

# สหวิริยา สตีล อินดัสตรี SSI TB / SSI.BK

**16 พฤศจิกายน 2555**

## ขาดทุนติดต่อกันเป็นไตรมาสที่ 6

### นำผิดหวัง

SSI รายงานผลขาดทุนสุทธิที่ 4.8 พันล้านบาทในไตรมาส 3/55 หลังจากรายการผลขาดทุนสุทธิที่ 5.0 พันล้านบาทในไตรมาส 2/55 ซึ่งขาดทุนสูงกว่าคาดการณ์ของทุกสำนัก (เราไม่ได้คาดการณ์แนวโน้มไตรมาส 3/55) ตลาดประมาณการขาดทุนสุทธิไว้ที่ 1.3 พันล้านบาท

### ประเด็นหลักจากผลประกอบการ

ผลประกอบการที่ย่ำแย่มาจากการขาดทุนสุทธิของ TCP UK ที่ 4.3 พันล้านบาท (ขาดทุนน้อยลงเล็กน้อยจากการขาดทุนไตรมาส 2/55 ของ TCP ที่ 4.4 พันล้านบาท เนื่องจากอัตราการผลิตเพิ่มขึ้นจาก 53% ในไตรมาส 2/55 ที่ 69% และส่วนต่างราคา slab เพิ่มขึ้นจาก 7 เหรียญต่อตัน ในไตรมาส 2/55 มาอยู่ที่ 44 เหรียญต่อตัน) สำหรับผลการดำเนินงานธุรกิจเหล็กรีดร้อนในประเทศไทย (HRC rolling business) รายงานผลขาดทุนสุทธิที่ 506 ล้านบาท สำหรับไตรมาส 3/55 (ขาดทุนที่ 733 ล้านบาทในไตรมาส 2/55) ปริมาณขายเหล็กรีดร้อนดิบ 39% QoQ มาอยู่ที่ 588 เหรียญต่อตัน แต่ส่วนต่างราคาเหล็กลดลง 24% QoQ มาอยู่ที่ 87 เหรียญต่อตันในไตรมาส 3/55 เนื่องจากการลดลงของราคาขายที่ 4% (ลงมาจากที่ค่าเฉลี่ยราคาขายที่ 700 เหรียญต่อตัน) สำหรับอัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุนสุทธิเพิ่มขึ้นมาจาก 2.99 เท่า ณ สิ้นเดือนมิ.ย. มาอยู่ที่ 4.16 เท่า ณ สิ้นเดือนก.ย.

### แนวโน้ม

SSI จะรายงานการขาดทุนหลักต่อเนื่องในไตรมาส 4/55 เนื่องจากธุรกิจเหล็กรีดร้อนในประเทศไทยและโรงงาน TCP ยังคงมีผลการดำเนินงานที่ขาดทุน (เราคาดอัตราการผลิตของโรงงาน TCP ที่ 70-75% ซึ่งต่ำกว่าจุ่มคัมทุนที่ 90% ค่อนข้างมาก)

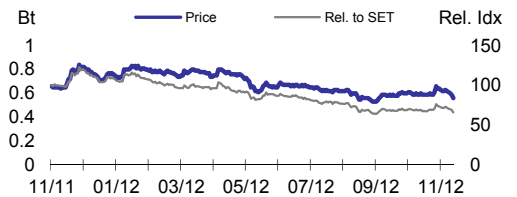
### สิ่งที่เปลี่ยนแปลงไป?

ขาดทุนสุทธิในช่วง 9 เดือนแรกของปีที่ 12.6 พันล้านบาท สูงกว่าประมาณการปี 2555 ของเราที่ 9.1 พันล้านบาทอย่างมาก (ตลาดคาดการณ์ไว้ที่ 10.3 ล้านบาท) ดังนั้นเราคาดว่าตลาดจะมีปรับลดประมาณการหลังจากแผนการเพิ่มทุนมีความชัดเจนภายในปลายปีนี้

เราจะปรับโมเดลของเรา เนื่องจากยังไม่ได้สะท้อนแผนการเพิ่มทุนเข้าไปในโมเดล (รายละเอียดในตารางที่ 2) 1) การเสนอขายหุ้นมูลค่า 5.4 พันล้านบาทแบบเฉพาะเจาะจง (PP) ให้แก่หุ้นส่วนใหม่ คือ Vanomet Holding AG (ผู้ค้าเหล็กในยุโรป) 2) การเสนอขายหุ้นมูลค่า 1.2 พันล้านบาทให้กับผู้ถือหุ้นเดิม (RO) ที่สัดส่วน 10:1 (เปิดซื้อหุ้นในช่วง 6-19 พ.ย. 2555) 3) การเสนอขายหุ้นแบบเฉพาะเจาะจงให้แก่นักลงทุนอื่นๆ มูลค่า 3.6 พันล้านบาท (เพิ่มทุน 1.5 พันล้านบาทให้แก่ผู้ร่วมลงทุนรายใหม่ Marubeni-Itochu Steel Inc และ JFC Corporation) และ 4) การซื้อคืน CD (ถือโดยครอบครัววิริยะประไพกิจเป็นส่วนใหญ่) ให้สังเกตว่ามี การตั้งราคาเสนอในแผนการเพิ่มทุนที่ 0.68 บาทต่อหุ้น SSI วางแผนที่จะเพิ่มทุนจำนวน 13 พันล้านบาทด้วยวิธี PPs และ ROs ซึ่งจะช่วยให้ อัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุนลดลงเหลือเพียง 1.76 เท่า

