

อมตะ คอร์ปอเรชัน

โอกาสในการเข้าซื้อ!

Property
(Industrial)
Neutral

ประเด็นการลงทุน: ราคาหุ้น AMATA มีการเคลื่อนไหวอยู่ในกรอบแคบในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา และปรับตัวได้ต่ำกว่าตลาด 7% เนื่องจากการขายที่ดินค่อนข้างดี โดยเฉพาะเมื่อเทียบกับ HEMRAJ อย่างไรก็ตามด้วยราคาหุ้นในขณะนี้ ถือว่าเป็นราคาที่น่าสนใจ ในขณะที่คาดการณ์ยอดขายที่ดินอีกอย่างน้อย 800 ไร่ภายในสิ้นปีนี้จะหนุนให้ราคาหุ้นปรับตัวสูงขึ้น เราคงคำแนะนำ ซื้อในหุ้น AMATA ด้วยราคาเป้าหมาย ณ สิ้นปี 2556 ที่ 20.20 บาท

ยอดขายที่ดินตั้งแต่ต้นปีจนถึงปัจจุบันอยู่ที่ 1,260 ไร่: ยอดขายที่ดินในช่วงที่ผ่านมาค่อนข้างน่าผิดหวัง โดยขายได้เพียง 1,260 ไร่นับตั้งแต่ต้นปี แม้ว่าจะรวมยอดตามหนังสือแสดงเจตจำนงซื้อ (LOI) อีก 800 ไร่ภายในสิ้นปีนี้ ยอดรวมทั้งหมดนี้คิดเป็นเพียง 67% ของเป้าหมายของบริษัทที่ 3,000 ไร่เท่านั้น อย่างไรก็ตามผู้บริหารยังคงยืนยันว่าบริษัทจะสามารถทำยอดขายที่ดินได้ตามเป้า จากมุมมองของเรา ในขณะนี้ยังเร็วเกินไปที่จะกล่าวว่าทำได้หรือไม่ ในช่วง 3-4 เดือนข้างหน้าอาจมีเหตุการณ์อะไรเกิดขึ้นก็ได้ ตัวอย่างเช่น ในเดือนก.ย. 2554 AMATA มียอดขายที่ดินซึ่งคิดเป็นเพียง 50% ของเป้าหมายปีนั้น แต่ในท้ายที่สุดก็สามารถทำยอดขายได้ตามเป้าด้วยที่ดินเกือบ 800 ไร่ที่ขายได้ในไตรมาส 4/54 ค่าถามคือสิ่งที่จะเกิดขึ้นจากนี้จนถึงปลายปีจะส่งผลกระทบต่อเชิงบวกหรือเชิงลบต่อราคาหุ้นอย่างไร

โอกาสที่หุ้นจะปรับลงมีจำกัดแม้ว่ายอดขายจะพลาดเป้า: จากการศึกษาการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นในอดีต พบว่าราคาหุ้น AMATA มีความสัมพันธ์อย่างมากกับคาดการณ์ยอดขายที่ดินของตลาด (ตารางที่ 1) จากสมการ Regression (ตารางที่ 2) ซึ่งมีค่า R-square ที่ 70% แสดงให้เห็นว่าราคาหุ้นในขณะนี้มีการซื้อขายซึ่งอ้างอิงจากความคาดหวังที่ว่าบริษัทจะสามารถทำยอดขายที่ดินได้เพียง 1,640 ไร่ในปีนี้อย่างไรก็ตามภายใต้สถานการณ์ที่เลวร้ายที่สุด AMATA น่าจะสามารถทำยอดขายที่ดินได้ 2,000 ไร่ หนุนด้วย LOI จำนวน 800 ไร่ ดังนั้นแม้ว่ายอดขายจะพลาดเป้าหมาย ความเสี่ยงที่ราคาหุ้นจะปรับตัวลงจะมีจำกัด เราคิดว่าราคาในขณะนี้ เป็นจุดเข้าซื้อที่ดี

มุมมองเชิงบวกในกรณีที่ยอดขายพลาดเป้า: เราค่อนข้างพอใจกับสถานการณ์จำลองที่ AMATA จะขายที่ดินได้ 2,000 ไร่ในปีนี้อย่างไรก็ตามเนื่องจากยังสามารถเห็นโอกาสในการเติบโตของยอดขายที่ดินในปี 2556 ซึ่งจะส่งผลให้กำไรสุทธิเติบโตต่อเนื่องใน 2 ปีข้างหน้า

