

## Dynasty Ceramic PCL

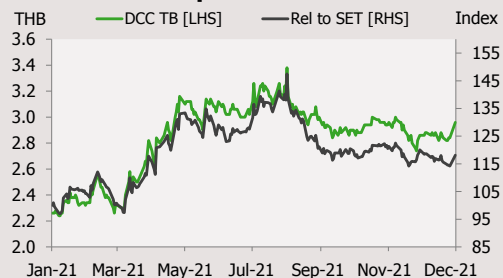
DCC TB Outperform

|                           |                        |        |
|---------------------------|------------------------|--------|
| Target Price              | Bt                     | 3.70   |
| Price (04/01/2022)        | Bt                     | 2.96   |
| Upside                    | %                      | 25.00  |
| Valuation                 | PER                    |        |
| Sector                    | Construction Materials |        |
| Market Cap                | Btm                    | 27,012 |
| 30-day avg turnover       | Btm                    | 30.06  |
| No. of shares on issue    | m                      | 9,126  |
| CG Scoring                | Very Good              |        |
| Anti-Corruption Indicator | Certified              |        |

### Investment fundamentals

| Year end Dec 31           | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Company Financials</b> |       |       |       |       |
| Revenue (Btmn)            | 8,501 | 8,495 | 9,406 | 9,861 |
| Core profit (Btmn)        | 1,585 | 1,722 | 1,926 | 2,052 |
| Net profit (Btmn)         | 1,585 | 1,722 | 1,926 | 2,052 |
| Net EPS (Bt)              | 0.19  | 0.19  | 0.21  | 0.22  |
| DPS (Bt)                  | 0.17  | 0.18  | 0.18  | 0.19  |
| BVPS (Bt)                 | 0.58  | 0.63  | 0.66  | 0.70  |
| Net EPS growth (%)        | 43.74 | -2.57 | 11.88 | 6.50  |
| ROA (%)                   | 18.11 | 19.76 | 21.94 | 23.01 |
| ROE (%)                   | 39.01 | 32.68 | 32.55 | 33.00 |
| Net D/E (x)               | 0.54  | 0.18  | 0.12  | 0.05  |
| <b>Valuation</b>          |       |       |       |       |
| P/E (x)                   | 11.48 | 15.71 | 14.04 | 13.19 |
| P/BV (x)                  | 3.82  | 4.68  | 4.46  | 4.25  |
| EV/EBITDA (x)             | 7.69  | 9.83  | 8.89  | 8.28  |
| Dividend yield (%)        | 7.43  | 6.08  | 6.05  | 6.45  |

### DCC TB rel SET performance



Source: Bloomberg (All figures in THB unless noted.)

**Disclaimer:** KS or its affiliates is acting or may act as the underwriter, issuer, and/or market maker of the securities mentioned in this document and/or other financial instruments related to the securities mentioned in this document, including but not limit to, bonds, debentures, derivatives warrants, and structured notes. Investors should study the information contained in the prospectus or related document before investing in the shares and other financial instruments.

### Analyst

Tan Chirasittikorn

Tan.c@kasikornsecurities.com

5 January 2022

Kasikorn Securities Public Company Limited

## แนวโน้มปี 2565 สดใสขึ้น

- ▶ คงคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายปี 2565 ที่ 3.70 บาท เราชอบ DCC เพราะเป็นหุ้น defensive และมีอัตราผลตอบแทนเงินปันผลสูง
- ▶ เราคาดว่ากำไรสุทธิไตรมาส 4/2564 จะอยู่ที่ 409 ลบ. เพิ่มขึ้น 13.1% YoY และ 11.6% QoQ เรามองว่าได้ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วและกำไรอยู่ในขาขึ้น
- ▶ คาดว่ากำไรปี 2565 จะดีขึ้นหนุนจากวัฏจักรขาขึ้นของสินค้าโภคภัณฑ์ในปี 2564 และอัตราค่าจ้างที่เพิ่มขึ้นจากการปรับขึ้น ASP และราคาพลังงานที่แต่ละระดับสูงสุด