**Sector: Construction Material Neutral**
**คำแนะนำพื้นฐาน: ขาย**
**เป้าหมายพื้นฐาน: 0.52 บาท**
**ราคา (15/11/12): 0.56 บาท**

### Price chart

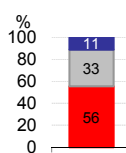


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(3.8)	(8.9)	(43.2)
Absolute	(5.1)	(5.1)	(13.8)

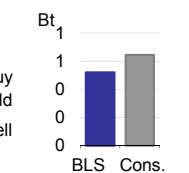
### Key statistics

Market cap	Bt11.54bn	USD0.4bn
12-mth price range	Bt0.5/Bt0.9	
12-mth avg daily volume	Bt35.45m	
# of shares (m)	20,604.5	
Est. free float (%)	45.7	
Foreign limit (%)	49.0	

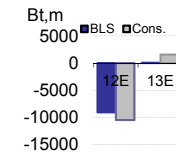
### Consensus rating



### BLS Target price vs. Consensus



### BLS earnings vs. Consensus



### Financial summary

FY Ended 31 Dec	2011	2012E	2013E	2014E
Revenues (Btm)	47,975	44,683	44,202	48,622
Net profit (Btm)	(981)	(9,115)	51	870
EPS (Bt)	(0.05)	(0.50)	0.00	0.05
EPS growth (%)	n.m.	-829.4%	n.m.	n.m.
Core profit (Btm)	(5,256)	(8,478)	51	870
Core EPS (Bt)	(0.29)	(0.47)	0.00	0.05
Core EPS growth (%)	n.m.	-61.3%	n.m.	n.m.
PER (x)	n.m.	n.m.	198.4	11.7
PBV (x)	0.4	0.7	0.7	0.6
Dividend (Bt)	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE (%)	(4.5)	(47.2)	0.4	5.8

### CG rating

**N/A**
**ณมล เอกสมท**
**+66 2 618 1000**

### คำแนะนำ

เรายังคงคำแนะนำ ขาย เราจะปรับโมเดลและราคาเป้าหมายหลังจากแผนการเพิ่มทุนเสร็จสมบูรณ์ (คาดว่าจะเสร็จสิ้นภายในสิ้นปี 2555 จากสถานการณ์จำลองที่ดีที่สุดของเรา) สำหรับตอนนี้ ราคาเป้าหมายของเราอยู่ที่ 0.52 บาท อ้างอิงจากระดับ PBV ณ สิ้นปี 2556 ที่ 0.6 เท่า (ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาวที่ 30%) ผู้ร่วมลงทุนใหม่และแผนการเพิ่มทุนจะช่วยลดความเสี่ยงการผิดนัดชำระหนี้ อย่างไรก็ตามยังคงเร็วเกินไปที่จะคาดว่าภาระดำเนินงานของ TCP จะกลับมาเป็นกำไร นอกจากนี้หากแผนการเพิ่มทุนสำเร็จ จำนวนหุ้นที่ต้องชำระจะเพิ่มมากกว่าสองเท่า (หุ้นที่เพิ่มขึ้นมาจำนวน 19,434 หุ้นรวมกับหุ้นที่มีอยู่ ณ สิ้นเดือนก.ย.จำนวน 18,337 หุ้น) จะส่งผลให้เกิด dilution อย่างมาก

## SSI : Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Revenue	48,090	47,975	44,683	44,202	48,622
Cost of sales and services	(44,112)	(49,638)	(48,070)	(39,953)	(43,624)
<b>Gross profit</b>	<b>3,977</b>	<b>(1,663)</b>	<b>(3,387)</b>	<b>4,249</b>	<b>4,998</b>
SG&A	(947)	(1,852)	(2,206)	(2,066)	(2,049)
<b>EBIT</b>	<b>3,030</b>	<b>(3,515)</b>	<b>(5,593)</b>	<b>2,183</b>	<b>2,949</b>
Interest expense	(848)	(2,210)	(2,732)	(1,969)	(1,902)
Other income/exp.	38	60	60	60	60
<b>EBT</b>	<b>2,220</b>	<b>(5,665)</b>	<b>(8,265)</b>	<b>274</b>	<b>1,107</b>
Corporate tax	(18)	539	(20)	(17)	(18)
<b>After-tax net profit (loss)</b>	<b>2,201</b>	<b>(5,126)</b>	<b>(8,285)</b>	<b>257</b>	<b>1,089</b>
Minority interest	(86)	(52)	(57)	(63)	(69)
Equity earnings from affiliates	206	(130)	(136)	(143)	(150)
Extra items	124	4,327	(637)	0	0
<b>Net profit (loss)</b>	<b>2,446</b>	<b>(981)</b>	<b>(9,115)</b>	<b>51</b>	<b>870</b>
Reported EPS	0.19	(0.05)	(0.50)	0.00	0.05
<b>Fully diluted EPS</b>	<b>0.19</b>	<b>(0.05)</b>	<b>(0.50)</b>	<b>0.00</b>	<b>0.05</b>
<b>Core net profit</b>	<b>2,322</b>	<b>(5,256)</b>	<b>(8,478)</b>	<b>51</b>	<b>870</b>
Core EPS	0.18	(0.29)	(0.47)	0.00	0.05
<b>EBITDA</b>	<b>3,853</b>	<b>(2,499)</b>	<b>(4,553)</b>	<b>3,230</b>	<b>4,019</b>

