

บมจ. อินเทอร์เน็ต (IHL)

บิดาแห่งการฟอกหนัง

เราเริ่มต้นคำแนะนำ ชื่อ IHL ด้วยราคาพื้นฐานที่ 12.00 บาท เราคาดกำไรปกติจะเติบโตอย่างน่าประทับใจที่ 36% และ 39% yoy ในปี 2560 และ 2561 ตามลำดับ จุดเปลี่ยนสำคัญที่ทำให้ภาพการดำเนินงานในอนาคตต่างจากในอดีตมีดังนี้ 1) เกิด Structural change ของโครงสร้างรายได้ จากเดิมที่ต้องพึ่งพิงกลุ่มลูกค้ายานยนต์ โดยธุรกิจฟอกหนังซึ่งมีมาร์จิ้นสูงกว่าจะเริ่มเข้ามามีบทบาทมากขึ้น 2) ได้รับอานิสงส์จากการเซ็นสัญญาจ้างผลิตกับ GLI ซึ่งจะช่วยขับเคลื่อน Top-line growth อย่างน้อยอีก 1-2 ปีข้างหน้า นอกจากนี้ผู้ประกอบการฟอกหนังในบางส่วนในประเทศจีนได้ถูกปิดตัวลงจากปัญหาสิ่งแวดล้อม ส่งผลให้อุปสงค์การฟอกหนังไหลออกนอกประเทศ และ 3) ธุรกิจโปรตีนซึ่งเป็นธุรกิจน้องใหม่เริ่มผลิตออกผล

- **คาดการณ์ประกอบการเติบโตโดดเด่น 36% yoy ในปี 2560** เราคาดกำไรปกติปี 2560 เติบโต 36% yoy อยู่ที่ 264 ล้านบาท ปัจจัยสนับสนุนการเติบโตมาจาก 1) คาดรายได้เติบโต 14% yoy หนุนจากธุรกิจรับฟอกหนังจากการที่ทางบริษัทลงนามเซ็นสัญญารับจ้างผลิตให้กับบริษัท Global Leather Intelligence (HK) Limited มูลค่างานราว 700 ล้านบาทต่อปี โดยประมาณการของเราทำไว้เชิงอนุรักษ์นิยม (Conservative) เนื่องจากเราคาดการณ์รายได้จาก GLI เท่ากับ 268 ล้านบาท ในปี 2560 และ 600 ล้านบาทในปี 2561 ซึ่งต่ำกว่าเป้าที่ผู้บริหารตั้งไว้ 2) คาดอัตรากำไรขั้นต้นขยายตัว 210bp yoy จาก Product-mix ที่ดีขึ้น และ 3) ธุรกิจโปรตีนเริ่มรับรู้รายได้
- **อัตรากำไรขั้นต้นมีแนวโน้มดีขึ้นตาม Product mix ที่เปลี่ยนไป** อัตรากำไรขั้นต้นจากธุรกิจรับบริการฟอกหนังเฉลี่ย 3 ปี ย้อนหลังอยู่ที่ 41% ซึ่งสูงกว่าธุรกิจหนังที่เกี่ยวข้องกับยานยนต์ที่มีอัตรากำไรขั้นต้นเฉลี่ยอยู่เพียง 13% ดังนั้นเราคาดว่ากรณีที่ Product-mix เปลี่ยนไปเน้นธุรกิจบริการมากขึ้นจะส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นขยายตัวได้อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเราคาดจะเติบโตต่อเนื่องจาก 20.2% ในปี 2559 เป็น 22.3% และ 24.2% ในปี 2560 และ 2561 ตามลำดับ
- **ขยายกำลังการผลิตธุรกิจฟอกหนังต่อเนื่องในอีก 2 ปีข้างหน้า** ผู้บริหารตั้งงบลงทุนราว 570 ล้านบาท ในปี 2560 และ 186 ล้านบาทในปี 2561 โดยงบลงทุนส่วนใหญ่จึงนำไปใช้เพื่อปรับปรุงสายการผลิตโรงงาน 6 (ฟอกหนังวัวและหนังหมู) และเปิดโรงงาน 10 ซึ่งเป็นโรงงานใหม่ที่จะใช้ฟอกหนังวัวเป็นหลัก เราคาดกำลังการผลิตที่ใช้ฟอกหนังวัวจะเพิ่มขึ้นจาก 488,079 ตัวต่อปี ณ ปลายปี 2559 เป็น 840,000 ตัว/ปี และ 1,990,000 ตัว/ปี ภายในปี 2560 และ 2561 ตามลำดับ
- **เริ่มต้นคำแนะนำ ชื่อ ด้วยราคาพื้นฐานที่ 12.00 บาท** เริ่มต้นคำแนะนำ ชื่อ ด้วยราคาพื้นฐานปี 2561 ที่ 12.00 บาท อิง PE 16 เท่า หรือคิดเป็น +0.5SD ต่อค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี

KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Net turnover	2,295	1,943	2,211	2,605	2,852
EBITDA	332	411	509	630	712
Operating profit	184	263	339	455	539
Net profit (rep./act.)	202	191	264	366	442
EPS (Bt)	0.2	0.4	0.5	0.7	0.9
PE (x)	33.8	20.8	15.3	11.0	9.1
P/B (x)	3.6	3.7	3.6	3.2	2.7
Dividend yield (%)	4.2	1.2	1.2	1.2	1.2
Net debt/(cash) to equity (%)	113	88	94	69	46
Interest cover (x)	8.6	11.4	12.1	14.6	16.8
ROE (%)	18.1	15.9	19.1	22.4	22.6

Source: UOB Kay Hian

BUY (Initiate Coverage)

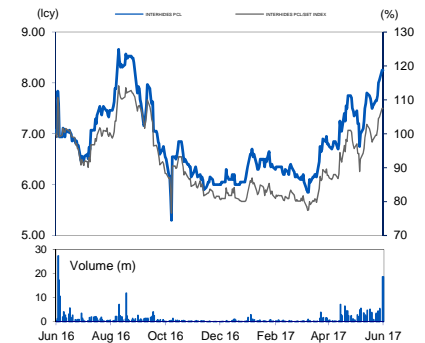
Share Price	Bt8.25
Target Price	Bt12.00
Upside	+45.5%

COMPANY DESCRIPTION

IHL is a leading manufacturer and distributor of leather for the automobile industry covering car seats and other related product. In addition, the company provides bleaching, tanning, dyeing, and finishing services to customers.

GICS sector	Consumer Discretionary
Bloomberg ticker:	IHL TB
Shares issued (m):	495.6
Market cap (Btm):	4088.9

PRICE CHART



Source: Bloomberg

ANALYST

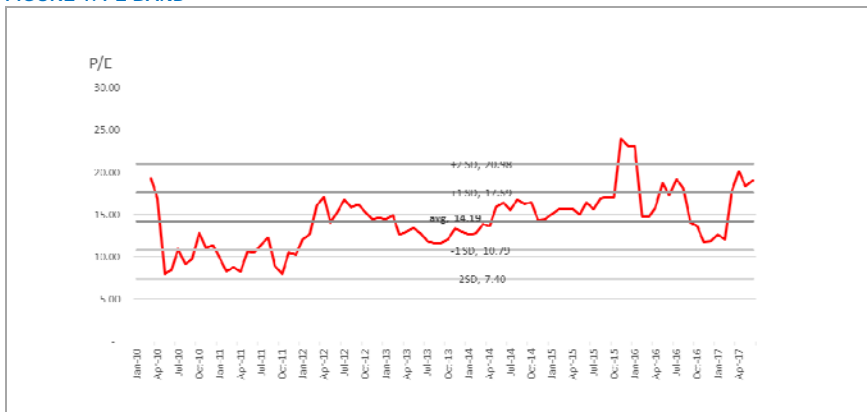
Napat Vorajanyavong
+662 659 8033
napat@uobkayhian.co.th

การประเมินมูลค่า

เราเริ่มต้นคำแนะนำ ซื้อ IHL ด้วยราคาพื้นฐานปี 2561 ที่ 12.00 บาท อิง PE 16 เท่า หรือคิดเป็น +0.5SD ต่อค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี เราให้ Premium PE multiple ต่อค่าเฉลี่ยย้อนหลังในอดีตเนื่องจากอัตราการเติบโตของกำไรในอนาคตมีแนวโน้มสดใสและสูงกว่าค่าเฉลี่ยที่เคยทำได้ในอดีต และ 2) เกิดการเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้างของรายได้ ทำให้ความสามารถในการทำกำไรสูงกว่าในอดีต

