



Sri Trang Gloves (Thailand) PCL

| | |
|---------------------------|-------------------------------------|
| STGT TB | Neutral |
| Target Price | Bt 29.00 |
| Price (17/02/2022) | Bt 29.75 |
| Downside | % 2.52 |
| Valuation | PER |
| Sector | Personal Products & Pharmaceuticals |
| Market Cap | Btm 85,182 |
| 30-day avg turnover | Btm 236.78 |
| No. of shares on issue | m 2,863 |
| CG Scoring | Very Good |
| Anti-Corruption Indicator | Declared |

กำไรไตรมาส 4/2564 ต่ำกว่าคาด

- ▶ STGT รายงานกำไรสุทธิไตรมาส 4/2564 อ่อนแอที่ 1.84 พันลบ. ลดลง 78.4% YoY และ 59.4% QoQ ต่ำกว่าประมาณของเราและตลาดคาดที่ 37% และ 31%
- ▶ ประกาศจ่ายเงินปันผลไตรมาส 4/2564 ที่ 0.65 บาท/หุ้น คิดเป็นอัตราการจ่ายที่ 100% และผลตอบแทนที่ 2.2% XD ในวันที่ 19 เม.ย. และจ่ายปันผลวันที่ 5 พ.ค.
- ▶ เราจะทบทวนประมาณการของเรา เนื่องจาก ASP ลดต่ำลงเร็วกว่าที่คาดการณ์ไว้ เรา จะอัปเดตประมาณการของเราอีกครั้งหลังการประชุมนักวิเคราะห์ในวันที่ 18 ก.พ.

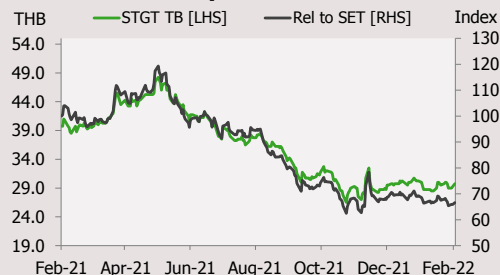
Investment Highlights

- ▶ กำไรสุทธิไตรมาส 4/2564 อ่อนแอที่ 1.84 พันลบ. (-78.4% YoY และ -59.4% QoQ) กำไรสุทธิออกมาต่ำกว่าประมาณการของเราที่ 2.90 พันลบ. ถึง 37% และต่ำกว่าประมาณการของตลาดที่ 2.67 พันลบ. ถึง 31% สาเหตุหลักจากอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) ที่ต่ำกว่าคาด โดยการลดลงทั้งในเชิง YoY และ QoQ มาจาก 1) ราคาขายเฉลี่ย (ASP) ที่ลดลงอย่างมาก ซึ่งทำให้รายได้และ GPM ลดลง 2) สัดส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (SG&A) ต่อรายได้ที่เพิ่มขึ้น
- ▶ รายได้ลดลง YoY และ QoQ รายได้ในไตรมาส 4/2564 อยู่ที่ 8.29 พันลบ. ลดลง 39.3% YoY และ 23.7% QoQ ปริมาณการขายเพิ่มขึ้น 6.2% YoY และ 7.5% QoQ อยู่ที่ 7.6 พันล้านชิ้น เป็นผลจากการดำเนินงานเต็มไตรมาสของโรงงาน SR3 และ PS หลังจากเริ่มเปิดดำเนินการในไตรมาส 3/2564 ในทางกลับกัน ASP ลดลง 48% YoY และ 30.3% QoQ เป็น 32.4 ดอลลาร์สหรัฐ/1,000 ชิ้น ซึ่งลดลงติดต่อกันเป็นไตรมาสที่ 3
- ▶ GPM หดตัวลง GPM ในไตรมาส 4/2564 อยู่ที่ 31.3% ลดลง 40.3 ppt YoY และ 20.1 ppt QoQ สาเหตุหลักมาจาก ASP ที่ต่ำลง ขณะที่ต้นทุนการดำเนินงานต่อหน่วยยังคงสูง กำลังการผลิตใหม่ของ STGT ที่เริ่มต้นในช่วงครึ่งหลังของปี 2564 มี utilization rate ที่ต่ำ จากข้อจำกัดเรื่องตู้คอนเทนเนอร์ขนส่งสินค้าที่จำกัดการส่งออก
- ▶ สัดส่วนค่าใช้จ่าย SG&A ต่อรายได้เพิ่มขึ้น สัดส่วนค่าใช้จ่าย SG&A ต่อรายได้เพิ่มขึ้น 5.8 ppt YoY และ 3.4 ppt QoQ เป็น 8.8% จาก 1) ค่าใช้จ่ายในการขายที่เพิ่มขึ้นตามอัตราค่าระวางเรือสูงขึ้นและ 2) ค่าใช้จ่ายในการบริหารจัดการที่เพิ่มขึ้นจากโรงงานใหม่
- ▶ กำไรสุทธิทั้งปี 2564 อยู่ที่ 2.37 หมื่นลบ. เพิ่มขึ้น 64.6% YoY การเติบโตอย่างแข็งแกร่งเป็นผลมาจากรายได้จากการขายและ GPM ที่เพิ่มขึ้นจาก ASP ที่พุ่งสูงขึ้นในช่วงครึ่งปีแรกของปี 2564 หลังการระบาดของโควิด-19 ในระยะแรก ซึ่งกระตุ้นความต้องการถุงมือยาง และอุปกรณ์ป้องกันส่วนบุคคลอื่นๆ ปริมาณการขายลดลง 4.1% YoY เป็น 2.68 หมื่นล้านชิ้น เนื่องจากความแออัดของการขนส่ง
- ▶ ประกาศจ่ายเงินปันผลไตรมาส 4/2564 ที่ 0.65 บาท/หุ้น เงินปันผลต่อหุ้น (DPS) แสดงถึงอัตราการจ่ายที่ 100% และผลตอบแทนปัจจุบันที่ 2.2% โดยจะขึ้นเครื่องหมาย XD ในวันที่ 19 เม.ย. และกำหนดวันจ่ายปันผลในวันที่ 5 พ.ค. ขณะที่เงินปันผลรวมทั้งปีอยู่ที่ 4.65 บาท/หุ้น คิดเป็นอัตราการจ่ายที่ 56% และผลตอบแทนที่ 15.4%