### KEY RATIOS

Revenue growth (%)	43.9	(0.2)	(6.9)	(1.1)	10.0
Gross margin (%)	8.3	(3.5)	(7.6)	9.6	10.3
EBITDA margin (%)	8.0	(5.2)	(10.2)	7.3	8.3
Operating margin (%)	6.4	(7.2)	(12.4)	5.1	6.2
Net margin (%)	5.1	(2.0)	(20.4)	0.1	1.8
Core profit margin (%)	4.8	(11.0)	(19.0)	0.1	1.8
ROA (%)	5.7	(1.5)	(11.2)	0.1	1.2
ROCE (%)	6.3	(1.8)	(13.2)	0.1	1.3
Asset turnover (x)	1.1	0.7	0.5	0.6	0.7
Current ratio (x)	1.0	0.8	0.5	0.5	0.4
Gearing ratio (x)	1.0	1.8	3.5	3.4	3.0
Interest coverage (x)	4.5	(1.1)	(1.7)	1.6	2.1

### BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	169	169	(6,020)	(5,128)	(5,327)
Accounts receivable	2,962	5,240	5,207	5,155	5,593
Inventory	14,205	25,178	19,727	17,221	16,436
PP&E-net	20,293	50,149	51,850	51,400	50,929
Other assets	4,864	5,629	5,793	5,643	5,486
<b>Total assets</b>	<b>42,493</b>	<b>86,364</b>	<b>76,558</b>	<b>74,292</b>	<b>73,118</b>
Accounts payable	3,157	10,685	5,540	5,475	6,023
ST debts & current portion	14,499	24,272	31,041	32,593	34,812
Long-term debt	4,434	19,641	23,103	19,297	14,486
Other liabilities	526	6,819	1,474	1,475	1,476
<b>Total liabilities</b>	<b>22,617</b>	<b>61,416</b>	<b>61,158</b>	<b>58,841</b>	<b>56,796</b>
Paid-up capital	13,101	18,184	18,184	18,184	18,184
Share premium	(2,171)	(1,238)	(1,238)	(1,238)	(1,238)
Retained earnings	1,829	731	(8,384)	(8,333)	(7,463)
<b>Shareholders' equity</b>	<b>19,033</b>	<b>24,096</b>	<b>14,548</b>	<b>14,599</b>	<b>15,469</b>
Minority interests	842	852	852	852	852
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>42,493</b>	<b>86,364</b>	<b>76,558</b>	<b>74,292</b>	<b>73,118</b>

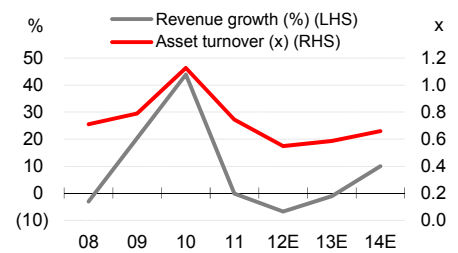
### CASH FLOW (Btm)

Net income	2,446	(981)	(9,115)	51	870
Depreciation and amortization	785	956	980	987	1,009
Change in working capital	(503)	(1,305)	(412)	2,494	894
FX, non-cash adjustment & others	1,272	(660)	(1,292)	(2,334)	(726)
<b>Cash flows from operating activities</b>	<b>4,000</b>	<b>(1,990)</b>	<b>(9,840)</b>	<b>1,198</b>	<b>2,047</b>
Capex (Invest)/Divest	(517)	(26,899)	(722)	1,437	1,480
Others	0	0	0	0	0
<b>Cash flows from investing activities</b>	<b>(517)</b>	<b>(26,899)</b>	<b>(722)</b>	<b>1,437</b>	<b>1,480</b>
Debt financing (repayment)	(1,950)	26,716	10,252	(2,253)	(2,593)
Equity financing	0	6,016	0	0	0
Dividend payment	(25)	(25)	0	0	0
Others	0	0	0	0	0
<b>Cash flows from financing activities</b>	<b>(2,000)</b>	<b>32,710</b>	<b>10,231</b>	<b>(2,253)</b>	<b>(2,593)</b>
Net change in cash	1,482	3,821	(331)	381	934
<b>Free cash flow (Btm)</b>	<b>3,483</b>	<b>(28,889)</b>	<b>(10,562)</b>	<b>2,635</b>	<b>3,527</b>
<b>FCF per share (Bt)</b>	<b>0.3</b>	<b>(1.6)</b>	<b>(0.6)</b>	<b>0.1</b>	<b>0.2</b>