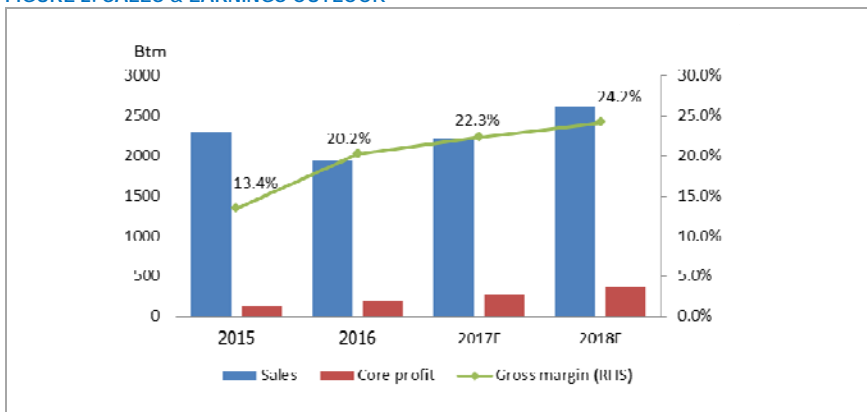
ไฮไลท์การลงทุน: ปัจจัยสนับสนุนภาพรวมการเติบโตของ IHL มาจากธุรกิจบริการรับฟอกหนังจากการที่ทางบริษัทลงนามเซ็นสัญญาจ้างผลิตให้กับ GLI และอัตรากำไรขั้นต้นในระยะยาวมีแนวโน้มสดใสจาก Product-mix ที่ดีขึ้น อย่างไรก็ตามเราไม่ได้ให้น้ำหนักการเติบโตของธุรกิจผลิตหนังที่เกี่ยวข้องกับยานยนต์มากนัก เนื่องจากอุตสาหกรรมยานยนต์มีแนวโน้มฟื้นตัวช้ากว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้ และอัตราการฟื้นตัวจะเป็นแบบค่อยเป็นค่อยไป นอกจากนี้เรามองว่าประเด็นที่บริษัทฯ ได้รับรางวัล Gold Rated จาก The Leather Working Group (ได้รับรางวัลในไตรมาส 4/59) มีผลกระทบเชิงบวกมากกว่าที่ตลาดคิดไว้ เนื่องจากรางวัลนี้เป็นเครื่องยืนยันคุณภาพผลิตภัณฑ์ที่ออกจากโรงงานของบริษัท และเป็นที่ยอมรับของลูกค้าแบรนด์ยักษ์ใหญ่ทั่วโลก ส่งผลให้ IHL มีโอกาสได้รับลูกค้าใหม่ในอนาคตโดยเฉพาะธุรกิจบริการรับฟอกหนังซึ่งบริษัทฯ เป็นเจ้าเดียวในประเทศไทยที่ได้รับรางวัลนี้

FIGURE 1: PE BAND



Source: Bloomberg, UOB Kay Hian,

FIGURE 2: SALES & EARNINGS OUTLOOK



Source: UOB Kay Hian,

ประวัติความเป็นมา

บริษัท อินเตอร์ไฮด์ จำกัด (มหาชน) หรือ IHL ก่อตั้งขึ้นเมื่อปี 2535 ภายใต้ชื่อ “บริษัท อินเตอร์ไฮด์ เลเธอร์ จำกัด” ด้วยทุนจดทะเบียนแรกเริ่ม 5 ล้านบาท โดยนายองอาจ ดำรงสกุลวงศ์ และนางสาวชุติมา บุญโยคะ ซึ่งในช่วงแรกของการดำเนินธุรกิจ บริษัทฯ ได้นำเข้าหนังดิบเพื่อฟอก อบ อัด และตกแต่งหนังสัตว์สำหรับทำเฟอร์นิเจอร์ ต่อมาได้เริ่มพัฒนาสายผลิตภัณฑ์หนังสำหรับอุตสาหกรรมยานยนต์ได้สำเร็จเมื่อปี 2541 จึงได้ทยอยเปลี่ยนสายการผลิตหนังสำหรับทำเฟอร์นิเจอร์เป็นสายการผลิตฟอกหนังสำหรับอุตสาหกรรมยานยนต์อย่างครบวงจร

บริษัทฯ เป็นผู้นำด้านการประกอบธุรกิจผลิต และจำหน่ายหนังสำหรับเบาะรถยนต์ให้กับค่ายผลิตรถยนต์ในประเทศไทยและส่งออกจำหน่ายในต่างประเทศ โดยใช้หนังของโคและกระบือในการผลิตหนังผืนสำเร็จรูป โดยผ่านกรรมวิธีฟอกย้อมด้วยเทคโนโลยีและเครื่องจักรที่ทันสมัย แล้วนำมาตัดเย็บเป็นผลิตภัณฑ์ตามความต้องการของลูกค้า ลูกค้าหลักของกลุ่มธุรกิจยานยนต์ได้แก่ โตโยต้า ซึ่งมีสัดส่วนราว 60% ของยอดขายกลุ่มยานยนต์ นอกจากนี้บริษัทฯ ดำเนินธุรกิจแบบครบวงจรทั้งยังรับฟอกและย้อมหนังตามคุณลักษณะและตามความต้องการของลูกค้า บริษัทฯ ได้มีการขยายกิจการอย่างต่อเนื่องโดยจัดตั้ง บริษัท อินเตอร์กรีน จำกัด ดำเนินธุรกิจเคมีโปรตีนที่ใช้ในอุตสาหกรรม โดยนำเศษวัสดุหนังโคและกระบือที่ไม่ใช้แล้วนำกลับมาผ่านกระบวนการผลิตเพื่อผลิตเคมีโปรตีนขายเชิงพาณิชย์ ปัจจุบัน IHL มีโรงงานผลิตจำนวน 10 แห่ง ตั้งอยู่ที่จังหวัดสมุทรปราการ

FIGURE 3: THE PRODUCTION FACILITIES

พื้นที่ (ตารางเมตร)		
โรงงานที่ 1	3,200	ฟอกและย้อมหนัง
โรงงานที่ 2	8,000	งานพ่นสี
โรงงานที่ 3	11,200	งานพ่นสี
โรงงานที่ 4	16,000	วาดแบบ ตัด เย็บ
โรงงานที่ 5	6,400	ผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับพวงมาลัย หัวเกียร์
โรงงานที่ 6	27,000	ฟอกและย้อมหนัง
โรงงานที่ 7	41,000	วาดแบบ ตัด เย็บ และ R&D
โรงงานที่ 8	2,040	รองรับลูกค้ากลุ่มเฟอร์นิเจอร์และรองเท้า
โรงงานที่ 9	2,142	โปรตีน และเคมีภัณฑ์
โรงงานที่ 10	53,903	ฟอกและย้อมหนัง

Source: IHL, UOB Kay Hian

FIGURE 4: EXAMPLE OF CUSTOMERS



Source: IHL, UOB Kay Hian

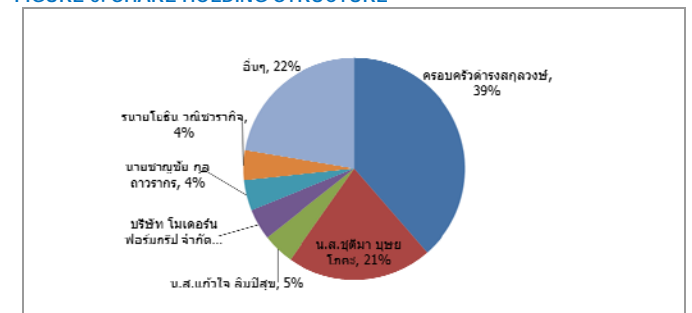
บริษัทฯ เป็นบริษัทแรกและบริษัทเดียวในประเทศไทยที่ได้รับการรับรองมาตรฐานธุรกิจฟอกย้อมหนังระดับ Gold Rated ซึ่งถือว่าเป็นระดับสูงสุดที่ The Leather Working Group (LWG) อันเป็นสถาบันนานาชาติและเป็นที่ยอมรับในระดับสากล เรามองว่ารางวัลดังกล่าวเป็นเครื่องยืนยันคุณภาพการฟอกหนังของบริษัทฯ และสร้างความแตกต่างจากคู่แข่งขนาดเล็กอื่นๆ ในประเทศไทย

