

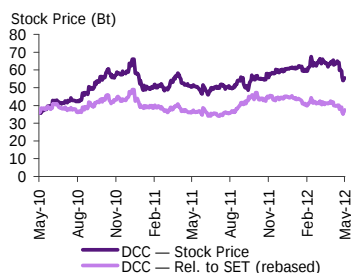
ขาย

Stock Data

Last close (May 23) (Bt)	54.50
12-m target price (Bt)	50.00
Upside (Downside) to TP (%)	(8.26)
Mkt cap (Btbn)	22.24
Mkt cap (US\$mn)	705

Bloomberg code	DCC TB
Reuters code	DCC.BK
Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	0.24
Sector % SET	5.79
Shares issued (mn)	408
Par value (Bt)	1
12-m high / low (Bt)	67.8 / 46
Avg. daily 6m (US\$mn)	1.00
Foreign limit / actual (%)	35 / 22
Free float (%)	43.0
Dividend policy (%)	≥ 70

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	-16.8	-11.0	7.4
Relative to SET	-10.1	-8.2	2.9

Source: SET, SCBS Investment Research

ศิริมา ดิสราร, CFA

0-2949-1004

sirima.dissara@scb.co.th

ผลการดำเนินงานจะสร้างความผิดหวังต่อเนื่อง

- สถานการณ์ขาดแคลนรถบรรทุกในช่วงฤดูการเก็บเกี่ยวจะส่งผลกระทบต่อปริมาณขายในไตรมาส 1/55 ถึงต้นไตรมาส 2/55
- DCC ปรับลดเป้าอัตราเติบโตของยอดขายปี 2555 ลงสู่ 10% (จาก +15%) และปรับลดเป้าอัตรากำไรขั้นต้นลงสู่ 42% (จาก +45%) แต่ยังคงสูงกว่าระดับที่เราคาดการณ์ไว้
- ปัจจัยลบ: 1) กำไรปรับตัวถึงจุดสูงสุดแล้วในไตรมาส 1/55; 2) การปรับลดประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ในตลาดลดลง; และ 3) Valuation ไม่เหมาะสม โดยเทรดที่ PE ปี 2555 ระดับ 16 เท่า เทียบกับประมาณการอัตราเติบโตของกำไรในปี 2555-57 ที่ระดับเฉลี่ย 14% ต่อปี (เทียบกับระดับเกือบ 30% ก่อนหน้านี้)
- คงคำแนะนำ "ขาย" และปรับราคาเป้าหมายกลางปี 2556 ใหม่เป็น 50 บาท โดยอิงกับ PE 14 เท่า

คงคำแนะนำ "ขาย" ภายหลังจากประชุมนักวิเคราะห์เมื่อวานนี้ เรายังคงคำแนะนำ "ขาย" DCC และปรับราคาเป้าหมายกลางปี 2556 ใหม่เป็น 50 บาท โดยอิงกับ PE 14 เท่า (+0.5SD PE เฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปีที่ 12 เท่า) ผลการดำเนินงานไตรมาส 1 ปี 2555 ของ DCC ที่แม้ว่าจะสร้างความผิดหวัง แต่ก็ยังมีแนวโน้มที่จะเป็นจุดสูงสุดของปีนี้ เพราะธุรกิจ DCC เข้าสู่ช่วง low season แล้ว ปริมาณขายที่เติบโตอย่างต่อเนื่องจะทำให้ผลการดำเนินงานไตรมาส 2 ปี 2555 ของ DCC มีแนวโน้มอ่อนแอต่อเนื่อง ประมาณการกำไรของเราต่ำกว่าประมาณการของตลาดอยู่ 7% และเราคาดว่านักวิเคราะห์ในตลาดจะปรับประมาณการกำไรของ DCC ลดลงเพื่อสะท้อนถึงผลการดำเนินงานไตรมาส 1 ปี 2555 ที่ปรับตัวแย่ลงและการปรับลดเป้าหมายของบริษัท นอกจากนี้แล้ว Valuation ก็อยู่ในระดับที่ไม่เหมาะสมด้วย เนื่องจากราคาหุ้น DCC เทรดที่ PE ปี 2555 ระดับ 16 เท่า เทียบกับประมาณการอัตราเติบโตของกำไรปี 2555-57 ที่ระดับเฉลี่ย 14% ต่อปี (เทียบกับระดับเกือบ 30% ก่อนหน้านี้)