### Investment Highlights

- ▶ สถานการณ์เริ่มดีขึ้น ตลาดกระเบื้องเซรามิกในประเทศประสบปัญหาตั้งแต่กลางปี 2564 เป็นต้นมา หลังการระบาดของโควิด-19 สายพันธุ์เดลต้า อย่างไรก็ตาม เราเห็นสัญญาณที่ดีขึ้นในไตรมาส 4/2564 หลังดัชนีการขยายตัวก่อสร้างเริ่มฟื้นตัว เช่นเดียวกับรายได้เกษตรกรที่หดตัวน้อยลง เราคาดว่าผลกระทบจากการระบาดของโควิด-19 สายพันธุ์โอมิครอน จะไม่รุนแรงเท่ากับสายพันธุ์เดลต้า ดังนั้น เราจึงคาดว่ากำไรสุทธิในไตรมาส 4/2564 จะดีขึ้น และแข็งแกร่งขึ้นอีกในไตรมาส 1/2565 จากการฟื้นตัวของค่าใช้จ่ายในประเทศและราคาขายเฉลี่ย (ASP) ที่ถูกปรับขึ้นท่ามกลางราคาพลังงานที่แต่ละระดับสูงสุดไปแล้ว
- ▶ คาดกำไรสุทธิไตรมาส 4/2564 จะดีขึ้น YoY และ QoQ เราคาดว่ากำไรสุทธิในไตรมาส 4/2564 จะอยู่ที่ 409 ลบ. เพิ่มขึ้น 13.1% YoY และ 11.6% QoQ เราประเมินว่าการเติบโตเชิง YoY จะมาจากยอดขายที่เพิ่มขึ้น 9.7% YoY และอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) ที่สูงขึ้น 1.4 ppt จากการปรับขึ้น ASP อย่างต่อเนื่องในปีนี และความพยายามในการควบคุมต้นทุน เราคาดว่ากำไรขั้นต้น QoQ จะมาจากการฟื้นตัวของยอดขายที่ 12.8% QoQ หลังรัฐบาลยกเลิกมาตรการล็อกดาวน์ อย่างไรก็ตาม เราคาดว่า GPM จะลดลงเล็กน้อย เนื่องจากเราคาดว่าราคาก๊าซธรรมชาติจะเพิ่มขึ้น 7.3% QoQ ขณะที่ ASP คาดว่าจะสูงขึ้นประมาณ 2% QoQ นอกจากนี้ เราคาดว่าเครื่องจักรที่หยุดทำงานในไตรมาส 4/2564 จะกลับมาเดินเครื่องอีกครั้งในไตรมาส 1/2565 โดยรวมแล้ว เราคาดว่ากำไรสุทธิปี 2564 จะอยู่ที่ 1.72 พันลบ. เพิ่มขึ้น 8.6%
- ▶ ปรับลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2564 ลงเล็กน้อย เราปรับลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2564 ลงเล็กน้อยที่ 3.2% เป็น 1.72 พันลบ. เพื่อสะท้อนผลกระทบจากมาตรการล็อกดาวน์หลังการระบาดของโควิด-19 สายพันธุ์เดลต้าในไตรมาส 3/2564 รายได้จากการขายลง 3.4% แต่คงประมาณการ GPM เดิมไว้ อย่างไรก็ตาม เรายังคงประมาณการกำไรสุทธิในปี 2565-66 ไว้ที่ 1.93 พันลบ. และ 2.05 พันลบ. ตามลำดับ
- ▶ คาดแนวโน้มปี 2565 สดใสขึ้น เราคาดการณ์ว่า GDP ปี 2565 จะอยู่ที่ระหว่าง 2.8% ถึง 3.7% YoY ขึ้นอยู่กับจำนวนนักท่องเที่ยวเข้า แต่คาดว่าดีกว่าของปี 2564 ที่เราคาดว่าจะเติบโตขึ้น 1% YoY ดังนั้น เราจึงเชื่อว่ายอดขายวัสดุก่อสร้าง รวมทั้งกระเบื้องเซรามิก ซึ่งส่วนใหญ่ถูกใช้ในการปรับปรุงบ้านจะเติบโตขึ้นประมาณ 4-5% YoY และหากมีการปรับ ASP ขึ้นอีก เราคาดว่ารายได้และกำไรสุทธิปี 2565 จะเติบโตขึ้น 11% และ 12% ตามลำดับ
- ▶ อีกก้าวหนึ่งสู่ตลาดระดับไฮเอนด์ DCC จะเปิดตัวผลิตภัณฑ์ใหม่ คือ กระเบื้องพอร์ซเลนขนาดใหญ่ในปี 2565 โดยบริษัทฯ จะเป็นผู้ผลิตในประเทศรายแรกที่สามารถผลิตกระเบื้องพอร์ซเลนได้ ขณะที่บริษัทอื่นๆ นำเข้าจากจีน อินเดีย และยุโรป เราคาดว่าผลิตภัณฑ์ดังกล่าวอาจเป็นตัวขับเคลื่อนอัตรากำไรในระยะยาว เนื่องจากราคากระเบื้องพอร์ซเลนสูงกว่าราคากระเบื้องเซรามิก 1-2 เท่า

### Valuation and Recommendation

- ▶ คงคำแนะนำ "ซื้อ" เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" DCC ด้วยราคาเป้าหมายปี 2565 ที่ 3.70 บาท เราชอบ DCC เพราะเป็นหุ้น defensive stock และให้ผลตอบแทนเงินปันผลสูง การประเมินมูลค่าหุ้นของเราอิงตาม PER ล่วงหน้า 12 เดือน ที่ 16.6 เท่า ซึ่งเท่ากับ +0.5SD สูงกว่าระดับเฉลี่ยช่วง 5 ปี
- ▶ ปัจจัยเสี่ยงสำคัญ ได้แก่ 1) การล็อกดาวน์จากการระบาดของโอมิครอน 2) ราคาพลังงานที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น 3) การแข่งขันในตลาดที่สูงขึ้นและ 4) สภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง



Fig 1 Earnings revisions

| Unit: Btmn.<br>P&L | 2021E |          |         | 2022E |          |         | 2023E |          |         |
|--------------------|-------|----------|---------|-------|----------|---------|-------|----------|---------|
|                    | New   | Previous | %Change | New   | Previous | %Change | New   | Previous | %Change |
| Total revenue      | 8,495 | 8,798    | (3.4)   | 9,406 | 9,577    | (1.8)   | 9,861 | 9,861    | 0.0     |
| Cost of goods sold | 4,809 | 4,995    | (3.7)   | 5,360 | 5,533    | (3.1)   | 5,602 | 5,639    | (0.7)   |
| Gross profit       | 3,686 | 3,803    | (3.1)   | 4,046 | 4,045    | 0.0     | 4,259 | 4,222    | 0.9     |
| SG&A               | 1,589 | 1,628    | (2.4)   | 1,712 | 1,714    | (0.1)   | 1,777 | 1,748    | 1.7     |
| EBITDA             | 2,874 | 2,955    | (2.7)   | 3,141 | 3,139    | 0.1     | 3,323 | 3,314    | 0.3     |
| EBIT               | 2,182 | 2,263    | (3.6)   | 2,428 | 2,426    | 0.1     | 2,581 | 2,572    | 0.3     |
| Core profit        | 1,722 | 1,778    | (3.2)   | 1,926 | 1,919    | 0.4     | 2,052 | 2,039    | 0.6     |
| Net profit         | 1,722 | 1,778    | (3.2)   | 1,926 | 1,919    | 0.4     | 2,052 | 2,039    | 0.6     |

Key assumptions

|                        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Sales volume (mn sqm)  | 58.4  | 60.6  | (3.6) | 62.4  | 64.2  | (2.8) | 66.2  | 66.1  | 0.0   |
| ASP (Bt/sqm)           | 138.0 | 138.0 | 0.0   | 143.5 | 142.1 | 1.0   | 142.1 | 142.1 | (0.0) |
| Natural gas (Bt/mmBTU) | 270.0 | 270.0 | 0.0   | 310.0 | 310.0 | 0.0   | 300.0 | 300.0 | 0.0   |
| Gross margin (%)       | 43.4  | 43.2  | 0.4   | 43.0  | 42.2  | 1.9   | 43.2  | 42.8  | 0.9   |
| SG&A to sales (%)      | 18.7  | 18.5  | 1.1   | 18.2  | 17.9  | 1.7   | 18.0  | 17.7  | 1.7   |