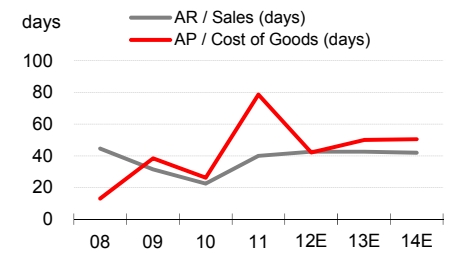
### KEY ASSUMPTIONS

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Utilization rate	56%	39%	43%	48%	52%
Volume sales (m tonnes)	2.2	1.6	1.7	1.9	2.1
Volume change	28%	-16%	10%	10%	10%
Average sales price (Bt/tonne)	21,323.7	24,002.2	23,042.1	23,042.1	23,042.1
Sales price change	12.3%	12.6%	-4.0%	0.0%	0.0%
Average GM	8.0%	-3.7%	-8.1%	9.2%	9.9%

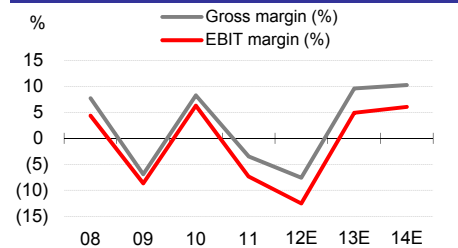
### Revenue growth and asset turnover



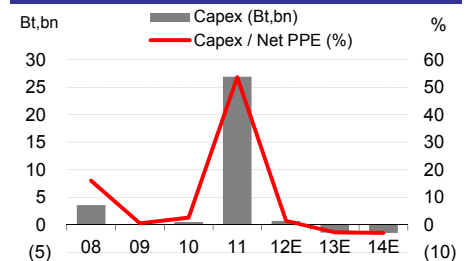
### A/C receivable & A/C payable days



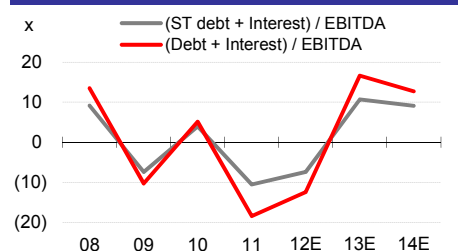
### Profit margins



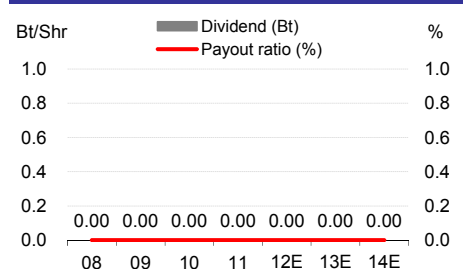
### Capital expenditure



### Debt serviceability



### Dividend payout



## SSI : Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12
Revenue	13,439	13,008	15,742	11,469	15,794
Cost of sales and services	(14,614)	(14,665)	(17,312)	(14,655)	(18,730)
Gross profit	(1,175)	(1,657)	(1,570)	(3,186)	(2,935)
SG&A	(1,068)	(958)	(600)	(528)	(682)
<b>EBIT</b>	<b>(2,242)</b>	<b>(2,615)</b>	<b>(2,170)</b>	<b>(3,714)</b>	<b>(3,617)</b>
Interest expense	(578)	(695)	(704)	(819)	(958)
Other income/exp.	13	19	28	28	(27)
<b>EBT</b>	<b>(2,807)</b>	<b>(3,291)</b>	<b>(2,846)</b>	<b>(4,505)</b>	<b>(4,601)</b>
Corporate tax	(2)	548	8	(3)	(17)
After-tax net profit (loss)	(2,809)	(2,744)	(2,838)	(4,508)	(4,618)
Minority interest	8	(87)	13	6	23
Equity earnings from affiliates	57	55	35	(11)	(27)
Extra items	53	269	(25)	(498)	(114)
<b>Net profit (loss)</b>	<b>(2,692)</b>	<b>(2,507)</b>	<b>(2,815)</b>	<b>(5,011)</b>	<b>(4,736)</b>
Reported EPS	(0.15)	(0.13)	(0.16)	(0.28)	(0.26)
<b>Fully diluted EPS</b>	<b>(0.15)</b>	<b>(0.13)</b>	<b>(0.16)</b>	<b>(0.28)</b>	<b>(0.26)</b>
<b>Core net profit</b>	<b>(2,745)</b>	<b>(2,776)</b>	<b>(2,790)</b>	<b>(4,513)</b>	<b>(4,622)</b>
Core EPS	(0.15)	(0.14)	(0.15)	(0.25)	(0.26)
<b>EBITDA</b>	<b>(2,229)</b>	<b>(2,596)</b>	<b>(2,142)</b>	<b>(3,686)</b>	<b>(3,643)</b>

