



บมจ. อินโดรามา เวนเจอร์ส (IVL)

26 กุมภาพันธ์ 2556

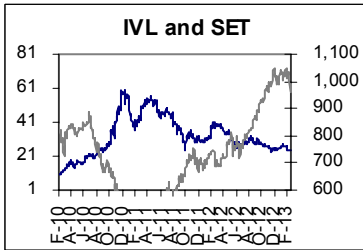
CG Report Scoring (2012):

Stock information

| | |
|-------------------------------|-----------------|
| ราคาปิด | 24.70 บาท |
| ราคาปิดสูง/ต่ำใน 1 ปี | 41/22.90 บาท |
| มูลค่าตลาด | 118,912 ล้านบาท |
| ปริมาณหุ้น (พาร์ 1) | 4,814 ล้านหุ้น |
| มูลค่าตามบัญชี/หุ้น(30/09/55) | 12.33 บาท |
| Free Float | 33.56% |
| Foreign Limit/Available | 100%/27.70% |
| NVDR in hand (% of shares) | 3.37% |
| ปริมาณหุ้นเฉลี่ย/วัน ('000) | 20,922.77 |

XD- DATE

| Period | XD-Date | DPS (Bt) |
|-------------------|----------|----------|
| 01/01/12-30/06/12 | 27/08/12 | 0.18 |
| 01/07/11-31/12/11 | 08/05/12 | 0.50 |
| 01/01/11-30/06/11 | 23/08/11 | 0.50 |



— IVL (แกนซ้าย)
— SET (แกนขวา)

Stock Price Performance

| | Absolute | Relative | BETA |
|------|----------|----------|-------|
| 1 m | -8% | -14% | -0.45 |
| 3 m | 5% | -13% | 1.85 |
| 6 m | -21% | -37% | 2.13 |
| 9 m | -13% | -36% | 2.00 |
| 1 yr | -36% | -53% | 2.07 |
| YTD | -6% | -14% | 0.07 |

นักวิเคราะห์

ดุลเดช บิค

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 29932

duladeth@trinitythai.com

4Q55 อ่อนตัวหลัง PTA ยังอ่อนแอ...ปี 56 Turnaround ตามอุปสงค์จีน

ผลประกอบการ 4Q55 มีกำไรสุทธิ 128 ล้านบาท -92%QoQ+109%YoY มีสาเหตุจากอัตราค่าไฟ PET และ PTA ในตลาดเอเชียยังไม่ฟื้นตัว โดยธุรกิจ PET มีอัตราค่าลังการผลิตลดลง QoQ นอกจากนี้ ยังรับรู้ผลขาดทุน กว่า 380 ล้านบาท จากเงินลงทุนในการเข้าซื้อกิจการ อย่างไรก็ตาม ผลการดำเนินงานได้แรงหนุนจากอัตราค่าไฟ MEG ที่เพิ่มขึ้น แนวโน้มผลประกอบการในปี 56 จะฟื้นตัวได้ดีตามความต้องการใช้ปิโตรเคมีจากจีน นอกจากนี้ บริษัทจะมีกำลังการผลิต PET เพิ่มขึ้นจากโรงงาน Polypet ที่อินโดนีเซีย คาด COD ช่วง 2H56 เราปรับลดมูลค่าเหมาะสม จาก 34.75 บาท เป็น 32 บาท(ปรับลดสมมติฐานอัตราค่าลังการผลิตเฉลี่ยและอัตราค่าไฟ PTA) อิงวิธี DCF ยังมี upside 30% ทั้งนี้บริษัทประกาศจ่ายเงินปันผล 2H56 ที่ 0.18 บาท(XD 10 พ.ค) คิดเป็น Div yield ที่ 1.50% แนะนำ "ซื้อลงทุน"