Source: KS Research

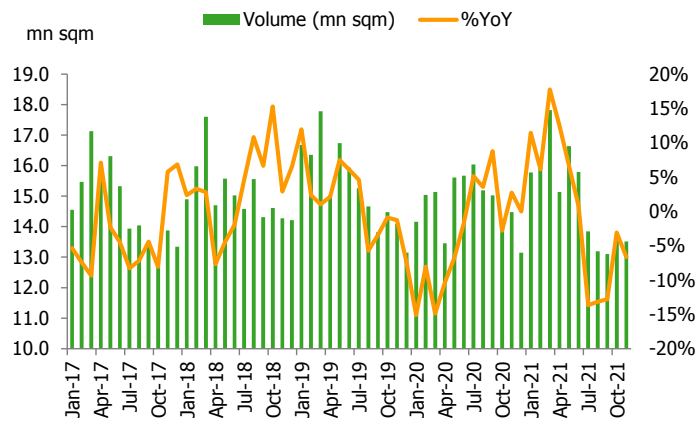
Fig 2 4Q21 preview

|                            | 4Q20  | 1Q21  | 2Q21  | 3Q21  | 4Q21E | %YoY   | %QoQ | %YTD2021E | 2020  | 2021E | % change |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|------|-----------|-------|-------|----------|
| <b>Financials</b>          |       |       |       |       |       |        |      |           |       |       |          |
| Sales (Btmn)               | 1,885 | 2,413 | 2,179 | 1,834 | 2,068 | 9.7    | 12.8 | 100.0     | 8,501 | 8,495 | -0.1     |
| EBITDA (Btmn)              | 631   | 793   | 739   | 629   | 712   | 12.8   | 13.1 | 100.0     | 2,718 | 2,874 | 5.7      |
| Operating profit (Btmn)    | 454   | 623   | 570   | 460   | 529   | 16.4   | 14.8 | 100.0     | 1,995 | 2,182 | 9.4      |
| Core profit (Btmn)         | 362   | 493   | 453   | 366   | 409   | 13.1   | 11.6 | 100.0     | 1,585 | 1,722 | 8.6      |
| Net profit (Btmn)          | 362   | 493   | 453   | 366   | 409   | 13.1   | 11.6 | 100.0     | 1,585 | 1,722 | 8.6      |
| Net EPS (Bt)               | 0.04  | 0.06  | 0.05  | 0.04  | 0.04  | 1.6    | 11.6 | 103.4     | 0.19  | 0.19  | -2.6     |
| <b>Performance Drivers</b> |       |       |       |       |       |        |      |           |       |       |          |
| Sales volume (mn sqm)      | 13.7  | 17.3  | 15.2  | 12.1  | 13.8  | 0.9    | 14.2 | 100.0     | 60.9  | 58.4  | -4.1     |
| ASP (Bt/sqm)               | 130   | 132   | 135   | 142   | 145   | 11.5   | 2.1  | 100.4     | 133   | 138   | 4.0      |
| Natural gas (Bt/mmBTU)     | 221   | 229   | 266   | 289   | 310   | 40.3   | 7.3  | 101.3     | 217   | 270   | 24.4     |
| SG&A to sales (%)          | 19.0  | 17.9  | 18.3  | 20.1  | 18.8  | -1.0   | -6.8 | 100.4     | 19.1  | 18.7  | -2.0     |
| SG&A                       | 358   | 431   | 400   | 369   | 388   | 8.6    | 5.1  | 100.0     | 1,621 | 1,589 | -2.0     |
| <b>Ratios</b>              |       |       |       |       |       |        |      |           |       |       |          |
|                            |       |       |       |       |       | Change |      | Avg YTD   | 2020  | 2021E | Change   |
| Gross margin (%)           | 41.8  | 42.7  | 43.6  | 44.2  | 43.2  | 1.4    | -1.0 | 43.4      | 41.5  | 43.4  | 1.9      |
| EBITDA margin (%)          | 33.5  | 32.9  | 33.9  | 34.3  | 34.4  | 0.9    | 0.1  | 33.9      | 32.0  | 33.8  | 1.9      |
| Optg. margin (%)           | 24.1  | 25.8  | 26.2  | 25.1  | 25.6  | 1.5    | 0.5  | 25.7      | 23.5  | 25.7  | 2.2      |
| ROE (%)                    | 30.4  | 40.2  | 30.4  | 25.4  | 28.3  | -2.0   | 2.9  | 31.1      | 39.0  | 32.7  | -6.3     |