BUALUANG RESEARCH

ไชยธร ศรีเจริญ, CFA
+662 618 1000

คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**
เป้าหมายพื้นฐาน: 20.20 บาท
ราคา (12/09/12): 16.50 บาท

Key Ratios & Statistics

Market cap	Bt17.61bn		
12-mth price range	Bt8.00/Bt18.30		
12-mth avg daily volume	Bt96.87m		
# of shares (m)	1,067.0		
Est. free float (%)	65.4		
Foreign limit (%)	49.0		
Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(6.2)	(2.6)	(3.2)
Absolute	(3.5)	5.8	17.9

Financial summary

FY Ended 31 Dec	2011	2012E	2013E	2014E
Revenues (Btm)	3,648	5,155	7,188	6,382
Net profit (Btm)	932	1,122	1,661	1,495
EPS (Bt)	0.87	1.05	1.56	1.40
BLS/Consensus (x)	n.a.	0.91	0.99	0.83
EPS growth (%)	+34.0%	+20.3%	+48.1%	-10.0%
Core profit (Btm)	832	1,122	1,661	1,495
Core EPS (Bt)	0.78	1.05	1.56	1.40
Core EPS growth (%)	+34.6%	+34.8%	+48.1%	-10.0%
PER (x)	15.8	15.7	10.6	11.8
Core PER (x)	17.7	15.7	10.6	11.8
EV/EBITDA (x)	13.5	11.5	8.3	9.0
PBV (x)	2.4	2.6	2.3	2.1
Dividend (Bt)	0.45	0.70	0.80	0.65
Dividend yield (%)	3.3	4.2	4.8	3.9
ROE (%)	16.3	17.7	23.3	18.9
Net gearing (x)	0.8	1.0	0.8	0.7

CG Rating - 2011

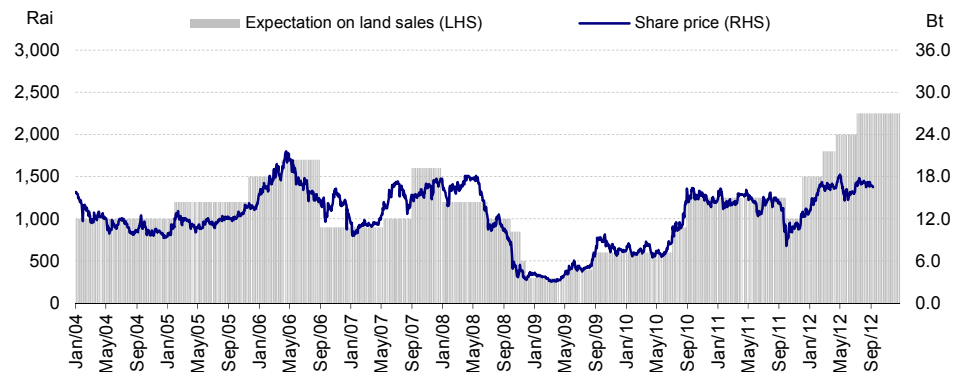


Company profile

Amata Corporation (AMATA) is Thailand's leading industrial estate developer. It currently has two industrial estates in Thailand and one in Vietnam. The company also provides a range of industrial utilities, such as power, water, and natural gas, as well as facilities and services such as education, residential, health clinics, etc.

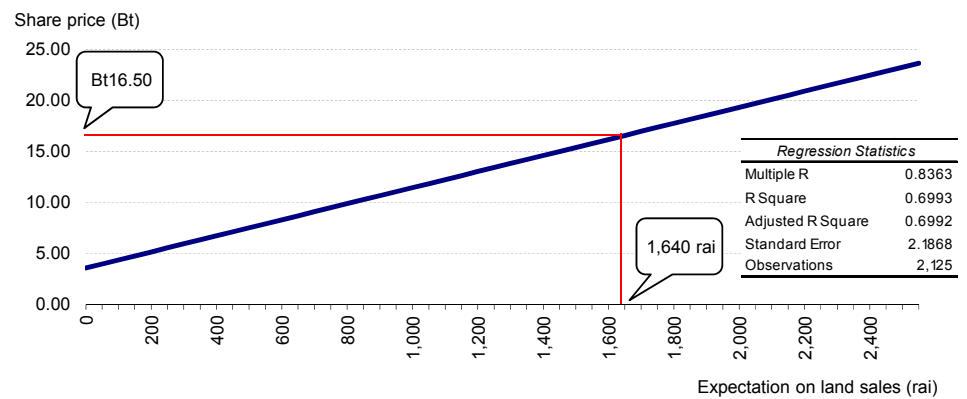
แต่หาก AMATA สามารถขายที่ดินได้ตามเป้าหมายปี 2555 ที่ 3,000 ไร่ โอกาสที่ ยอดขายที่ดินจะเติบโตได้อีกในปีหน้าค่อนข้างยาก ซึ่งหมายความว่ายอดขายที่ดินจะ สูงสุดในปีนี้และกำไรสุทธิจะสูงสุดในปี 2556 จากแนวโน้มกำไรสุทธิในกรณีนี้ อาจทำให้ หุ่น AMATA ไม่น่าสนใจนักสำหรับนักลงทุนระยะกลาง