- ประกาศกำไรสุทธิ 4Q55 ที่ 128 ล้านบาท -92%QoQ +109%YoY ต่ำกว่าคาด โดยมีสาเหตุจาก (1) ธุรกิจ PET โดยอัตราค่าไฟของ PET-PTA ยังไม่ฟื้นตัว ในขณะที่อัตราค่าลังการผลิตลดลง (2) รับรู้ผลขาดทุนเงินลงทุนที่เข้าซื้อกิจการ 386 ล้านบาท อย่างไรก็ตาม ผลการดำเนินงานได้แรงหนุนจากอัตราค่าไฟของ MEG ที่เพิ่มขึ้นทั้งในตลาดเอเชียและอเมริกา ปริมาณผลิตรวม ที่ 1.3 ล้านตัน (เราประเมิน ที่ 1.46 ล้านตัน) -7.6%QoQ +24%YoY (เฉลี่ยปี 55 ที่ 5.2 ล้านตัน) รับรู้ EBITDA ที่ 3,061 ล้านบาท -4%QoQ โดยแบ่งตามประเภทธุรกิจดังนี้ (1) ธุรกิจ PET มีอัตราค่าลังการผลิตที่ 69% (3Q55 ที่ 84%) โดยอัตราค่าไฟ PET ในตลาดเอเชียยังอ่อนตัวตามราคา PTA หลังอุปสงค์หลักจากผู้ประกอบการในจีนยังคงอ่อนแอ ในขณะที่ ตลาดยังมีอุปทาน PTA ส่วนเกิน (2) ธุรกิจเส้นใย Polyester ยังอ่อนแอต่อเนื่อง แม้ว่าราคา Cotton จะฟื้นตัวได้ดีตั้งแต่ช่วงปลาย 3Q55 และอยู่ในช่วงฤดูหนาว (3) ธุรกิจ Feedstock ฟื้นตัวดีขึ้น QoQ แม้ส่วนต่างราคา PTA-PX จะปรับตัวลดลง ราว 8 เหรียญต่อตัน QoQ อย่างไรก็ตาม ส่วนต่างราคา MEG-Ethylene ปรับตัวเพิ่มขึ้น 70 เหรียญต่อตันในแถบอเมริกา (เอเชียปรับเพิ่มขึ้น ราว 40 เหรียญต่อตัน) ขึ้นหลังความต้องการใช้ MEG ยังอยู่ในระดับสูง ประกอบกับ IVL เป็นผู้ผลิต MEG ที่เป็น gas-base (ใช้ Shale gas เป็น Feedstock) มีต้นทุนการผลิตที่ถูกกว่า Naphtha-base แม้ผู้ประกอบการที่ถูกกดดันจากส่วนต่างราคา PET-PTA ที่แคบลง แต่ถูกชดเชยด้วยอัตราค่าไฟที่เพิ่มขึ้นจากการขาย MEG ทั้งนี้ หากไม่รวมรายการพิเศษ(กำไรจากการต่อรองราคาซื้อและอื่นๆ) และกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน ผลการดำเนินงาน มีกำไรปกติ ติดลบ 200 ล้านบาท โดยรวมผลประกอบการปี 55 มีกำไรสุทธิ 4,611 ล้านบาท -70%YoY คิดเป็น EPS 0.96 บาท
- (+) แนวโน้มการดำเนินงานปี 56: บริษัทตั้งเป้าหมายกำไรการผลิตที่ 6 ล้านตัน +15%YoY ที่อัตราค่าลังการผลิตเฉลี่ยทั้งปี 87% โดยมีกำไรการผลิตคาดว่าจะเพิ่มขึ้นจาก โรงงาน Oldword ในสหรัฐ ที่จะรับรู้กำไรการผลิต MEG เต็มปี ทั้งนี้โรงงานดังกล่าวจะหยุดดำเนินการราว 4 สัปดาห์ เพื่อเปลี่ยนตัวเร่งปฏิกิริยา (Catalyst) ในช่วง มี.ค-เม.ย เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในการผลิต คาดใช้ CAPEX ราว 30 ล้านดอลลาร์ นอกจากนี้ บริษัทคาดว่าจะได้เติบโต 19%YoY (ราว 8 พันล้านเหรียญ) และมีแผนที่จะลดค่าใช้จ่ายจากการดำเนินงาน ราว 35 ล้านดอลลาร์ โดยตั้งเป้า EBITDA ที่ 535 ล้านดอลลาร์ (Chart 2)
- (+) เสริมกำลังการผลิต จาก (1) ซื้อกิจการ Polypet ในอินโดนีเซีย (กำลังการผลิต 100KTA) เพื่อครอบครองส่วนแบ่งการตลาด ราว 44% ของกำลังการผลิต โดยจะเป็นการเพิ่มมูลค่าให้แก่ห่วงโซ่โพลีเอสเตอร์ระหว่างไทยกับอินโดนีเซีย คาดเริ่ม COD ในช่วง 2H56 (2) ตั้งโรงงาน PET (กำลังการผลิต 84KTA) ที่ในจีนเนื่องจากเป็นตลาดที่ยังสามารถเติบโตอย่างก้าวกระโดดในระยะเวลา 5-10 ปีข้างหน้า
- คำแนะนำ: เราปรับลดกำไรสุทธิปี 56 จาก 9,926 ล้านบาท เป็น 8,516 ล้านบาท (ภายใต้สมมติฐานเชิงอนุรักษ์นิยม ปรับลดอัตราค่าลังการผลิตโดยรวมและอัตราค่าไฟ PTA-PX ในตลาดเอเชีย-Chart 1) ปรับลดมูลค่าเหมาะสมจาก 34.75 บาท เป็น 32 บาท อิงวิธี DCF มี upside ประมาณ 30% อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าส่วนต่างราคาของผลิตภัณฑ์โพลีเอสเตอร์ได้ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว และผลประกอบการในปี 56 คาดว่าจะ Turnaround และฟื้นตัวดีขึ้น เราจึงมองว่าเป็นโอกาสให้เข้าทยอยสะสมหุ้น ทั้งนี้ บริษัทประกาศจ่ายเงินปันผล 2H55 ที่ 0.18 บาท (XD วันที่ 10 พ.ค) คิดเป็น Dividend Yield ทั้งปี 1.50% แนะนำ "ซื้อลงทุน"