สาเหตุที่ทำให้ผลการดำเนินงานไตรมาส 1/55 ออกมาน่าผิดหวัง DCC กล่าวว่าอัตราเติบโตของปริมาณขายที่น่าผิดหวังในไตรมาส 1 ปี 2555 (+2% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน) เกิดจากการมีรถบรรทุกไม่เพียงพอเนื่องจากรถบรรทุกถูกนำไปใช้บรรทุกผลิตภัณฑ์ทางการเกษตรในฤดูกาลเก็บเกี่ยว การส่งมอบสินค้าใช้เวลานานขึ้นจากปกติ 3 วัน เป็น 2 สัปดาห์ ทำให้ DCC เสียโอกาสไปในช่วงนี้ DCC คาดว่าจะแก้ปัญหาในฤดูกาลเก็บเกี่ยว (ก.พ.-เม.ย.) ปีหน้าได้ด้วยการปรับต้นทุนการส่งมอบสินค้าเพิ่มขึ้นอีก 20% DCC คาดว่าปริมาณขายกระเบื้องเซรามิกในตลาดโดยรวมปรับตัวเพิ่มขึ้นถึง 8% ในไตรมาส 1 ปี 2555 สูงกว่าค่าเฉลี่ยที่ 4-6% โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการฟื้นตัวหลังน้ำลด ในขณะที่ส่วนแบ่งตลาดของ DCC ปรับลดลงจากระดับ 44-46% สู่ระดับ 42% เราคาดว่า DCC เสียส่วนแบ่งตลาดให้กับคู่แข่งในประเทศ (TGCI +8% ในไตรมาส 1 ปี 2555 เทียบกับ +10% ในปี 2554 UMI และ RCI +9% ในไตรมาส 1 ปี 2555 เทียบกับ +1% ในปี 2554 DCC +3% ในไตรมาส 1 ปี 2555 เทียบกับ +11% ในปี 2554) และการนำเข้ากระเบื้องเซรามิก

กำไรปรับตัวถึงจุดสูงสุดแล้วในไตรมาส 1/55; ปริมาณขายจะเติบโตอย่างต่อเนื่องในไตรมาส 2/55 DCC เปิดเผยว่าหลังจากฤดูกาลเก็บเกี่ยวผ่านพ้นไป สถานการณ์ขาดแคลนรถบรรทุกก็สิ้นสุดลงแล้วในเดือน พ.ค. ซึ่งจะช่วยหนุนให้ปริมาณขายเติบโตในช่วงที่เหลือของไตรมาส 2 ปี 2555 แต่ DCC คาดว่าปริมาณขายในไตรมาส 2 ปี 2555 จะมีอัตราเติบโตเป็นตัวเลขเพียงหลักเดียว DCC ยอมรับว่ากำไรไตรมาส 1 ปี 2555 ของบริษัทเป็นจุดสูงสุดของปีนี้แล้วหลังจากช่วง high season ของธุรกิจผ่านพ้นไป ดังนั้นเราคาดว่าผลการดำเนินงานไตรมาส 2 ปี 2555 ของ DCC จะปรับตัวแย่ลงต่อเนื่อง โดยคาดว่ากำไรจะเติบโตเล็กน้อยจากช่วงเดียวกันของปีก่อน และลดลงจากไตรมาสก่อนหน้าจากปัจจัยฤดูกาล

ปรับเป้าปี 2555 ลดลง แต่ยังสูงกว่าประมาณการของเรา DCC ปรับลดเป้าหมายปี 2555 ของบริษัทลงโดย: 1) ลดเป้าอัตราเติบโตของยอดขายลงจาก 15% สู่ 10% เพื่อสะท้อนถึงปัญหาด้านโลจิสติกส์ในไตรมาส 1 ปี 2555 ถึงต้นไตรมาส 2 ปี 2555; 2) ลดเป้าอัตรากำไรขั้นต้นลงสู่ 42% (จาก 45%) เพราะต้นทุนค่าก๊าซสูงขึ้น (+27% ในไตรมาส 1 ปี 2555 และมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นต่อเนื่องในไตรมาส 2 ปี 2555) เรามองว่าเป้าหมายใหม่ของ DCC ยังดูสูงเมื่อเทียบกับผลการดำเนินงานที่ปรับตัวแย่ลงในไตรมาส 1 ปี 2555 (ยอดขายโต 3% และอัตรากำไรขั้นต้น 40%) เรายังคงเชื่อมั่นปี 2555 ของเราไว้ว่ายอดขายจะเติบโต 7% และอัตรากำไรขั้นต้นจะอยู่ที่ 41%

