

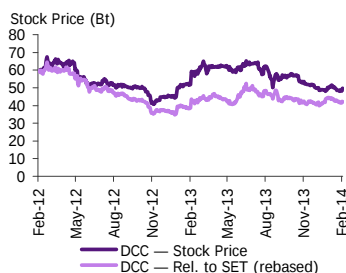
NEUTRAL

Stock Data

Last close (Feb 17) (Bt)	50.00
12-m target price (Bt)	55.00
Upside (Downside) to TP (%)	10.00
Mkt cap (Btbn)	20.40
Mkt cap (US\$mn)	633

Bloomberg code	DCC TB
Reuters code	DCC.BK
Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	0.18
Sector % SET	5.79
Shares issued (mn)	408
Par value (Bt)	1
12-m high / low (Bt)	66.5 / 48
Avg. daily 6m (US\$mn)	0.53
Foreign limit / actual (%)	35 / 19
Free float (%)	45.8
Dividend policy (%)	≥ 70

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	-2.0	-3.8	-13.0
Relative to SET	-4.2	2.8	-0.6

Source: SET, SCBS Investment Research

ศิริมา ดิสราร, CFA

0-2949-1004

sirima.dissara@scb.co.th

คาดการณ์ไรต์ไต์เล็กน้อยในปี 2557

- DCC คาดปริมาณขายต่ำ แต่อัตรากำไรทรงตัวในงวดครึ่งแรกปี 57
- อุปสงค์ยังไม่น่าจะฟื้นตัวจนกว่าจะถึงครึ่งปีหลัง
- ส่วนผสมผลิตภัณฑ์ดีขึ้น = อัตรากำไรดีขึ้นในระยะกลาง
- ขาดปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้น กำไรมีแนวโน้มเติบโตต่ำ ชอบเพียงเพราะให้ผลตอบแทนจากเงินปันผล 7% ต่อปี
- คงคำแนะนำ Neutral ด้วยราคาเป้าหมายระยะ 12 เดือนที่ 55 บาท

สรุปผลประกอบการปี 2556: กำไรทรงตัว โดยปริมาณขายที่ลดลงได้รับการชดเชยจากอัตรากำไรที่สูงขึ้น ในปี 2556 ปริมาณขายของ DCC ลดลง 5% YoY สู่ 55.5 ล้านตร.ม. เพราะได้รับผลกระทบจากอุปสงค์ที่ชะลอตัวลงโดยเฉพาะในภาคตะวันออกเฉียงเหนือและภาคเหนือ ตามภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง อัตรากำไรขึ้นต้นปี 2556 เพิ่มขึ้น 1.9% YoY สู่ 41.1% เพราะต้นทุนก๊าซธรรมชาติ (30% ของต้นทุนการดำเนินงาน) ลดลง 15% และราคาขายเฉลี่ยสูงขึ้น 3% หลังปรับราคาขึ้นในเดือน ม.ค.-ก.พ. 2556 อุปสงค์ที่ชะลอตัวลงส่งผลทำให้การแข่งขันทางราคาเกิดขึ้นในงวดครึ่งหลังปี 56 และกดดันให้ราคาขายเฉลี่ยปรับลดลง 2-3% โดยเฉพาะผลิตภัณฑ์แบบทั่วไปอย่างกระเบื้องเซรามิกปูพื้นขนาด 12x12" (42% ของยอดขาย)

แนวโน้มระยะสั้นยังคงอ่อนแอ DCC คาดว่าปริมาณขายจะอยู่ในระดับต่ำต่อเนื่องในงวดครึ่งแรกปี 57 เพราะภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวและรายได้เกษตรกรปรับตัวลดลงเนื่องจากยังไม่ได้เงินจากโครงการรับจำนำข้าว รายได้ของ DCC ลดลงมาแล้วกว่า 10% ในเดือน ม.ค. 2557 และลดลงต่อเนื่องในเดือน ก.พ. อย่างไรก็ตาม อัตรากำไรขึ้นต้นปี 2557 อยู่ที่ 40.7% ในเดือน ม.ค. 2557 (40.5% ในเดือน ม.ค. 2556) โดยได้รับปัจจัยหนุนจากราคาขายและต้นทุนการดำเนินงานที่ไม่เปลี่ยนแปลง