FIGURE 5: IHL HAS RECEIVED GOLD RATED FROM IWG



Source: Leather Working Group

FIGURE 6: SHARE HOLDING STRUCTURE



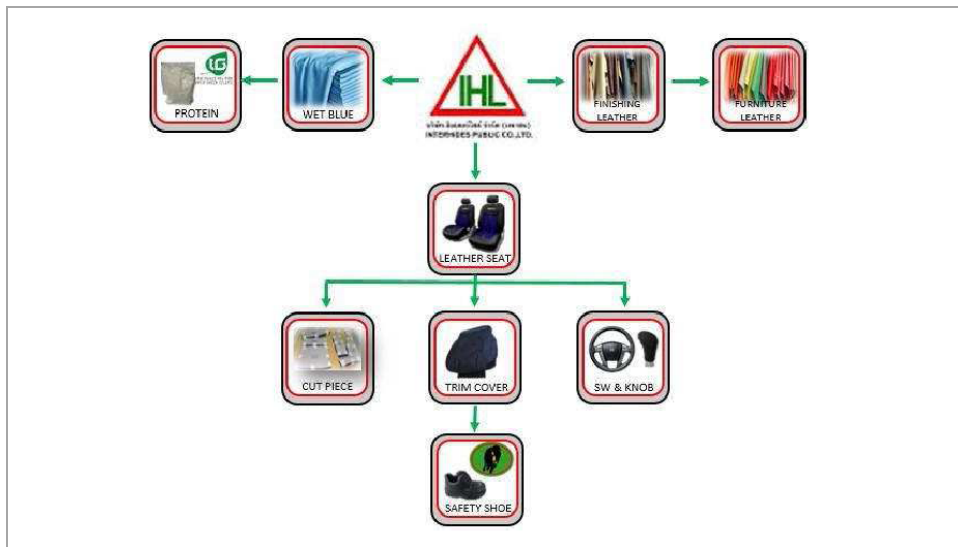
Source: IHL

ลักษณะการประกอบธุรกิจ

IHL ประกอบธุรกิจผลิตและจัดจำหน่ายหนังสำหรับเบาะรถยนต์ โดยใช้หนังโคหรือหนังกระบือผลิตหนังผืนสำเร็จรูป โดยผ่านกรรมวิธีฟอกย้อมและนำมาตัดเย็บเป็นผลิตภัณฑ์ ซึ่งผลิตภัณฑ์และบริการอย่างครบวงจรของบริษัท เป็นการดำเนินงานตามคำสั่งซึ่งลูกค้า นอกจากนี้ยังรับฟอกย้อมหนังตามความต้องการของลูกค้า รวมถึงนำเศษหนังที่เหลือจากการะบวนการผลิตมาแปรรูปเป็นสินค้าโปรตีน กลุ่มธุรกิจสามารถแบ่งออกเป็น 7 กลุ่มหลักดังนี้

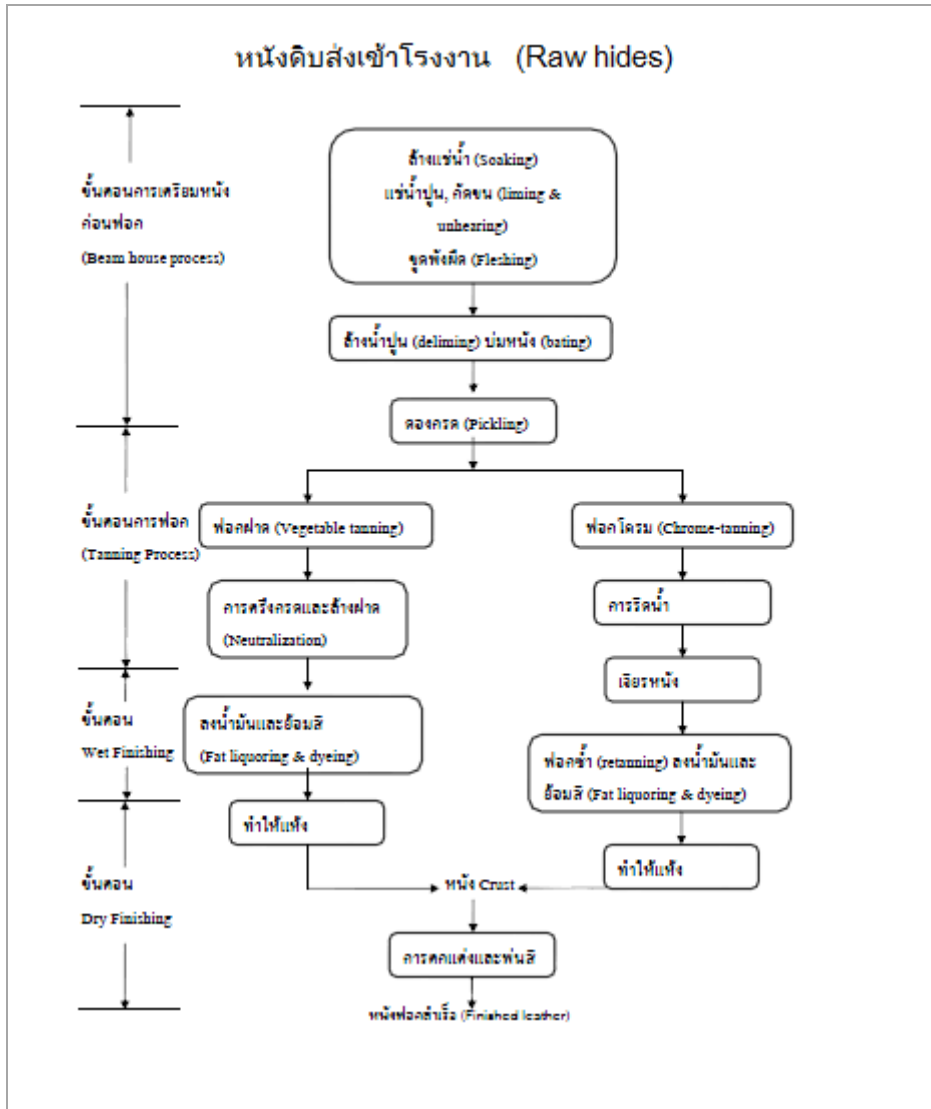
1. หนังผืนสำเร็จรูป (Finished Leather): เป็นหนังที่ได้รับการอัดสลายเรียบร้อยแล้ว พร้อมทั้งจะนำไปตัดเย็บสำหรับผลิตเป็นเบาะที่นั่งรถยนต์และอุปกรณ์ตกแต่งภายในรถยนต์ที่ใช้หนัง ได้แก่ พวงมาลัย กระจุกเกียร์ เป็นต้น โดยผู้ประกอบการธุรกิจเบาะหนังรถยนต์จะนำหนังผืนดังกล่าวไปตัดเย็บขึ้นรูปเป็นเบาะรถยนต์เอง
2. ชิ้นงานตัดหนัง (Cut Part): สำหรับชิ้นงานตัดหนัง เป็นการนำหนังผืนมาตัดเป็นชิ้น ซึ่งเป็นการผลิตตามความต้องการของผู้ประกอบการธุรกิจเบาะหนังรถยนต์ โดยผู้ประกอบการธุรกิจเบาะหนังรถยนต์กำหนดแบบ (Drawing) ให้กับโรงงานผลิตรับไปดำเนินการฟอกย้อมตามกระบวนการผลิตและนำมาตัดเป็นชิ้นงานเพื่อขึ้นรูปตามแบบ ซึ่งส่วนใหญ่เป็นชิ้นงานประกอบสำหรับหุ้มเบาะและแผงข้างประตูรถยนต์
3. หนังหุ้มเบาะรถยนต์ (Trim Cover): สำหรับหนังหุ้มเบาะรถยนต์เป็นการนำหนังผืนมาตัดเย็บขึ้นรูป โดยโรงงานให้บริการเย็บเบาะที่นั่งรถยนต์ เตรียมพร้อมสำหรับการประกอบขึ้นรูปเบาะรถยนต์
4. หนังที่ตัดและร้อยเป็นพวงมาลัยกระจุกเกียร์ (Steering Wheel & Gear Knob): หนังสำหรับหุ้มพวงมาลัยและกระจุกเกียร์ เป็นการนำหนังผืนมาตัดร้อยขึ้นรูปเป็นพวงมาลัยและกระจุกเกียร์รถยนต์ ซึ่งโดยส่วนใหญ่เป็นการรับจ้างช่วงการผลิตจากบริษัทผู้ผลิตเบาะหนัง และชิ้นส่วนสำหรับรถยนต์
5. บริการรับฟันทสี (Spray Service): บริษัทฯ รับบริการฟันทสีในรูปแบบของการจ้างผลิตโดยทางบริษัท จะทำการรับวัตถุดิบที่ใช้ในการผลิตมาจากลูกค้าและดำเนินการผลิตตามรูปแบบที่ลูกค้าต้องการ
6. บริการรับฟอกหนัง (Tanning Service): บริษัทฯรับบริการรับฟอกหนังในรูปแบบของการจ้างผลิต โดยทางบริษัทจะทำการรับวัตถุดิบที่ใช้ในการผลิตมาจากลูกค้า และดำเนินการฟอกหนังตามรูปแบบที่ลูกค้าต้องการ
7. ผลิตภัณฑ์อื่นๆ (Other): ผลิตภัณฑ์พลอยได้จากการะบวนการในขั้นตอนต่างๆ เช่นหนังกาวจากขั้นตอนการฟอก โปรตีน และอื่นๆ

