



### กำไรปี 2563 ต่ำกว่าค่า หลัง Gross Margin ยังไม่เสถียร

กำไรปกติปี 2563 เท่ากับ 146 ล้านบาท ลดลง 81% yoy และต่ำกว่าค่า 15% จาก Gross Margin ต่ำกว่าค่า ขณะที่แนวโน้มปี 2564 แม้ฟื้นตัว แต่การจ่ายหุ้นปันผลในอัตรา 10 หุ้นเดิมต่อ 1 หุ้นใหม่ ทำให้ FV ใหม่ หลังรวมหุ้นปันผล FV จาก 22 บาท จะอยู่ที่ 20 บาท จึงลดคำแนะนำจาก ช้อ เป็น SWITCH

### กำไรปกติปี 2563 ต่ำกว่าค่า หลัง Gross Margin งวด 4Q63 อ่อนลง

กำไรปกติปี 2563 อยู่ที่ 146 ล้านบาท ลดลง 81% yoy และต่ำกว่าค่า 15% สาเหตุจาก Gross Margin ต่ำกว่าที่ประเมิน 7.2% มาอยู่ที่ 6.5% (9.2% ในปี 2562) เพราะยอดขายชะลอตัว 6.6% yoy ขณะที่กำไรปกติงวด 4Q63 แม้ฟื้นตัว 3% QoQ มาที่ 257 ล้านบาท จากยอดขายเพิ่ม 21% QoQ แต่ Gross Margin ยังอ่อนตัวมาที่ 8.5% จาก 10% ในงวดก่อน เพราะ Product mix ซึ่งเป็นสาเหตุที่ทำให้ Gross Margin ทั้งปีต่ำกว่าที่คาดการณ์

### แม้ค่าปี 2564 ฟื้นตัว แต่มองว่ายังสอดคล้องกับประมาณการ

ยอดผลิตรถยนต์ไทยในปี 2564 ตามสมมติฐานฝ่ายวิจัยมีแนวโน้มฟื้นตัวราว 12% yoy เท่ากับ 1.6 ล้านคัน คาดส่งให้ยอดขายเพิ่มขึ้นส่วนในไทยของ AH เติบโตในทิศทางเดียวกัน แม้มีโอกาสทำให้ยอดขายปี 2564 ตีกว่าสมมติฐานที่มองไว้เพิ่ม 6.6% yoy แต่การฟื้นตัวของเศรษฐกิจก็ยังไม่แน่นอนสูง กอปรกับ Gross Margin ปี 2564 ที่คาดว่าจะได้ 9% ถือว่าค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับภาพที่เกิดขึ้นในงวด 4Q63 ทำให้ Upside ต่อประมาณการกำไรปกติปี 2564 ที่คาดการณ์ไว้ 700 ล้านบาท จำกัดลง

### ช่วงสั้นลงเป็น SWITCH ... FV หลังรวมหุ้นปันผลอยู่ที่ 20 บาท

อิง PER ที่ 10 เท่า ให้ FV ที่ 22 บาท ทั้งนี้ AH ประกาศจ่ายหุ้นปันผลในอัตรา 10 หุ้นเดิมต่อ 1 หุ้นใหม่ คิดเป็นจำนวนหุ้นใหม่ 32.3 ล้านหุ้น และเงินสดปันผลงวดปี 2563 อีก 0.15 บาทต่อหุ้น (XD 15 มี.ค. 64) โดยภายหลังรวมหุ้นปันผล FV จะอยู่ที่ 20 บาท ด้านราคาหุ้นตั้งแต่สิ้นปี 2562 ปรับตัวขึ้น 32% มากกว่า SETAUTO ที่เพิ่มขึ้น 18.5% ตอบรับการฟื้นตัวของกำไรในปี 2564 พอสมควรแล้ว ขณะที่ปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นข้างหน้า ประเมินว่าเริ่มจำกัด จึงมองว่าราคาหุ้นหลังจากนี้ยากจะ Outperform ตลาด จึงลดคำแนะนำจาก ช้อ เป็น SWITCH และไม่มีตัวเลือกในกลุ่มฯ หลัง SAT ราคาใกล้เต็ม FV

#### ประมาณการตัวเลขสำคัญทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2562	2563	2564F	2565F	2566F
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	(180)	148	700	838	933
Norm Profit (ล้านบาท)	748	146	700	838	933
Norm Eps (บาท)	2.32	0.45	2.17	2.60	2.89
Norm PER (x)	8.5	43.3	9.0	7.5	6.8
Dividend.yield (%)	1.8%	1.3%	3.3%	4.0%	4.4%
PBV (x)	0.87	0.85	0.79	0.74	0.69
ROE (%)	10.0%	2.0%	9.1%	10.1%	10.5%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

