

# Tipco Asphalt

(TASCO.BK/TASCO TB)

## Outperform·Maintained

Price as of 18 August 2015	24.30
2015 target price (Bt/shr)	36.30
Unchanged / Revised up down)(%)	19.40
Upside/downside (%)	49.38

### Key messages

ข้อมูลโดยรวมที่ได้จากการประชุมผู้ถือหุ้นของ TASCO อยู่ในเชิงบวก โดยผู้บริหารประเมินทิศทางกำไรของบริษัทยังคงมีแนวโน้มแข็งแกร่งต่อเนื่อง จากราคาน้ำมันที่ต่ำและอุปสงค์ bitumen ที่ยังดีอยู่ทั้งในประเทศและต่างประเทศ ดังนั้นเราจึงปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิปีขึ้นอีก 20.0% เป็น 4.8 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 234% YoY จาก 1.2 พันล้านบาทในปี 2557 ทั้งนี้ แนวโน้มผลประกอบการที่ยังคงแข็งแกร่งต่อเนื่อง ทำให้เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” โดยให้ราคาเป้าหมายใหม่ที่ 36.30 บาท (P/E 11.6x) จากเดิม 30.40 บาท

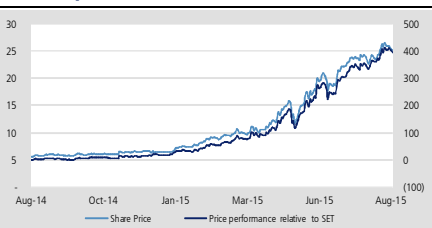
### Trading data

Mkt cap (Btbn/US\$m)	37.5 / 1.1		
Outstanding shares (mn)	1,543		
Foreign ownership (mn)	602		
3M avg. daily trading (mn)	50.2		
52-week trading range (Bt)	5.6-26.5		
Performance (%)	3M	6M	12M
Absolute	69.5	179.0	352.9
Relative	81.3	218.9	395.5

### Quarterly EPS

Bt	Q1	Q2	Q3	Q4
2013	2.7	1.2	1.9	(0.3)
2014	1.7	0.0	2.8	3.4
2015	0.7	0.8	n.a.	n.a.

### Share price chart



Source: SET

Nat Panassutrakorn  
66.2658.8888Ext. 8849  
natp@kgi.co.th

## ปีที่ดีของ TASCO

### Event

ข้อมูลโดยรวมที่ได้จากการประชุมผู้ถือหุ้นของ TASCO อยู่ในเชิงบวก โดยผู้บริหารประเมินกำไรของบริษัทยังคงมีแนวโน้มแข็งแกร่งจากราคาน้ำมันที่ต่ำและอุปสงค์ของยางมะตอย (bitumen) ที่ดีอยู่ ดังนั้นแนวโน้มผลการดำเนินงานที่ยังดีต่อเนื่อง เราจึงปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิปีขึ้นอีก 20.0%

### Impact

#### GPM มีแนวโน้มแข็งแกร่งในครึ่งหลังของปีนี้

ราคาน้ำมันลดลง 14.7% จาก US\$63/ton ในไตรมาสที่ 2/58 เป็น US\$53.7/ton เนื่องจากความไม่แน่นอนของภาวะเศรษฐกิจโลก ทั้งนี้ เราประเมินราคาน้ำมันดิบจะอยู่ในช่วง US\$60-70/ton ซึ่งจะปรับระดับที่ TASCO ยังทำกำไรได้ดี โดยเราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) ของ TASCO ในครึ่งหลังของปีนี้จะอยู่ที่ขึ้นเหนือ 15.0% จากการทำข้อตกลงระยะยาวกับ suppliers เพื่อซื้อน้ำมันดิบ 10.4 ล้านบาร์เรล/ปี ในราคาที่แข่งขันได้ดี