Investment fundamentals

| Year end Dec 31 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E |
|---------------------------|----------|--------|--------|--------|
| Company Financials | | | | |
| Revenue (Btmn) | 30,405 | 47,551 | 37,809 | 52,540 |
| Core profit (Btmn) | 14,302 | 24,185 | 9,219 | 11,635 |
| Net profit (Btmn) | 14,401 | 23,704 | 9,219 | 11,635 |
| Net EPS (Bt) | 5.04 | 8.28 | 3.22 | 4.06 |
| DPS (Bt) | 2.62 | 4.65 | 1.61 | 2.03 |
| BVPS (Bt) | 11.09 | 13.35 | 13.86 | 16.10 |
| Net EPS growth (%) | 1,473.13 | 64.27 | -61.11 | 26.21 |
| ROA (%) | 50.97 | 50.12 | 17.52 | 19.91 |
| ROE (%) | 79.78 | 67.81 | 23.67 | 27.13 |
| Net D/E (x) | -0.56 | -0.33 | -0.19 | -0.22 |
| Valuation | | | | |
| P/E (x) | 7.54 | 3.65 | 9.32 | 7.38 |
| P/BV (x) | 3.43 | 2.27 | 2.16 | 1.86 |
| EV/EBITDA (x) | 5.32 | 2.66 | 6.28 | 4.79 |
| Dividend yield (%) | 6.91 | 15.36 | 5.37 | 6.77 |

STGT TB rel SET performance



Source: Bloomberg (All figures in THB unless noted.)

Disclaimer: KS or its affiliates is acting or may act as the underwriter, issuer, and/or market maker of the securities mentioned in this document and/or other financial instruments related to the securities mentioned in this document, including but not limited to, bonds, debentures, derivatives warrants, and structured notes. Investors should study the information contained in the prospectus or related document before investing in the shares and other financial instruments.