| Year End: Dec | Sales (Bt mn) | EBITDA (Bt mn) | Net Profit (Bt mn) | EPS (Bt) | PER (x) | EV/EBITDA (x) | DPS (Bt) | Div Yield (%) | ROE (%) |
|---------------|---------------|----------------|--------------------|----------|---------|---------------|----------|---------------|---------|
| 2010A | 96,858 | 12,369 | 10,413 | 2.34 | 24.64 | 23.41 | 0.66 | 2.26 | 38 |
| 2011A | 186,096 | 15,067 | 15,568 | 3.50 | 8.35 | 12.87 | 1.00 | 3.42 | 34 |
| 2012A | 210,785 | 11,395 | 4,611 | 0.96 | 25.79 | 17.66 | 0.36 | 1.46 | 8 |
| 2013F | 220,855 | 15,625 | 8,516 | 1.77 | 13.96 | 13.33 | 0.53 | 2.15 | 13 |
| 2014F | 250,182 | 17,636 | 9,805 | 2.04 | 12.13 | 12.16 | 0.61 | 2.47 | 14 |

บริษัทหลักทรัพย์ ตรีเน็ต จำกัด, 179 อาคารบางกอก ซิตี้ ทาวเวอร์ ชั้น 25-26, 29 ถนนสาทรใต้ เขตสาทร กรุงเทพฯ 10120 โทรศัพท์ 0-2801-9100 โทรสาร: 0-2801-9399

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ตรีเน็ต จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มิควรใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขาย หลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน



| Chart 1 | Assumption | | | Chart 2 | IVL- 2013 Plan | | |
|---------------------------|------------|-------|------|-------------|----------------|--|--|
| | | 2556 | | | | | |
| | | New | Old | %Chg | | | |
| Assumption : | | | | | | | |
| Avg Utilization Rate (%) | 85% | 90% | -6% | | | | |
| Asia PTA-PX (USD / tonne) | 100 | 110 | -9% | | | | |
| Key Financial: | | | | | | | |
| Net Profit (Mil Bt) | 8,516 | 9,926 | -37% | | | | |
| EPS (Bt/share) | 1.77 | 2.06 | -37% | | | | |
| Target price (Bt) | 32 | 34.75 | -6% | | | | |
| Source: Trinity Research | | | | Source: IVL | | | |