Source: KS Research

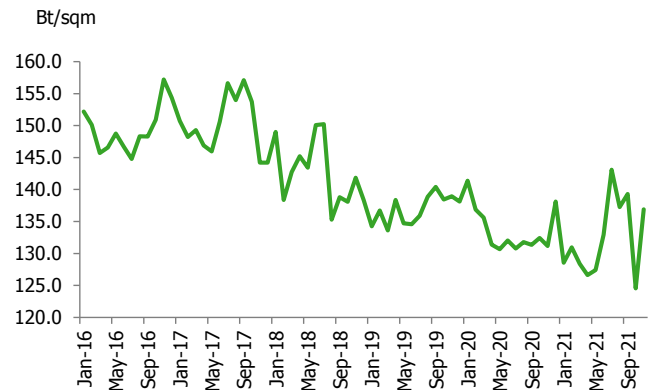


**Fig 3 Thailand's ceramic tile sales volume**



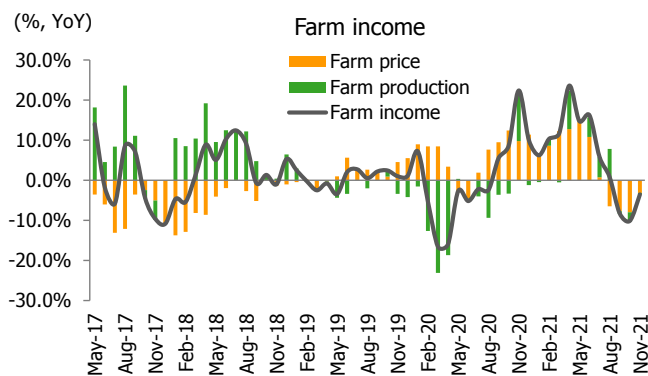
Source: OIE, KS Research

**Fig 4 Industry ASP**



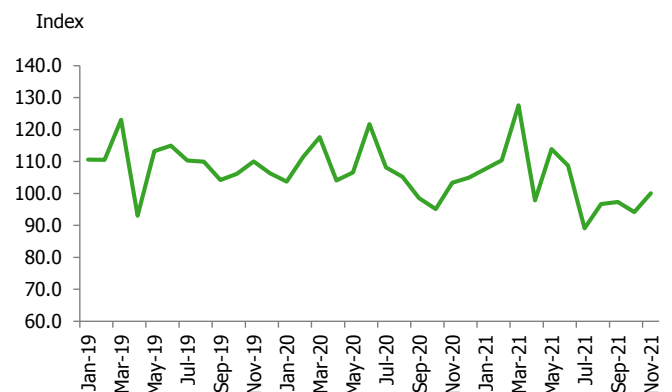
Source: OIE, KS Research

**Fig 5 Thailand's farm income**



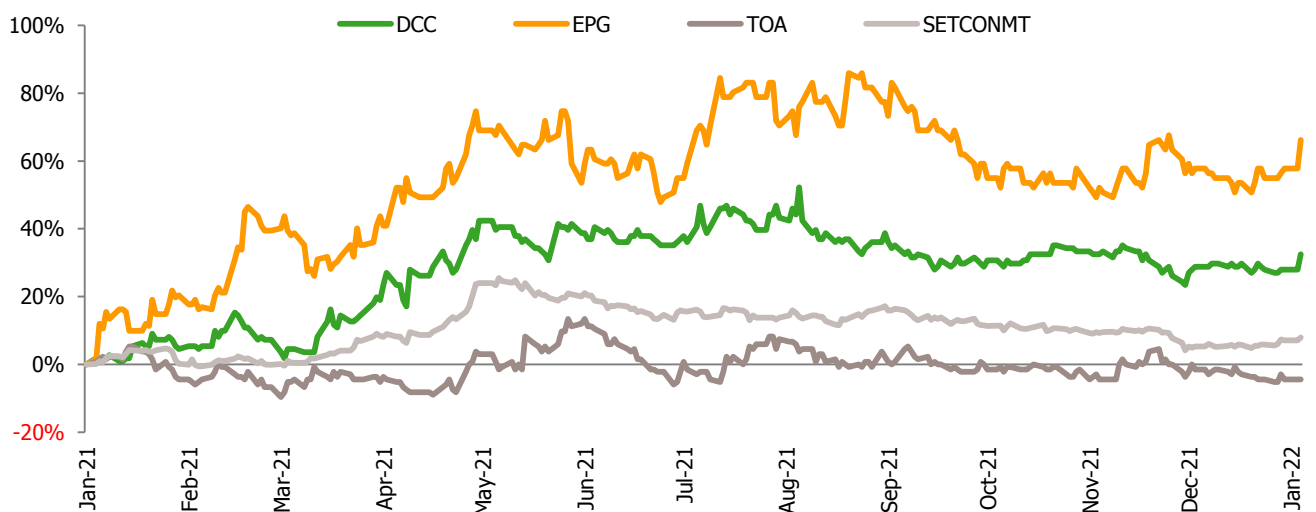
Source: Office of Agricultural Economics, KS Research

**Fig 6 Construction material sales index**



Source: Bank of Thailand, KS Research

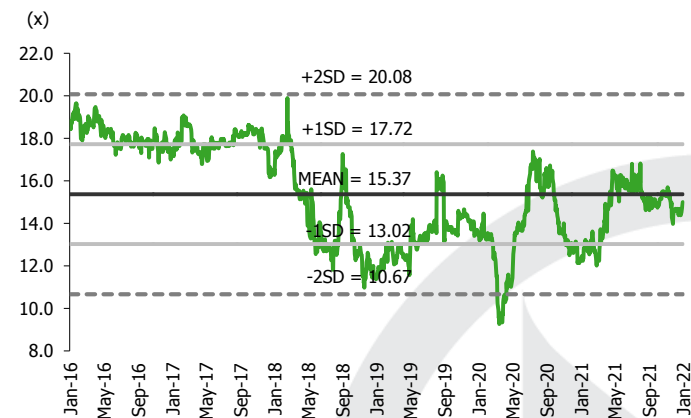
**Fig 7 Stock performance**



Source: Bloomberg, KS Research

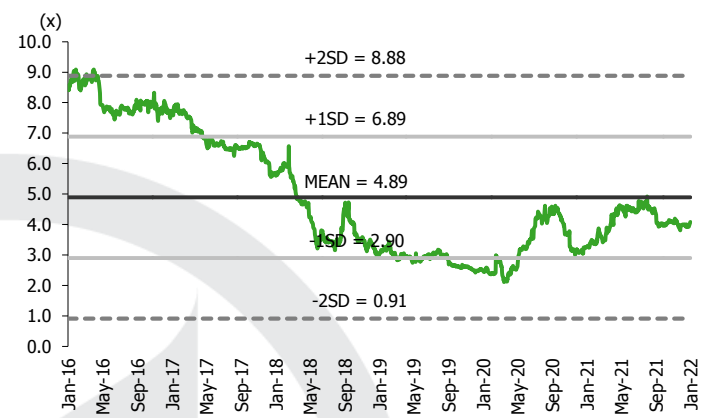


**Fig 8 5-year historical 12M FWD PER**



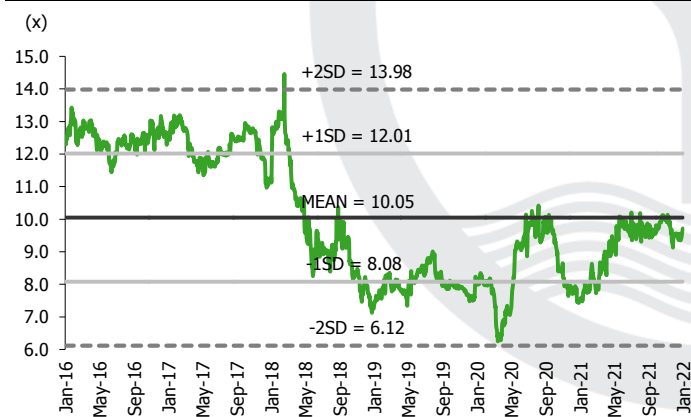
Source: Bloomberg, KS Research

**Fig 9 5-year historical 12M FWD PBV**



Source: Bloomberg, KS Research

**Fig 10 5-year historical 12M FWD EV/EBITDA**



Source: Bloomberg, KS Research

**Fig 11 Valuation summary**

|                   |      |
|-------------------|------|
| Target PER        | 16.6 |
| YE2023 EPS        | 0.2  |
| 2022 Target price | 3.7  |