FIGURE 7: BUSINESS OVERVIEW



Source: IHL

FIGURE 8: TANNING PREPROCESS



Source: Department of industrial works

FIGURE 9: RAW HIDES



Source: IHL, UOB Kay Hian

FIGURE 10: WET BLUE



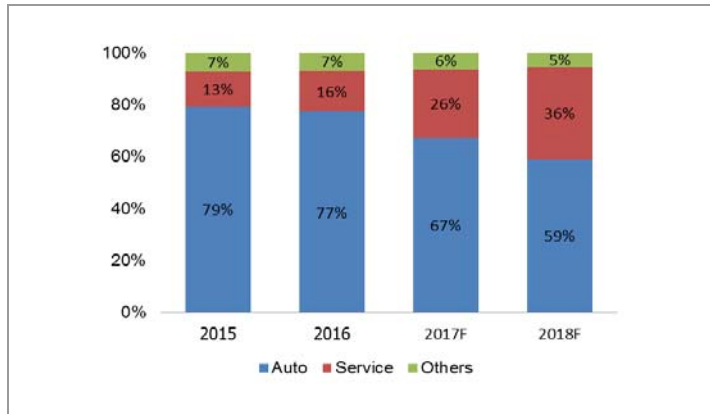
Source: IHL, UOB Kay Hian

วิเคราะห์ โครงสร้างรายได้ ความสามารถในการทำกำไร และแนวโน้มบริษัท

บริษัท แบ่งโครงสร้างรายได้หลักออกเป็น 3 กลุ่มธุรกิจ ได้แก่ 1. ธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับยานยนต์ (77% ของยอดขาย) 2. ธุรกิจบริการ ได้แก่การรับจ้างฟอกย้อมหนัง (16% ของยอดขาย) และ 3. ธุรกิจอื่นๆ (7% ของยอดขาย) เราคาดว่าสัดส่วนรายได้จากธุรกิจบริการจะเติบโตอย่างมีนัยสำคัญ ด้วย 2 ปี CAGR ที่ 74% หนุนจากคำสั่งซื้อของ GLI เป็นหลัก (ยังไม่รวมลูกค้าใหม่ที่มีโอกาสได้งานในอนาคต) ซึ่งสัญญาจาก GLI เป็นสัญญาที่เป็นรูปธรรมระยะเวลา 2 ปี และหากครบกำหนดสัญญาจะสามารถต่อได้อัตโนมัติ มูลค่างานรวม 700 ล้านบาท/ปี ประเมินการของเราทำไว้เชิงอนุรักษ์นิยม (Conservative) เนื่องจากเราคาดการณ์รายได้จาก GLI เท่ากับ 268 ล้านบาท ในปี 2560 และ 600 ล้านบาทในปี 2561 ซึ่งต่ำกว่าเป้าที่ผู้บริหารตั้งไว้ ดังนั้นหากยอดขายของ GLI เข้ามาตามเป้าที่เราวางไว้ จะส่งผลให้สัดส่วนยอดขายของธุรกิจบริการเพิ่มจาก 16% ในปี 2559 เป็น 26% และ 36% ในปี 2560 และ 2561 ตามลำดับ

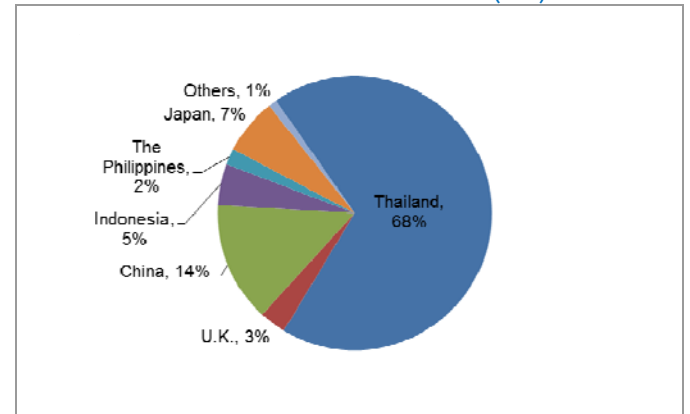
หากแบ่งสัดส่วนรายได้รวมตามภูมิภาค พบว่ายอดขายของบริษัท 68% อยู่ในประเทศไทย เนื่องจากรายได้จากธุรกิจหนังที่เกี่ยวข้องกับยานยนต์มากกว่า 80% ได้ถูกป้อนให้กับ Supply chain ในประเทศไทย ขณะที่ธุรกิจบริการหรือการรับฟอกย้อมเกือบทั้งหมดจะขายให้กับตลาดส่งออก

FIGURE 11: REVENUE STRUCTURE



Source: IHL, UOB Kay Hian

FIGURE 12: SALES BREAKDOWN BY DESTINATIONS (2016)



Source: IHL, UOB Kay Hian

อัตรากำไรขั้นต้นมีแนวโน้มดีขึ้นตาม Product mix ที่เปลี่ยนไป อัตรากำไรขั้นต้นจากธุรกิจบริการเฉลี่ย 3 ปี ย้อนหลังอยู่ที่ 41% ซึ่งสูงกว่าธุรกิจหนังที่เกี่ยวข้องกับยานยนต์ที่มีอัตรากำไรขั้นต้นเฉลี่ยอยู่เพียง 13% ดังนั้นเราคาดว่ากรณีที่ Product mix เปลี่ยนไปเน้นธุรกิจบริการมากขึ้นจะส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นขยายตัวได้อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเราคาดว่าจะเติบโตจาก 20.2% ในปี 2559 เป็น 22.3% และ 24.2% ในปี 2560 และ 2561 ตามลำดับ เรายอมรับว่าที่ผ่านมาในอดีตการผันผวนของราคาหนังดิบถือเป็นความเสี่ยงและย่อมส่งผลกระทบต่ออัตรากำไรขั้นต้นของบริษัทฯ ซึ่งเป็นเรื่องปกติที่ธุรกิจให้อุตสาหกรรมนี้ต้องเผชิญ แต่หากสัดส่วนธุรกิจบริการเติบโตขึ้นจะมีส่วนช่วยปิดความเสี่ยงตรงนี้ให้บรรเทาลงเนื่องจากธุรกิจบริการรับฟอกย้อมหนังจะรับวัตถุดิบจากลูกค้ามาโดยตรง และคิดค่าใช้จ่ายแค่บริการฟอกย้อม ซึ่งแตกต่างจากธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับยานยนต์ซึ่งต้องแบกรับค่าวัตถุดิบตั้งแต่ต้นกระบวนการผลิตเอง