# AH

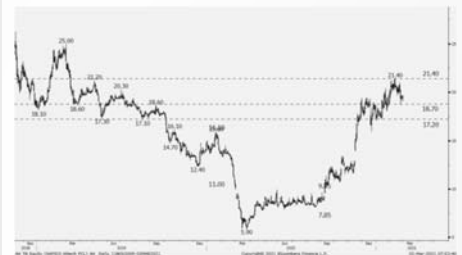
แนะนำ:

Switch



ราคาปัจจุบัน (บาท)	19.60
ราคาเป้าหมายก่อน XD (บาท)	22.00
ราคาเป้าหมายหลัง XD (บาท)	20.00
Upside (%)	12.2
Dividend Yield (%)	3.3
Total Return (%)	15.5
มูลค่าตลาด (ล้านบาท)	6,324

#### Technical Chart



CG Score : 4 = ดีมาก  
Anti-corruption Indic. = na.

RESEARCH DIVISION  
บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส

นางวรสน์ น้อยรัชชกุล  
นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน และด้านเทคนิค  
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 019994

ภาสกร หวังวิวัฒน์เจริญ  
นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์  
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 093372

## ช่วงสั้นลคเป็น SWITCH ... FV หลังรวมหุ้นปันผลอยู่ที่ 20 บาท

อิง PER ที่ 10 เท่า ให้ FV ที่ 22 บาท ทั้งนี้ AH ประกาศจ่ายหุ้นปันผลในอัตรา 10 หุ้นเดิม ต่อ 1 หุ้นใหม่ คิดเป็นจำนวนหุ้นใหม่ 32.3 ล้านหุ้น และเงินสดปันผลงวดปี 2563 อีก 0.15 บาทต่อหุ้น (XD 15 มี.ค. 64) รวมเป็นผลตอบแทนที่ 0.25 บาทต่อหุ้น (เทียบเท่า Div Yield 1.28% และคิดเป็น Div payout ratio 55% เทียบช่วงปี 2559 – 2561 ที่จ่ายเฉลี่ย 35% ของกำไรสุทธิ) ฝ่ายวิจัยมองว่าการจ่ายเงินปันผลบริษัทฯ คงอยากเก็บเงินสดในยามเศรษฐกิจยังมีความไม่แน่นอน หรืออาจมีแผนลงทุนใหม่ในอนาคต รวมถึงการจ่ายเงินปันผลเป็นหุ้น จะไม่ทำให้ส่วนของผู้ถือหุ้นลดลง โดยสถานะการเงิน ณ สิ้นปี 2563 AH มีภาระหนี้ราว 9 พันล้านบาท คิดเป็นสัดส่วน IBD/E ที่ 1.23 เท่า จาก 1.14 เท่า ณ สิ้นปี 2562 (Debt Covenant กับธนาคารและผู้ถือหุ้นอยู่ 1.75 เท่า และ 2 เท่า ตามลำดับ)

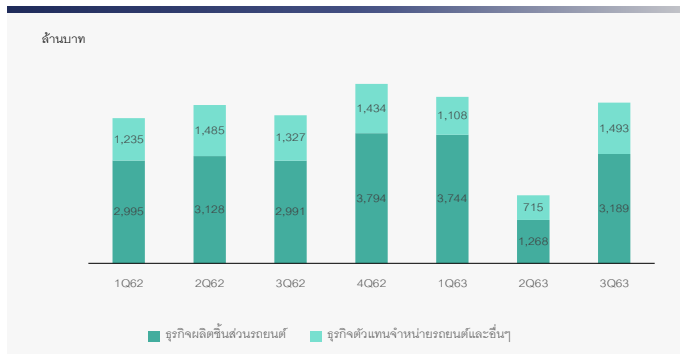
ภายหลังรวมหุ้นปันผล FV จะอยู่ที่ 20 บาท ด้านราคาหุ้นตั้งแต่สิ้นปี 2562 ปรับตัวขึ้น 32% มากกว่า SETAUTO ที่เพิ่มขึ้น 18.5% (SET Index ลบ 5%) ตอบรับการฟื้นตัวของกำไรในปี 2564 พอสมควรแล้ว ขณะที่ปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นข้างหน้าประเมินว่าเริ่มจำกัด หลังยอดผลิตรถยนต์ ม.ค. ชะลอตัว 5% yoy จึงมองว่าราคาหุ้นหลังจากนี้ยากจะ Outperform ตลาด จึงลดคำแนะนำจาก ชื้อ เป็น SWITCH และไม่มีตัวเลือกในกลุ่มฯ หลัง SAT ราคาใกล้เต็ม FV