คาดฟื้นตัวดีขึ้นบ้างในงวดครึ่งหลังปี 57 DCC คาดว่าอุปสงค์จะฟื้นตัวให้เห็นบ้างในงวดครึ่งหลังปี 57 ในขณะเดียวกัน บริษัทก็มีมุมมองเชิงบวกต่อราคาขายเฉลี่ยและอัตรากำไรขึ้นต้นปี โดยได้รับปัจจัยหนุนจากส่วนผสมผลิตภัณฑ์ที่ดีขึ้น DCC วางแผนเพิ่มสัดส่วนยอดขายผลิตภัณฑ์ใหม่ให้อัตรากำไรสูง (กระเบื้องเซรามิกปูพื้นแบบขัดขอบและไฮบริดขนาด 16x16" และกระเบื้องเซรามิกปูพื้นขนาด 24x24" ที่วางขายในปี 2556) จาก 7% ของยอดขายในปัจจุบัน เป็น 10-15% เพื่อให้สอดคล้องกับพฤติกรรมผู้บริโภคที่เปลี่ยนมาชอบกระเบื้องเซรามิกที่มีขนาดใหญ่ขึ้น อัตรากำไรขึ้นต้นปีจากผลิตภัณฑ์ให้อัตรากำไรสูงเหล่านี้สูงกว่าผลิตภัณฑ์แบบทั่วไปอยู่ ~10%

คาดการณ์ไรปี 2557 เติบโตต่ำที่ 9% สมมติฐานของเรา คือ 1) ปริมาณขายโต 4% ในปี 2557 (เทียบกับ -5% ในปี 2556) โดยคาดการณ์ถึงอุปสงค์ที่ฟื้นตัวดีขึ้นเล็กน้อยในงวดครึ่งหลังปี 57; 2) อัตรากำไรขึ้นต้นปีเพิ่มขึ้น 1.0% YoY สู่ 42.1% โดยได้รับปัจจัยหนุนจากส่วนผสมผลิตภัณฑ์ที่ดีขึ้น (เทียบกับ +1.9% YoY สู่ 41.1% ในปี 2556) โดยเกิดจากการปรับตัวเพิ่มขึ้นของราคาเฉลี่ยผลิตภัณฑ์ทุกชนิดและต้นทุนค่าก๊าซที่ลดลง

ขาดปัจจัยกระตุ้น; คงคำแนะนำ Neutral เรายังคงคำแนะนำ Neutral สำหรับ DCC ด้วยราคาเป้าหมายระยะ 12 เดือนที่ 55 บาท โดยอิงกับ PE 15.5 เท่า (+0.5 S.D. PE เฉลี่ย 10 ปี) แม้ราคาหุ้น DCC ลดลงมาแล้ว 17% ในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมา แต่เรายังมองไม่เห็นปัจจัยที่จะกระตุ้นให้ราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้นในภาวะที่อุปสงค์ชะลอตัวลงและต้นทุนค่าก๊าซมีแนวโน้มปรับเพิ่มขึ้นเพราะเงินบาทอ่อนค่าในงวดครึ่งแรกปี 57 เราชอบ DCC เพียงเพราะให้ผลตอบแทนจากเงินปันผล ~7% ต่อปี ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ คือ การเปลี่ยนแปลงในปริมาณขาย การแข่งขันทางราคา และต้นทุนค่าก๊าซ