Figure 1: Land sales expectations and share price movements



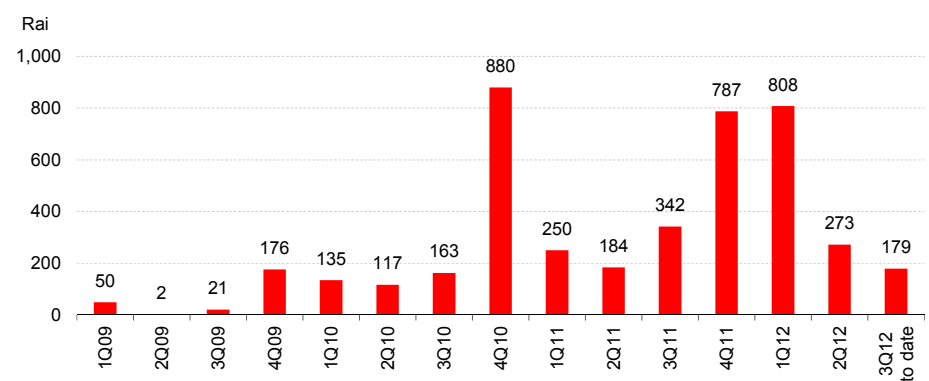
Source: Bualuang Research

Figure 2: Regression model



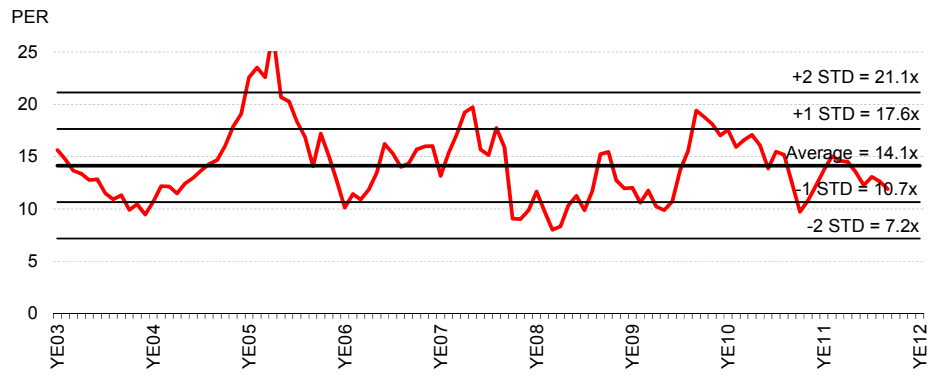
Source: Bualuang Research

Figure 3: Land sales



Sources: Company data, Bualuang Research

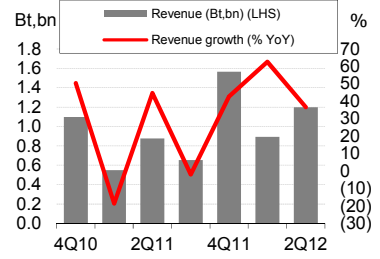
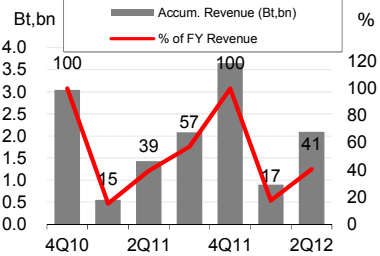
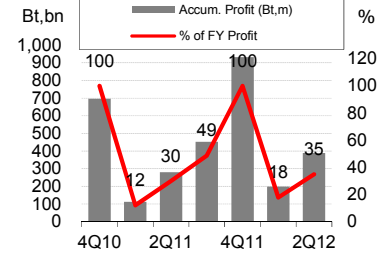
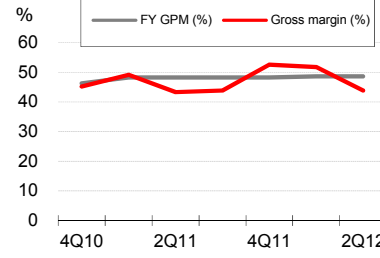
Figure 4: PER bands