Analyst

Tan Chirasittikorn

Tan.c@kasikornsecurities.com

18 February 2022

Kasikorn Securities Public Company Limited

Valuation and Recommendation

- ▶ **คงคำแนะนำ "ถือ" ด้วยราคาเป้าหมาย 29 บาท** เราจะทบทวนประมาณการและจะอัปเดตอีกครั้ง หลังการประชุมนักวิเคราะห์ในวันที่ 18 ก.พ. ราคาหุ้นอาจมีการเทขายหลังจากผลประกอบการไตรมาส 4/2564 ออกมาน้อยกว่าที่ตลาดคาดไว้ ราคาเป้าหมายปัจจุบันของเรา อยู่ที่ 29 บาท อิงตามเป้า PER ล่วงหน้า 12 เดือน ที่ 7 เท่า ซึ่งเท่ากับ 1.5SD ต่ำกว่าระดับเฉลี่ยของช่วงการซื้อขายของคุณแข่งในตลาดถุงมือยางทั่วโลก ขณะที่หุ้น STGT ปัจจุบันซื้อขายอิงตาม PER และ PBV ปี 2565 ที่ 9.3 เท่า และ 2.2 เท่า ตามลำดับ

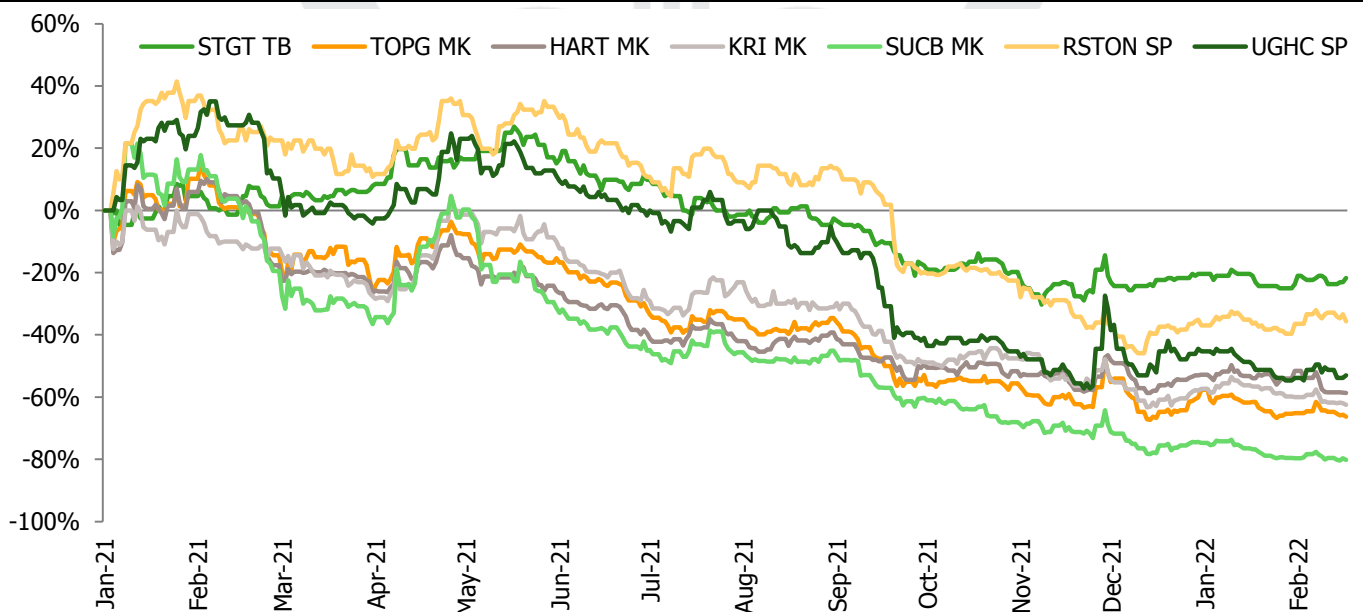


Fig 1 4Q21 performance review

| | 4Q20 | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21 | 4Q21 | %YoY | %QoQ | %YTD2021 | 2021 | % change |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|-------|---------------|----------------|-------------|---------------|----------|
| Financials | | | | | | | | | | |
| Sales (Btmn) | 13,646 | 15,434 | 12,968 | 10,864 | 8,285 | -39.3 | -23.7 | 100.0 | 47,551 | 56.4 |
| EBITDA (Btmn) | 9,752 | 11,333 | 8,550 | 5,588 | 2,261 | -76.8 | -59.5 | 100.0 | 27,732 | 62.5 |
| Operating profit (Btmn) | 9,460 | 11,039 | 8,247 | 5,280 | 1,919 | -79.7 | -63.7 | 100.0 | 26,485 | 65.6 |
| Core profit (Btmn) | 8,439 | 10,270 | 7,362 | 4,799 | 1,754 | -79.2 | -63.4 | 100.0 | 24,185 | 69.1 |
| Net profit (Btmn) | 8,520 | 10,052 | 7,280 | 4,533 | 1,840 | -78.4 | -59.4 | 100.0 | 23,704 | 64.6 |
| Net EPS (Bt) | 2.98 | 3.52 | 2.55 | 1.58 | 0.64 | -78.5 | -59.4 | 100.1 | 8.28 | 64.3 |
| Performance Drivers | | | | | | | | | | |
| Average FX (Bt/USD) | 30.6 | 30.3 | 31.4 | 32.9 | 33.4 | 9.1 | 1.3 | 100.0 | 32.0 | 2.3 |
| Sales volume (mn pcs) | 7,163 | 6,711 | 5,714 | 7,076 | 7,604 | 6.2 | 7.5 | 101.0 | 26,831 | -4.1 |
| ASP (USD/1,000 pcs) | 62.3 | 75.9 | 72.3 | 46.5 | 32.4 | -48.0 | -30.3 | 101.5 | 55.9 | 61.0 |
| SG&A to sales (%) | 3.1 | 2.9 | 3.6 | 5.4 | 8.8 | 5.8 | 3.4 | 110.3 | 4.7 | 1.1 |
| Ratios | | | | | | | | | | |
| | | | | | | Change | Avg YTD | 2021 | Change | |
| Gross margin (%) | 71.6 | 74.0 | 66.7 | 51.5 | 31.3 | -40.3 | -20.1 | 55.9 | 59.4 | 4.2 |
| EBITDA margin (%) | 71.5 | 73.4 | 65.9 | 51.4 | 27.3 | -44.2 | -24.2 | 54.5 | 58.3 | 2.2 |
| Optg. margin (%) | 69.3 | 71.5 | 63.6 | 48.6 | 23.2 | -46.2 | -25.4 | 51.7 | 55.7 | 3.1 |
| ROE (%) | 107.5 | 97.4 | 75.4 | 45.5 | 19.3 | -88.3 | -26.2 | 59.4 | 67.8 | -12.0 |