Source: KS Research

**Fig 12 Peer comparison**

| Stock          | Rating | Price (Bt) | Target price | Upside (%) | P/E (x) |       | P/BV (x) |       | Net profit grth (%) |       | Div. yield (%) |       | ROE (%) |       |
|----------------|--------|------------|--------------|------------|---------|-------|----------|-------|---------------------|-------|----------------|-------|---------|-------|
|                |        | 04-Jan-22  | (Bt)         |            | 2021E   | 2022E | 2021E    | 2022E | 2021E               | 2022E | 2021E          | 2022E | 2021E   | 2022E |
| DCC            | OP     | 2.96       | 3.70         | 25.0       | 15.1    | 14.0  | 4.5      | 4.5   | 8.6                 | 11.9  | 6.3            | 6.1   | 32.7    | 32.5  |
| EPG            | OP     | 11.90      | 14.00        | 17.6       | 23.4    | 19.1  | 2.6      | 2.8   | 21.5                | 43.3  | 2.7            | 3.0   | 11.3    | 15.3  |
| TASCO          | N      | 18.20      | 17.50        | -3.8       | 11.2    | 14.3  | 1.9      | 1.9   | -28.7               | -21.5 | 6.7            | 5.7   | 17.3    | 13.5  |
| TOA            | N      | 32.00      | 35.00        | 9.4        | 33.7    | 30.7  | 5.3      | 4.8   | -5.3                | 10.0  | 1.4            | 1.6   | 16.2    | 16.4  |
| Simple Average |        |            |              |            | 18.8    | 18.0  | 3.1      | 3.1   | 19.0                | -6.0  | 4.3            | 4.1   | 18.1    | 17.8  |

Source: KS Research



Year-end 31 Dec

| Income Statement (Btmn)               | 2019A  | 2020A  | 2021E  | 2022E  | 2023E  | Cashflow (Btmn)                     | 2019A  | 2020A  | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|---------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|-------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Revenue                               | 8,118  | 8,501  | 8,495  | 9,406  | 9,861  | Net profit                          | 1,113  | 1,586  | 1,730  | 1,936  | 2,062  |
| Cost of sales and services            | -4,991 | -4,973 | -4,809 | -5,360 | -5,602 | Depreciation & amortization         | 534    | 722    | 692    | 713    | 742    |
| <b>Gross Profit</b>                   | 3,126  | 3,529  | 3,686  | 4,046  | 4,259  | Change in working capital           | -552   | -157   | -361   | -609   | -561   |
| SG&A                                  | -1,769 | -1,621 | -1,589 | -1,712 | -1,777 | Others                              | 373    | 422    | 419    | 469    | 499    |
| Other income                          | 73     | 88     | 85     | 94     | 99     | <b>CF from operation activities</b> | 1,468  | 2,574  | 2,481  | 2,509  | 2,743  |
| <b>EBIT</b>                           | 1,430  | 1,995  | 2,182  | 2,428  | 2,581  | Capital expenditure                 | -1,074 | -419   | -247   | -550   | -573   |
| <b>EBITDA</b>                         | 1,964  | 2,718  | 2,874  | 3,141  | 3,323  | Investment in subs and affiliates   | -2,000 | -172   | 0      | 0      | 0      |
| Interest expense                      | -42    | -49    | -33    | -23    | -20    | Others                              | 1      | 2      | 1      | 0      | 0      |
| Equity earnings                       | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | <b>CF from investing activities</b> | -3,073 | -590   | -246   | -550   | -572   |
| <b>EBT</b>                            | 1,388  | 1,946  | 2,150  | 2,405  | 2,561  | Cash dividend                       | -736   | -1,187 | -1,644 | -1,637 | -1,744 |
| Income tax                            | -275   | -360   | -419   | -469   | -499   | Net proceeds from debt              | 1,524  | -1,957 | -1,106 | -200   | -300   |
| <b>NPAT</b>                           | 1,113  | 1,586  | 1,730  | 1,936  | 2,062  | Capital raising                     | 809    | 1,113  | 1,081  | 0      | 0      |
| Minority Interest                     | -140   | -1     | -9     | -10    | -10    | Others                              | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>Core Profit</b>                    | 973    | 1,585  | 1,722  | 1,926  | 2,052  | <b>CF from financing activities</b> | 1,597  | -2,031 | -1,669 | -1,837 | -2,044 |
| Extraordinary items                   | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | <b>Net change in cash</b>           | -8     | -47    | 566    | 122    | 127    |
| FX gain (loss)                        | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | <b>Key Statistics &amp; Ratios</b>  |        |        |        |        |        |
| <b>Reported net profit</b>            | 973    | 1,585  | 1,722  | 1,926  | 2,052  | <b>Per share (Bt)</b>               |        |        |        |        |        |
| <b>Balance Sheet (Btmn)</b>           |        |        |        |        |        | Reported EPS                        | 0.13   | 0.19   | 0.19   | 0.21   | 0.22   |
| Cash & equivalents                    | 118    | 71     | 491    | 613    | 739    | Core EPS                            | 0.13   | 0.19   | 0.19   | 0.21   | 0.22   |
| ST investments                        | 1      | 1      | 0      | 0      | 0      | DPS                                 | 0.10   | 0.17   | 0.18   | 0.18   | 0.19   |
| Accounts receivable                   | 309    | 144    | 163    | 180    | 189    | BV                                  | 0.47   | 0.58   | 0.63   | 0.66   | 0.70   |
| Inventories                           | 2,164  | 2,089  | 2,016  | 2,247  | 2,348  | EV                                  | 2.44   | 2.55   | 3.09   | 3.06   | 3.01   |
| Other current assets                  | 29     | 0      | 0      | 0      | 0      | Free Cash Flow                      | 0.05   | 0.26   | 0.24   | 0.21   | 0.24   |
| <b>Total current assets</b>           | 2,621  | 2,305  | 2,669  | 3,040  | 3,276  | <b>Valuation analysis</b>           |        |        |        |        |        |
| Investment in subs & others           | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | Reported P/E (x)                    | 14.05  | 11.48  | 15.71  | 14.04  | 13.19  |
| Fixed assets-net                      | 6,029  | 6,416  | 5,971  | 5,808  | 5,639  | Core P/E (x)                        | 14.05  | 11.48  | 15.71  | 14.04  | 13.19  |
| Other assets                          | 72     | 74     | 79     | 80     | 81     | P/BV (x)                            | 4.06   | 3.82   | 4.68   | 4.46   | 4.25   |
| <b>Total assets</b>                   | 8,722  | 8,796  | 8,719  | 8,928  | 8,996  | EV/EBITDA (x)                       | 9.00   | 7.69   | 9.83   | 8.89   | 8.28   |
| Short-term debt                       | 3,967  | 2,271  | 1,165  | 965    | 665    | Price/Cash flow (x)                 | 9.31   | 7.07   | 10.91  | 10.78  | 9.86   |
| Accounts payable                      | 857    | 786    | 791    | 881    | 921    | Dividend yield (%)                  | 5.52   | 7.43   | 6.08   | 6.05   | 6.45   |
| Other current liabilities             | 103    | 183    | 187    | 207    | 217    | <b>Profitability ratios</b>         |        |        |        |        |        |
| <b>Total current liabilities</b>      | 4,927  | 3,240  | 2,142  | 2,053  | 1,803  | Gross margin (%)                    | 38.51  | 41.51  | 43.39  | 43.01  | 43.19  |
| Long-term debt                        | 0      | 408    | 408    | 408    | 408    | EBITDA margin (%)                   | 24.19  | 31.97  | 33.83  | 33.39  | 33.70  |
| Other liabilities                     | 276    | 289    | 289    | 289    | 289    | EBIT margin (%)                     | 17.61  | 23.47  | 25.69  | 25.81  | 26.17  |
| <b>Total liabilities</b>              | 5,203  | 3,937  | 2,840  | 2,750  | 2,500  | Net profit margin (%)               | 13.71  | 18.66  | 20.37  | 20.58  | 20.91  |
| Paid-up capital                       | 723    | 820    | 914    | 914    | 914    | ROA (%)                             | 13.31  | 18.11  | 19.76  | 21.94  | 23.01  |
| Share premium                         | 1,245  | 2,260  | 3,248  | 3,248  | 3,248  | ROE (%)                             | 27.56  | 39.01  | 32.68  | 32.55  | 33.00  |
| Reserves & others, net                | -1,391 | -1,497 | -1,497 | -1,497 | -1,497 | <b>Liquidity ratios</b>             |        |        |        |        |        |
| Retained earnings                     | 2,790  | 3,179  | 3,110  | 3,399  | 3,706  | Current ratio (x)                   | 0.53   | 0.71   | 1.25   | 1.48   | 1.82   |
| Minority interests                    | 152    | 96     | 105    | 114    | 125    | Quick ratio (x)                     | 0.09   | 0.07   | 0.31   | 0.39   | 0.51   |
| <b>Total shareholders' equity</b>     | 3,519  | 4,858  | 5,879  | 6,178  | 6,496  | <b>Leverage Ratios</b>              |        |        |        |        |        |
| <b>Total equity &amp; liabilities</b> | 8,722  | 8,796  | 8,719  | 8,928  | 8,996  | Liabilities/Equity ratio (x)        | 1.48   | 0.81   | 0.48   | 0.45   | 0.38   |
| <b>Key Assumptions</b>                |        |        |        |        |        | Net debt/EBITDA (x)                 | 1.96   | 0.96   | 0.38   | 0.24   | 0.10   |
| Average FX (Bt/USD)                   | 31.1   | 31.3   | 32.0   | 32.8   | 32.8   | Net debt/equity (x)                 | 1.09   | 0.54   | 0.18   | 0.12   | 0.05   |
| Sales volume (mn sqm)                 | 59.7   | 60.9   | 58.4   | 62.4   | 66.2   | Int. coverage ratio (x)             | 34.20  | 40.80  | 67.07  | 105.22 | 131.84 |
| ASP (Bt/sqm)                          | 132    | 133    | 138    | 144    | 142    | <b>Growth</b>                       |        |        |        |        |        |
| Natural gas price (Bt/mmBTU)          | 276    | 217    | 270    | 310    | 300    | Revenue (%)                         | 1.13   | 4.73   | -0.08  | 10.73  | 4.83   |
| SG&A to sales (%)                     | 21.8   | 19.1   | 18.7   | 18.2   | 18.0   | EBITDA (%)                          | 3.31   | 38.41  | 5.74   | 9.30   | 5.79   |
|                                       |        |        |        |        |        | Reported net profit (%)             | -0.61  | 62.97  | 8.61   | 11.88  | 6.50   |
|                                       |        |        |        |        |        | Reported EPS (%)                    | -10.28 | 43.74  | -2.57  | 11.88  | 6.50   |
|                                       |        |        |        |        |        | Core profit (%)                     | -0.61  | 62.97  | 8.61   | 11.88  | 6.50   |
|                                       |        |        |        |        |        | Core EPS (%)                        | -10.28 | 43.74  | -2.57  | 11.88  | 6.50   |