Sources: Company data, Bualuang Research

Financial tables					
Revenue growth and asset turnover					
A/C receivable & A/C payable days					
Profit margins					
Capital expenditure					
Debt serviceability					
Dividend payout					
PROFIT & LOSS (Btm)					
Revenue	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Cost of sales and services	3,046	3,648	5,155	7,188	6,382
Gross profit	(1,637)	(1,888)	(2,648)	(3,784)	(3,286)
SG&A	1,410	1,760	2,507	3,404	3,096
EBIT	(505)	(620)	(868)	(1,043)	(1,020)
Interest expense	905	1,139	1,639	2,361	2,076
Other income/exp.	(239)	(293)	(398)	(426)	(391)
EBT	82	176	285	287	289
Corporate tax	748	1,022	1,526	2,222	1,974
After-tax profit (loss)	(173)	(177)	(305)	(422)	(296)
Minority interest	(83)	(150)	(236)	(280)	(332)
Equity earnings from affiliates	127	137	137	141	148
Extra items	78	100	0	0	0
Net profit (loss)	696	932	1,122	1,661	1,495
Reported EPS	0.65	0.87	1.05	1.56	1.40
Fully diluted EPS	0.65	0.87	1.05	1.56	1.40
Core net profit	618	832	1,122	1,661	1,495
Core EPS	0.58	0.78	1.05	1.56	1.40
EBITDA	1,215	1,517	2,168	2,924	2,670
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Gross margin (%)	49.7	19.7	41.3	39.4	(11.2)
EBITDA margin (%)	46.3	48.2	48.6	47.4	48.5
Operating margin (%)	39.9	41.6	42.1	40.7	41.8
Net margin (%)	29.7	31.2	31.8	32.8	32.5
Core profit margin (%)	22.8	25.6	21.8	23.1	23.4
ROA (%)	20.3	22.8	21.8	23.1	23.4
ROCE (%)	5.0	5.7	5.8	7.9	7.0
Asset turnover (x)	5.9	7.3	7.4	10.0	8.9
Current ratio (x)	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
Gearing ratio (x)	1.2	1.2	1.6	1.5	1.5
Interest coverage (x)	0.9	1.1	1.2	0.9	0.8
	3.8	3.9	4.1	5.5	5.3
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Accounts receivable	1,099	1,543	1,663	1,278	1,169
Inventory	272	203	209	202	174
PP&E-net	4,113	5,198	6,315	6,093	5,856
Other assets	7,588	9,373	10,433	10,765	11,051
Total assets	1,309	1,801	2,274	2,739	3,206
Accounts payable	14,381	18,118	20,894	21,077	21,455
ST debts & current portion	322	380	351	406	324
Long-term debt	2,596	3,087	2,513	2,457	2,257
Other liabilities	2,707	4,147	6,462	5,524	5,285
Total liabilities	2,647	3,764	4,045	4,085	4,143
Paid-up capital	8,271	11,378	13,371	12,472	12,010
Share premium	1,067	1,067	1,067	1,067	1,067
Retained earnings	174	174	174	174	174
Shareholders' equity	4,194	4,797	5,439	6,353	6,994
Minority interests	5,441	6,024	6,665	7,580	8,221
Total Liab.&Shareholders' equity	669	716	857	1,025	1,224
	14,381	18,118	20,894	21,077	21,455
CASH FLOW (Btm)					
Net income	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Depreciation and amortization	696	932	1,122	1,661	1,495
Change in working capital	228	202	244	275	305
FX, non-cash adjustment & others	1,369	642	(903)	284	184
Cash flows from operating activities	(13)	(112)	12	52	96
Capex (Invest)/Divest	2,281	1,664	475	2,272	2,080
Others	(1,400)	(3,093)	(1,684)	(987)	(972)
Cash flows from investing activities	120	209	68	71	74
Debt financing (repayment)	(1,281)	(2,883)	(1,616)	(916)	(898)
Equity financing	(552)	1,932	1,741	(994)	(438)
Dividend payment	0	0	0	0	0
Cash flows from financing activities	(299)	(256)	(480)	(747)	(854)
Net change in cash	(851)	1,676	1,261	(1,741)	(1,292)
Free cash flow (Btm)	149	458	120	(385)	(109)
FCF per share (Bt)	880	(1,428)	(1,209)	1,285	1,108
	0.83	(1.34)	(1.13)	1.20	1.04