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Revenue	(Btmn)	7,603	7,546	7,818	8,291	8,792
EBITDA	(Btmn)	1,844	1,846	1,982	2,219	2,466
Core profit	(Btmn)	1,265	1,298	1,413	1,602	1,794
Reported profit	(Btmn)	1,265	1,298	1,413	1,602	1,794
Core EPS	(Bt)	3.10	3.18	3.46	3.93	4.40
DPS	(Bt)	3.08	3.18	3.46	3.93	4.40
P/E, core	(x)	16.1	15.7	14.4	12.7	11.4
EPS growth, core	(%)	1.8	2.6	8.9	13.3	12.0
P/BV, core	(x)	7.29	7.39	7.36	6.89	6.47
ROE	(%)	45.6	46.7	51.1	55.9	58.7
Dividend yield	(%)	6.2	6.4	6.9	7.9	8.8
EV/EBITDA	(x)	11.4	11.6	10.7	9.5	8.5

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

For December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Total revenue	7,603	7,546	7,818	8,291	8,792
Cost of goods sold	4,625	4,447	4,529	4,700	4,879
Gross profit	2,978	3,099	3,289	3,591	3,913
SG&A	1,349	1,456	1,517	1,588	1,671
Other income	35	18	19	20	21
Interest expense	16	24	18	14	14
Pre-tax profit	1,648	1,637	1,773	2,009	2,250
Corporate tax	379	335	355	402	450
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	(4)	(4)	(5)	(6)	(6)
Core profit	1,265	1,298	1,413	1,602	1,794
Extra-ordinary items	0	0	0	0	0
Net Profit	1,265	1,298	1,413	1,602	1,794
EBITDA	1,844	1,846	1,982	2,219	2,466
Core EPS (Bt)	3.10	3.18	3.46	3.93	4.40
Net EPS (Bt)	3.10	3.18	3.46	3.93	4.40
DPS (Bt)	3.08	3.18	3.46	3.93	4.40

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Total current assets	1,911	1,914	1,729	1,766	2,016
Total fixed assets	2,967	3,226	3,346	3,367	3,384
Total assets	4,877	5,140	5,074	5,134	5,400
Total loans	842	1,187	900	700	700
Total current liabilities	1,887	2,157	2,068	1,924	1,984
Total long-term liabilities	193	222	235	249	264
Total liabilities	2,080	2,379	2,302	2,173	2,248
Paid-up capital	408	408	408	408	408
Total equity	2,798	2,761	2,772	2,961	3,153
BVPS (Bt)	6.86	6.77	6.79	7.26	7.73

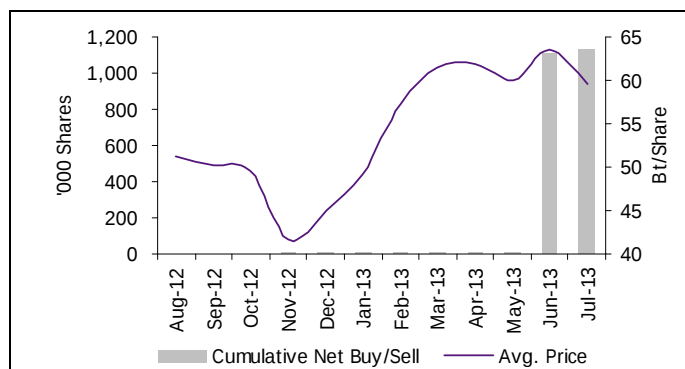
Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Core Profit	1,265	1,298	1,413	1,602	1,794
Depreciation and amortization	180	185	191	196	202
Operating cash flow	1,161	1,413	1,845	1,802	2,000
Investing cash flow	(387)	(444)	(310)	(218)	(219)
Financing cash flow	(775)	(988)	(1,689)	(1,613)	(1,602)
Net cash flow	(2)	(20)	(154)	(29)	180