| Table 2 | IVL – Financial Result | | | | | | | | | |
|---|------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|---------------|---------------|-------------|
| Indorama Ventures (IVL) | | | | | | | | | | |
| STATEMENT OF PROFIT & LOSS (CONSOLIDATED) | | | | | | | | | | |
| (Unit : Btm) | 4Q11 | 1Q12 | 2Q12 | 3Q12 | 4Q12 | %QoQ | %YoY | 2011 | 2012 | %YoY |
| Revenues | | | | | | | | | | |
| Sales & Services | 43,334 | 52,551 | 54,495 | 53,249 | 50,490 | -5% | 17% | 186,096 | 210,785 | 13% |
| COGS | (39,928) | (46,959) | (48,858) | (46,986) | (44,638) | | | (161,200) | (187,441) | |
| Gross Profit | 3,406 | 5,592 | 5,636 | 6,263 | 5,852 | -7% | 72% | 24,896 | 23,343 | -6% |
| SG&A | (2,616) | (2,807) | (3,259) | (3,091) | (2,792) | | | (9,829) | (11,949) | |
| EBITDA | 790 | 2,785 | 2,378 | 3,172 | 3,061 | -4% | 288% | 15,067 | 11,395 | -24% |
| Depreciation & Amortization | (1,124) | (1,315) | (1,431) | (1,611) | (1,681) | | | (4,554) | (6,038) | |
| EBIT | (334) | 1,470 | 947 | 1,561 | 1,379 | -12% | 513% | 10,513 | 5,356 | -49% |
| Interest expense | (676) | (664) | (999) | (826) | (960) | | | (2,370) | (3,449) | |
| Other income (expenses) | 266 | 182 | 488 | 485 | 98 | | | 1,299 | 1,254 | |
| Equity Shares | 326 | (78) | (291) | (157) | (386) | | | 1,315 | (911) | |
| Pretax profit | (418) | 910 | 145 | 1,063 | 133 | -88% | 132% | 10,757 | 2,251 | -79% |
| Tax | (61) | (124) | (153) | 14 | (317) | | | (742) | (580) | |
| Net Profit after Tax | (479) | 786 | -8 | 1,077 | (184) | -117% | 61% | 10,015 | 1,671 | -83% |
| Minority Interest | 235 | 9 | (110) | (94) | (14) | | | 139 | (208) | |
| Net Profit before Extra | (244) | 795 | -117 | 983 | (199) | -120% | 18% | 10,154 | 1,463 | -86% |
| Foreign Gain (Loss) | 201 | 163 | 53 | 44 | 168 | | | 306 | 428 | |
| Extra. Items | (1,415) | 733 | 1,290 | 539 | 159 | | | 5,108 | 2,720 | |
| Net Profit | (1,458) | 1,691 | 1,226 | 1,566 | 128 | -92% | 109% | 15,568 | 4,611 | -70% |
| EPS | -0.30 | 0.35 | 0.25 | 0.33 | 0.03 | | | 1.53 | 0.96 | |
| Profitability ratio (%) | | | | | | | | | | |
| Gross margin | 7.9% | 10.6% | 10.3% | 11.8% | 11.6% | | | 13.4% | 11.1% | |
| Gross margin (with depreciation) | 5.3% | 8.1% | 7.7% | 8.7% | 8.3% | | | 10.9% | 8.2% | |
| EBITDA margin | 1.8% | 5.3% | 4.4% | 6.0% | 6.1% | | | 8.1% | 5.4% | |
| EBIT margin | -0.8% | 2.8% | 1.7% | 2.9% | 2.7% | | | 5.6% | 2.5% | |
| Pretax profit margin | -1.0% | 1.7% | 0.3% | 2.0% | 0.3% | | | 5.8% | 1.1% | |
| Net profit margin before extra items | -0.6% | 1.5% | -0.2% | 1.8% | -0.4% | | | 5.5% | 0.7% | |
| Net profit margin | -3.4% | 3.2% | 2.2% | 2.9% | 0.3% | | | 8.4% | 2.2% | |
| Source: Trinity Research | | | | | | | | | | |

บริษัทหลักทรัพย์ ตรีเน็ต จำกัด, 179 อาคารบางกอก ซิตี้ ทาวเวอร์ ชั้น 25-26, 29 ถนนสาทรใต้ เขตสาทร กรุงเทพฯ 10120 โทรศัพท์ 0-2801-9100 โทรสาร: 0-2801-9399

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่เป็นการยืนยันการถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ตรีเน็ต จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขาย หลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน



Indorama Ventures Public Company Limited (IVL)