Source: Company, KS Research

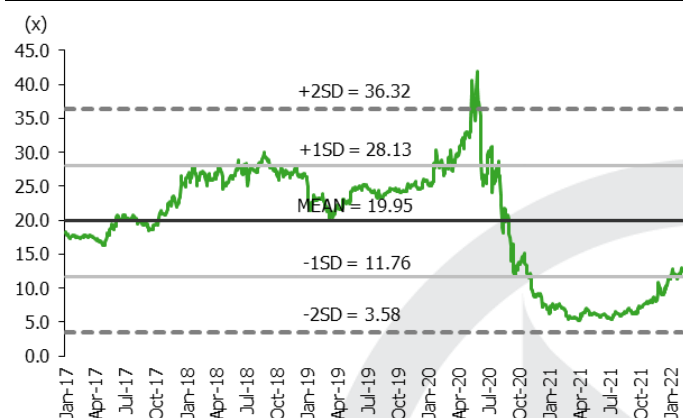
Fig 2 Share price performance



Source: Bloomberg, KS Research

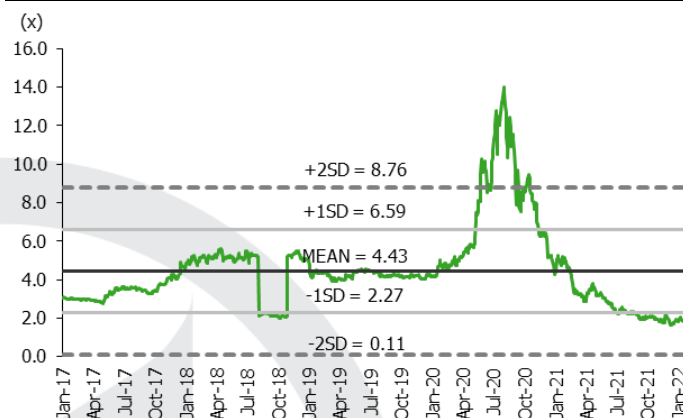


Fig 3 Rubber glove peers 12M FWD PER



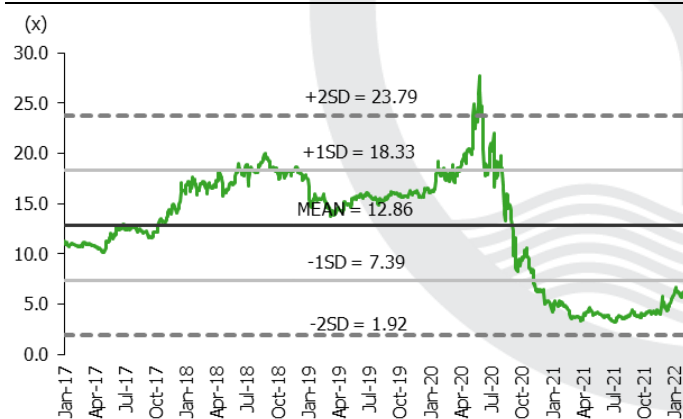
Source: Bloomberg, KS Research

Fig 4 Rubber glove peers 12M FWD PBV



Source: Bloomberg, KS Research

Fig 5 Rubber glove peers 12M FWD EV/EBITDA



Source: Bloomberg, KS Research

Fig 6 Valuation summary

| | |
|------------|-----|
| Target PER | 7.0 |
| 2023 EPS | 4.1 |
| 2022 TP | 29 |

Source: KS Research

Fig 7 Peer comparison

| Stock | Market Cap (USD mn) | Basic EPS growth (%) | | | | Basic P/E (x) | | | | P/BV (x) | | | | Div. Yield (%) | | | | ROE (%) | | | |
|--------------------------------|---------------------|----------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|------------|------------|-------------|------------|------------|------------|------------|----------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | | 20 | 21E | 22E | 23E | 20 | 21E | 22E | 23E | 20 | 21E | 22E | 23E | 20 | 21E | 22E | 23E | 20 | 21E | 22E | 23E |
| Thai peers | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Sri Trang Gloves Thailand PCL | 2,651 | 1,473.1 | 72.0 | -62.8 | 26.2 | 5.9 | 3.4 | 9.2 | 7.3 | 2.7 | 2.0 | 1.9 | 1.7 | 8.8 | 16.5 | 5.4 | 6.8 | 79.8 | 66.4 | 21.3 | 24.9 |