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

		Financial tables					
Revenue trend		QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)					
		2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	
Revenue (Bt,bn) (LHS)		878	652	1,567	894	1,200	
Revenue growth (% YoY)		(498)	(367)	(744)	(431)	(674)	
Gross profit		380	286	823	463	527	
SG&A		(135)	(113)	(270)	(160)	(229)	
EBIT		246	172	554	304	298	
Interest expense		(69)	(76)	(88)	(99)	(96)	
Other income/exp.		43	33	47	52	78	
EBT		220	129	513	256	280	
Corporate tax		(42)	(38)	(29)	(46)	(43)	
After-tax profit (loss)		177	91	484	210	237	
Minority interest		(50)	(38)	(36)	(47)	(68)	
Equity earnings from affiliates		40	20	31	35	22	
Extra items		0	100	0	0	0	
Net profit (loss)		168	174	479	198	192	
Reported EPS		0.16	0.16	0.45	0.19	0.18	
Fully diluted EPS		0.16	0.16	0.45	0.19	0.18	
Core net profit		168	74	479	198	192	
Core EPS		0.16	0.07	0.45	0.19	0.18	
EBITDA		338	257	655	411	432	
Revenue trend (accumulated)		KEY RATIOS					
		2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	
Accum. Revenue (Bt,bn)		Gross margin (%)	43.3	43.8	52.5	51.8	43.9
% of FY Revenue		EBITDA margin (%)	38.5	39.4	41.8	45.9	36.0
Operating margin (%)		Operating margin (%)	28.0	26.4	35.3	34.0	24.8
Net margin (%)		Net margin (%)	19.1	26.6	30.5	22.2	16.0
Core profit margin (%)		Core profit margin (%)	19.1	11.3	30.5	22.2	16.0
BV (Bt)		BV (Bt)	5.85	6.01	6.32	6.55	6.71
ROE (%)		ROE (%)	12.1	12.2	31.8	12.7	12.5
ROA (%)		ROA (%)	4.3	4.1	10.6	4.1	3.9
Current ratio (x)		Current ratio (x)	1.3	1.3	1.2	1.3	1.4
Gearing ratio (x)		Gearing ratio (x)	0.9	1.0	1.1	1.1	1.0
Interest coverage (x)		Interest coverage (x)	3.6	2.3	6.3	3.1	3.1
Net profit trend (accumulated)		QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)					
		2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	
Accum. Profit (Bt,m)		Cash & Equivalent	1,207	1,297	1,543	1,848	1,682
% of FY Profit		Accounts receivable	210	89	203	211	258
Inventory		Inventory	4,241	5,075	5,198	5,840	6,153
PP&E-net		PP&E-net	8,204	8,091	9,373	10,026	9,870
Other assets		Other assets	1,688	2,312	1,801	1,616	1,665
Total assets		Total assets	15,549	16,863	18,118	19,541	19,627
Accounts payable		Accounts payable	181	188	380	373	438
ST debts & current portion		ST debts & current portion	2,513	3,047	3,087	2,950	2,696
Long-term debt		Long-term debt	2,957	3,416	4,147	4,753	4,629
Other liabilities		Other liabilities	3,659	3,796	3,764	4,477	4,701
Total liabilities		Total liabilities	9,310	10,447	11,378	12,553	12,464
Paid-up capital		Paid-up capital	1,067	1,067	1,067	1,067	1,067
Share premium		Share premium	174	174	174	174	174
Retained earnings		Retained earnings	4,305	4,478	4,797	4,995	4,920
Shareholders equity		Shareholders equity	5,536	5,707	6,024	6,225	6,147
Minority interests		Minority interests	703	709	716	763	1,016
Total Liab.&Shareholders' equity		Total Liab.&Shareholders' equity	15,549	16,863	18,118	19,541	19,627
Gross profit margin							
							
FY GPM (%)							
Gross margin (%)							