ผลการดำเนินงานรายไตรมาส AH

(ล้านบาท)	2Q62	3Q62	4Q62	1Q63	2Q63	3Q63	4Q63	% YoY	% QoQ	2563	2562	% YoY
ยอดขาย	4,613	4,318	5,228	4,850	1,983	4,682	5,657	8.2%	20.8%	17,172	18,389	-6.6%
กำไรขั้นต้น	356	383	574	430	(262)	468	481	-16.1%	2.7%	1,118	1,687	-33.7%
ค่าใช้จ่ายดำเนินงาน	265	233	337	389	247	300	397	17.8%	32.5%	1,333	1,091	22.2%
กำไรสุทธิ	140	204	(740)	331	(631)	302	146	N.A.	-51.5%	148	(180)	-182.3%
กำไร (ขาดทุน) ปกติ	212	75	359	132	(493)	250	257	-28.3%	3.1%	146	748	N.A.
EPS (บาท)	0.44	0.63	(2.29)	1.03	(1.96)	0.94	0.45	N.A.	-51.5%	0.46	(0.56)	-182.3%
Norm EPS (บาท)	0.66	0.23	1.11	0.41	(1.53)	0.77	0.80	-28.3%	3.1%	0.45	2.32	N.A.
Gross margin	7.7%	8.9%	11.0%	8.9%	-13.2%	10.0%	8.5%			6.5%	9.2%	
SG&A/Sales	5.7%	5.4%	6.4%	8.0%	12.4%	6.4%	7.0%			7.8%	5.9%	
Norm Net margin	4.6%	1.7%	6.9%	2.7%	-24.9%	5.3%	4.6%			0.8%	4.1%	
Net profit margin	3.0%	4.7%	-14.2%	6.8%	-31.8%	6.4%	2.6%			0.9%	-1.0%	

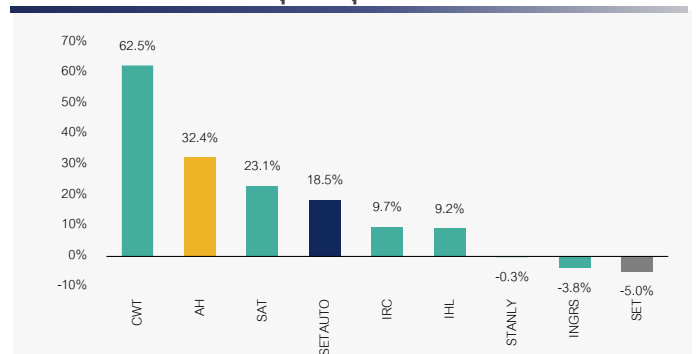
ที่มา: งบการเงิน

โครงสร้างรายได้ AH



ที่มา: AH

ผลตอบแทนหุ้นในกลุ่มฯ ตั้งแต่สิ้นปี 2562



ที่มา: Bloomberg

แนวโน้มผลการดำเนินงานรายปี



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ประเด็นความเสี่ยงที่สำคัญ

1. การฟื้นตัวของเศรษฐกิจในประเทศ และกำลังซื้อของผู้บริโภค หากไม่เป็นไปตามคาด อาจส่งผลกระทบต่อยอดขายรถยนต์ในประเทศได้
2. ธุรกิจผลิตชิ้นส่วนรถยนต์ และธุรกิจตัวแทนจำหน่ายรถยนต์ของ AH มีค่าใช้จ่ายคงที่ค่อนข้างสูง จึงทำให้อัตรากำไรของบริษัทที่มีความผันผวนสูงมากหากยอดขายเปลี่ยนแปลง
3. กำไรส่วนใหญ่มาจากบริษัทร่วม ในกรณีที่บริษัทร่วมเกิดปัญหา อาจส่งผลให้กำไรไม่เป็นไปตามประมาณการ
4. มูลค่าเงินลงทุนและเงินให้กู้ยืม เกี่ยวกับ SGAH ยังมีความไม่ชัดเจน ถึงมูลค่าที่แท้จริง