| Simple average | | 1,473.1 | 72.0 | -62.8 | 26.2 | 5.9 | 3.4 | 9.2 | 7.3 | 2.7 | 2.0 | 1.9 | 1.7 | 8.8 | ### | 5.4 | 6.8 | 79.8 | 66.4 | 21.3 | 24.9 |
| SET selected peers | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Top Glove Corp Bhd * | 3,940 | 373.7 | 325.6 | -88.5 | -7.3 | 9.1 | 2.1 | 18.7 | 20.2 | 2.7 | 2.3 | 2.5 | 2.4 | 3.6 | 31.6 | 2.5 | 2.5 | 40.3 | 115.7 | 11.6 | 11.1 |
| Hartalega Holdings Bhd * | 4,090 | -5.9 | 555.5 | 14.2 | -77.6 | 38.9 | 5.9 | 5.2 | 23.2 | 6.7 | 3.5 | 2.8 | 2.7 | 0.7 | 0.4 | 11.6 | 2.6 | 18.1 | 76.8 | 56.5 | 11.5 |
| Kossan Rubber Industries Bhd * | 1,030 | 383.7 | 163.1 | -81.8 | -26.1 | 4.0 | 1.5 | 8.3 | 11.3 | 1.8 | n.a. | 0.9 | 0.9 | 3.6 | n.a. | 4.2 | 3.4 | 57.1 | n.a. | 11.7 | 7.8 |
| Supermax Corp Bhd * | 743 | 334.3 | 648.5 | -72.1 | -59.2 | 6.0 | 0.8 | 2.9 | 7.1 | 2.1 | 0.7 | 0.6 | 0.5 | 0.0 | 3.2 | 11.7 | 3.9 | 39.6 | 121.4 | 21.0 | 5.8 |
| Riverstone Holdings Ltd * | 789 | 394.7 | 126.7 | -60.6 | -12.5 | 5.0 | 2.2 | 5.6 | 6.4 | 2.4 | 1.8 | 1.7 | 1.6 | 9.2 | 12.7 | 3.1 | 2.7 | 60.3 | 79.9 | 19.0 | 16.4 |
| UG Healthcare Corp Ltd * | 128 | 425.4 | 753.0 | -67.0 | 37.5 | 12.1 | 1.4 | 4.3 | 3.1 | 3.1 | 0.9 | 0.7 | 0.7 | 0.9 | 2.2 | 1.1 | 1.1 | 28.3 | 97.8 | 17.6 | 12.2 |
| Simple average | | 317.6 | 428.7 | -59.3 | -21.6 | 12.5 | 2.3 | 9.1 | 13.1 | 3.1 | 1.8 | 1.7 | 1.6 | 3.0 | ### | 5.2 | 2.7 | 40.6 | ### | 21.3 | 10.9 |