Sources: Company data, Bualuang Research

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED – DISCLAIMER

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED (BLS) is a subsidiary of BANGKOK BANK PUBLIC COMPANY LIMITED (BBL). This document is produced based upon sources believed to be reliable but their accuracy, completeness or correctness is not guaranteed. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration to use as information for investment. Expressions of opinion contained herein are subject to change without notice. This document is not, and should not be construed as, an offer or the solicitation of an offer to buy or sell any securities. The use of any information shall be at the sole discretion and risk of the user.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED MAY BE IN RELATIONSHIP WITH THE SECURITIES IN THIS REPORT. "Opinions, projections and other information contained in this report are based upon sources believed to be accurate including the draft prospectus, but no responsibility is accepted for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. Bualuang Securities Public Company Limited may from time to time perform investment, advisory or other services for companies mentioned in this report, as well as dealing (as principal or otherwise) in, or otherwise being interested in, any securities mentioned herein. This report does not constitute a solicitation to buy or sell any securities". Investors should carefully read details in the prospectus before making investment decision.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED IS OR MAY BE A CO-LEAD UNDERWRITER IN RESPECT OF THE PRIVATE PLACEMENT ("PP") OF SECURITIES OF VGI GLOBAL MEDIA PUBLIC COMPANY LIMITED. "Opinions, projections and other information contained in this report are based upon sources believed to be accurate including the draft prospectus, but no responsibility is accepted for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. Bualuang Securities Public Company Limited may from time to time perform investment, advisory or other services for companies mentioned in this report, as well as dealing (as principal or otherwise) in, or otherwise being interested in, any securities mentioned herein. This report does not constitute a solicitation to buy or sell any securities". Investors should carefully read details in the prospectus before making investment decision.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED IS OR MAY BE A LEAD UNDERWRITER IN RESPECT OF THE INITIAL PUBLIC OFFERING ("IPO") OF SECURITIES OF HOTPOT PUBLIC COMPANY LIMITED. "Opinions, projections and other information contained in this report are based upon sources believed to be accurate including the draft prospectus, but no responsibility is accepted for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. Bualuang Securities Public Company Limited may from time to time perform investment, advisory or other services for companies mentioned in this report, as well as dealing (as principal or otherwise) in, or otherwise being interested in, any securities mentioned herein. This report does not constitute a solicitation to buy or sell any securities". Investors should carefully read details in the prospectus before making investment decision.






BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF DERIVATIVE WARRANTS on the securities ADVANC, AOT, BANPU, BAY, BCP, BEC, BGH, BH, BIGC, BJC, BLA, BTS, CPALL, CPF, DTAC, EGCO, ESSO, GLOW, HMPRO, HEMRAJ, INTUCH, IRPC, IVL, KBANK, KTB, LH, MAKRO, MINT, PS, PTT, PTTEP, PTTGC, SCB, SCC, SPALI, STA, TCAP, THAI, TISCO, TOP, TMB, TPIPL, TRUE, TUF. Before making an investment decision over a derivative warrant, a potential investor should carefully read the prospectus for the details of the said derivative warrant.

This research report was prepared by Bualuang Securities Public Company Limited and refers to research prepared by Morgan Stanley. Morgan Stanley does not warrant or guarantee the accuracy or completeness of its research reports. Morgan Stanley reserves copyright and other proprietary rights in the material reproduced in this report. Morgan Stanley is under no obligation to inform Bualuang Securities or you if the views or information referred to or reproduced in this research report change.

Corporate Governance Report disclaimer

The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not base on inside information.

The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. Bualuang Securities Public Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

Score Range	Number of Logo	Description
90 – 100		Excellent
80 – 89		Very Good
70 – 79		Good
60 – 69		Satisfactory
50 – 59		Pass
Below 50	No logo given	N/A

BUALUANG RESEARCH – RECOMMENDATION FRAMEWORK

STOCK RECOMMENDATIONS

BUY: Expected positive total returns of 15% or more over the next 12 months.

HOLD: Expected total returns of between -15% and +15% over the next 12 months.

SELL: Expected negative total returns of 15% or more over the next 12 months.

TRADING BUY: Expected positive total returns of 15% or more over the next 3 months.

SECTOR RECOMMENDATIONS

OVERWEIGHT: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to outperform the relevant primary market index over the next 12 months.

NEUTRAL: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to perform in line with the relevant primary market index over the next 12 months.

UNDERWEIGHT: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to underperform the relevant primary market index over the next 12 months.