Income statement

| Year End Dec (Btm) | 2010A | 2011A | 2012A | 2013F | 2014F |
|-----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Sales | 96,858 | 186,096 | 210,785 | 220,855 | 250,182 |
| Cost of good sold | (78,668) | (161,200) | (187,441) | (193,304) | (219,037) |
| Gross Profit | 18,190 | 24,896 | 23,343 | 27,551 | 31,146 |
| SG&A | (5,821) | (9,829) | (11,949) | (11,926) | (13,510) |
| EBITDA | 12,369 | 15,067 | 11,395 | 15,625 | 17,636 |
| Depreciation & Amortization | (3,399) | (4,554) | (6,038) | (4,912) | (4,843) |
| EBIT | 8,970 | 10,513 | 5,356 | 10,712 | 12,792 |
| Equity Shares | 1,888 | 1,315 | (911) | 600 | 0 |
| Financial Costs | (1,303) | (2,370) | (3,449) | (2,705) | (2,750) |
| Other Income | 1,905 | 1,299 | 1,254 | 1,050 | 1,050 |
| Pretax Profit | 11,461 | 10,757 | 2,251 | 9,657 | 11,092 |
| Tax | (488) | (742) | (580) | (869) | (998) |
| Net Profit before minority | 10,973 | 10,015 | 1,671 | 8,788 | 10,094 |
| Less Minority Interest | (560) | 139 | (208) | (272) | (289) |
| Net Profit before Extra. | 10,413 | 10,154 | 1,463 | 8,516 | 9,805 |
| Extraordinary items | 0 | 5,414 | 3,149 | 0 | 0 |
| Reported Net Profit | 10,413 | 15,568 | 4,611 | 8,516 | 9,805 |
| EPS (Bt) | 2.34 | 3.50 | 0.96 | 1.77 | 2.04 |

Statements of Financial Position

| Year End Dec (Btm) | 2010A | 2011A | 2012A | 2013F | 2014F |
|---------------------------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Cash in hand & at banks | 1,483 | 12,018 | 4,375 | 12,271 | 16,298 |
| Accounts receivable -net | 11,771 | 24,509 | 25,607 | 24,203 | 27,417 |
| Inventories | 11,384 | 21,422 | 24,683 | 23,832 | 27,005 |
| Other current assets | 1,507 | 9,821 | 5,295 | 7,539 | 7,911 |
| Total Current Assets | 26,144 | 67,770 | 59,960 | 67,845 | 78,631 |
| Investments | 2,013 | 5,428 | 5,343 | 5,343 | 5,343 |
| Property, Plant & Equipment | 48,820 | 66,825 | 86,435 | 90,757 | 95,294 |
| Others | 964 | 5,803 | 18,736 | 20,751 | 21,986 |
| Total Assets | 77,941 | 145,826 | 170,475 | 184,696 | 201,255 |
| Loans and O/D from banks | 5,365 | 13,677 | 13,373 | 14,042 | 14,744 |
| Account payable-trade | 10,858 | 17,978 | 22,316 | 23,746 | 26,907 |
| Current portion 1 yr L/T loans | 5,935 | 6,459 | 5,651 | 5,659 | 5,659 |
| Other current liabilities | 1,880 | 5,088 | 5,947 | 5,282 | 5,332 |
| Total Current Liabilities | 24,038 | 43,201 | 47,286 | 48,728 | 52,641 |
| Long-term liabilities | 21,661 | 43,848 | 63,304 | 69,682 | 75,177 |
| Total Liabilities | 45,699 | 87,049 | 110,590 | 118,410 | 127,817 |
| Paid-up share capital | 4,334 | 4,814 | 4,814 | 4,814 | 4,814 |
| Premium on share capital | 13,031 | 29,775 | 29,775 | 29,775 | 29,775 |
| Different of FX | (2,068) | (2,196) | (2,600) | (2,600) | (2,600) |
| Others | (2,742) | (2,976) | (3,255) | (3,088) | (3,088) |
| Legal reserve | 604 | 1,326 | 1,739 | 1,739 | 1,739 |
| Unappropriated | 18,750 | 27,895 | 29,079 | 35,040 | 41,904 |
| Total Equity before MI | 31,909 | 58,638 | 59,553 | 65,681 | 72,545 |
| Minority Interest | 333 | 139 | 332 | 605 | 893 |
| Total Equity | 32,242 | 58,777 | 59,885 | 66,285 | 73,438 |
| Total Liabilities & Equity | 77,941 | 145,826 | 170,475 | 184,696 | 201,255 |