ธุรกิจโปรตีนช่วยเสริมสร้างรายได้และลดต้นทุนไปพร้อม ๆ กัน หลายปีที่ผ่านมาทางภาครัฐเข้ามาดูแลและควบคุมกระบวนการกำจัดกากอุตสาหกรรม ซึ่งในอุตสาหกรรมการผลิตหนังจะเกิดเศษหนัง แต่เนื่องจากเศษหนังที่ผ่านการฟอกแล้วจะมีโครเมียมเป็นส่วนผสมติดมาด้วย ซึ่งโครเมียมเป็นโลหะหนักที่เป็นอันตราย ดังนั้นการกำจัดกากอุตสาหกรรมชนิดนี้จึงนิยมฝังกลบ ที่ผ่านมาผู้ประกอบการฟอกย้อมหรือผลิตหนังต้องเสียค่าใช้จ่ายในการกำจัดเศษหนังดังกล่าว 5 บาทต่อกิโลกรัม ให้กับผู้ประกอบการรับกำจัดขยะเช่น BWG GENCO หรือ อัครีปราการ เป็นต้น

IHL ได้ใช้เวลากว่า 4 ปี ในการศึกษาวิจัยเพื่อนำเศษหนังที่เป็นขยะอุตสาหกรรมมาแปรรูปเป็นโปรตีน โดยปัจจุบันโรงงานโปรตีนมีกำลังการผลิต 250 ตันต่อเดือน ใช้เงินลงทุนไปกว่า 150 ล้านบาท ก่อสร้างแล้วเสร็จในไตรมาส 3/59 และปัจจุบันยังไม่มีคู่แข่งในประเทศมีเทคโนโลยีนี้ ประโยชน์ที่ได้รับคือ ไม่ต้องเสียค่าใช้จ่ายให้กับผู้ประกอบการรับกำจัดขยะ รวมถึงสามารถรับเศษหนังจากโรงงานฟอกย้อมรายอื่นมาเข้ากระบวนการผลิตได้ด้วย เมื่อผ่านกระบวนการผลิตสำเร็จได้ผลิตภัณฑ์ 2 กลุ่มคือ 1. โปรตีน ซึ่งจะนำกลับไปใช้ผสมในขั้นตอนของการฟอกหนัง ช่วยเพิ่มคุณภาพหนังและลดค่าใช้จ่ายน้ำยาเคมีได้บางส่วน และ 2. เกิดกากโครเมียม ซึ่งสามารถนำไปขายให้กับบริษัทจำหน่ายโครเมียมได้นอกจากนี้สิ่งที่จะสามารถใช้ต่อยอดในอนาคตคือการเอา “เศษหนังดิบ” ซึ่งเป็นหนังที่ยังไม่ผ่านการฟอกย้อม (ไม่มีโครเมียมปน) นำมาทำโปรตีน Food Grade เพื่อใช้ในผลิตภัณฑ์เครื่องสำอางได้

ปัจจุบันเรายังไม่ได้ให้นำหนักกับธุรกิจนี้ในประมาณการของเราเท่าไร แต่เชื่อว่าธุรกิจนี้จะช่วยเสริมสร้างรายได้และลดต้นทุนในระยะยาว ซึ่งปัจจุบันบริษัทเริ่มนำโปรตีนที่สกัดจากหนังฟอกย้อมไปทดลองเจาะตลาดขายต่างประเทศแล้ว

FIGURE 13: PROTEIN PLANT VISIT



Source: IHL, UOB Kay Hian

FIGURE 14: SCRAP LEATHER FOR PRODUCING PROTEIN



Source: IHL, UOB Kay Hian

FIGURE 15: RAW HIDE FOR PRODUCING FOOD GRADE PROTEIN



Source: IHL, UOB Kay Hian

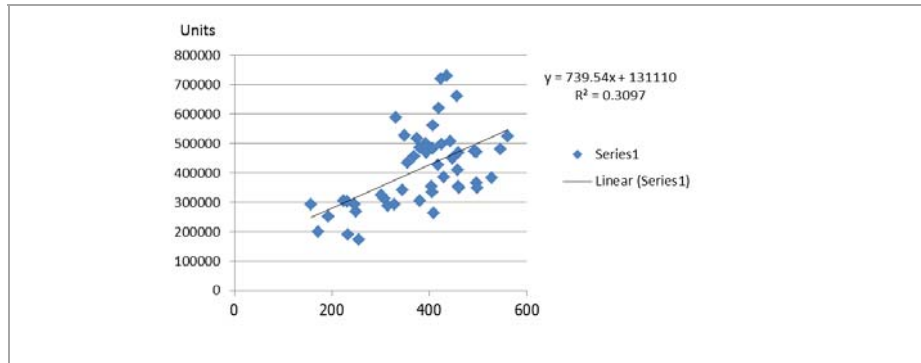
FIGURE 16: CHROMIUM (AFTER PROCESSING OF LEATHER WASTE)



Source: IHL, UOB Kay Hian

ธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับยานยนต์มีแนวโน้มไม่หรือหว่า เติบโตตามตลาดรถยนต์ เราได้ทดลองทำ Regression analysis พบว่ายอดขายผลิตภัณฑ์กลุ่มยานยนต์ของ IHL จะขึ้นลงตามทิศทางเดียวกันกับ ยอดผลิตรถยนต์ของประเทศไทย โดยค่าความสัมพันธ์ที่ได้จะอยู่ในช่วง 50-70% ซึ่งเป็นระดับ Moderate ดังนั้นนักลงทุนอาจใช้ยอดผลิตรถยนต์ของประเทศไทยเพื่อดูแนวโน้มการเติบโตของธุรกิจ เบาะหนังในรถยนต์ได้เบื้องต้น

FIGURE 17: REGRESSION ANALYSIS

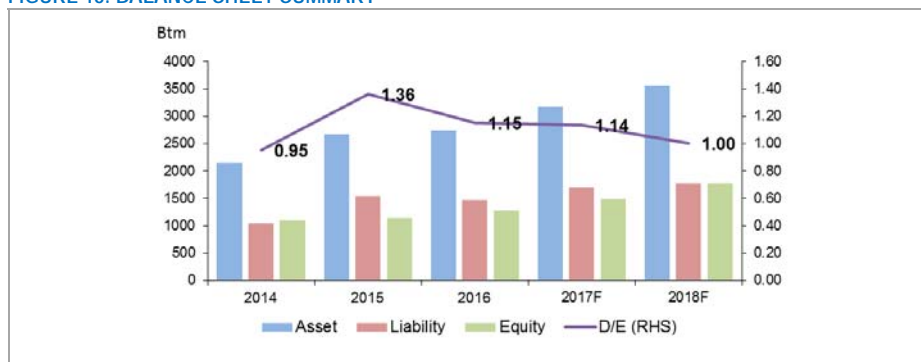


Source: UOB Kay Hian,

ขยายกำลังการผลิตต่อเนื่องในอีก 2 ปีข้างหน้า ผู้บริหารตั้งงบลงทุนราว 570 ล้านบาท ในปี 2560 และ 186 ล้านบาทในปี 2561 เนื่องจากธุรกิจยานยนต์ยังคงมีแนวโน้มทรงตัวหรือฟื้นตัวเล็กน้อย โดยปัจจุบัน Utilisation rate ของสายการผลิตสินค้าที่เกี่ยวข้องกับยานยนต์อยู่ในช่วง 60-80% ซึ่งยังไม่มี ความจำเป็นต้องขยายกำลังการผลิตในระยะเวลาอันใกล้ ดังนั้นทางด้านงบลงทุนส่วนใหญ่จึงนำไปใช้ เพื่อปรับปรุงสายการผลิตทั่วไปและเปิดโรงงาน 10 ซึ่งเป็นโรงงานใหม่ที่จะใช้ฟอกหนังวัวเป็นหลัก โดยโรงงาน 10 จะแล้วเสร็จไตรมาส 4/60 เราจึงคาดว่ากำลังการผลิตที่ใช้ฟอกหนังวัวจะเพิ่มขึ้นจาก 488,079 ตัวต่อปี ณ ปลายปี 2559 เป็นเป็น 840,000 ตัว/ปี และ 1,990,000 ตัว/ปี ภายในปี 2560 และ 2561 ตามลำดับ

D/E ยังควบคุมได้ ถึงแม้จะมีแผนการขยายกำลังผลิต แต่เราคาดอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนยังคุมได้ดีที่ 1.14 และ 1.00 เท่า ในปี 2560 และ 2561 ตามลำดับ สนับสนุนจากการเติบโตของ Internal cash flow นอกจากนี้บริษัทยังมี IHL-W1 รอการใช้สิทธิในเดือน ต.ค. 2562 เราจึงมองว่าบริษัทจะยังคงมี สภาพคล่องเพียงพอในการขยายงานในอนาคต

FIGURE 18: BALANCE SHEET SUMMARY



Source: IHL, UOB Kay Hian,

แนวโน้มอุตสาหกรรม

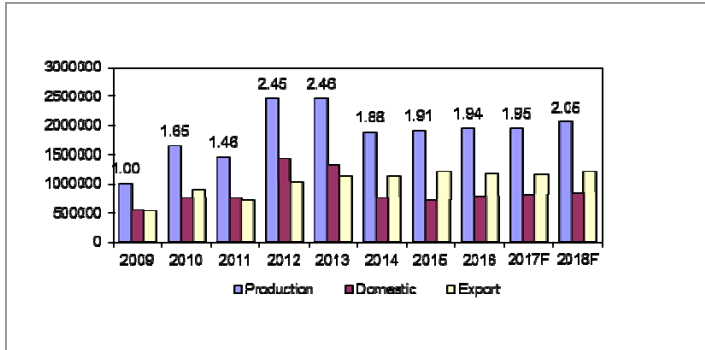
เราแบ่งการวิเคราะห์แนวโน้มอุตสาหกรรมออกเป็น 2 ส่วนคือ อุตสาหกรรมยานยนต์ และ อุตสาหกรรมการท่องเที่ยว โดยมีรายละเอียดดังนี้

อุตสาหกรรมยานยนต์ – มีแนวโน้มฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป

ยอดผลิตรถยนต์ของประเทศไทย 4 เดือนแรกของปี 2560 ออกมาติดลบ 6.1% yoy อยู่ที่ 606,028 คัน ซึ่งถือว่าฟื้นตัวช้ากว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้ก่อนหน้านี้ ปัจจัยลบหลักมาจากตัวเลขยอดผลิตรถยนต์เพื่อส่งออก (-10.7% yoy) ในขณะที่ยอดผลิตรถยนต์เพื่อจำหน่ายในประเทศติดลบเล็กน้อยที่ 1.8% yoy อย่างไรก็ตามเรามองว่าแนวโน้มอุตสาหกรรมยานยนต์มีแนวโน้มผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว และจะทยอยฟื้นตัวดีขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไป เราคาดว่ายอดผลิตรถยนต์จะเติบโตด้วย CAGR ที่ 3% ระหว่างปี 2560-61 โดยยอดผลิตรถยนต์เพื่อการส่งออก ณ ปัจจุบัน ยังคงไม่เห็นสัญญาณการฟื้นตัวที่ชัดเจน กัดดันจากการส่งออกรถยนต์ไป Middle East ขณะที่ปัจจัยสนับสนุนการฟื้นตัวของตลาดรถยนต์ในประเทศมีดังนี้

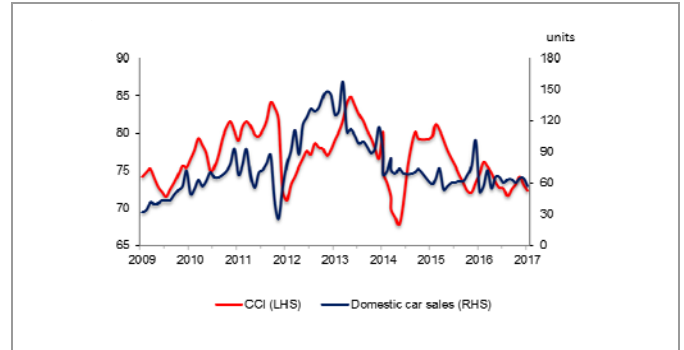
1) เริ่มเห็นสัญญาณการฟื้นตัวของดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค Consumer Confidence Index (CCI) หรือดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคปรับตัวดีขึ้นต่อเนื่องติดต่อกันเป็นเดือนที่ 4 โดยเพิ่มขึ้นจาก 76.8 ในเดือน มี.ค. เป็น 77.0 ในเดือน เม.ย. 2560 สะท้อน Sentiment เชิงบวกต่อสถานการณ์การฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทยมากขึ้น โดย CCI ถือเป็นหนึ่งในเครื่องมือการชีวิตของเราเนื่องจากตัวเลขดังกล่าวมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์กับยอดขายรถยนต์ในประเทศอยู่ที่ 50%

FIGURE 19: THAILAND'S TOTAL CAR PRODUCTION



Source: FTI, UOB Kay Hian

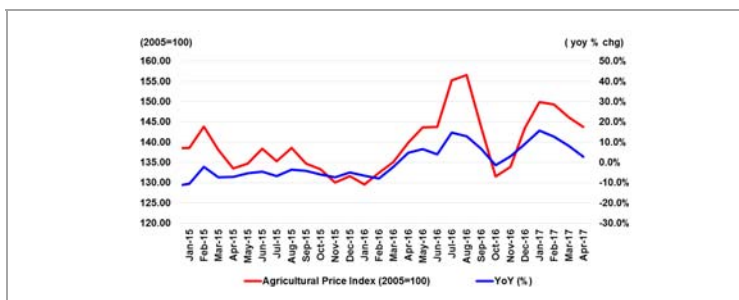
FIGURE 20: CCI vs DOMESTIC CAR SALES



Source: Bloomberg

2) ปัญหาภัยแล้งบรรเทาลง และ Farm Income ปรับตัวดีขึ้น เรามองว่าการที่ ราคาพืชผลทางการเกษตร และ Farm Income ที่ปรับตัวดีขึ้น ประกอบกับปัญหาภัยแล้งที่กระทบกำลังซื้อเมื่อปี 2559 ได้บรรเทาแล้วจะส่งผลให้กำลังซื้อรถยนต์ทยอยฟื้นตัวดีขึ้น

FIGURE 21: AGRICULTURAL PRICE INDEX



Source: Bloomberg

อุตสาหกรรมฟอกหนัง (Tanning Industry) – พระเอกของ Growth Cycle รอบใหม่

อุตสาหกรรมฟอกหนังในอดีตที่ผ่านมายังคงเผชิญความเสี่ยงจากความผันผวนของความต้องการใช้หนังเพื่อทำ เฟอร์นิเจอร์ อุปกรณ์สวมใส่ และเครื่องประดับต่างๆ ซึ่งมีแนวโน้มแปรผันไปตามสภาพเศรษฐกิจโลก โดยประเทศจีนถือเป็นประเทศที่มีการฟอกหนังมากที่สุดในโลก มี Market share เฉลี่ยราว 30% ของ Output ทั้งหมด อย่างไรก็ตามแนวโน้มการฟอกหนังในประเทศจีนเริ่มปรับตัวลดลง เนื่องจากค่าแรงที่สูงขึ้น และประเด็นสำคัญคืออุตสาหกรรมฟอกหนังเป็นอุตสาหกรรมที่ก่อให้เกิดมลพิษ เช่น มลพิษจากโครเมียม กลิ่นหนังสัตว์ที่เน่าเสีย และเกลือ เป็นต้น ดังนั้นผู้ประกอบการจึงต้องแบกรับภาระค่าใช้จ่ายที่สูงในการรับมือกับมลพิษและต้องบำบัดน้ำเสียให้ได้ตามมาตรฐานก่อนปล่อยออกจากโรงงาน ประกอบกับรัฐบาลจีนในช่วง 1-2 ปีที่ผ่านมาให้ความสำคัญในเรื่องของสิ่งแวดล้อมมากขึ้น จึงทำให้ Supply การฟอกหนังบางส่วนหายไปจากจีน