#### คาดว่าราคา bitumen จะยังดีต่อเนื่อง

อุปสงค์ที่แข็งแกร่งจากทั้งในประเทศและในภูมิภาคหนุนให้ราคา bitumen ขึ้นอยู่ได้ที่ US\$370/ton จาก US\$390/ton หรือลดลงแค่ 5.7% เท่านั้น ซึ่งทิศทางของราคา bitumen น่าจะยังทรงตัวต่อเนื่องจากอุปทานที่ไม่เพียงพอในตลาดเพราะ โรงกลั่นส่วนใหญ่ตัดสินใจไม่สร้างโรงกลั่นใหม่ แต่เลือกที่จะอัพเกรด cracking units ของโรงกลั่นเดิมเพื่อผลิตสินค้าปิโตรเลียมที่มากกว่าแทนที่จะผลิต bitumen นอกจากนี้ นโยบายการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานของประเทศต่างๆ ใน ASEAN อย่างเช่น การก่อสร้างถนน จะช่วยหนุนอุปสงค์ของ bitumen ให้เติบโตได้อย่างแข็งแกร่ง โดยเฉพาะอย่างยิ่งในเวียดนาม และอินโดนีเซียซึ่งเป็นเจ้าภาพการจัดงานเอเชียนเกมส์ในปี 2561

#### คาดว่าผลประกอบการจะออกมาดีในไตรมาสที่ 3/58

ถึงแม้ว่างบเพิ่มเติมของภาครัฐ 4 หมื่นล้านบาทจะต้องเลื่อนออกไปเล็กน้อย (2.5 หมื่นล้านบาทจากกรมทางหลวงจะเลื่อนไปเริ่มเดือนสิงหาคม และที่เหลืออีก 1.5 หมื่นล้านบาทจากกรมพัฒนาชนบทจะเลื่อนไปเริ่มในเดือนกันยายน) แต่อุปสงค์ที่แข็งแกร่งจากต่างประเทศ โดยเฉพาะอย่างยิ่งการเข้าสู่ช่วง high season ในประเทศจีน คาดจะช่วยหนุนปริมาณยอดขายให้อยู่ที่ระดับ 0.66 ล้านตัน นอกจากนี้ ต้นทุนน้ำมันดิบที่ต่ำ และคำสั่งซื้อยางมะตอยประเภท PMA อย่างน้อย 10K ตัน ซึ่งมีอัตรากำไรสูงกว่าสินค้าอื่น จะช่วยให้ GPM แข็งแรงอยู่ที่ 17.5% และหนุนให้กำไรสุทธิในไตรมาสที่ 3/58 สูงสุดในปีที่ 1.3 พันล้านบาท

#### ปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิปี 2558 ขึ้น 20.0%

เราได้ปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิปี 2558 ขึ้น 20.0% เป็น 4.8 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 234% YoY โดยมีสาเหตุสำคัญมาจากการปรับสมมติฐาน GPM เป็น 15.1% จากก่อนหน้านี้ที่ 13.0% เนื่องจาก GPM ดีขึ้นในครั้งแรก และแนวโน้มที่สดใสจากต้นทุนสินค้าหลักที่ต่ำ ในขณะที่เดียวกัน เรายังคงคาดว่าปริมาณยอดขายจะเพิ่มขึ้นถึงจุดสูงสุดในปี 2558 เป็น 2.34 ล้านตัน เพิ่มขึ้น 15.3% YoY จากการลงทุนภาครัฐที่สูงตามปริมาณงานก่อสร้างและปรับปรุงถนน บวกกับคำสั่งซื้อจากลูกค้าในภูมิภาคอย่างเช่น จากประเทศจีน เวียดนาม และอินโดนีเซีย

### Valuation and action

เนื่องจากเราคาดว่าผลประกอบการจะยังคงแข็งแกร่งต่อเนื่อง เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” โดยให้ราคาเป้าหมายใหม่ที่ 36.30 บาท (P/E 11.6x) จากเดิม 30.40 บาท

### Risks

ความเสี่ยงหลักได้แก่การที่เศรษฐกิจฟื้นตัวช้ากว่าที่คาด และราคาน้ำมันผันผวน

### Key financials and valuations

	Dec-12A	Dec-13A	Dec-14A	Dec-15F	Dec-16F
Revenue (Bt mn)	37,663	33,935	45,727	41,791	47,436
Gross profit (Bt mn)	1,908	1,663	911	6,319	4,979
EBIT (Bt mn)	1,206	878	114	5,504	3,983
Net profit (Bt mn)	642	831	1,200	4,800	3,446
EPS (Bt)	0.42	0.54	0.78	3.13	2.25
DPS (Bt)	0.00	0.10	0.20	1.20	0.80
EPS growth (%)	11.1	29.4	43.7	299.9	(28.2)
P/E (x)	57.7	44.6	31.0	7.8	10.8
P/B (x)	8.4	7.1	6.3	3.8	3.1
EV/EBITDA (x)	29.3	37.3	72.6	6.9	6.9
Net Debt to Equity (x)	2.4	2.3	1.1	0.5	0.3
Dividend Yield (%)	0.0	0.4	0.8	4.9	3.3
Return on Avg. Equity (%)	15.2	17.2	21.4	47.6	28.2

Source: KGI Research

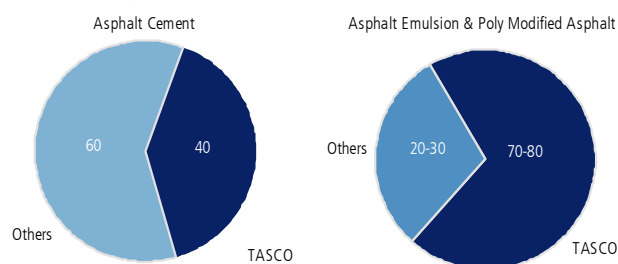
**Figure 1: Company overview**

Tipco Asphalt (TASCO) is a leading asphalt company in the Asia-Pacific region. They have three core products; i) asphalt cement, a product from refining crude oil and processing base lubricating oil, ii) asphalt emulsion (AE), a mixture of asphalt cement, water and chemicals, iii) polymer modified asphalt (PMA), a mixture of polymer and asphalt cement.

Source: Company data; KGI Research

**Figure 3: A leader in local bitumen business**

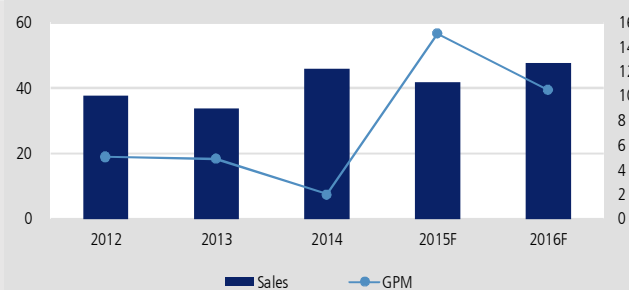
Market share, percent



Source: Company data

**Figure 5: Solid outlook in 2015-16**

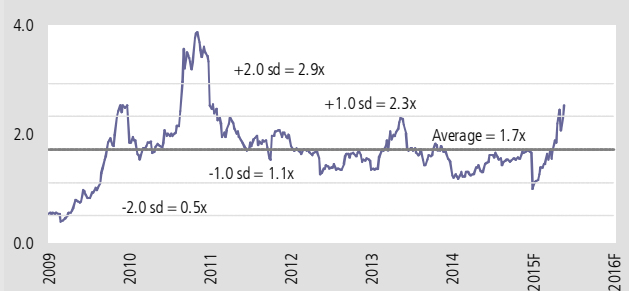
Sales, Btbn (LHS); gross profit margin, percent (RHS)



Source: Company data, KGI Research

**Figure 7: PBV**

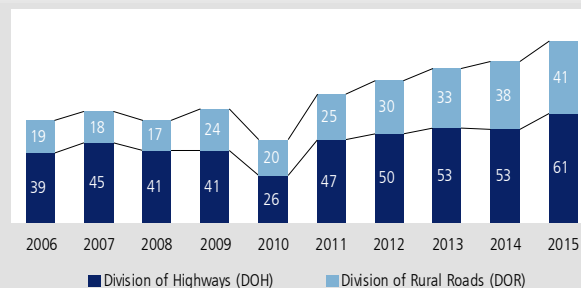
PBV, times



Source: Company data, KGI Research

**Figure 2: High budget to boost local bitumen demand**

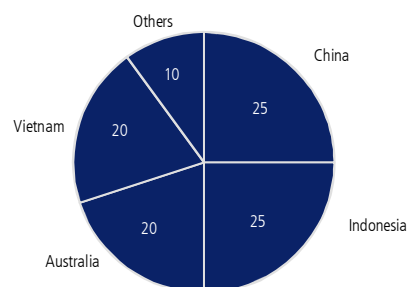
Expenditure budget from DOH & DOR, Bt bn



Source: Company data

**Figure 4: China and Indonesia are key clients**

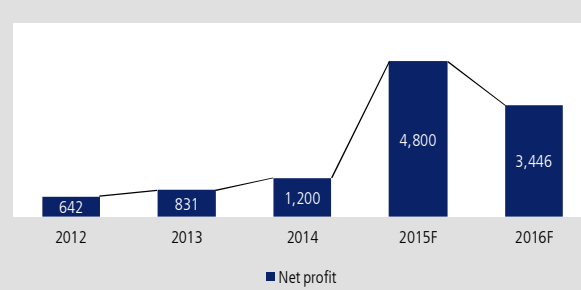
Breakdown export market by country, percent



Source: Company data; KGI Research

**Figure 6: Solid earnings outlook**

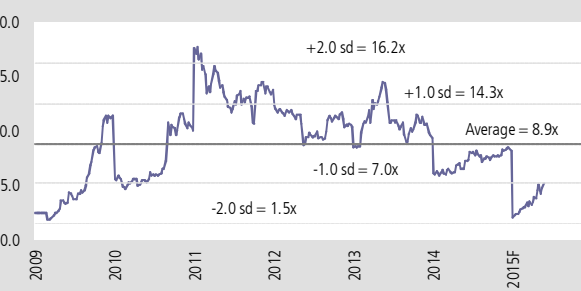
Net profit, Btmn



Source: Company data, KGI Research

**Figure 8: PE**

PE, times



Source: Company data, KGI Research

**Quarterly Income Statement**

	Jun-12A	Sep-12A	Dec-12A	Mar-13A	Jun-13A	Sep-13A	Dec-13A	Mar-14A	Jun-14A	Sep-14A	Dec-14A	Mar-15A	Jun-15A
<b>Income Statement (Bt mn)</b>													
Revenue	9,160	9,825	10,007	8,065	8,189	8,772	8,908	12,051	11,317	11,386	10,974	8,264	10,488
Cost of Goods Sold	(9,076)	(9,243)	(9,288)	(7,570)	(7,919)	(8,164)	(8,619)	(11,520)	(11,058)	(11,254)	(10,984)	(7,052)	(8,227)
<b>Gross Profit</b>	<b>84</b>	<b>582</b>	<b>719</b>	<b>495</b>	<b>270</b>	<b>608</b>	<b>290</b>	<b>531</b>	<b>259</b>	<b>132</b>	<b>(11)</b>	<b>1,212</b>	<b>2,261</b>
Operating Expenses	(168)	(169)	(197)	(199)	(192)	(195)	(199)	(195)	(185)	(205)	(213)	(192)	(286)
Other incomes	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Operating Profit</b>	<b>(84)</b>	<b>412</b>	<b>522</b>	<b>296</b>	<b>79</b>	<b>412</b>	<b>90</b>	<b>336</b>	<b>74</b>	<b>(73)</b>	<b>(223)</b>	<b>1,019</b>	<b>1,975</b>
Depreciation of fixed assets	115	109	111	115	106	112	102	115	115	126	137	127	147
<b>Operating EBITDA</b>	<b>31</b>	<b>522</b>	<b>632</b>	<b>411</b>	<b>184</b>	<b>524</b>	<b>192</b>	<b>451</b>	<b>189</b>	<b>52</b>	<b>(86)</b>	<b>1,147</b>	<b>2,121</b>
<b>Non-Operating Income</b>	<b>40</b>	<b>128</b>	<b>298</b>	<b>507</b>	<b>23</b>	<b>19</b>	<b>69</b>	<b>212</b>	<b>53</b>	<b>214</b>	<b>21</b>	<b>103</b>	<b>63</b>
Interest Income	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Other Non-op Income	40	128	298	507	23	19	69	212	53	214	21	103	63
<b>Non-Operating Expenses</b>	<b>(196)</b>	<b>(73)</b>	<b>(101)</b>	<b>(61)</b>	<b>(124)</b>	<b>(145)</b>	<b>(57)</b>	<b>(57)</b>	<b>(72)</b>	<b>(120)</b>	<b>(147)</b>	<b>(154)</b>	<b>(84)</b>
Interest Expense	(80)	(67)	(65)	(51)	(44)	(49)	(51)	(55)	(54)	(53)	(59)	(54)	(40)
Other Non-op Expenses	(115)	(6)	(36)	(10)	(80)	(95)	(6)	(2)	(17)	(67)	(87)	(100)	(43)
Equity Income/(Loss)	11	1	9	14	16	4	12	20	17	2	10	22	20
<b>Pre-tax Profit</b>	<b>(228)</b>	<b>469</b>	<b>729</b>	<b>757</b>	<b>(6)</b>	<b>290</b>	<b>115</b>	<b>511</b>	<b>72</b>	<b>22</b>	<b>(339)</b>	<b>991</b>	<b>1,975</b>
Current taxation	(57)	(7)	(102)	(71)	(27)	(50)	26	(34)	12	(85)	(68)	(257)	(298)
Minorities	4	(24)	(6)	4	(25)	3	(13)	(2)	(10)	21	34	40	1
Extraordinary items	402	(344)	(201)	(281)	242	44	(179)	(221)	(73)	466	894	352	(360)
<b>Net Profit</b>	<b>120</b>	<b>94</b>	<b>420</b>	<b>409</b>	<b>185</b>	<b>288</b>	<b>(50)</b>	<b>254</b>	<b>2</b>	<b>425</b>	<b>521</b>	<b>1,126</b>	<b>1,317</b>
Norm. Profit	(282)	438	621	690	(58)	243	128	474	74	(42)	(373)	773	1,678
EPS (Bt)	0.1	0.1	0.3	0.3	0.1	0.2	(0.0)	0.2	0.0	0.3	0.3	0.7	0.8
<b>Margins (%)</b>													
Gross profit margin	0.9	5.9	7.2	6.1	3.3	6.9	3.3	4.4	2.3	1.2	(0.1)	14.7	21.6
Operating margin	(0.9)	4.2	5.2	3.7	1.0	4.7	1.0	2.8	0.7	(0.6)	(2.0)	12.3	18.8
Operating EBITDA margin	0.3	5.3	6.3	5.1	2.3	6.0	2.2	3.7	1.7	0.5	(0.8)	13.9	20.2
Net profit margin	1.3	1.0	4.2	5.1	2.3	3.3	(0.6)	2.1	0.0	3.7	4.7	13.6	12.6
<b>Growth (%)</b>													
Revenue growth	111.6	69.2	33.7	(7)	(11)	(11)	(11)	49.4	38.2	29.8	23.2	(31)	(7)
Operating growth	(139.2)	270.4	92.7	(17)	(194)	0	(83)	13.5	(6.0)	(117.8)	(347.2)	203	2,568
Operating EBITDA growth	(90.0)	148.8	66.5	(6)	490	1	(70)	9.7	2.5	(90.0)	(144.8)	154	1,022
Net profit growth	475.8	(14.5)	18.8	5,179	54	205	(112)	(38.0)	(99.1)	47.6	(1,134.0)	344	77,207

Source: KGI Research

**Peer comparison – Key valuation stats**

	Rating	Target price (Bt)	Current price (Bt)	Upside (%)	14 EPS (Bt)	15F EPS (Bt)	16F EPS (Bt)	15F EPS growth (%)	16F EPS growth (%)	15F PER (x)	16F PER (x)	15F PBV (X)	16F PBV (X)	15F Div Yield (%)	15F ROAE (%)
DCC*	OP	4.4	3.48	26.4	0.3	0.3	0.4	11.3	10.4	10.4	9.4	4.9	4.7	9.6	46.3
DRT	N	5.95	4.66	27.7	0.3	0.3	0.4	21.0	20.3	14.0	11.6	2.1	2.0	6.5	15.1
SCC*	OP	575.00	518.00	11.0	28.0	34.8	38.9	24.3	11.7	14.9	13.3	2.9	2.6	2.9	21.5
TASCO	OP	36.30	24.30	49.4	0.8	2.6	2.2	234.6	(14.2)	9.3	10.8	4.0	3.2	4.1	42.3
TMT	OP	11.50	8.70	32.2	0.8	0.9	1.1	13.7	24.5	10.0	8.0	1.7	1.6	8.0	16.8
<b>Sector</b>	<b>Overweight</b>				<b>30.14</b>	<b>38.97</b>	<b>42.97</b>	<b>29.3</b>	<b>10.3</b>	<b>11.7</b>	<b>10.6</b>	<b>3.1</b>	<b>2.8</b>	<b>6.2</b>	<b>28.4</b>

Source: Company data, KGI Research

**Balance Sheet**

As of 31 Dec (Bt mn)	Dec-12A	Dec-13A	Dec-14A	Dec-15F	Dec-16F
<b>Total Assets</b>	<b>18,670</b>	<b>20,274</b>	<b>15,145</b>	<b>17,293</b>	<b>19,197</b>
<b>Current Assets</b>	13,276	14,219	8,409	9,211	10,688
Cash & ST Investments	740	495	277	970	1,146
Inventories	7,048	9,349	3,818	4,082	4,885
Accounts Receivable	5,348	3,967	4,018	3,950	4,419
Others	140	407	297	209	237
<b>Non-current Assets</b>	5,394	6,055	6,736	8,083	8,510
LT Investments	61	111	124	113	129
Net fixed Assets	4,596	5,247	5,653	6,152	6,311
Others	737	698	959	1,817	2,070
<b>Total Liabilities</b>	<b>13,627</b>	<b>14,383</b>	<b>9,020</b>	<b>7,413</b>	<b>7,208</b>
<b>Current Liabilities</b>	11,153	12,094	6,683	6,253	6,373
Accounts Payable	2,203	1,612	1,314	1,166	1,373
ST Borrowings	8,842	10,112	4,882	4,982	4,882
Others	109	370	487	104	119
<b>Long-term Liabilities</b>	2,474	2,288	2,337	1,160	835
Long-term Debts	2,385	2,196	2,226	743	360
Others	89	92	110	418	474
<b>Shareholders' Equity</b>	<b>5,043</b>	<b>5,891</b>	<b>6,125</b>	<b>10,089</b>	<b>12,226</b>
Common Stock	1,525	1,526	1,533	1,533	1,533
Capital Surplus	1,352	1,521	708	1,098	1,110
Retained Earnings	2,165	2,844	3,884	7,458	9,584
Preferred Stock	0	0	0	0	0

Source: KGI Research

**Key Ratios**

Year to 31 Dec (Bt mn)	Dec-12A	Dec-13A	Dec-14A	Dec-15F	Dec-16F
<b>Forecast Drivers</b>					
<b>Growth (% YoY)</b>					
Sales	68.9	(9.9)	34.8	(8.6)	13.5
OP	38.5	(27.2)	(87.1)	4,744.8	(27.6)
EBITDA	27.3	(19.2)	(53.8)	896.2	(24.5)
NP	11.1	29.5	44.4	299.9	(28.2)
EPS	11.1	29.4	43.7	299.9	(28.2)
<b>Profitability (%)</b>					
Gross Margin	5.1	4.9	2.0	15.1	10.5
Operating Margin	3.2	2.6	0.2	13.2	8.4
EBITDA Margin	4.3	3.9	1.3	14.5	9.6
Net Profit Margin	1.7	2.5	2.6	11.5	7.3
ROAA	9.9	4.9	0.5	30.1	19.4
ROAE	15.2	17.2	21.4	47.6	28.2
<b>Stability</b>					
Gross Debt/Equity (%)	308.0	274.4	151.5	72.6	57.8
Net Debt/Equity (%)	237.0	225.4	114.7	47.9	34.0
Interest Coverage (x)	4.3	4.5	0.5	25.6	16.0
Interest & ST Debt Coverage (x)	0.2	0.1	0.0	1.1	0.8
Cash Flow Interest Coverage (x)	(11.9)	(0.4)	30.5	21.4	11.4
Cash Flow/Interest & ST Debt (x)	(0.4)	(0.0)	1.3	0.9	0.6
Current Ratio (x)	1.2	1.2	1.3	1.5	1.7
Quick Ratio (x)	0.6	0.4	0.7	0.8	0.9
Net Debt (Bt mn)	10,487	11,813	6,831	4,755	4,096
<b>Per Share Data (Bt)</b>					
EPS	0.4	0.5	0.8	3.1	2.2
CFPS	0.7	0.8	1.4	3.4	2.5
BVPS	2.9	3.4	3.9	6.5	7.9
SPS	24.7	22.2	29.8	27.3	30.9
EBITDA/Share	1.1	0.9	0.4	3.9	3.0
DPS	0.0	0.1	0.2	1.2	0.8
<b>Activity</b>					
Asset Turnover (x)	2.2	1.7	2.6	2.6	2.6
Days Receivables	43.8	50.1	31.9	34.8	32.2
Days Inventory	65.4	92.7	53.6	40.6	38.5
Days Payable	29.0	21.6	11.9	12.8	10.9
Cash Cycle	80.1	121.3	73.6	62.7	59.8

Source: KGI Research

**Profit & Loss**

Year to 31 Dec (Bt mn)	Dec-12A	Dec-13A	Dec-14A	Dec-15F	Dec-16F
<b>Revenue</b>	<b>37,663</b>	<b>33,935</b>	<b>45,727</b>	<b>41,791</b>	<b>47,436</b>
Cost of Goods Sold	(35,755)	(32,272)	(44,816)	(35,473)	(42,457)
<b>Gross Profit</b>	<b>1,908</b>	<b>1,663</b>	<b>911</b>	<b>6,319</b>	<b>4,979</b>
Operating Expenses	(703)	(785)	(797)	(815)	(996)
Other incomes	0	0	0	0	0
<b>Operating Profit</b>	<b>1,206</b>	<b>878</b>	<b>114</b>	<b>5,504</b>	<b>3,983</b>
Depreciation of fixed assets	419	434	493	542	580
<b>Operating EBITDA</b>	<b>1,624</b>	<b>1,312</b>	<b>607</b>	<b>6,045</b>	<b>4,562</b>
<b>Non-Operating Income</b>	<b>712</b>	<b>206</b>	<b>500</b>	<b>63</b>	<b>47</b>
Interest Income	0	0	0	0	0
Other Non-op Income	712	206	500	63	47
<b>Non-Operating Expenses</b>	<b>(344)</b>	<b>(177)</b>	<b>(396)</b>	<b>(215)</b>	<b>(249)</b>
Interest Expense	(282)	(195)	(222)	(215)	(249)
Other Non-op Expenses	(62)	18	(174)	0	0
Equity Income/(Loss)	35	46	49	56	59
<b>Pretax Income</b>	<b>1,609</b>	<b>953</b>	<b>267</b>	<b>5,407</b>	<b>3,840</b>
Current taxation	(130)	(122)	(176)	(653)	(454)
Minorities	(34)	(30)	43	45	59
Extraordinary items	(803)	30	1,067	0	0
<b>Net Profit</b>	<b>642</b>	<b>831</b>	<b>1,200</b>	<b>4,800</b>	<b>3,446</b>
Norm. Profit (Net of Hedging)	1,449	755	107	4,800	3,446
EPS (Bt)	0.4	0.5	0.8	3.1	2.2

Source: KGI Research

**Cash Flow**

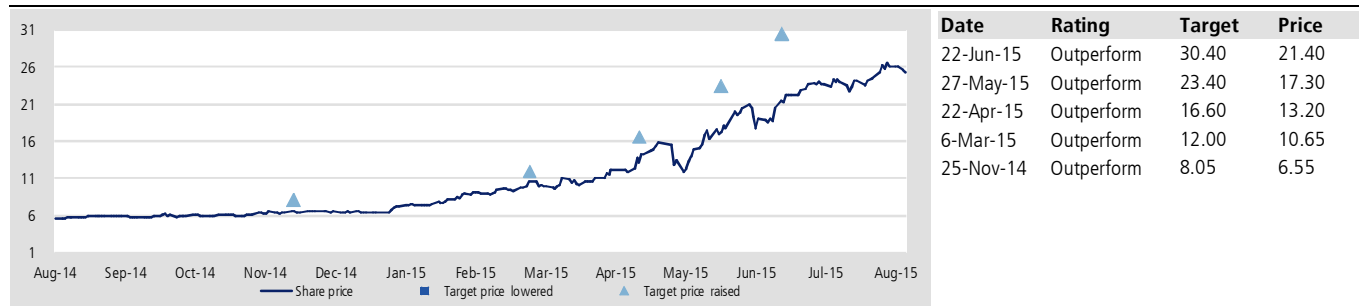
Year to 31 Dec (Bt mn)	Dec-12A	Dec-13A	Dec-14A	Dec-15F	Dec-16F
<b>Operating Cash Flow</b>	(3,352)	(78)	6,764	4,601	2,827
Net Profit	642	831	1,200	4,800	3,446
Depreciation & Amortization	419	434	493	542	580
Change in Working Capital	(2,576)	(2,892)	5,234	(344)	(1,066)
Others	(1,838)	1,548	(164)	(396)	(132)
<b>Investment Cash Flow</b>	(649)	(788)	(890)	(1,309)	(858)
Net CAPEX	(725)	(842)	(852)	(1,000)	(800)
Change in LT Investment	0	0	0	0	0
Change in Other Assets	76	54	(38)	(309)	(58)
<b>Free Cash Flow</b>	(4,002)	(866)	5,874	3,292	1,969
<b>Financing Cash Flow</b>	3,740	622	(6,092)	(2,599)	(1,793)
Change in Share Capital	0	2	35	11	10
Net Change in Debt	3,817	1,035	(5,227)	(1,384)	(482)
Change in Other LT Liab.	(77)	(415)	(901)	(1,226)	(1,320)
<b>Net Cash Flow</b>	(262)	(244)	(218)	693	176

Source: KGI Research

**Rates of Return on Invested Capital**

Year	1- $\frac{\text{COGS}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Depreciation}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Operating Exp.}}{\text{Revenue}}$	= <b>Operating Margin</b>		
Dec-12A	94.9%	1.1%	1.9%	2.1%		
Dec-13A	95.1%	1.3%	2.3%	1.3%		
Dec-14A	98.0%	1.1%	1.7%	-0.8%		
Dec-15F	84.9%	1.3%	2.0%	11.9%		
Dec-16F	89.5%	1.2%	2.1%	7.2%		
Year	1/ $\frac{\text{Working Capital}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Net PPE}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Other Assets}}{\text{Revenue}}$	= <b>Capital Turnover</b>		
Dec-12A	14.2%	0.12	0.02	3.53		
Dec-13A	11.7%	0.15	0.02	3.42		
Dec-14A	8.8%	0.12	0.02	4.30		
Dec-15F	9.5%	0.15	0.04	3.51		
Dec-16F	9.3%	0.13	0.04	3.71		
Year	<b>Operating Margin</b>	x	<b>Capital Turnover</b>	x	<b>Cash Tax Rate</b>	= <b>After-tax Return on Inv. Capital</b>
Dec-12A	2.1%		3.5		108.06	7.96
Dec-13A	1.3%		3.4		112.77	5.05
Dec-14A	-0.8%		4.3		166.12	-5.93
Dec-15F	11.9%		3.5		112.07	46.66
Dec-16F	7.2%		3.7		111.82	29.73

Source: KGI Research

**Tipco Asphalt – Recommendation & target price history**


Source: KGI Research

**KGI Locations**

<b>China</b>	Shanghai	Room 1907-1909 , Tower A, No. 100 Zunyi Road, Shanghai, PRC 200051
	Shenzhen	Room 24D1, 24/F, A Unit, Zhen Ye Building, 2014 Bao'annan Road, Shenzhen, PRC 518008
<b>Taiwan</b>	Taipei	700 Mingshui Road, Taipei, Taiwan Telephone 886.2.2181.8888 · Facsimile 886.2.8501.1691
<b>Hong Kong</b>		41/F Central Plaza, 18 Harbour Road, Wanchai, Hong Kong Telephone 852.2878.6888 Facsimile 852.2878.6800
<b>Thailand</b>	Bangkok	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand Telephone 66.2658.8888 Facsimile 66.2658.8014

**KGI's Ratings**

Rating	Definition
Outperform (OP)	The stock's excess return* over the next twelve months is ranked in the top 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).
Neutral (N)	The stock's excess return* over the next twelve months is ranked in the range between the top 40% and the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan). 1.3
Under perform (U)	The stock's excess return* over the next twelve months is ranked in the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).
Not Rated (NR)	The stock is not rated by KGI Securities.
Restricted (R)	KGI policy and/or applicable law regulations preclude certain types of communications, including an investment recommendation, during the course of KGI's engagement in an investment banking transaction and in certain other circumstances.  <i>Excess return = 12M target price/current price-</i>
Note	When an analyst publishes a new report on a covered stock, we rank the stock's excess return with those of other stocks in KGI's coverage universe in the related market. We will assign a rating based on its ranking. If an analyst does not publish a new report on a covered stock, its rating will not be changed automatically.

**Disclaimer**

KGI Securities (Thailand) Plc. ("The Company") disclaims all warranties with regards to all information contained herein. In no event shall the Company be liable for any direct, indirect or any damages whatsoever resulting from loss of income or profits, arising by utilization and reliance on the information herein. All information hereunder does not constitute a solicitation to buy or sell any securities but constitutes our sole judgment as of this date and are subject to change without notice.