Source: Company, KS estimates



## Analyst Certification

The views expressed in this research report accurately reflect the personal views of the analyst(s) about the subject security(ies) and subject company(ies); and no part of the compensation of the research analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.

## Investment Ratings

Outperform: Expected total return of 10% or more within a 12-month period

Neutral: Expected total return between -10% and 10% within a 12-month period

Underperform: Expected total return of -10% or worse within a 12-month period

## General Disclaimer

This document is prepared by Kasikorn Securities Public Company Limited ("KS"). This document has been prepared for individual clients of KS only and must not, either in whole or in part, be copied, photocopied or duplicated in any form or by any means or distributed to any other person. If you are not the intended recipient you must not use or disclose the information in this research in any way. If you received it in error, please immediately notify KS by return e-mail and delete the document. We do not guarantee the integrity of any e-mails or attached files and are not responsible for any changes made to them by any other person.

This document, including information, data, statements, forecasts, analysis and projections contained herein, including any expression of opinion, is based on public available information or information obtained from sources believed to be reliable, but KS does not make any representation or warranty on, assumes no responsibilities for nor guarantees the accuracy, completeness, correctness or timeliness of such information. KS accepts no obligation to correct or update the information or opinions in it. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration and they were based upon such information or sources then, and in our opinion are fair and reasonable in the circumstances prevailing at the time. The information or expressions of opinion contained herein are subject to change without notice.

Nothing in this document shall be construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities or products, or to engage in or refrain from engaging in any transaction. In preparing this document, KS did not take into account your specific investment objectives, financial situation or particular needs. This document is for your information only and is not to be taken in substitution for the exercise of your judgment. KS salespeople, traders and other professionals may provide oral or written market commentary or trading strategies to our clients that reflect opinions which are contrary to the opinions expressed in this document. Before making an investment decision on the basis of this document, you should obtain independent financial, legal or other advice and consider the appropriateness of investment in light of your particular investment needs, objectives and financial circumstances. There are risks involved in the investment in securities. KS accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, consequential or other loss (including claim for loss of profit) arising from any use of or reliance upon this document and/or further communication given in relation to this document.

Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments herein constitute a judgment as of the date of this document, and there can be no assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments. Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described in this document were based upon a number of estimates and assumptions and are inherently subject to significant uncertainties or contingencies. It can be expected that one or more of the estimates on which the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments were based will not materialize or will vary significantly from actual results. Therefore, the inclusion of the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described herein is not to be relied upon as a representation and/or warranty by KS (i) that such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments or their underlying assumptions will be achieved, or (ii) that there is an assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments stated therein.

KS along with its affiliates and/or persons associated with it may from time to time have interests in the securities mentioned in this document. KS and its associates, their directors and/or employees may have positions in, and may effect transactions in securities mentioned herein and may also perform or seek to perform broking, investment banking, advisory and other securities services for companies mentioned in this document.

## 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 companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market of Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor at <http://www.thai-iod.com/en/publications-detail.asp?id=170>. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information.

The survey result is as of the data appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. KS does not confirm nor certify the accuracy of such survey result.

## Structured Notes and Derivative Warrants Disclaimer

KS may be the issuer of structured notes on these securities.

KS acts as market maker and issuer of Derivative Warrants ("DWs") on the underlying stocks listed below. Investors should carefully read the details of the DWs in the prospectus before making any investment decisions.

DWs Underlying Stocks: ADVANC, AMATA, AOT, AWC, BANPU, BBL, BDMS, BEM, BGRIM, BJC, CBG, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DOHOME, DTAC, EA, GPSC, GULF, GUNKUL, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KCE, KKP, KTC, MINT, MTC, OR, OSP, PLANB, PRM, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPRC, STA, STEC, STGT, TASCO, TISCO, TOP, TQM, TU, VGI, and WHA.