Source: KS, Bloomberg
* = not under KS coverage

Source: Bloomberg, KS Research


Year-end 31 Dec

| Income Statement (Btmn) | 2019A | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E |
|----------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Revenue | 11,994 | 30,405 | 47,551 | 37,809 | 52,540 |
| Cost of sales and services | -10,555 | -13,602 | -19,292 | -25,804 | -38,063 |
| Gross Profit | 1,439 | 16,803 | 28,259 | 12,005 | 14,476 |
| SG&A | -725 | -1,100 | -2,243 | -2,491 | -2,675 |
| Other income | 146 | 287 | 469 | 378 | 525 |
| EBIT | 912 | 16,089 | 26,004 | 9,891 | 12,327 |
| EBITDA | 1,654 | 17,062 | 27,732 | 12,449 | 15,807 |
| Interest expense | -194 | -142 | -127 | -157 | -157 |
| Equity earnings | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBT | 718 | 15,946 | 25,877 | 9,735 | 12,171 |
| Income tax | -104 | -1,546 | -2,172 | -516 | -536 |
| NPAT | 614 | 14,401 | 23,704 | 9,219 | 11,635 |
| Minority Interest | 20 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Core Profit | 581 | 14,302 | 24,185 | 9,219 | 11,635 |
| Extraordinary items | 5 | -62 | -1,079 | 0 | 0 |
| FX gain (loss) | 48 | 161 | 598 | 0 | 0 |
| Reported net profit | 634 | 14,401 | 23,704 | 9,219 | 11,635 |

Balance Sheet (Btmn)

| | | | | | |
|---------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Cash & equivalents | 581 | 24,189 | 21,006 | 16,203 | 18,719 |
| ST investments | 0 | 0 | 264 | 0 | 0 |
| Accounts receivable | 1,612 | 4,907 | 2,816 | 3,108 | 4,318 |
| Inventories | 1,612 | 3,034 | 4,778 | 6,363 | 9,385 |
| Other current assets | 507 | 1,009 | 681 | 529 | 736 |
| Total current assets | 4,312 | 33,138 | 29,546 | 26,203 | 33,158 |
| Investment in subs & others | 0 | 0 | 371 | 0 | 0 |
| Fixed assets-net | 8,562 | 9,555 | 20,447 | 26,708 | 28,604 |
| Other assets | 342 | 601 | 939 | 1,035 | 1,162 |
| Total assets | 13,216 | 43,293 | 51,303 | 53,945 | 62,924 |
| Short-term debt | 1,218 | 790 | 1,364 | 0 | 0 |
| Accounts payable | 1,393 | 3,573 | 3,621 | 4,949 | 7,300 |
| Other current liabilities | 163 | 1,462 | 661 | 529 | 736 |
| Total current liabilities | 2,773 | 5,825 | 5,646 | 5,478 | 8,035 |
| Long-term debt | 5,854 | 5,538 | 7,167 | 8,532 | 8,532 |
| Other liabilities | 187 | 232 | 276 | 255 | 255 |
| Total liabilities | 8,814 | 11,596 | 13,090 | 14,264 | 16,822 |
| Paid-up capital | 990 | 1,429 | 1,432 | 1,432 | 1,432 |
| Share premium | 0 | 14,243 | 14,463 | 14,463 | 14,463 |
| Reserves & others, net | 748 | 786 | 506 | 498 | 498 |
| Retained earnings | 2,664 | 15,239 | 21,813 | 23,289 | 29,710 |
| Minority interests | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Total shareholders' equity | 4,402 | 31,697 | 38,213 | 39,681 | 46,103 |
| Total equity & liabilities | 13,216 | 43,293 | 51,303 | 53,945 | 62,924 |