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2010	2010	2012F	2013F	2014F
Revenue	(Btmn)	6,513	7,207	7,706	8,510	9,214
EBITDA	(Btmn)	2,035	2,000	1,953	2,158	2,486
Core profit	(Btmn)	1,175	1,242	1,376	1,589	1,847
Reported profit	(Btmn)	1,175	1,242	1,376	1,589	1,847
Core EPS	(Bt)	2.88	3.05	3.37	3.90	4.53
DPS	(Bt)	2.88	3.05	3.37	3.90	4.53
P/E, core	(x)	18.9	17.9	16.2	14.0	12.0
EPS growth, core	(%)	18.2	5.7	10.7	15.5	16.2
P/BV, core	(x)	8.16	8.35	8.17	8.02	7.66
ROE	(%)	43.2	46.1	51.1	57.9	65.1
Dividend yield	(%)	5.3	5.6	6.2	7.1	8.3
EV/EBITDA	(x)	10.8	11.2	11.5	10.3	8.9

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Total revenue	6,513	7,207	7,706	8,510	9,214
Cost of goods sold	3,630	4,145	4,574	5,034	5,292
Gross profit	2,883	3,062	3,132	3,476	3,922
SG&A	1,206	1,277	1,360	1,506	1,631
Other income	18	20	21	24	26
Interest expense	0	4	0	0	0
Pre-tax profit	1,695	1,802	1,793	1,994	2,317
Corporate tax	516	554	412	399	463
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	(4)	(5)	(5)	(6)	(6)
Core profit	1,175	1,242	1,376	1,589	1,847
Extra-ordinary items	0	0	0	0	0
Net Profit	1,175	1,242	1,376	1,589	1,847
EBITDA	2,035	2,000	1,953	2,158	2,486
Core EPS (Bt)	2.88	3.05	3.37	3.90	4.53
Net EPS (Bt)	2.88	3.05	3.37	3.90	4.53
DPS (Bt)	2.88	3.05	3.37	3.90	4.53

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Total current assets	1,497	1,638	1,168	1,248	1,390
Total fixed assets	2,218	2,665	2,965	3,218	3,463
Total assets	3,715	4,303	4,133	4,466	4,853
Total loans	0	416	0	0	0
Total current liabilities	941	1,497	1,259	1,525	1,766
Total long-term liabilities	48	143	153	169	183
Total liabilities	989	1,640	1,412	1,694	1,949
Paid-up capital	408	408	408	408	408
Total equity	2,726	2,663	2,722	2,772	2,904
BVPS (Bt)	6.68	6.53	6.67	6.79	7.12

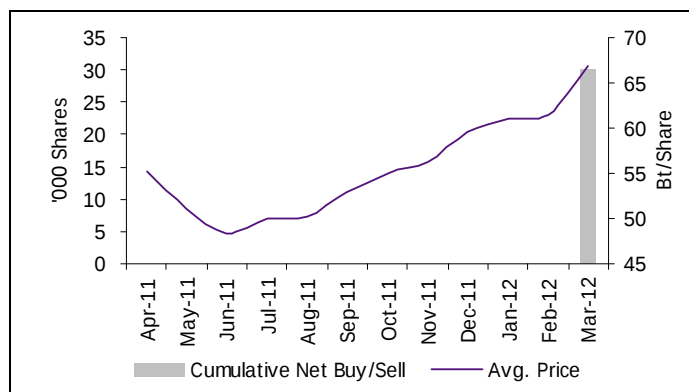
Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Core Profit	1,175	1,242	1,376	1,589	1,847
Depreciation and amortization	339	195	160	165	170
Operating cash flow	1,562	1,577	1,852	2,044	2,274
Investing cash flow	(432)	(641)	(460)	(417)	(415)
Financing cash flow	(1,161)	(890)	(1,733)	(1,539)	(1,715)
Net cash flow	(31)	46	(341)	88	144

Key Financial Ratios

	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Gross margin(%)	44.3	42.5	40.6	40.8	42.6
Operating margin(%)	25.8	24.8	23.0	23.1	24.9
EBITDA margin(%)	31.2	27.8	25.3	25.4	27.0
EBIT margin(%)	26.0	25.0	23.3	23.4	25.1
Net profit margin(%)	18.0	17.2	17.9	18.7	20.0
ROE (%)	43.7	47.4	51.3	58.2	64.5
ROA (%)	31.2	28.6	32.9	35.2	37.7
Net D/E (%)	(5.9)	7.9	5.0	1.7	(3.3)
Interest coverage (x)	12224.8	561.5	N.A.	N.A.	N.A.
Debt service coverage (x)	902.1	549.8	N.A.	N.A.	N.A.
Payout Ratio (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