Key Financial Ratios

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Gross margin(%)	39.2	41.1	42.1	43.3	44.5
Operating margin(%)	21.4	21.8	22.7	24.2	25.5
EBITDA margin(%)	24.3	24.5	25.3	26.8	28.0
EBIT margin(%)	21.9	22.0	22.9	24.4	25.7
Net profit margin(%)	16.6	17.2	18.1	19.3	20.4
ROE (%)	46.0	47.9	51.9	55.0	57.8
ROA (%)	25.6	25.4	27.9	31.2	33.2
Net D/E (%)	23.4	36.9	31.9	24.1	16.9
Interest coverage (x)	116.7	77.3	109.4	157.6	175.0
Debt service coverage (x)	4.4	2.1	1.6	2.4	3.5
Payout Ratio (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

12-Month Cumulative directors trade



Source: SEC

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13
Total revenue	1,851	2,203	1,925	1,714	1,704
Cost of goods sold	1,139	1,310	1,119	1,004	1,015
Gross profit	712	893	806	710	690
SG&A	334	374	386	337	360
Other income	4	4	5	4	4
Interest expense	8	6	3	6	8
Pre-tax profit	374	517	422	371	326
Corporate tax	83	105	87	76	68
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	(1)	(2)	(2)	(0)	0
Core profit	290	411	334	295	259
Extra-ordinary items	0	0	0	0	0
Net Profit	290	411	334	295	259
EBITDA	426	574	480	435	0
Core EPS (Bt)	0.71	1.01	0.82	0.72	0.63
Net EPS (Bt)	0.71	1.01	0.82	0.72	0.63

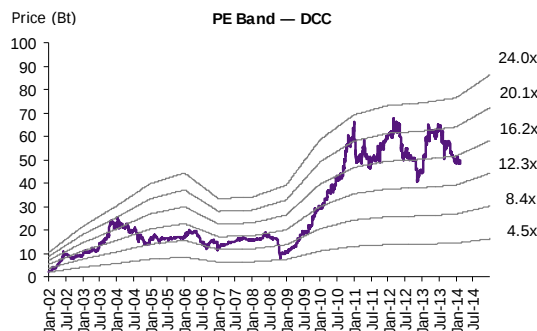
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13
Total current assets	1,911	1,692	1,708	1,831	1,914
Total fixed assets	2,967	3,048	3,110	3,146	3,226
Total assets	4,877	4,740	4,818	4,977	5,140
Total loans	842	170	656	1,013	1,187
Total current liabilities	1,887	1,329	1,774	1,965	2,157
Total long-term liabilities	193	200	208	215	222
Total liabilities	2,080	1,530	1,982	2,181	2,379
Paid-up capital	408	408	408	408	408
Total equity	2,798	3,162	2,836	2,797	2,761
BVPS (Bt)	6.86	7.75	6.95	6.85	6.77

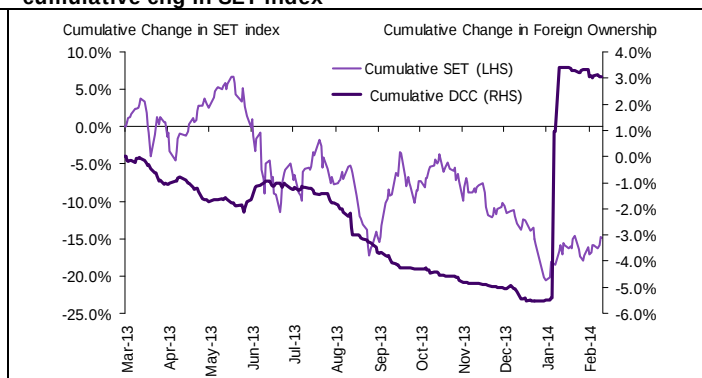
Main Assumptions

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Avg selling price (Bt/sqm)	129	134	135	137	138
Sales volume (mn sqm)	58.3	55.5	57.7	60.6	63.6
Capacities-year end (mn sqm)	64.8	68.4	72.0	75.6	79.2

PE Band Chart



12 Month cumulative chg in foreign ownership versus cumulative chg in SET index



Source: SET, SCBS Investment Research

[illegible]