Key Assumptions

| | | | | | |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Average FX (Bt/USD) | 31.1 | 31.3 | 32.0 | 33.0 | 32.5 |
| Sales volume (mn pcs) | 19,892 | 27,965 | 26,831 | 38,653 | 58,644 |
| ASP (USD/1,000 pcs) | 19.4 | 34.7 | 55.9 | 29.6 | 27.6 |
| Raw materials (Bt/1,000 pcs) | 261 | 254 | 382 | 398 | 417 |
| SG&A to sales (%) | 6.0 | 3.6 | 4.7 | 6.6 | 5.1 |

| Cashflow (Btmn) | 2019A | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E |
|-------------------------------------|--------|--------|---------|--------|--------|
| Net profit | 614 | 14,401 | 23,704 | 9,219 | 11,635 |
| Depreciation & amortization | 796 | 1,072 | 1,247 | 2,557 | 3,480 |
| Change in working capital | -390 | -3,565 | -3,209 | -1,175 | -2,506 |
| Others | 323 | 1,703 | 2,328 | 516 | 536 |
| CF from operation activities | 1,343 | 13,611 | 24,071 | 11,117 | 13,144 |
| Capital expenditure | -3,177 | -2,051 | -10,633 | -8,818 | -5,376 |
| Investment in subs and affiliates | -163 | 0 | -1,250 | 371 | 0 |
| Others | 25 | 0 | -640 | 278 | -39 |
| CF from investing activities | -3,315 | -2,051 | -12,522 | -8,169 | -5,415 |
| Cash dividend | 0 | -1,786 | -17,155 | -7,743 | -5,213 |
| Net proceeds from debt | 1,835 | -788 | 1,840 | 0 | 0 |
| Capital raising | 165 | 14,609 | 213 | -8 | 0 |
| Others | -19 | 13 | 286 | 0 | 0 |
| CF from financing activities | 1,980 | 12,048 | -14,816 | -7,751 | -5,213 |
| Net change in cash | 8 | 23,607 | -3,268 | -4,803 | 2,516 |

Key Statistics & Ratios
Per share (Bt)

| | | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Reported EPS | 0.32 | 5.04 | 8.28 | 3.22 | 4.06 |
| Core EPS | 0.29 | 5.00 | 8.45 | 3.22 | 4.06 |
| DPS | 0.00 | 2.62 | 4.65 | 1.61 | 2.03 |
| BV | 2.22 | 11.09 | 13.35 | 13.86 | 16.10 |
| EV | 20.28 | 31.75 | 25.80 | 27.32 | 26.44 |
| Free Cash Flow | -0.93 | 4.05 | 4.69 | 0.80 | 2.71 |

Valuation analysis

| | | | | | |
|---------------------|-------|------|-------|------|------|
| Reported P/E (x) | 53.07 | 7.54 | 3.65 | 9.32 | 7.38 |
| Core P/E (x) | 57.94 | 7.59 | 3.58 | 9.32 | 7.38 |
| P/BV (x) | 7.65 | 3.43 | 2.27 | 2.16 | 1.86 |
| EV/EBITDA (x) | 24.27 | 5.32 | 2.66 | 6.28 | 4.79 |
| Price/Cash flow (x) | 25.07 | 7.98 | 3.60 | 7.73 | 6.54 |
| Dividend yield (%) | 0.00 | 6.91 | 15.36 | 5.37 | 6.77 |

Profitability ratios

| | | | | | |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Gross margin (%) | 11.99 | 55.26 | 59.43 | 31.75 | 27.55 |
| EBITDA margin (%) | 13.79 | 56.11 | 58.32 | 32.93 | 30.09 |
| EBIT margin (%) | 7.60 | 52.91 | 54.69 | 26.16 | 23.46 |
| Net profit margin (%) | 5.12 | 47.36 | 49.85 | 24.38 | 22.15 |
| ROA (%) | 5.14 | 50.97 | 50.12 | 17.52 | 19.91 |
| ROE (%) | 18.57 | 79.78 | 67.81 | 23.67 | 27.13 |

Liquidity ratios

| | | | | | |
|-------------------|------|------|------|------|------|
| Current ratio (x) | 1.56 | 5.69 | 5.23 | 4.78 | 4.13 |
| Quick ratio (x) | 0.79 | 4.99 | 4.27 | 3.53 | 2.87 |

Leverage Ratios

| | | | | | |
|------------------------------|------|--------|--------|-------|-------|
| Liabilities/Equity ratio (x) | 2.00 | 0.37 | 0.34 | 0.36 | 0.36 |
| Net debt/EBITDA (x) | 3.92 | -1.05 | -0.46 | -0.62 | -0.64 |
| Net debt/equity (x) | 1.47 | -0.56 | -0.33 | -0.19 | -0.22 |
| Int. coverage ratio (x) | 4.70 | 113.18 | 204.19 | 63.18 | 78.74 |

Growth

| | | | | | |
|-------------------------|--------|----------|-------|--------|-------|
| Revenue (%) | 9.15 | 153.50 | 56.39 | -20.49 | 38.96 |
| EBITDA (%) | -16.94 | 931.32 | 62.54 | -55.11 | 26.98 |
| Reported net profit (%) | -39.77 | 2,170.37 | 64.60 | -61.11 | 26.21 |
| Reported EPS (%) | -87.83 | 1,473.13 | 64.27 | -61.11 | 26.21 |
| Core profit (%) | -45.34 | 2,361.70 | 69.11 | -61.88 | 26.21 |
| Core EPS (%) | -88.96 | 1,605.71 | 68.77 | -61.88 | 26.21 |

Source: Company, KS estimates



Analyst Certification

The views expressed in this research report accurately reflect the personal views of the analyst(s) about the subject security(ies) and subject company(ies); and no part of the compensation of the research analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.

Investment Ratings

Outperform: Expected total return of 10% or more within a 12-month period
Neutral: Expected total return between -10% and 10% within a 12-month period
Underperform: Expected total return of -10% or worse within a 12-month period

General Disclaimer

This document is prepared by Kasikorn Securities Public Company Limited ("KS"). This document has been prepared for individual clients of KS only and must not, either in whole or in part, be copied, photocopied or duplicated in any form or by any means or distributed to any other person. If you are not the intended recipient you must not use or disclose the information in this research in any way. If you received it in error, please immediately notify KS by return e-mail and delete the document. We do not guarantee the integrity of any e-mails or attached files and are not responsible for any changes made to them by any other person.

This document, including information, data, statements, forecasts, analysis and projections contained herein, including any expression of opinion, is based on public available information or information obtained from sources believed to be reliable, but KS does not make any representation or warranty on, assumes no responsibilities for nor guarantees the accuracy, completeness, correctness or timeliness of such information. KS accepts no obligation to correct or update the information or opinions in it. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration and they were based upon such information or sources then, and in our opinion are fair and reasonable in the circumstances prevailing at the time. The information or expressions of opinion contained herein are subject to change without notice.

Nothing in this document shall be construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities or products, or to engage in or refrain from engaging in any transaction. In preparing this document, KS did not take into account your specific investment objectives, financial situation or particular needs. This document is for your information only and is not to be taken in substitution for the exercise of your judgment. KS salespeople, traders and other professionals may provide oral or written market commentary or trading strategies to our clients that reflect opinions which are contrary to the opinions expressed in this document. Before making an investment decision on the basis of this document, you should obtain independent financial, legal or other advice and consider the appropriateness of investment in light of your particular investment needs, objectives and financial circumstances. There are risks involved in the investment in securities. KS accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, consequential or other loss (including claim for loss of profit) arising from any use of or reliance upon this document and/or further communication given in relation to this document.

Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments herein constitute a judgment as of the date of this document, and there can be no assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments. Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described in this document were based upon a number of estimates and assumptions and are inherently subject to significant uncertainties or contingencies. It can be expected that one or more of the estimates on which the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments were based will not materialize or will vary significantly from actual results. Therefore, the inclusion of the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described herein is not to be relied upon as a representation and/or warranty by KS (i) that such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments or their underlying assumptions will be achieved, or (ii) that there is an assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments stated therein.

KS along with its affiliates and/or persons associated with it may from time to time have interests in the securities mentioned in this document. KS and its associates, their directors and/or employees may have positions in, and may effect transactions in securities mentioned herein and may also perform or seek to perform broking, investment banking, advisory and other securities services for companies mentioned in this document.

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 companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market of Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor at <http://www.thai-iod.com/en/publications-detail.asp?id=170>. 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 data appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. KS does not confirm nor certify the accuracy of such survey result.

Structured Notes and Derivative Warrants Disclaimer

KS may be the issuer of structured notes on these securities.

KS acts as market maker and issuer of Derivative Warrants ("DWs") on the underlying stocks listed below. Investors should carefully read the details of the DWs in the prospectus before making any investment decisions.

DWs Underlying Stocks: ADVANC, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BDMS, BEM, BGRIM, BH, CBG, CHG, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KTC, MINT, MTC, OSP, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPRC, STA, STEC, STGT, TIDLOR, TISCO, TOP, TRUE, TTB, TU, VGI, WHA.