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2564-66

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ส.ค.	2563	2564F	2565F	2565F
ยอดขาย	17,172	18,205	20,026	21,027
ต้นทุนขาย	(16,054)	(16,567)	(18,183)	(19,092)
กำไรขั้นต้น	1,118	1,638	1,842	1,934
ค่าใช้จ่ายในการขาย	(1,333)	(1,138)	(1,262)	(1,325)
ดอกเบี้ยจ่าย	(373)	(378)	(337)	(310)
ค่าใช้จ่ายอื่น	-	-	-	-
รายได้อื่น	660	683	717	752
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	173	929	1,108	1,230
ภาษีเงินได้	(12)	(214)	(255)	(283)
ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	(15)	(15)	(16)	(16)
รายการพิเศษอื่น ๆ	2	-	-	-
กำไรจากการดำเนินงาน	146	700	838	931
กำไรสุทธิ	148	700	838	931
Norm EPS	0.45	2.17	2.60	2.88
การเติบโตของยอดขาย	-6.6%	6.0%	10.0%	5.0%
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน	-80.5%	380.0%	19.6%	11.1%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	6.5%	9.0%	9.2%	9.2%
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน	0.8%	3.8%	4.2%	4.4%
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ส.ค.	1Q63	2Q63	3Q63	4Q63
ยอดขาย	4,850	1,983	4,682	5,657
ต้นทุนขาย	(4,421)	(2,245)	(4,214)	(5,176)
กำไรขั้นต้น	430	(262)	468	481
ค่าใช้จ่ายในการขาย	(389)	(247)	(300)	(397)
ดอกเบี้ยจ่าย	(94)	(88)	(93)	(97)
รายได้อื่น	168	146	163	182
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	199	(541)	287	227
ภาษีเงินได้	(66)	44	(29)	39
รายการพิเศษอื่น ๆ	199	(138)	52	(111)
ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	(1)	3	(9)	(9)
กำไรสุทธิ	331	(631)	302	146
กำไรจากการดำเนินงาน	132	(493)	250	257
Norm EPS	0.41	(1.53)	0.77	0.80
ยอดขาย (YoY)	14.7%	-57.0%	8.4%	8.2%
กำไรจากการดำเนินงาน (YoY)	29.4%	-333.0%	234.3%	-28.3%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	8.9%	-13.2%	10.0%	8.5%
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน	2.7%	-24.9%	5.3%	4.6%
อัตราส่วนทางการเงิน				
สิ้นสุด 31 ส.ค.	2563	2564F	2565F	2565F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	0.78	0.79	0.82	0.86
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	8.39	8.39	8.39	8.39
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	5.83	5.83	5.83	5.83
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	3.77	4.24	4.50	4.74
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	1.95	1.67	1.45	1.24
Net Gearing	1.18	0.95	0.79	0.62
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	0.7%	3.2%	7.8%	5.7%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	2.0%	9.1%	10.1%	10.5%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2564-66 (ต่อ)

งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2563	2564F	2565F	2565F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
กำไรสุทธิ	175	700	838	931
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด				
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	998	1,048	1,098	1,148
กำไร/ขาดทุนจาก FX ที่ไม่ได้รับรู้	(46)	-	-	-
อื่นๆ	(115)	-	-	-
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(885)	225	(365)	(285)
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	316	1,973	1,571	1,793
กระแสเงินสดจากการลงทุน				
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	(129)	-	-	-
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	245	-	-	-
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(638)	(500)	(500)	(500)
กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	(408)	(500)	(500)	(500)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
เพิ่ม/ลด เงินกู้	1,842	(1,101)	(1,000)	(1,000)
เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	-	-	-
ลด จ่ายปันผล	-	(210)	(251)	(279)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	281	(1,311)	(1,251)	(1,279)
เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	189	162	(181)	14
งบดุล (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2,563	2564F	2565F	2565F
เงินสด & เงินฝาก	690	852	671	685
ลูกหนี้การค้า	2,846	2,170	2,387	2,506
สินค้าคงเหลือ	2,596	2,840	3,117	3,273
สินทรัพย์หมุนเวียน	6,566	6,296	6,610	6,899
สินทรัพย์รวม	22,346	21,528	21,244	20,885
เจ้าหนี้การค้า	4,119	3,912	4,041	4,031
หนี้สินหมุนเวียน	8,446	7,938	8,068	8,057
หนี้สินระยะสั้นที่มีภาระดอกเบี้ย	3,934	3,633	3,633	3,633
หนี้สินระยะยาวที่มีภาระดอกเบี้ย	5,834	5,034	4,034	3,034
หนี้สินรวม	14,605	13,297	12,426	11,416
ทุนที่ชำระแล้ว	323	323	323	323
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	2,164	2,164	2,164	2,164
กำไรสะสม	4,980	5,470	6,057	6,708
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	268	268	268	268
ส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมด	7,473	7,963	8,550	9,201
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	22,346	21,528	21,244	20,885
สมมติฐานในการทำประมาณการ				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2563	2564F	2565F	2565F
Sales Growth (%)	-6.6%	6.0%	10.0%	5.0%
Gross Margin (%)	6.5%	9.0%	9.2%	9.2%
SG&A/Sales (%)	7.8%	6.3%	6.3%	6.3%
Operating Profit Margin (%)	-1.3%	2.8%	2.9%	2.9%
Norm Profit Margin (%)	0.8%	3.8%	4.2%	4.4%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส