

ไดนาสตีเซรามิค

ผลประกอบการไตรมาส2/55 นำผิดหวัง

Construciton
Material
Neutral

BUALUANG RESEARCH

นฤมล เอกสมทร
+66 2 618 1000

คำแนะนำพื้นฐาน: **ขาย**
เป้าหมายพื้นฐาน: 48.00 บาท
ราคา (25/07/12): 52.50 บาท

Key Ratios & Statistics

Market cap	Bt1242bn		
12-mth price range	Bt47.50/Bt67.75		
12-mth avg daily volume	Bt33.61m		
# of shares (m)	408.0		
Est. free float (%)	37.8		
Foreign limit (%)	35.0		
Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(4.1)	(16.3)	(0.4)
Absolute	(0.5)	(16.3)	5.0

Financial summary

FY Ended 31 Dec	2011	2012E	2013E	2014E
Revenues (Btm)	7,207	7,550	8,140	8,611
Net profit (Btm)	1,243	1,277	1,478	1,662
EPS (Bt)	3.05	3.13	3.62	4.07
BLS/Consensus (x)	n.m.	0.91	0.91	0.92
EPS growth (%)	+5.7%	+2.7%	+15.7%	+12.5%
Core profit (Btm)	1,243	1,277	1,478	1,662
Core EPS (Bt)	3.05	3.13	3.62	4.07
Core EPS growth (%)	+5.7%	+2.7%	+15.7%	+12.5%
PER (x)	17.2	16.8	14.5	12.9
Core PER (x)	17.2	16.8	14.5	12.9
EV/EBITDA (x)	10.4	11.0	10.1	9.2
PBV (x)	8.0	8.0	8.0	8.0
Dividend (Bt)	3.05	3.13	3.62	4.07
Dividend yield (%)	5.8	6.0	6.9	7.8
ROE (%)	46.8	48.7	56.4	63.4
Net gearing (x)	0.1	(0.0)	(0.1)	(0.1)

CG Rating - 2011



EARNINGS RESULTS

ต่ำกว่าคาด: DCC รายงานกำไรสุทธิไตรมาส2/55 ที่ 322 ล้านบาท ลดลง 5% YoY และ 14% QoQ ผลที่ออกมาต่ำกว่าคาด 12% ทั้งอัตรากำไรขั้นต้นและรายได้ นำผิดหวัง บริษัทประกาศเงินปันผลต่อหุ้นในไตรมาส 2/55 ที่ 0.79 บาท (อัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล 100%) ซึ่งเท่ากับผลตอบแทนต่อปีที่ 6% (ขึ้นเครื่องหมาย XD ในวันที่ 7 ส.ค.; จ่ายวันที่ 23 ส.ค.)

ประเด็นหลักจากผลประกอบการ: กำไรสุทธิไตรมาส 2/55 ที่อ่อนตัวลง เนื่องจาก อัตรากำไรขั้นต้นที่ลดลง ซึ่งในไตรมาส2/55 อยู่ที่ 39.2% เทียบกับไตรมาส2/54 ที่ 43.9% และ 39.6% ในไตรมาส1/55 อัตรากำไรขั้นต้นลดลง เนื่องจากต้นทุนก๊าซสูงขึ้น แม้ว่ารายได้สูงขึ้น 1% YoY มาอยู่ที่ 1.9 พันล้านบาท แต่ไม่เพียงพอที่จะชดเชยอัตรากำไรขั้นต้นที่ลดลง – สัดส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายทรงตัว YoY ที่ 18% ปริมาณขายในไตรมาส2/55 อยู่ที่ 14.4 ล้านตารางเมตร ทรงตัว YoY แต่ลดลง 11% QoQ ตามฤดูกาล เราคาดว่าเฉลี่ยราคาขายสูงขึ้นแค่ 1% ทั้ง YoY และ QoQ อัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุนสุทธิ อยู่ที่ 0.06 เท่า ณ สิ้นเดือน มิ.ย. เทียบต่อเงินสดสุทธิ ณ สิ้นเดือน มิ.ค.

แนวโน้ม: เราคาดว่า DCC จะรายงานตัวเลขผลประกอบการไตรมาส3/55 (ภายใต้สถานการณ์ที่ดีที่สุด) ทรงตัว QoQ (ลดลง QoQ ตามฤดูกาล) คาดปริมาณขายจะอ่อนตัวลงในไตรมาส 3 เนื่องจากอยู่ในช่วงโลซีขึ้น ต้นทุนก๊าซจะยังคงสูงในไตรมาส3/55 แต่คาดว่าจะลดลงในไตรมาส4/55 (ค่าก๊าซจะปรับตัวต่ำกว่าราคาน้ำมันประมาณ 6 เดือน ซึ่งราคาน้ำมันดิบดูไบเริ่มลดลงในเดือน พ.ค. 2555)

สิ่งที่เปลี่ยนแปลงไป: เราได้ลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2555 6% และอีก 4% ของปี2556 เพื่อสะท้อนผลไตรมาส2/55 ที่นำผิดหวัง อัตรากำไรขั้นต้นปี2555 ลดลงจาก 41% มาอยู่ที่ 39.5% กำไรสุทธิครั้งแรกปี2555 คิดเป็น 55% ของประมาณการทั้งปี เราคาดว่าประมาณการกำไรสุทธิของตลาดจะถูกปรับลดลงเร็วๆนี้ เนื่องจากกำไรสุทธิ คิดเป็นแค่ 50% ของที่ตลาดประมาณการ (ปกติ กำไรสุทธิครั้งแรกปี2555 คิดเป็นประมาณ 55-60% ของประมาณการทั้งปี)

คำแนะนำ: เรายังคงแนะนำ ขาย เราได้ปรับลดราคาเป้าหมายมาอยู่ที่ 48 บาท จาก 50 บาท เพื่อสะท้อนประมาณการที่ถูกปรับลดลง (14% discount rate และ 1% terminal growth rate DCC ซื้อขายอยู่ที่ PER ปี 2555 ที่ 16.8 เท่า อยู่เหนือค่าเฉลี่ยระยะยาวที่ 2 เท่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน อัตราเงินปันผลปี 2555 ที่ 6% นั้น เรามองว่าไม่มากเพียงพอที่จะชดเชยความเสี่ยงเกี่ยวกับการปรับลดมูลค่าการซื้อขาย เราแนะนำให้เข้าซื้อหุ้นอีกครั้งเมื่ออัตราเงินปันผลอยู่ที่ 7.5-7.7% (ใกล้ค่าเฉลี่ยปี 2549-54) ซึ่งคำนวณได้ราคาหุ้นที่ต่ำกว่า 50 บาท

Figure 1: 2Q12 results

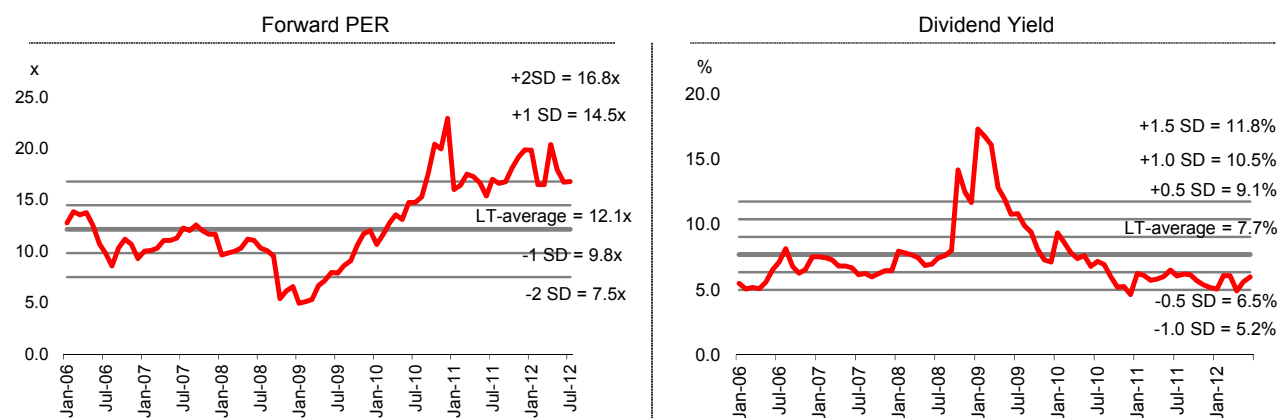
FY Ended 31 Dec (Btm)	2Q12	2Q11	YoY %	1Q12	QoQ %	6M12	6M11	YoY %	6M12 vs. FY12E
Income Statement									
Revenue	1,883	1,856	1	2,093	(10)	3,975	3,875	3	53
Cost of sales and services	(1,145)	(1,042)	10	(1,264)	(9)	(2,409)	(2,211)	9	53
EBITDA	465	525	n.a.	527		n.a.	1,131		n.a.
EBIT	397	480	(17)	481	(18)	878	995	(12)	53
Interest expense	(2)	0	nm	(2)	0	(3)	0	nm	95
Other income/exp.	26	9	197	3	721	29	11	155	144
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Extra items	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBT	421	489	(14)	483	(13)	903	1,007	(10)	54
Corporate tax	(98)	(150)	(35)	(109)	(10)	(207)	(303)	(32)	
Minority interest	(1)	(2)	nm	(1)	nm	(2)	(3)	nm	
Net profit (loss)	322	337	(5)	373	(14)	694	701	(1)	55
Reported EPS	0.79	0.83	(5)	0.91	(14)	1.70	1.72	(1)	
Core net profit	322	337	(5)	373	(14)	694	701	(1)	55
Key ratios									
Gross margin (%)	39.2	43.9		39.6		39.4	42.9		
EBITDA margin (%)	n.a.	28.3		25.2		n.a.	29.2		
EBIT margin (%)	21.1	25.9		23.0		22.1	25.7		
Tax rate (%)	23.3	30.7		22.6		22.9	30.1		
Net margin (%)	17.1	18.2		17.8		17.5	18.1		
Current ratio (x)	1.1	1.3		1.4		1.1	1.3		
Gearing ratio (x)	0.1	0.0		0.0		0.1	0.0		
Interest coverage (x)	n.m.	n.m.		n.m.		n.m.	nm		
Balance Sheet									
Cash & Equivalent	158	359	(56)	365	(57)				
Total assets	4,353	4,032	8	4,451	(2)				
ST debts & current portion	321	6	100	0	nm				
Long-term debt	0	0	0	0	0				
Total liabilities	1,627	1,284	27	1,423	14				
Retained earnings	1,769	1,795	(1)	2,072	(15)				
Shareholders equity	2,683	2,709	(1)	2,986	(10)				
Minority interests	43	39	9	42	2				
BV (Bt)	6.7	6.7	(1)	7.4	(10)				

- The YoY profit dive was mainly due to GM squeeze caused by high gas prices
- The QoQ earnings decline was because of seasonality (lower sales volume)
- Sales volume was flat YoY, but fell 11% QoQ
- The mean sales price inched up 1% YoY to Bt131/sq.m.
- GM dropped, due to a higher natural gas price
- The SG&A/sales ratio was flat YoY at 18%
- Net gearing was 0.06x at end-June versus net cash at end-March

Figure 2: Forecast change

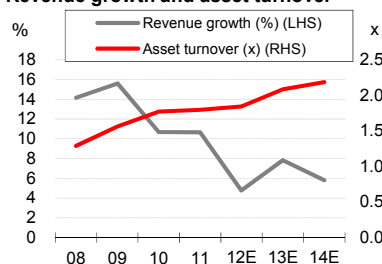
Btm	2012e			2013e		
	Old	New	Chg.	Old	New	Chg.
Net profit	1,364	1,277	-6%	1,543	1,478	-4%
EPS(Bt)	3.34	3.13	-6%	3.78	3.62	-4%
DPS(Bt)	3.34	3.13	-6%	3.78	3.62	-4%
Dividend yield	6.4%	6.0%	0.4%	7.2%	6.9%	-0.3%
Payout ratio	100%	100%	0.0%	100%	100%	0.0%
Total revenue	7,550	7,550	0%	8,140	8,140	0%
Volume sale (m sq.m.)	57.6	57.6	0%	617	617	0%
Gross margin	41.0%	39.5%	-1.5%	41.5%	40.5%	-1.0%
Net margin	18.1%	16.9%	-1.2%	19.0%	18.2%	-0.8%
SG&A/Sale	17.6%	17.6%	0.0%	17.9%	17.9%	0.0%
Avg selling price (Bt/sq.m.)	131.0	131.0	0%	132.0	132.0	0%

Figure 3: DCC valuations are not cheap given unattractive earnings in the near-term (low season)

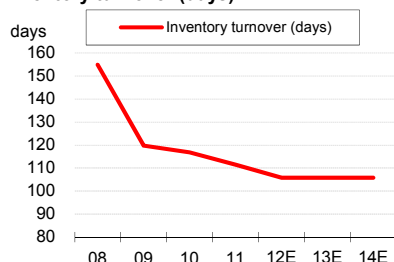


Sources: SETSMART, Company data, Bualuang Research

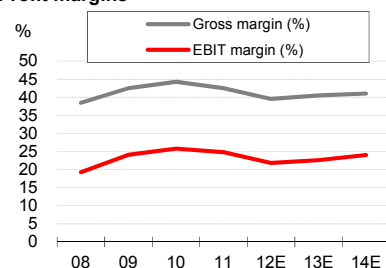
Revenue growth and asset turnover



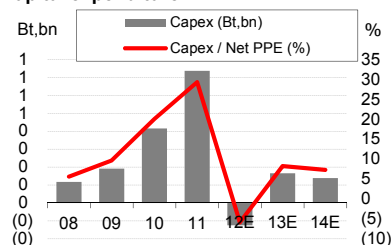
Inventory turnover (days)



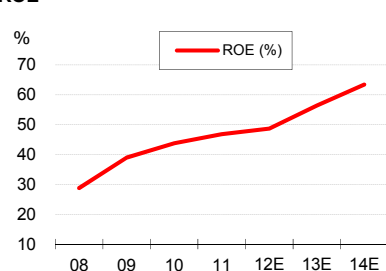
Profit margins



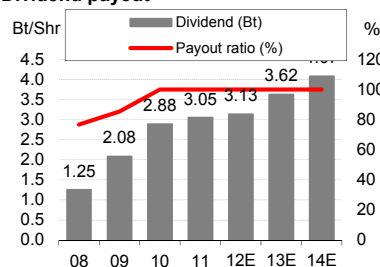
Capital expenditure



ROE



Dividend payout



PROFIT & LOSS (Btm)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Revenue	6,513	7,207	7,550	8,140	8,611
Cost of sales and services	(3,629)	(4,145)	(4,567)	(4,843)	(5,081)
Gross profit	2,884	3,062	2,982	3,297	3,531
SG&A	(1,206)	(1,277)	(1,334)	(1,459)	(1,462)
EBIT	1,678	1,785	1,648	1,838	2,069
Interest expense	(0)	(4)	(4)	(4)	(4)
Other income/exp.	18	20	20	20	20
EBT	1,696	1,802	1,664	1,855	2,086
Corporate tax	(516)	(554)	(383)	(371)	(417)
After-tax profit (loss)	1,180	1,247	1,282	1,484	1,668
Minority interest	(4)	(5)	(5)	(6)	(6)
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	0	0	0	0	0
Net profit (loss)	1,176	1,243	1,277	1,478	1,662
Reported EPS	2.88	3.05	3.13	3.62	4.07
Fully diluted EPS	2.88	3.05	3.13	3.62	4.07
Core net profit	1,176	1,243	1,277	1,478	1,662
Core EPS	2.88	3.05	3.13	3.62	4.07
EBITDA	2,017	2,084	1,934	2,104	2,308

KEY RATIOS

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Revenue growth (%)	10.7	10.7	4.8	7.8	5.8
Gross margin (%)	44.3	42.5	39.5	40.5	41.0
EBITDA margin (%)	31.0	28.9	25.6	25.8	26.8
Operating margin (%)	25.8	24.8	21.8	22.6	24.0
Net margin (%)	18.1	17.2	16.9	18.2	19.3
Core profit margin (%)	18.1	17.2	16.9	18.2	19.3
ROA (%)	32.0	31.0	31.2	37.9	42.2
ROCE (%)	43.2	42.8	44.4	55.3	62.1
Asset turnover (x)	1.8	1.8	1.8	2.1	2.2
Current ratio (x)	1.6	1.1	1.5	1.6	1.7
Gearing ratio (x)	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
Interest coverage (x)	10,108.5	501.2	462.6	516.0	580.9

BALANCE SHEET (Btm)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Cash & Equivalent	160	205	91	140	197
Accounts receivable	147	131	174	187	198
Inventory	1,162	1,266	1,325	1,404	1,473
PP&E-net	2,075	2,514	2,104	2,004	1,904
Other assets	171	186	186	186	186
Total assets	3,715	4,303	3,880	3,922	3,958
Accounts payable	496	607	594	630	660
ST debts & current portion	0	415	0	0	0
Long-term debt	0	0	0	0	0
Other liabilities	493	617	617	617	617
Total liabilities	988	1,640	1,211	1,246	1,277
Paid-up capital	408	408	408	408	408
Share premium	48	143	143	143	143
Retained earnings	1,775	1,708	1,708	1,708	1,708
Shareholders equity	2,689	2,622	2,622	2,622	2,622
Minority interests	37	41	46	52	59
Total Liab.&Shareholders' equity	3,715	4,303	3,879	3,921	3,958

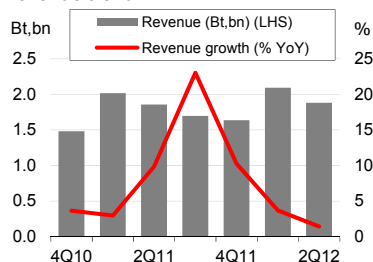
CASH FLOW (Btm)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Net income	1,176	1,243	1,277	1,478	1,662
Depreciation and amortization	339	299	286	266	239
Change in working capital	31	139	(114)	(58)	(49)
FX, non-cash adjustment & others	(0)	(5)	(68)	0	(1)
Cash flows from operating activities	1,546	1,676	1,380	1,686	1,851
Capex (Invest)/Divest	(416)	(738)	124	(166)	(139)
Others	4	(8)	0	0	0
Cash flows from investing activities	(412)	(746)	124	(166)	(139)
Debt financing (repayment)	(2)	415	(415)	(0)	0
Equity financing	0	0	0	0	0
Dividend payment	(1,163)	(1,242)	(1,276)	(1,478)	(1,662)
Cash flows from financing activities	(1,165)	(822)	(1,685)	(1,472)	(1,656)
Net change in cash	(31)	108	(181)	48	57
Free cash flow (Btm)	1,130	938	1,504	1,520	1,713
FCF per share (Bt)	2.77	2.30	3.69	3.73	4.20

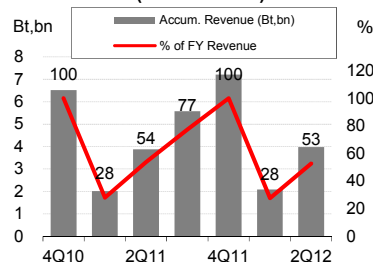
Key assumptions

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Sales volume growth	10.7%	11.0%	4.0%	7.0%	5.0%
Sales price (Bt/sq.m.)	129	129	131	132	133
Utilization rate	92%	91%	89%	97%	98%

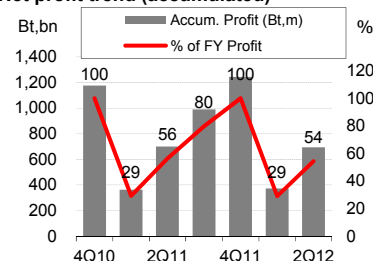
Revenue trend



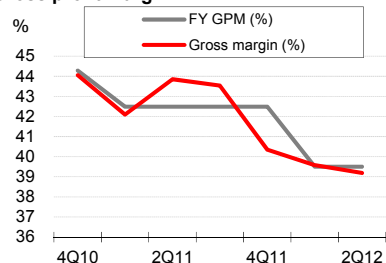
Revenue trend (accumulated)



Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)					
	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12
Revenue	1,856	1,698	1,634	2,093	1,883
Cost of sales and services	(1,042)	(959)	(975)	(1,264)	(1,145)
Gross profit	814	739	660	828	738
SG&A	(334)	(312)	(297)	(347)	(341)
EBIT	480	427	362	481	397
Interest expense	0	(1)	(3)	(2)	(2)
Other income/exp.	9	5	4	3	26
EBT	489	432	363	483	421
Corporate tax	(150)	(141)	(110)	(109)	(98)
After-tax profit (loss)	339	291	253	374	323
Minority interest	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	0	0	0	0	0
Net profit (loss)	337	289	252	373	322
Reported EPS	0.83	0.71	0.62	0.91	0.79
Fully diluted EPS	0.83	0.71	0.62	0.91	0.79
Core net profit	337	289	252	373	322
Core EPS	0.83	0.71	0.62	0.91	0.79
EBITDA	525	468	506	527	n.a.
KEY RATIOS					
Gross margin (%)	43.9	43.5	40.4	39.6	39.2
EBITDA margin (%)	28.3	27.5	31.0	25.2	n.a.
Operating margin (%)	25.9	25.2	22.2	23.0	21.1
Net margin (%)	18.2	17.0	15.4	17.8	17.1
Core profit margin (%)	18.2	17.0	15.4	17.8	17.1
BV (Bt)	6.74	6.62	6.53	7.42	6.68
ROE (%)	49.8	43.5	38.5	49.9	48.0
ROA (%)	33.4	28.8	23.5	33.5	29.6
Current ratio (x)	1.3	1.2	1.1	1.4	1.1
Gearing ratio (x)	0.0	0.1	0.2	0.0	0.1
Interest coverage (x)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)					
	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12
Cash & Equivalent	359	118	205	365	158
Accounts receivable	126	118	131	155	111
Inventory	1,013	1,132	1,266	1,203	1,346
PP&E-net	2,355	2,470	2,514	2,540	2,553
Other assets	179	182	186	188	186
Total assets	4,032	4,019	4,303	4,451	4,353
Accounts payable	609	624	607	660	706
ST debts & current portion	6	210	415	0	321
Long-term debt	0	0	0	0	0
Other liabilities	669	484	617	763	601
Total liabilities	1,284	1,318	1,640	1,423	1,627
Paid-up capital	408	408	408	408	408
Share premium	506	506	506	0	506
Retained earnings	1,795	1,746	1,708	2,072	1,769
Shareholders equity	2,709	2,660	2,622	2,986	2,683
Minority interests	39	41	41	42	43
Total Liab.&Shareholders' equity	4,032	4,019	4,303	4,451	4,353

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-UNDERWRITER IN RESPECT OF THE INITIAL PUBLIC OFFERING ("IPO") OF SECURITIES OF SRIRACHA CONSTRUCTION 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, 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 based 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.