12-Month Cumulative directors trade



Source: SEC

CG Rating 2011 Companies with CG Rating under SCBS's Coverage

ADVANC, AOT, BANPU, BAY, BBL, BCP, BMCL, CPF, CSL, EGO, HEMRAI, IRPC, KBANK, KK, KTB, LPN, MCOT, PS, PSL, PTT, PTTEP, QH, RATCH, SAT, SCB, SCC, TISCO, TMB, TOP
AMATA, AP, ASP, BEC, BECL, BH, BIGG, BLS, BTA, BTS, CK, CPALL, DELTA, DRT, DTAC, GPT, GLOW, HANA, HMPRO, INTUCH, KCE, KEST, LH, IVL, MAJOR, MAKRO, PHATRA, SCC, SMT, SPALI, SIRI, STANLY, STEC, SVI, TCAP, THAI, TRUE, TTA, TTW
AEONTS, AH, CCEC, DCC, ESSO, ITD, KH, KTC, RCL, ROJNA, TICON, TIPL
N/A BGI, BLS, CPNRF, LHBANK, POPF, QHPF, SAMART, SAMTEL, SSI, TFUND, TLOGIS, WHAPF

PTTC is the merged entity of PTTC and PTAR

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. SCB Securities Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12
Total revenue	2,018	1,856	1,698	1,634	2,093
Cost of goods sold	1,169	1,042	959	975	1,264
Gross profit	850	814	739	660	828
SG&A	334	334	312	297	347
Other income	3	9	5	4	3
Interest expense	0	0	1	3	2
Pre-tax profit	518	489	432	363	483
Corporate tax	153	150	141	110	109
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	(1)	(2)	(1)	(1)	(1)
Core profit	364	337	289	252	373
Extra-ordinary items	0	0	0	0	0
Net Profit	364	337	289	252	373
EBITDA	606	525	468	402	0
Core EPS (Bt)	0.89	0.83	0.71	0.62	0.91
Net EPS (Bt)	0.89	0.83	0.71	0.62	0.91

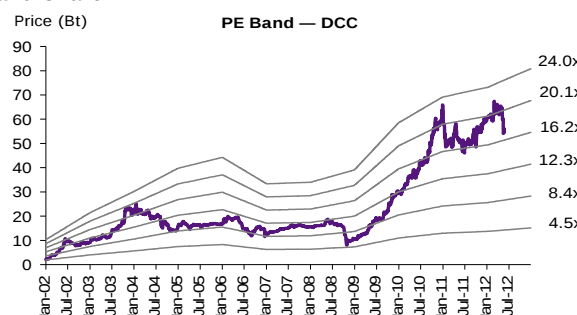
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12
Total current assets	2,059	1,531	1,403	1,638	1,756
Total fixed assets	2,301	2,501	2,615	2,665	2,695
Total assets	4,361	4,032	4,019	4,303	4,451
Total loans	1	6	210	416	0
Total current liabilities	1,215	1,148	1,179	1,497	1,265
Total long-term liabilities	136	136	140	143	158
Total liabilities	1,351	1,284	1,318	1,640	1,423
Paid-up capital	408	408	408	408	408
Total equity	3,009	2,748	2,700	2,663	3,028
BVPS (Bt)	7.38	6.74	6.62	6.53	7.42

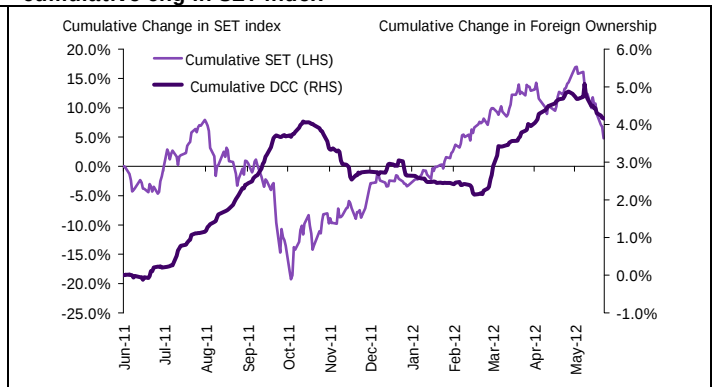
Main Assumptions

	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Avg selling price (Bt/sqm)	128.7	128.9	129.4	129.9	130.3
Sales volume (mn sqm)	50.6	55.9	59.5	65.5	70.7
Capacities-year end (mn sqm)	51.0	61.2	64.8	68.4	72.0

PE Band Chart



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



Source: SET, SCBS Investment Research