับคู่แข่งในอุตสาหกรรม

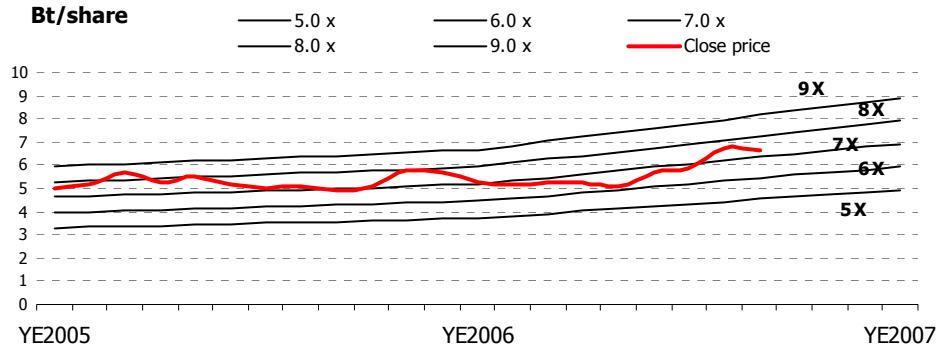
	KCAR	PL	Other(AVIS, Premier, etc)	Compare
ธุรกิจหลัก	Operating lease	Operating lease	Rent	
ผลิตภัณฑ์	เช่ารถยนต์แบบสัญญาเช่าเพื่อการดำเนินงาน (Operating Leasing) ที่มีระยะเวลาสัญญาเช่าไม่เกิน 3 ปี และการให้บริการเช่ารถยนต์ระยะสั้น (Rental) ที่มีระยะเวลาสัญญาเช่าตั้งแต่รายวันจนถึงรายเดือน รถเช่าโดยเน้นรถราคาค่ากว่า 1 ล้าน(ส่วนใหญ่เป็น Toyota และมีราคาเฉลี่ยอยู่ที่ 6-7 บาทต่อคัน) และมีธุรกิจรถมือสอง	รถเช่ามีหลายแบบเช่น รถผู้บริหาร (ราคาแพง)+เช่าสินทรัพย์อื่นๆ เช่น เครื่องบิน	เช่ารถยนต์ รายวัน รายเดือน	1) Kcar ทำธุรกิจครบวงจรมากกว่า โดยมีทั้งซื้อรถ+ Maintenance+ ขายรถยนต์(Toyota krungthai Used car) 2) PL จะhighlight การแข่งขันด้านราคาได้ดีกว่า Kcar เนื่องจากเน้นรถราคาผู้บริหารและมีระดับราคาสูงกว่า
กลุ่มเป้าหมาย	Corporate	Corporate	ส่วนใหญ่เป็นนักท่องเที่ยว	
กลยุทธ์ในการดำเนินงาน	1. ทำธุรกิจครบวงจร ตั้งแต่ซื้อขายรถ (บริษัทของผู้บริหาร) จนกระทั่งขายรถออก(โดยโตต้า กรุงไทย ยูสคาร์/ ถือหุ้น 95%) 2. ใช้ประโยชน์จากการมีรูปแบบเดียวกันหลายๆ ทำให้ค่า maintainace ถูกกว่า 3. เน้นกลยุทธ์การขายหาลูกค้าโดย เน้นผลิตภัณฑ์ที่มีอัตรากำไรสูง ขายต่อง่าย	1. มุ่งเน้นการบริการกับนิติบุคคลโดยเน้นผลิตภัณฑ์ที่หลากหลาย เช่น รถเรือ คอมพิวเตอร์ 2. นำระบบเทคโนโลยีและสารสนเทศมาพัฒนา ระบบเครือข่ายการบริการดูแลรถยนต์ ให้ครอบคลุมพื้นที่ทั่วไปประเทศ 3. สร้างความสัมพันธ์อันดีกับคู่ค้าทางธุรกิจ โดยการทำงานร่วมกัน เสนอให้เช่าทรัพย์สินกับลูกค้า ตรงตามความต้องการ	N/A	1.) PL ได้กลุ่มลูกค้าที่กว้างกว่าเนื่องจากมีความหลากหลายของผลิตภัณฑ์มากกว่า ในขณะที่ Kcar ได้ประโยชน์จากการทำธุรกิจครบวงจร นอกจากนี้การที่มี model รถแบบเดียวกันหลายๆ ทำให้ cost ค่า maintainance ถูกกว่า ซึ่งทำให้มีอัตราการทำกำไรดีกว่า
ที่มาของยอดขาย	KCAR มุ่งในตลาดรถเช่าระยะยาวขององค์กรเท่านั้น โดย 90% เป็นระยะยาว 10% เป็นระยะสั้น	เช่ารถยนต์ประมาณ 90% ส่วนที่เหลือเป็นรายได้จากธุรกิจอื่นๆ	มุ่งทำตลาดในระยะสั้น	
ส่วนแบ่งการตลาด	10%(No. 3)	20%(No. 1)	N/A	เนื่องจากขนาดของบริษัทและต้นทุนทางการเงินที่ถูกกว่า ทำให้ PL มีจำนวนรถที่สามารถให้บริการได้มากกว่า
จำนวนรถยนต์ให้เช่า	4200 units(เป้าหมาย 5,100 คันในสิ้นปี 2550)	~ 10000 units		
ระยะเวลาการเช่าเฉลี่ย	3 year (1-5 years)	3 year (1-5 years)	< 1 เดือน	
ค่าเสื่อม	ตัดค่าเสื่อมราคาของสินทรัพย์ที่มีไว้เพื่อให้เช่า โดย straight-line method จากมูลค่าต้นทุน และกำหนดให้ไม่มีมูลค่าซาก โดยประมาณการอายุการใช้งานเป็น 6.5 ปี	ตัดค่าเสื่อมราคาของสินทรัพย์ที่มีไว้เพื่อให้เช่า โดย straight-line method จากยอดมูลค่าต้นทุนหักด้วยมูลค่าซากที่ประมาณขึ้นตามอายุของสัญญาเช่า		ถ้าทั้งสองบริษัทมีรถอายุ 3 ปีอยู่ มูลค่าทางบัญชีของ PL จะอยู่ที่ 60-70% ในขณะที่ KCAR จะมีมูลค่าทางบัญชีจะอยู่ที่ประมาณ 50% (conservative กว่า PL) ทำให้น่าจะมี unrealized profit มากกว่า
ต้นทุนทางการเงิน	MLR-1	4.66% (Bond)		PL มีความชำนาญด้านการจัดการทางการเงินมากกว่า รวมทั้งมี ธนาคารช่วย
อัตรากำไรสุทธิ	18.4%(2Q07) / 18.6% (2006)	10.20%(2006)		ผลจากกลยุทธ์
ROE	26.50%	11.90%		ผลจากกลยุทธ์
ROA	14.16%	7.80%		
D/E	2.09	2.14		
Divedend pay out ratio	60%	50%		KCAR มี payout ratio มากกว่า

ที่มา: KCAR, บล. บัวหลวง, Setsmart

การประเมินมูลค่า

เราแนะนำ "ซื้อ" สำหรับ KCAR โดยมีราคาที่เหมาะสมที่ 9.25 บาท (Upside gain เท่ากับ 49%)* โดยใช้วิธี PER ที่ 8 เท่าสำหรับ EPS ในปี 51 ที่ 1.16 บาทต่อหุ้น เนื่องจาก นับตั้งแต่เข้าจดทะเบียนในตลาดฯ เมื่อ 2548 ราคาหุ้น KCAR มีการซื้อขายอยู่ในช่วง 7-8 เท่าของกำไรต่อหุ้น (PER) ซึ่งมีความเฉลี่ยอยู่ในระดับ 8 เท่า ทั้งนี้ค่า PER ที่ได้ใกล้เคียงกับคู่แข่งหลัก คือ PL

ตารางที่ 8: PE Band*



ที่มา: บล.บัวหลวง

* คำนวณจากราคาปิด ณ วันที่ 16 ส.ค. ที่ 6.20 บาท

Financial model

PROFIT & LOSS (Btm)	2004	2005	2006	2007E	2008E
Revenues	517	699	951	1,184	1,405
Cost of sales and service	(293)	(422)	(626)	(758)	(916)
Gross profit	224	277	325	426	489
SG&A	(42)	(55)	(76)	(91)	(112)
EBIT	182	222	249	336	377
Interest expense	(36)	(53)	(71)	(93)	(100)
Equity earnings	0	0	0	0	0
Other income / exp.	21	30	44	38	49
EBT	167	199	222	281	326
Corporate tax	(29)	(34)	(37)	(32)	(36)
Minority interests	0	0	(0)	(1)	(1)
Net profit	138	165	185	248	289
Reported EPS	0.69	0.82	0.74	0.99	1.16
Fully diluted EPS	0.69	0.66	0.74	0.99	1.16
Core net profit	117	135	141	211	240
Core EPS	0.59	0.68	0.56	0.84	0.96
Dividend (Bt)	0.00	0.39	0.44	0.60	0.69

KEY RATIOS	2004	2005	2006	2007E	2008E
Revenue growth (%)		35.1	36.1	24.5	18.7
EBITDA growth (%)		34.1	24.3	22.9	14.8
EPS growth (%)		19.1	(10.3)	34.3	16.4
Gross margin (%)	43.3	39.6	34.2	36.0	34.8
EBITDA margin (%)	92.2	91.6	83.6	82.6	79.8
Operating margin (%)	35.2	31.7	26.1	28.4	26.8
Net margin (%)	26.8	23.6	19.5	21.0	20.6
Core profit margin (%)	22.7	19.4	14.8	17.8	17.1
Effective tax rate (%)	17.2	17.1	16.5	11.3	11.0

ที่มา: บล. บัวหลวง

เอกสารฉบับนี้ จัดทำขึ้นโดยอาศัยข้อมูลที่ได้รับพิจารณาแล้วว่ามีที่น่าเชื่อถือ แต่ทั้งนี้บริษัทฯ มิอาจรับรองความถูกต้อง ความสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าว บทวิเคราะห์ หรือความเห็นที่แสดงไว้ในเอกสารฉบับนี้ จัดทำขึ้นโดยการพิจารณาโดยเหมาะสมและรอบคอบแล้ว เพื่อให้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุน และอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่จำเป็นต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า เอกสารฉบับนี้ไม่ถือเป็นการชี้ชวน หรือเสนอแนะในการซื้อขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด ดังนั้นการนำไปใช้ให้ถือว่าเป็นผลจากการยอมรับความเสี่ยงและดุลยพินิจของท่านเป็นสำคัญ