Assumption

| Assumption | 2010A | 2011A | 2012A | 2013F | 2014F |
|-------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| production capacity PTA (ton) | 1,643,167 | 1,749,905 | 2,171,246 | 2,171,246 | 2,171,246 |
| production capacity PET (ton) | 1,819,400 | 2,886,450 | 3,261,176 | 3,261,176 | 3,261,176 |
| Polyester | 319,000 | 462,387 | 848,720 | 848,720 | 848,720 |
| Asia PTA Price (US\$ per ton) | 1,470 | 1,247 | 1,115 | 1,200 | 1,200 |
| PET Price (US\$ per ton) | 1,750 | 1,740 | 1,400 | 1,400 | 1,450 |

บริษัทหลักทรัพย์ ตรีเน็ต จำกัด, 179 อาคารบางกอก ซิตี้ ทาวเวอร์ ชั้น 25-26, 29 ถนนสาทรใต้ เขตสาทร กรุงเทพฯ 10120 โทรศัพท์ 0-2801-9100 โทรสาร: 0-2801-9399

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ตรีเน็ต จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำหรือชักชวนให้ นักลงทุนทำการซื้อหรือขาย หลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน



Indorama Ventures Public Company Limited (IVL)

Cash Flow Statement

| Year End Dec (Btm) | 2010A | 2011A | 2012A | 2013F | 2014F |
|--------------------------------|----------------|-----------------|-----------------|----------------|----------------|
| Pre-tax profit | 10,973 | 15,429 | 1,671 | 8,788 | 10,094 |
| Depreciation | 3,399 | 4,554 | 6,038 | 4,912 | 4,843 |
| Chg in working capital | (2,162) | (7,486) | (120) | 1,491 | (3,548) |
| Tax paid | (469) | (192) | 0 | 0 | 0 |
| Other operating activities | (1,358) | (3,616) | 4,716 | 0 | 0 |
| CF from Operating | 10,383 | 8,689 | 12,305 | 15,191 | 11,389 |
| Capital expenditure | (6,549) | (31,493) | (36,400) | (3,900) | (3,900) |
| Change in investments | 637 | (4,646) | 37 | 0 | 0 |
| CF from Investment | (5,912) | (36,139) | (36,363) | (3,900) | (3,900) |
| Capital Increase | 3,825 | 17,224 | 0 | 0 | 0 |
| Debt raised/(repaid) | (5,197) | 21,202 | 19,979 | (417) | (423) |
| Dividend (incl. tax) | (1,489) | (5,630) | (3,291) | 0 | 0 |
| Other financing activities | (1,339) | 5,162 | (3,151) | (2,705) | (2,750) |
| CF from Financing | (4,200) | 37,958 | 13,537 | (3,122) | (3,173) |
| Inc.(Dec.) in cash | 271 | 10,509 | (10,520) | 8,168 | 4,316 |
| Beginning cash | 1,397 | 1,483 | 12,010 | 4,375 | 12,271 |
| Effect of exchange rate | (186) | 27 | (8) | 0 | 0 |
| Ending cash | 1,483 | 12,018 | 1,482 | 12,543 | 16,587 |