### KEY RATIOS

Gross margin (%)	(8.7)	(12.7)	(10.0)	(27.8)	(18.6)
EBITDA margin (%)	(16.6)	(20.0)	(13.6)	(32.1)	(23.1)
Operating margin (%)	(16.6)	(20.0)	(13.6)	(32.1)	(23.1)
Net margin (%)	(20.1)	(17.9)	(18.0)	(43.8)	(30.3)
Core profit margin (%)	(20.5)	(20.0)	(17.9)	(39.4)	(29.6)
BV (Bt)	1.5	1.4	1.2	0.9	0.7
ROE (%)	(43.0)	(37.0)	(50.9)	(108.9)	(137.3)
ROA (%)	(14.6)	(11.1)	(13.6)	(23.4)	(20.7)
Current ratio (x)	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
Gearing ratio (x)	1.5	1.8	2.1	3.1	4.2
Interest coverage (x)	3.9	3.7	3.0	4.5	3.8

### QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	625	169	404	1,247	217
Accounts receivable	3,781	5,240	5,157	4,665	8,141
Inventory	24,380	25,178	16,983	24,423	25,302
PP&E-net	47,024	50,149	51,373	53,383	51,768
Other assets	6,070	5,629	6,473	7,646	7,759
<b>Total assets</b>	<b>81,880</b>	<b>86,364</b>	<b>80,390</b>	<b>91,365</b>	<b>93,187</b>
Accounts payable	8,686	10,685	6,526	14,479	20,172
ST debts & current portion	22,312	24,272	23,919	27,236	28,619
Long-term debt	18,144	19,641	21,361	25,565	23,584
Other liabilities	5,534	6,819	7,141	6,913	8,393
<b>Total liabilities</b>	<b>54,677</b>	<b>61,416</b>	<b>58,947</b>	<b>74,192</b>	<b>80,768</b>
Paid-up capital	18,184	18,184	18,184	18,184	18,337
Share premium	(1,238)	(1,238)	(1,238)	(1,238)	(1,238)
Retained earnings	3,106	731	(2,110)	(7,132)	(11,914)
<b>Shareholders equity</b>	<b>26,365</b>	<b>24,096</b>	<b>20,582</b>	<b>16,319</b>	<b>11,546</b>
Minority interests	839	852	861	853	873
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>81,880</b>	<b>86,364</b>	<b>80,390</b>	<b>91,365</b>	<b>93,187</b>

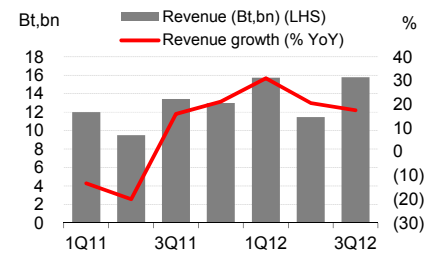
### KEY STATS

Utilization rate	37%	38%	50%	37%	63%
Volume sales (tonnes)	414,000	303,000	497,000	423,000	588,000
Volume change QoQ	25%	-27%	64%	-15%	39%
Average sales price (\$/tonne)	807.0	783.0	752.0	731.0	700.0
Slab cost (\$/tonne)	786.0	651.0	661.0	706.0	694.0
Metal spread (\$/tonne)	118.0	132.0	91.0	115.0	87.0

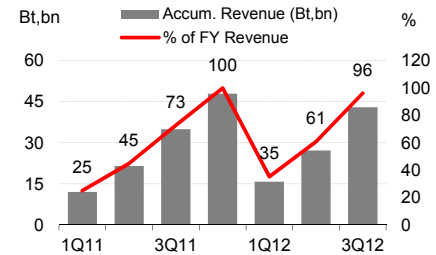
### Company profile

Sahaviriya Steel Industries Pcl manufactures and distributes hot rolled coils in Thailand. SSI has upstream project called TCP, in UK (slab production by iron ore and coking coal)-start operation in April 2012. HRC rolling capacity is 4m tonnes per year and upstream capacity of 3.6m tonnes per year. Through its subsidiaries, the company provides engineering and maintenance services and deep-sea port services. The majority shareholder is Sahaviriya group which hold 36% of total share.

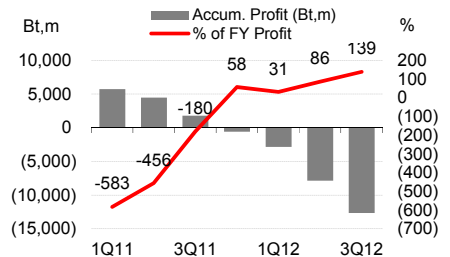
### Revenue trend



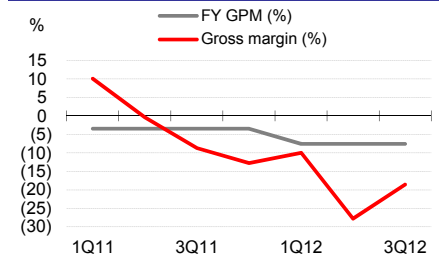
### Revenue trend (accumulated)



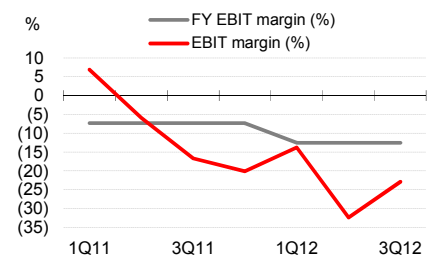
### Net profit trend (accumulated)



### Gross profit margin



### EBIT margin



**Figure 1 : 3Q12 results**

FY Ended 31 Dec (Btm)	3Q12	3Q11	YoY %	2Q12	QoQ %	9M12	9M11	YoY %	9M12 vs. FY12E
<b>Income Statement</b>									
Revenue	15,794	13,439	18	11,469	38	43,005	34,967	23	96
Cost of sales and services	(18,730)	(14,614)	28	(14,655)	28	(50,696)	(34,973)	45	105
EBITDA	(3,643)	(2,229)	nm	(3,686)		(9,471)	(1,428)		208
EBIT	(3,617)	(2,242)	nm	(3,714)	nm	(9,500)	(1,974)	nm	170
Interest expense	(958)	(578)	66	(819)	17	(2,481)	(1,515)	64	91
Other income/exp.	(27)	13	(308)	28	(195)	29	42	(29)	49
Equity earnings from affiliates	(27)	57	(147)	(11)	nm	(2)	75	(103)	2
Extra items	(114)	53	(317)	(498)	nm	(637)	5,182	(112)	100
<b>EBT</b>	<b>(4,601)</b>	<b>(2,807)</b>	<b>nm</b>	<b>(4,505)</b>	<b>nm</b>	<b>(11,952)</b>	<b>(3,447)</b>	<b>nm</b>	<b>145</b>
Corporate tax	(17)	(2)	731	(3)	nm	(12)	(9)	nm	
Minority interest	23	8	199	6	nm	41	35	18	
<b>Net profit (loss)</b>	<b>(4,782)</b>	<b>(2,708)</b>	<b>nm</b>	<b>(5,022)</b>	<b>nm</b>	<b>(12,644)</b>	<b>1,765</b>	<b>(816)</b>	-
Reported EPS	(0)	(0)	nm	(0)	nm	(1)	0	(816)	
<b>Core net profit</b>	<b>(4,668)</b>	<b>(2,760)</b>	<b>nm</b>	<b>(4,524)</b>	<b>nm</b>	<b>(12,008)</b>	<b>(3,417)</b>	<b>nm</b>	-
<b>Key ratios</b>									
Gross margin (%)	(18.6)	(8.7)		(27.8)		(17.9)	(0.0)		
EBITDA margin (%)	(23.1)	(16.6)		(32.1)		(22.0)	(4.1)		
EBIT margin (%)	(22.9)	(16.7)		(32.4)		(22.1)	(5.6)		
Tax rate (%)	(0.4)	(0.1)		(0.1)		(0.1)	(0.3)		
Net margin (%)	(30.3)	(20.1)		(43.8)		(29.4)	5.0		
Current ratio (x)	0.7	0.9		0.7		0.7	0.9		
Gearing ratio (x)	4.2	1.5		3.1		4.2	1.5		
Interest coverage (x)	3.8	3.9		4.5		(3.8)	(1.3)		
<b>Balance Sheet</b>									
Cash & Equivalent	217	625	(65)	1,247	(83)				
<b>Total assets</b>	<b>93,187</b>	<b>81,880</b>	<b>14</b>	<b>91,365</b>	<b>2</b>				
ST debts & current portion	28,619	22,312	28	27,236	5				
Long-term debt	23,584	18,144	30	25,565	(8)				
<b>Total liabilities</b>	<b>80,768</b>	<b>54,677</b>	<b>48</b>	<b>74,192</b>	<b>9</b>				
Retained earnings	(11,914)	3,106	(484)	(7,132)	nm				
<b>Shareholders equity</b>	<b>11,546</b>	<b>26,365</b>	<b>(56)</b>	<b>16,319</b>	<b>(29)</b>				
Minority interests	873	839	4	853	2				
BV (Bt)	0.7	1.5	(54)	0.9	(28)				

- A deep loss of Bt4.3bn at TCP and a loss of Bt506m from HRC rolling in Thailand
- QoQ revenue growth, due to greater HRC volume in Thailand (up by 39%)
- The HRC price slipped 4% QoQ to US\$700/tonne
- TCP UK ran at a low run rate of 69% in 3Q12 while 63% for HRC rolling business
- Net gearing jumped to a new high of 4.2x at end-Sept
- We are concerned about debt servicing ability (LBITDA for 6 straight quarters)

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

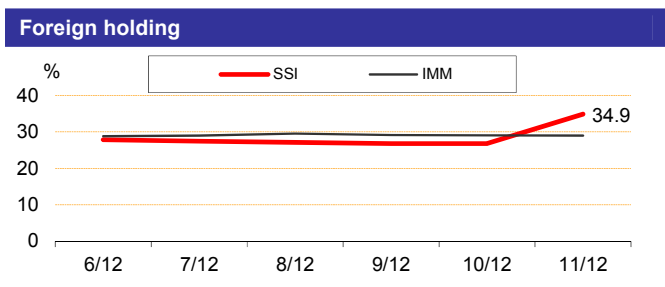
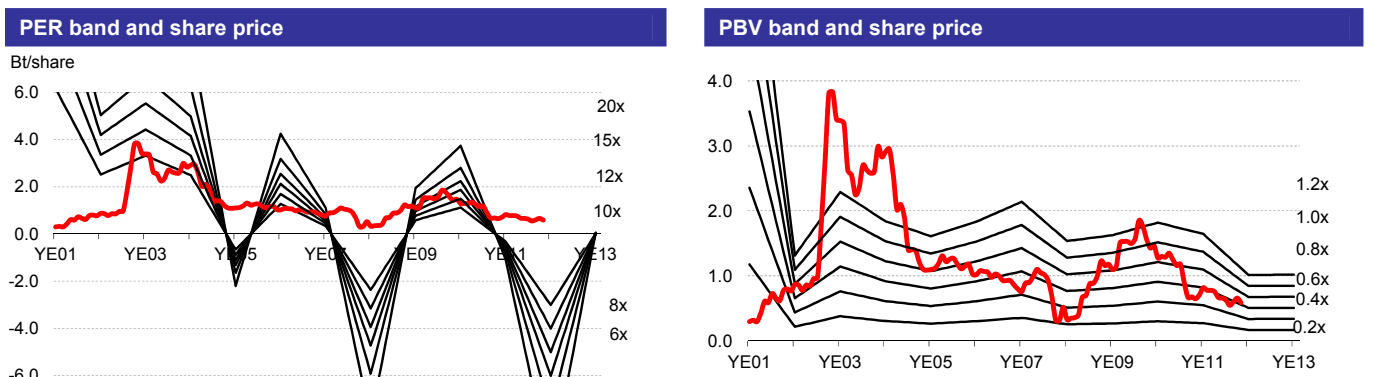
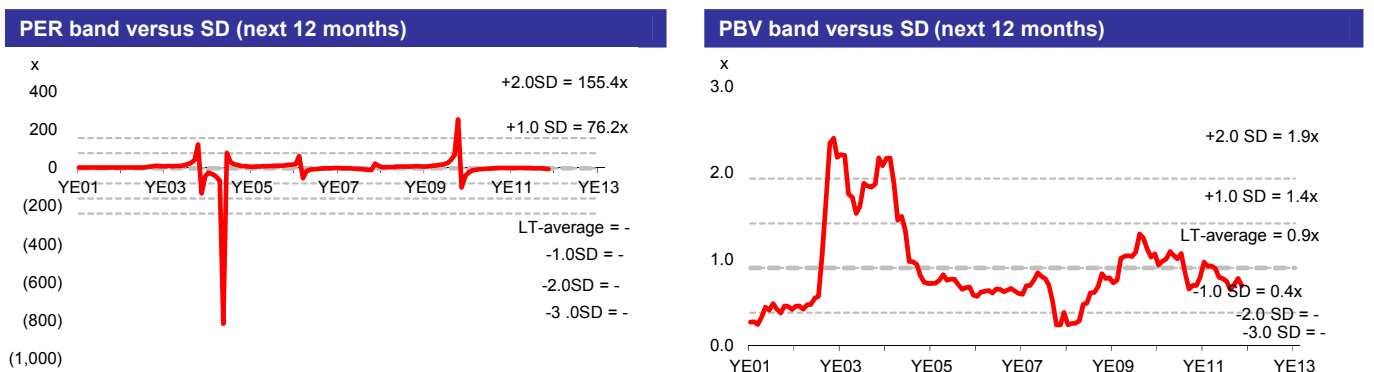
**Figure 2 : Capital increase plan**

Subscribers	Offering size (Btm)	Offering price	Maximum no. of shares (m shares)	Remark	
PP#1	Vanoment Holding AG	Equity: Bt5.4bn	Bt0.68	8,000	The remainder can be allotted to other investors
RO	Existing shareholders	Equity: Bt12bn, Ratio of 10:1	Bt0.68	1,834	
PP#2	Marubeni-Itochu Steel Inc : and other investors	Equity: Bt3.6bn	Bt0.68	5,300	Bt15bn to Marubeni-Itochu and JFE The remainder can be allotted to Sahaviriya-prapaikit group
PP#3	Sahaviriya-prapaikit group	For CD buyback and Sub-loan repayment	Bt0.68	4,300	
		Bt2.9bn			
<b>Total capital increase</b>	<b>Bt13.2bn</b>		<b>19,434</b>		
Current Equity end-Sept 2012	Bt11.5bn		-		
Total shares end-Sept 2012	8,337m				

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

## Sector Comparisons

	Bloomberg Code	Price (local curr.)	Market Cap (US\$ equivalent)	PER (x)		EPS Growth (%)		PBV (x)		ROE (%)		Div Yield (%)	
				2012E	2013E	2012E	2013E	2012E	2013E	2012E	2013E	2012E	2013E
Dynasty Ceramic	DCC TB	THB4125	547	13.7	12.5	-14	10.0	6.3	6.3	46.7	51.4	7.3	8.0
Mill Con Steel	MILL TB	THB2.06	105	11.4	8.9	254.3	28.1	12	11	12.1	13.8	10	3.5
The Siam Cement	SCC TB	THB382.00	14,912	19.9	14.2	-15.6	39.9	3.1	2.8	16.0	20.7	3.3	4.2
Sahaviriya Steel	SSI TB	THB0.56	375	n.m.	198.4	n.m.	n.m.	0.7	0.7	-47.2	0.4	0.0	0.0
Tata Steel Thailand	TSTH TB	THB0.77	205	47.7	12.7	n.m.	275.1	0.6	0.6	13	4.8	0.0	0.0
<b>Simple average</b>				<b>23.2</b>	<b>49.4</b>	<b>79.1</b>	<b>88.3</b>	<b>2.4</b>	<b>2.3</b>	<b>5.8</b>	<b>18.2</b>	<b>2.3</b>	<b>3.1</b>







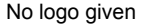
BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED (BLS) is a subsidiary of BANGKOK BANK PUBLIC COMPANY LIMITED (BBL). This document is produced based upon sources believed to be reliable but their accuracy, completeness or correctness is not guaranteed. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration to use as information for investment. Expressions of opinion contained herein are subject to change without notice. This document is not, and should not be construed as, an offer or the solicitation of an offer to buy or sell any securities. The use of any information shall be at the sole discretion and risk of the user.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED MAY BE IN RELATIONSHIP WITH THE SECURITIES IN THIS REPORT. "Opinions, projections and other information contained in this report are based upon sources believed to be accurate including the draft prospectus, but no responsibility is accepted for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. Bualuang Securities Public Company Limited may from time to time perform investment, advisory or other services for companies mentioned in this report, as well as dealing (as principal or otherwise) in, or otherwise being interested in, any securities mentioned herein. This report does not constitute a solicitation to buy or sell any securities". Investors should carefully read details in the prospectus before making investment decision.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF DWs UNDERLYING STOCKS. Investors should carefully read the details of the derivative warrants in the prospectus before making investment decisions.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED IS OR MAY BE A UNDERWRITER/CO-UNDERWRITER/JOINT LEAD IN RESPECT OF THE INITIAL PUBLIC OFFERING ("IPO") OF SECURITIES.

DWs Underlying Stocks	Financial Advisor	Underwriter/ Co-underwriter
ADVANC, AOT, BANPU, BAY, BCP, BEC, BGH, BH, BIGC, BJC, BLA, BTS, CPALL, CPF, CPN, DTAC, EGCO, ESSO, GLOW, HMPRO, HEMRAJ, INTUCH, IRPC, IVL, KBANK, KTB, LH, MAKRO, MINT, PS, PTT, PTTEP, PTTGC, ROBINS, SCB, SCC, SPALI, STA, TCAP, THAI, TISCO, TOP, TMB, TPIPL, TRUE, TUF	ANAN	ANAN, JMT, TMILL

Score Range	Score Range	Description
90 – 100		Excellent
80 – 89		Very Good
70 – 79		Good
60 – 69		Satisfactory
50 – 59		Pass
Below 50	No logo given	N/A

**CORPORATE GOVERNANCE REPORT DISCLAIMER**

This research report was prepared by Bualuang Securities Public Company Limited and refers to research prepared by Morgan Stanley. Morgan Stanley does not warrant or guarantee the accuracy or completeness of its research reports. Morgan Stanley reserves copyright and other proprietary rights in the material reproduced in this report. Morgan Stanley is under no obligation to inform Bualuang Securities or you if the views or information referred to or reproduced in this research report change.

**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 base 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. Bualuang Securities Public Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

**BUALUANG RESEARCH – RECOMMENDATION FRAMEWORK**

**STOCK RECOMMENDATIONS**

- BUY:** Expected positive total returns of 15% or more over the next 12 months.
- HOLD:** Expected total returns of between -15% and +15% over the next 12 months.
- SELL:** Expected negative total returns of 15% or more over the next 12 months.
- TRADING BUY:** Expected positive total returns of 15% or more over the next 3 months.

**SECTOR RECOMMENDATIONS**

- OVERWEIGHT:** The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to outperform the relevant primary market index over the next 12 months.
- NEUTRAL:** The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to perform in line with the relevant primary market index over the next 12 months.
- UNDERWEIGHT:** The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to underperform the relevant primary market index over the next 12 months.