ปัจจุบันจังหวัดสมุทรปราการนับได้ว่าเป็นศูนย์กลางอุตสาหกรรมฟอกหนังที่ใหญ่ที่สุดในประเทศไทย โดยมีโรงงานฟอกหนังกว่า 200 แห่ง มูลค่าการส่งออกมากกว่า 2,000 ล้านบาทต่อปี ทางด้านสถานการณ์ Supply ของโรงฟอกหนังไม่ได้เติบโตมากนักในช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมา เนื่องจากติดข้อจำกัดเรื่องที่ดิน และเศรษฐกิจในไทยและต่างประเทศไม่ขยายตัวมากนัก เราคาดว่าในอีก 1-2 ปีข้างหน้าจะมีอุปสงค์การฟอกหนังบางส่วนจากจีนไหลเข้ามาประเทศไทย อาจจะเป็นในลักษณะของการเช่า หรือจ้างแบบรับช่วงผลิตต่อ (Sub-contract) จากอาานิสงส์ที่รัฐบาลจีนสั่งปิดโรงงานฟอกหนังบางส่วนเพื่อแก้ปัญหาสิ่งแวดล้อม และรัฐบาลเวียดนามเริ่มเข้มงวดโดยไม่ออกใบอนุญาตให้เปิดโรงงานฟอกหนังใหม่ ดังนั้นประเทศไทยจึงค่อนข้างมีความพร้อมมากที่สุดในอาเซียน โดยมีจุดเด่นด้านคุณภาพ โลจิสติกส์ และมีการบริหารจัดการที่ดีเรื่องสิ่งแวดล้อม ขณะที่ต้นทุนเราสามารถแข่งขันได้เนื่องจาก Hub การผลิตของเราดีทำให้สามารถปล่อยน้ำเค็ม (ที่ผ่านมาตรฐานแล้ว) ลงทะเลได้ ส่วนความเสี่ยงที่ต้องพึงระวังคือคู่แข่งในประเทศ อิตาลีและอินเดีย เป็นต้น

FIGURE 22: SWOT ANALYSIS

<p>Strengths</p> <ul style="list-style-type: none"> 1) More than 70 years of experience 2) Quality guaranteed by LWG Gold Rate, ISO 3) All in one service 4) Vertical integrating strategy 5) High-skill workers 	<p>Weaknesses</p> <ul style="list-style-type: none"> 1) High labor turnover 2) Wage hike 3) High revenue intensive in the automobile industry
<p>Opportunities</p> <ul style="list-style-type: none"> 1) Growing demand for tanning industry 2) Government support 3) Rising trend for using genuine leather in cars 	<p>Threats</p> <ul style="list-style-type: none"> 1) Competitions from other countries 2) Raw material price fluctuations 3) Currency fluctuations

Source: IHL, UOB Kay Hian

ความเสี่ยง

- 1) **ความไม่แน่นอนของรายได้** ในกลุ่มธุรกิจหนึ่งสำหรับยานยนต์อาจเผชิญความเสี่ยงเนื่องจากขึ้นส่วนตกแต่งภายในรถยนต์แต่ละรุ่นจะขึ้นอยู่กับการประมูลซึ่งโดยทั่วไปอายุการผลิตของรุ่นรถยนต์อยู่ที่ประมาณ 4-8 ปี อย่างไรก็ตามธุรกิจผลิตหนึ่งที่ใช้ในอุตสาหกรรมเป็นสินค้าที่ต้องใช้ความชำนาญเป็นพิเศษ จึงยังไม่ได้เป็นกังวลเรื่องการแข่งขันรายใหม่เข้าตลาด
- 2) **ความเสี่ยงจากการผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน** บริษัทฯ มีการนำเข้าวัตถุดิบเช่น หนังกัด และเคมีภัณฑ์จากต่างประเทศเป็นเงินเหรียญสหรัฐ ในขณะที่เดียวกันก็มีการส่งออกซึ่งมีรายรับเป็นเงินเหรียญสหรัฐเช่นกัน ดังนั้นการบริหารความเสี่ยงแบบธรรมชาติ (Natural Hedge) จะช่วยบรรเทาผลกระทบจากการผันผวนของค่าเงินได้บ้าง
- 3) **ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงเทคโนโลยีการผลิต** เช่นการเปลี่ยนเทคโนโลยีการผลิตจากวิธีการใช้สารเคมีในการฟอกหนังแบบใช้สารโครเมียม (Chrome) เป็นแบบวิธีไร้สารโครเมียม (Chrome free)
- 4) **การแข่งขันจากผู้ผลิตหนังในต่างประเทศ** บริษัทฯ อาจเผชิญปัจจัยที่ไม่สามารถควบคุมได้จากการแข่งขันจากผู้ผลิตหนังในต่างประเทศ เช่น การเข้ามาของผู้แข่งขันรายใหม่ เป็นต้น อย่างไรก็ตาม บริษัทฯ ต้องรักษาคุณภาพและมาตรฐานในการผลิตเพื่อสามารถรักษาลูกค้า
- 5) **ความเสี่ยงจากราคาวัตถุดิบหลัก** วัตถุดิบที่สำคัญต่อการผลิตคือ หนังกัด-กระป๋อง ซึ่งคิดเป็นอัตราส่วนร้อยละ 50 ของต้นทุนการผลิตทั้งหมด โดยปกติบริษัทฯ จะไม่มีการทำสัญญาสั่งซื้อวัตถุดิบในระยะยาว ซึ่งความผันผวนของราคาวัตถุดิบอาจส่งผลกระทบต่ออัตรากำไรขั้นต้นได้
- 6) **ความเสี่ยงจากสินค้าทดแทนในอนาคต** ในอดีตเบาะรถยนต์ส่วนใหญ่ทำจากผ้าและหนังเทียมสังเคราะห์ แต่ปัจจุบันแนวโน้มพฤติกรรมผู้บริโภคทั่วโลกมีความนิยมเบาะรถยนต์ที่ผลิตจากหนังสัตว์มากขึ้นเนื่องจากมีข้อได้เปรียบทางด้านความนุ่ม คงทน และทำความสะอาดง่าย หากในอนาคตเทคโนโลยีได้มีการพัฒนาและมีวัสดุอื่นที่มีคุณสมบัติทัดเทียมกับหนังแท้ได้ อาจส่งผลกระทบต่อรายได้ของบริษัทฯ

PROFIT & LOSS

Year to 31 Dec (Btm)	2016	2017F	2018F	2019F
Net turnover	1,943	2,211	2,605	2,852
EBITDA	411	509	630	712
Deprec. & amort.	148	170	175	173
EBIT	263	339	455	539
Total other non-operating income	(3)	0	0	0
Associate contributions	0.0	0.0	0.0	0.0
Net interest income/(expense)	(36)	(42)	(43)	(42)
Pre-tax profit	224	297	411	497
Tax	(33)	(33)	(45)	(55)
Minorities	0.0	0.0	0.0	0.0
Net profit	191	264	366	442
Net profit (adj.)	194	264	366	442

BALANCE SHEET

Year to 31 Dec (Btm)	2016	2017F	2018F	2019F
Fixed assets	1,754	2,154	2,178	2,206
Other LT assets	13	13	13	13
Cash/ST investment	56	9	218	438
Other current assets	917	995	1,148	1,238
Total assets	2,740	3,170	3,557	3,895
ST debt	831	649	741	808
Other current liabilities	264	265	316	331
LT debt	352	751	701	601
Other LT liabilities	19	20	22	23
Shareholders' equity	1,274	1,485	1,778	2,131
Minority interest	0.0	0.0	0.0	0.0
Total liabilities & equity	2,740	3,170	3,557	3,895

CASH FLOW

Year to 31 Dec (Btm)	2016	2017F	2018F	2019F
Operating	543	183	440	540
Pre-tax profit	224	297	411	497
Tax	(33)	(33)	(45)	(55)
Deprec. & amort.	148	170	175	173
Associates	0.0	0.0	0.0	0.0
Working capital changes	201	(251)	(102)	(75)
Non-cash items	3	0	0	0
Other operating cashflows	0	0	0	0
Investing	(317)	(569)	(199)	(199)
Capex (growth)	(320)	(570)	(200)	(200)
Capex (maintenance)	0.0	0.0	0.0	0.0
Investments	0.2	0.0	0.0	0.0
Proceeds from sale of assets	0	0	0	0
Others	2	1	1	1
Financing	(201)	338	(32)	(121)
Dividend payments	(50)	(50)	(50)	(50)
Issue of shares	70.0	0.0	0.0	0.0
Proceeds from borrowings	(151.2)	390.8	41.6	(32.5)
Loan repayment	0	0	0	0
Others/interest paid	(70.0)	(3.1)	(23.5)	(38.7)
Net cash inflow (outflow)	24	(48)	209	220
Beginning cash & cash equivalent	32	56	9	218
Changes due to forex impact	0	0	0	0
Ending cash & cash equivalent	56	9	218	438

KEY METRICS

Year to 31 Dec (%)	2016	2017F	2018F	2019F
Profitability				
EBITDA margin	21.1	23.0	24.2	25.0
Pre-tax margin	11.5	13.4	15.8	17.4
Net margin	9.8	11.9	14.1	15.5
ROA	7.1	8.9	10.9	11.9
ROE	15.9	19.1	22.4	22.6
Growth				
Turnover	(15.3)	13.8	17.8	9.5
EBITDA	23.7	23.8	23.9	12.9
Pre-tax profit	(1.7)	32.5	38.7	20.7
Net profit	(5.2)	38.0	38.7	20.7
Net profit (adj.)	62.1	36.2	38.7	20.7
EPS	62.1	36.2	38.7	20.7
Leverage				
Debt to total capital	92.9	94.3	81.1	66.1
Debt to equity	92.9	94.3	81.1	66.1
Net debt/(cash) to equity	88.5	93.7	68.8	45.6
Interest cover (x)	11.4	12.1	14.6	16.8

Disclosures/Disclaimers

This report is prepared and/or distributed by UOB Kay Hian Pte Ltd ("UOBKH"), which is a holder of a capital markets services licence and an exempt financial adviser in Singapore.

This report is provided for information only and is not an offer or a solicitation to deal in securities or to enter into any legal relations, nor an advice or a recommendation with respect to such securities.

This report is prepared for general circulation. It does not have regard to the specific investment objectives, financial situation and the particular needs of any recipient hereof. Advice should be sought from a financial adviser regarding the suitability of the investment product, taking into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any person in receipt of the recommendation, before the person makes a commitment to purchase the investment product.

This report is confidential. This report may not be published, circulated, reproduced or distributed in whole or in part by any recipient of this report to any other person without the prior written consent of UOBKH. This report is not intended for distribution, publication to or use by any person in any jurisdiction outside Singapore or any other jurisdiction as UOBKH may determine in its absolute discretion, where the distribution, publication or use of this report would be contrary to applicable law or would subject UOBKH and its connected persons (as defined in the Financial Advisers Act, Chapter 110 of Singapore) to any registration, licensing or other requirements within such jurisdiction.

The information or views in the report ("Information") has been obtained or derived from sources believed by UOBKH to be reliable. However, UOBKH makes no representation as to the accuracy or completeness of such sources or the Information and UOBKH accepts no liability whatsoever for any loss or damage arising from the use of or reliance on the Information. UOBKH and its connected persons may have issued other reports expressing views different from the Information and all views expressed in all reports of UOBKH and its connected persons are subject to change without notice. UOBKH reserves the right to act upon or use the Information at any time, including before its publication herein.

Except as otherwise indicated below, (1) UOBKH, its connected persons and its officers, employees and representatives may, to the extent permitted by law, transact with, perform or provide broking, underwriting, corporate finance-related or other services for or solicit business from, the subject corporation(s) referred to in this report; (2) UOBKH, its connected persons and its officers, employees and representatives may also, to the extent permitted by law, transact with, perform or provide broking or other services for or solicit business from, other persons in respect of dealings in the securities referred to in this report or other investments related thereto; (3) the officers, employees and representatives of UOBKH may also serve on the board of directors or in trustee positions with the subject corporation(s) referred to in this report. (All of the foregoing is hereafter referred to as the "Subject Business"); and (4) UOBKH may otherwise have an interest (including a proprietary interest) in the subject corporation(s) referred to in this report.

As of the date of this report, no analyst responsible for any of the content in this report has any proprietary position or material interest in the securities of the corporation(s) which are referred to in the content they respectively author or are otherwise responsible for.

Each research analyst of UOBKH who produced this report hereby certifies that (1) the views expressed in this report in any event accurately reflect his/her personal views about all of the subject corporation(s) and securities in this report; (2) the report was produced independently by him/her; (3) he/she does not carry out, whether for himself/herself or on behalf of UOBKH or any other person, any of the Subject Business involving any of the subject corporation(s) or securities referred to in this report; and (4) he/she has not received and will not receive any compensation that is directly or indirectly related or linked to the recommendations or views expressed in this report or to any sales, trading, dealing or corporate finance advisory services or transaction in respect of the securities in this report. However, the compensation received by each such research analyst is based upon various factors, including UOBKH's total revenues, a portion of which are generated from UOBKH's business of dealing in securities.

IMPORTANT DISCLOSURES FOR INCLUDED RESEARCH ANALYSES OR REPORTS OF FOREIGN RESEARCH HOUSES

Where the report is distributed in Singapore and contains research analyses or reports from a foreign research house, please note:

- (i) recipients of the analyses or reports are to contact UOBKH (and not the relevant foreign research house) in Singapore in respect of any matters arising from, or in connection with, the analysis or report; and
- (ii) to the extent that the analyses or reports are delivered to and intended to be received by any person in Singapore who is not an accredited investor, expert investor or institutional investor, UOBKH accepts legal responsibility for the contents of the analyses or reports

IMPORTANT DISCLOSURES FOR U.S. PERSONS

This research report was prepared by UOBKH, a company authorized, as noted above, to engage in securities activities in Singapore. UOBKH is not a registered broker-dealer in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution by UOBKH (whether directly or through its US registered broker dealer affiliate named below) to "major U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended (the "Exchange Act"). All US persons that

receive this document by way of distribution from or which they regard as being from UOBKH by their acceptance thereof represent and agree that they are a major institutional investor and understand the risks involved in executing transactions in securities.

Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through UOB Kay Hian (U.S.) Inc ("UOBKHUS"), a registered broker-dealer in the United States. Under no circumstances should any recipient of this research report effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments through UOBKH.

UOBKHUS accepts responsibility for the contents of this research report, subject to the terms set out below, to the extent that it is delivered to and intended to be received by a U.S. person other than a major U.S. institutional investor.

The analyst whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with the Financial Industry Regulatory Authority ("FINRA") and may not be an associated person of UOBKHUS and, therefore, may not be subject to applicable restrictions under FINRA Rules on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account.

Analyst Certification/Regulation AC

As noted above, each research analyst of UOBKH who produced this report hereby certifies that (1) the views expressed in this report accurately reflect his/her personal views about all of the subject corporation(s) and securities in this report; (2) the report was produced independently by him/her; (3) he/she does not carry out, whether for himself/herself or on behalf of UOBKH or any other person, any of the Subject Business involving any of the subject corporation(s) or securities referred to in this report; and (4) he/she has not received and will not receive any compensation that is directly or indirectly related or linked to the recommendations or views expressed in this report or to any sales, trading, dealing or corporate finance advisory services or transaction in respect of the securities in this report. However, the compensation received by each such research analyst is based upon various factors, including UOBKH's total revenues, a portion of which are generated from UOBKH's business of dealing in securities.

RESTRICTED ACCESS NOTICE

The contents of any report and material (collectively "Materials" and individually "Material") and any access to any Material available on or via links on this web-site is restricted to and intended only for **Opt-Up Investors** of UOBKH Pte Ltd ("UOBKH") and is subject to the terms for the provision of Materials as set out or referred to in, amongst others, UOBKH's Opt-Up Investor Treatment Request Form and disclaimers below.

As such if you are not an **Opt-Up Investor** (and therefore should not have received or have access to any Material), you should and must:

- (i) If you have received any Material – ignore and dispose of such received Material; and/or
- (ii) If you have been given or have gained electronic access to any Material – cease such access and also desist from future access or attempt at such access (as it is or will be an unauthorised and wrongful access of UOBKH's web-site and/or its posted Materials)

until and unless you have formally request for and been approved as an **Opt-Up Investor**.

UOBKH shall have no responsibility or liability to you for any loss or prejudice you may suffer from reading or relying or purported relying on any Material referable in disregard of the restricted access notice above and/or contrary to the terms for and upon which any **Opt-Up Investor** receives any Material.

Copyright 2015, UOB Kay Hian Pte Ltd. All rights reserved.

<http://research.uobkayhian.com>

RCB Regn. No. 197000447W