Key Ratios

| Year End Dec (Bt mn) | 2010A | 2011A | 2012A | 2013F | 2014F |
|--------------------------------|---------|--------|---------|--------|--------|
| Per Share (Bt) | | | | | |
| EPS | 2.34 | 3.50 | 0.96 | 1.77 | 2.04 |
| DPS | 0.66 | 1.00 | 0.36 | 0.53 | 0.61 |
| BV | 7.18 | 13.20 | 12.37 | 13.64 | 15.07 |
| CF | 3.11 | 4.53 | 2.21 | 2.79 | 3.04 |
| Liquidity Ratio (x) | | | | | |
| Current Ratio | 1.09 | 1.57 | 1.27 | 1.39 | 1.49 |
| Quick Ratio | 0.61 | 1.07 | 0.75 | 0.90 | 0.98 |
| Profitability Ratio (%) | | | | | |
| Gross Margin (Inc. Depre) | 15.27% | 10.93% | 8.21% | 10.25% | 10.51% |
| EBITDA Margin | 12.77% | 8.10% | 5.41% | 7.07% | 7.05% |
| EBIT Margin | 9.26% | 5.65% | 2.54% | 4.85% | 5.11% |
| Net Margin | 10.75% | 8.37% | 2.19% | 3.86% | 3.92% |
| ROE | 40.48% | 34.21% | 7.77% | 13.50% | 14.04% |
| Effective Tax Rate | 4.26% | 6.90% | 25.76% | 9.00% | 9.00% |
| Efficiency Ratio | | | | | |
| ROA | 13.79% | 13.91% | 2.92% | 4.80% | 5.08% |
| ROFA | 21.13% | 26.92% | 6.02% | 9.61% | 10.54% |
| Leverage Ratio (x) | | | | | |
| Debt to Equity | 1.43 | 1.48 | 1.86 | 1.80 | 1.76 |
| Net Debt to Equity | 1.09 | 1.18 | 1.48 | 1.44 | 1.39 |
| Interest Coverage Ratio | 6.88 | 4.44 | 1.55 | 3.96 | 4.65 |
| Growth | | | | | |
| Sales Growth | 21.08% | 92.13% | 13.27% | 4.78% | 13.28% |
| EBITDA Growth | 19.34% | 21.81% | -24.38% | 37.12% | 12.87% |
| Net Profit Growth | 115.86% | 49.50% | -70.38% | 84.67% | 15.14% |
| EPS Growth | 62.76% | 49.50% | -72.66% | 84.67% | 15.14% |
| Valuation | | | | | |
| PER (x) | 24.64 | 8.35 | 25.79 | 13.96 | 12.13 |
| P/BV (x) | 8.04 | 2.22 | 2.00 | 1.81 | 1.64 |
| EV/EBITDA (x) | 23.41 | 12.87 | 17.66 | 13.33 | 12.16 |
| P/CF (x) | 18.58 | 6.46 | 11.17 | 8.86 | 8.12 |
| Dividend Yield (%) | 1.14% | 3.42% | 1.46% | 2.15% | 2.47% |
| Dividend Payout Ratio (%) | 28% | 29% | 38% | 30% | 30% |

บริษัทหลักทรัพย์ ตรีเน็ต จำกัด, 179 อาคารบางกอก ซิตี้ ทาวเวอร์ ชั้น 25-26, 29 ถนนสาทรใต้ เขตสาทร กรุงเทพฯ 10120 โทรศัพท์ 0-2801-9100 โทรสาร: 0-2801-9399

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ตรีเน็ต จำกัด ผู้จัดทำของลงนามสิทธิในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่าง ๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะหรือชักชวนให้ นักลงทุนทำการซื้อหรือขาย หลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน



Corporate Governance Report of Thai Listed Companies 2012

| ADVANC | BMCL | ICC | PS | SAMTEL | THAI | | | | | | |
|--------|--------|-------|--------|--------|-------|--|--|--|--|--|--|
| AOT | BTS | IRPC | PSL | SAT | TIP | | | | | | |
| ASIMAR | CPN | KBANK | PTT | SC | TIPCO | | | | | | |
| BAFS | CSL | KK | PTTEP | SCB | TISCO | | | | | | |
| BANPU | DRT | KTB | PTTGC | SCC | TKT | | | | | | |
| BAY | EASTW | LPN | QH | SE-ED | TMB | | | | | | |
| BBL | EGCO | MCOT | RATCH | SIM | TOP | | | | | | |
| BCP | ERW | NKI | ROBINS | SIS | TSTE | | | | | | |
| BECL | GRAMMY | NOBLE | RS | SNC | TTA | | | | | | |
| BKI | HEMRAJ | PHOL | SAMART | SYMC | | | | | | | |

| ช่วงคะแนน | สัญลักษณ์ | ความหมาย |
|-------------|----------------|----------------------|
| Score Range | Number of Logo | Description |
| 90 - 100 | | ดีเลิศ Excellent |
| 80 - 89 | | ดีมาก Very Good |
| 70 - 79 | | ดี Good |
| 60 - 69 | | ดีพอใช้ Satisfactory |
| 50 - 59 | | ผ่าน Pass |
| ต่ำกว่า 50 | No logo given | N/A N/A |

| 2S | BJC | DELTA | GLOW | LANNA | NCH | PM | SITHAI | TASCO | TMT | UAC | |
|-------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|--------|--|
| ACAP | BROOK | DEMCO | GUNKUL | LH | NINE | PR | SMT | TCAP | TNITY | UMI | |
| AF | BWG | DTAC | HANA | LRH | NMG | PRANDA | SPALI | TCP | TNL | UP | |
| AIT | CENDEL | DTC | HMPRO | LST | NSI | PRG | SPCG | TFD | TOG | UPOIC | |
| AKR | CFRESH | ECL | HTC | MACO | OCC | PT | SPI | TFI | TPC | UV | |
| AMATA | CGS | EE | IFEC | MAKRO | OFM | PYLON | SPPT | THANA | TRC | VIBHA | |
| AP | CHOW | EIC | INTUCH | MBK | OGC | S & J | SSF | THCOM | TRT | VNT | |
| ASK | CIMBT | ESSO | ITD | MBKET | OISHI | S&P | SSSC | THIP | TRU | WACOAL | |
| ASP | CK | FE | IVL | MFC | PAP | SABINA | STANLY | THRE | TRUE | YUASA | |
| AYUD | CM | FORTH | JAS | MFEC | PDI | SAMCO | STEC | TIC | TSC | ZMICO | |
| BEC | CPALL | GBX | KCE | MINT | PE | SCCC | SUC | TICON | TSTH | | |
| BFIT | CPF | GC | KGI | MODERN | PG | SCG | SUSCO | TIW | TTW | | |
| BH | CSC | GFPT | KSL | MTI | PHATRA | SCSMG | SVI | TK | TUF | | |
| BIGC | DCC | GL | L&E | NBC | PJW | SFP | SYNTEC | TLUXE | TVO | | |

| AEONTS | ASIA | CIMBI | FNS | IRC | KWC | MDX | PL | ROJNA | SMIT | TF | TR | WG |
|---------|-------|-------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|-------|------|
| AFC | BGT | CITY | FOCUS | IRCP | KWH | MJD | POST | RPC | SMK | TGCI | TTCL | WIN |
| AGE | BLA | CMO | FSS | IT | KYE | MK | PPM | SAM | SOLAR | THANI | TWFP | WORK |
| AH | BNC | CNS | GENCO | JMART | LALIN | MOONG | PREB | SCBLIF | SPC | TKS | TYCN | |
| AHC | BOL | CNT | GFM | JTS | LEE | MPIC | PRECHA | SCP | SPG | TMD | UBIS | |
| AI | BROCK | CPL | GLOBAL | JUBILE | LHBANK | MSC | PRIN | SEAFCO | SSC | TMI | UEC | |
| AJ | BSBM | CRANE | GOLD | JUTHA | LHK | NC | PSAAP | SENA | SST | TNH | UIC | |
| ALUCON | BTNC | CSP | HFT | KASET | LIVE | NNCL | PTL | SF | STA | TNPC | UMS | |
| AMANAHA | BUI | CSR | HTECH | KBS | LOXLEY | NTV | Q-CON | SGP | SVOA | TOPP | UOBKH | |
| APCO | CCET | CTW | HYDRO | KC | MAJOR | OSK | QLT | SIAM | SWC | TPA | UPF | |
| APCS | CEN | DRACO | IFS | KDH | MATCH | PAE | QTC | SIMAT | SYNEX | TPAC | US | |
| APRINT | CHUO | EASON | IHL | KIAT | MATI | PATO | RASA | SINGER | TBSP | TPCORP | UT | |
| ARIP | CI | EMC | ILINK | KKC | MBAX | PB | RCL | SIRI | TCB | TPIPL | VARO | |
| AS | CIG | EPCO | INET | KTC | M-CHAI | PICO | RICH | SKR | TEAM | TPP | WAVE | |

Disclaimer

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลสำหรับผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายในในการประเมิน

อนึ่งผลการสำรวจดังกล่าว เป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังจากดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด, 179/109-110 อาคารบางกอก ซิตี้ ทาวเวอร์ ชั้น 25-26 ถนนสาทรใต้ เขตสาทร กรุงเทพฯ 10120 โทรศัพท์ 0-2801-9100 โทรสาร 0-2801-9399

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขาย หลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน