

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 72.00

(From: Bt 68.00)

Upside : 18.5%

13 MAY 2021

Small Cap Research

## KCE Electronics Pcl (KCE TB)

### แนวโน้มเป็นบวก

KCE มีการพัฒนาเชิงบวก 3 ประการ ได้แก่ คำสั่งซื้อที่เต็มกำลังการผลิตไปจนถึงเดือนพ.ย.ปีนี้ ความสำเร็จในการผลิตรายได้ต้นทุนของแผงที่สูงขึ้น และโรงงานแห่งใหม่ซึ่งอาจมีลูกค้าใหม่รายใหญ่ที่ไม่ใช่กลุ่มยานยนต์ ด้วยมีกำไรแข็งแกร่งต่อเนื่อง เราจึงคงคำแนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมาย 72 บาท



PATTADOL BUNNAK

662 – 483 8298

Pattadol.bun@thanachartsec.co.th

#### พัฒนาการเชิงบวกสามประการ

KCE มีพัฒนาการเชิงบวก 3 ประการ ได้แก่ ประการแรก KCE ได้คำสั่งซื้อยาวสุดตั้งแต่เคยมีมา ทำให้มีการดำเนินงานเต็มกำลังการผลิตซึ่งรวมกำลังการผลิตที่เพิ่มมา 30% ไปจนถึงเดือนพ.ย.2021 ประการที่สอง บริษัทประสบความสำเร็จในการรับมือกับการเพิ่มขึ้นของราคาทองแดงด้วยการเจรจาขอปรับขึ้นราคาขายกับลูกค้า ซึ่งจะสะท้อนต้นทุนทองแดงในปัจจุบันที่ US\$10,500/ton ประการที่สาม กรอบเวลาของโรงงานแห่งใหม่เป็นรูปธรรมมากขึ้น โดยจะเริ่มดำเนินการในช่วงต้น 4Q22 เพื่อปลดล็อกสถานการณ์กำลังการผลิตที่ติดตัว ด้วยอาจมีคำสั่งซื้อใหม่ขนาดใหญ่จากลูกค้าใหม่ที่ไม่ใช่กลุ่มยานยนต์

#### ปรับเพิ่มกำไรต่อหุ้น แม้ราคาทองแดงจะสูง

เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรของเราขึ้น 5% สำหรับปี 2021F, 2% สำหรับปี 2022F และ 5% สำหรับปี 2023F เนื่องจากการผลิตรายได้ราคาทองแดงที่สูงขึ้น จึงไม่มีแรงกดดันให้เราต้องปรับลดประมาณการกำไรของ KCE ในขณะที่เราปรับเพิ่มสมมติฐานการเติบโตของยอดขายจากยอดสั่งซื้อที่แข็งแกร่งกว่าคาดในปี 2021F และการเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วของการใช้กำลังการผลิตของโรงงานใหม่ในปี 2023F จากลูกค้าใหม่ที่ไม่ใช่กลุ่มยานยนต์ และอัตรากำไรขั้นต้นที่สูงขึ้นจากการมีส่วนผลิตภัณฑ์ HDI ที่ให้อัตรากำไรสูงเพิ่มขึ้น (Exhibit 10 แสดงสมมติฐานใหม่ของเรา) เราจะไม่ปรับเพิ่มประมาณการกำไรปี 2022F มากนัก เนื่องจากการเต็มกำลังการผลิตไปจนถึงโรงงานใหม่เริ่มดำเนินงานใน 4Q22F เราปรับเพิ่มราคาเป้าหมายของเราขึ้นเป็น 72 บาท (จาก 68 บาท) เราคาดว่า KCE ยังคงอยู่ในช่วงการเติบโตของกำไรที่สูงที่ 134% ในปี 2021F, 51% ในปี 2022F และ 49% ในปี 2023F

#### โรงงานใหม่

Exhibit 4 แสดงกรอบเวลาการเพิ่มกำลังการผลิตของ KCE ในปีนี้ บริษัทจะเพิ่มกำลังการผลิต 30% หรือ 900,000 ตร.ฟุต ในโรงงานที่มีอยู่ ซึ่งจะมีกำลังการผลิต 3.6 ล้านตร.ฟุต ภายในสิ้นปีนี้ เนื่องจากมีคำสั่งซื้อเข้ามาจนถึงเดือนพ.ย.ปีนี้ และอาจมีลูกค้าใหม่ที่ไม่ได้อยู่ในกลุ่มยานยนต์ KCE จึงกำลังสร้างโรงงานใหม่ กำลังการผลิต 2.1 ล้านตร.ฟุต โดยกำลังการผลิตเฟสแรก 700,000 ตร.ฟุต จะเข้ามาภายใน 4Q22F และเฟส 2-3 กำลังการผลิตเฟสละ 700,000 ตร.ฟุต ในปลายปี 2023 และ 2024 เราไม่กังวลกับกำลังการผลิตใหม่ เนื่องจากการใช้อัตราการผลิต 80% ของกำลังการผลิตใหม่ทั้งหมด ยอดขายต้องเติบโตเพียง 11-19% ต่อปี เท่านั้น โรงงานแห่งใหม่ที่มีกำลังการผลิต HDI อย่างน้อย 50% น่าจะช่วยให้ KCE ขยายขอบเขตไปสู่กลุ่มการบริโภคที่มีขนาดใหญ่ได้

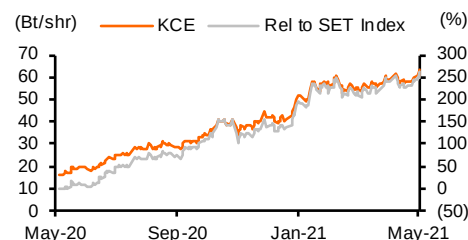
#### ผลการดำเนินงาน 1Q21

KCE รายงานกำไรปกติ 430 ลบ. ใน 1Q21 เพิ่มขึ้น 18% y-y และ 6% q-q แม้ราคาทองแดงจะปรับตัวสูงขึ้น ปัจจัยหลักผลักดัน คือ การเติบโตของยอดขาย 5% y-y จากการฟื้นตัวของกลุ่มรถยนต์ และคำสั่งซื้อใหม่ และ EBIT margin ที่เพิ่มขึ้น 250pp เป็น 13.3% อัตรากำไรที่เพิ่มขึ้นเป็นผลมาจากการมีส่วน HDI ที่สูงขึ้นมาอยู่ที่ 16% ของยอดขายใน 1Q21F เทียบกับ 12% ใน 1Q20 และผลของการลดต้นทุน

#### COMPANY VALUATION

| Y/E Dec (Bt m)    | 2020A  | 2021F  | 2022F  | 2023F  |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|
| Sales             | 11,527 | 14,941 | 17,099 | 20,458 |
| Net profit        | 1,127  | 2,377  | 3,579  | 5,329  |
| Consensus NP      | —      | 2,046  | 2,675  | 3,379  |
| Diff frm cons (%) | —      | 16.2   | 33.8   | 57.7   |
| Norm profit       | 1,018  | 2,377  | 3,579  | 5,329  |
| Prev. Norm profit | —      | 2,255  | 3,514  | 5,058  |
| Chg frm prev (%)  | —      | 5.4    | 1.8    | 5.4    |
| Norm EPS (Bt)     | 0.9    | 2.0    | 3.0    | 4.5    |
| Norm EPS grw (%)  | 15.6   | 133.5  | 50.5   | 48.9   |
| Norm PE (x)       | 70.4   | 30.2   | 20.0   | 13.4   |
| EV/EBITDA (x)     | 34.0   | 19.7   | 13.9   | 9.8    |
| P/BV (x)          | 6.0    | 5.2    | 4.5    | 3.7    |
| Div yield (%)     | 0.7    | 1.4    | 2.2    | 3.7    |
| ROE (%)           | 8.6    | 18.5   | 24.2   | 30.4   |
| Net D/E (%)       | (0.0)  | 2.8    | (5.8)  | (14.0) |

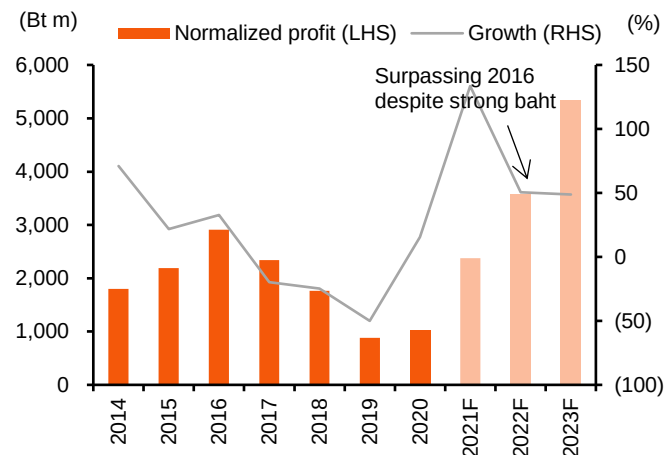
#### PRICE PERFORMANCE



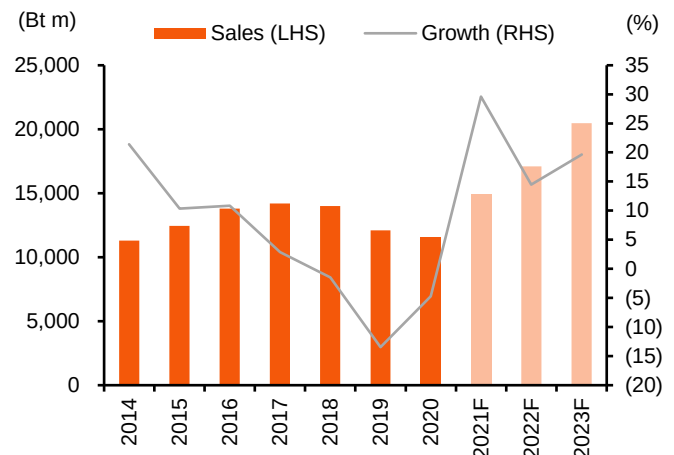
#### COMPANY INFORMATION

|                                                        |                        |
|--------------------------------------------------------|------------------------|
| Price: (Bt) as of 13-May-21                            | 60.75                  |
| Market Cap (US\$ m)                                    | 2,282.9                |
| Listed Shares (m shares)                               | 1,179.9                |
| Free Float (%)                                         | 58.0                   |
| Avg. Daily Turnover (US\$ m)                           | 26.3                   |
| 12M Price H/L (Bt)                                     | 63.00/16.10            |
| Sector                                                 | Electronics            |
| Major Shareholder                                      | Ongkosit Family 25.65% |
| Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates |                        |

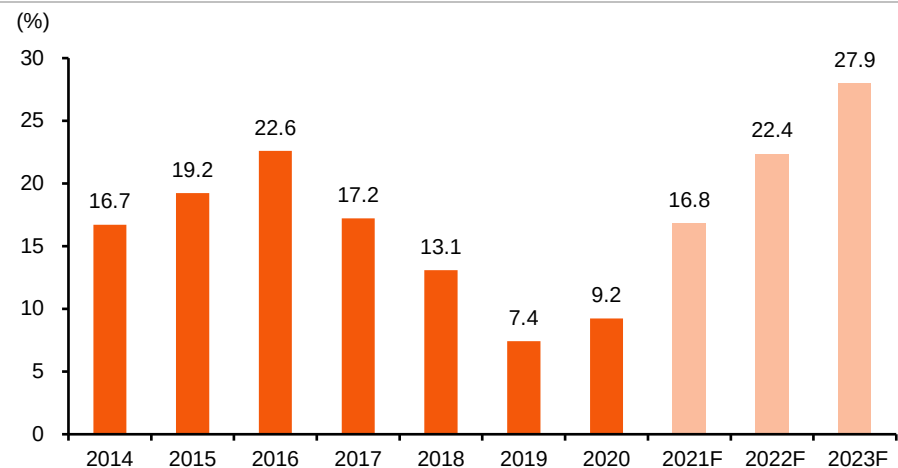
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

**Ex 1: Strong EPS Growth Supported By...**

Sources: Company data; Thanachart estimates

**Ex 2: ...Revenue Growth...**

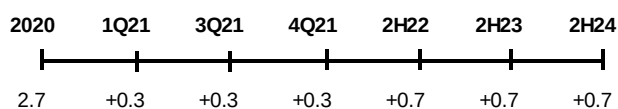
Sources: Company data; Thanachart estimates

**Ex 3: ...And EBIT Margin Expansion**

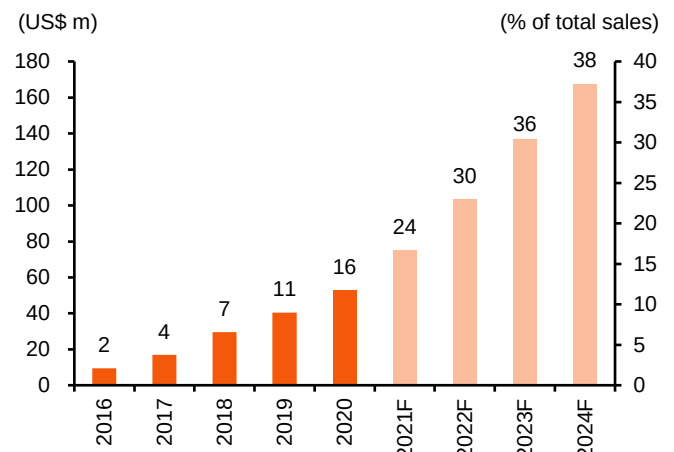
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 4: Capacity Expansion Timeline**

Million sq ft per month



Sources: Company data; Thanachart estimates

**Ex 5: Growing HDI Proportion**

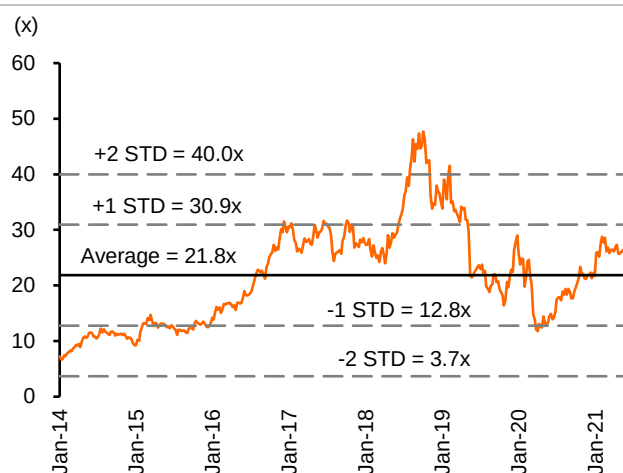
Sources: Company data; Thanachart estimates

## Ex 6: Copper Price



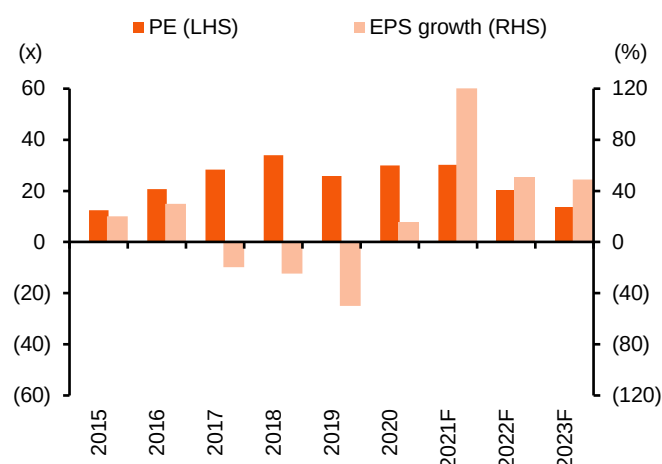
Sources: Company data, Thanachart estimates

## Ex 7: Historical PE



Sources: Company data; Thanachart estimates

## Ex 8: PE Vs. Growth



Sources: Company data; Thanachart estimates

**Ex 9: Assumption Revision**

|                                 | 2020   | 2021F  | 2022F  | 2023F  |
|---------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Sales (US\$ m)</b>           |        |        |        |        |
| New                             | 372    | 500    | 584    | 705    |
| Old                             |        | 481    | 578    | 697    |
| Change (%)                      |        | 3.9    | 0.9    | 1.2    |
| <b>Bt/US\$</b>                  |        |        |        |        |
| New                             | 31.3   | 29.9   | 29.3   | 29.0   |
| Old                             |        | 29.7   | 29.3   | 29.0   |
| <b>Sales (Bt m)</b>             |        |        |        |        |
| New                             | 11,527 | 14,941 | 17,099 | 20,458 |
| Old                             |        | 14,289 | 16,948 | 20,214 |
| Change (%)                      |        | 4.6    | 0.9    | 1.2    |
| <b>Gross margin (%)</b>         |        |        |        |        |
| New                             | 21.8   | 28.3   | 32.9   | 37.2   |
| Old                             |        | 28.1   | 32.5   | 36.1   |
| Change (pp)                     |        | 0.2    | 0.4    | 1.1    |
| <b>SG&amp;A/sales (%)</b>       |        |        |        |        |
| New                             | 12.6   | 11.5   | 10.5   | 9.2    |
| Old                             |        | 11.5   | 10.4   | 9.3    |
| Change (pp)                     |        | (0.0)  | 0.1    | (0.1)  |
| <b>Normalized profit (Bt m)</b> |        |        |        |        |
| New                             | 1,018  | 2,377  | 3,579  | 5,329  |
| Old                             |        | 2,255  | 3,514  | 5,058  |
| Change (%)                      |        | 5.4    | 1.8    | 5.4    |

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year of 2021F

| (Bt m)                             | 2021F  | 2022F | 2023F | 2024F | 2025F | 2026F  | 2027F  | 2028F  | 2029F  | 2030F  | 2031F  | Terminal Value |
|------------------------------------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------------|
| EBITDA                             | 3,653  | 5,074 | 7,067 | 8,495 | 9,937 | 11,237 | 12,360 | 13,537 | 14,773 | 15,988 | 17,408 | —              |
| Free cash flow                     | 516    | 2,681 | 4,026 | 5,597 | 7,778 | 8,951  | 10,074 | 11,105 | 12,186 | 13,294 | 14,479 | 154,712        |
| PV of free cash flow               | 515    | 2,182 | 2,955 | 3,705 | 4,644 | 4,693  | 4,744  | 4,695  | 4,626  | 4,532  | 4,432  | 40,313         |
| Risk-free rate (%)                 | 2.5    |       |       |       |       |        |        |        |        |        |        |                |
| Market risk premium (%)            | 8.0    |       |       |       |       |        |        |        |        |        |        |                |
| Beta                               | 1.2    |       |       |       |       |        |        |        |        |        |        |                |
| WACC (%)                           | 10.9   |       |       |       |       |        |        |        |        |        |        |                |
| Terminal growth (%)                | 2.0    |       |       |       |       |        |        |        |        |        |        |                |
| Enterprise value - add investments | 85,414 |       |       |       |       |        |        |        |        |        |        |                |
| Net debt (2020)                    | 383    |       |       |       |       |        |        |        |        |        |        |                |
| Minority interest                  | 57     |       |       |       |       |        |        |        |        |        |        |                |
| Equity value                       | 84,974 |       |       |       |       |        |        |        |        |        |        |                |
| # of shares (m) *                  | 1,180  |       |       |       |       |        |        |        |        |        |        |                |
| Target price/share (Bt)            | 72     |       |       |       |       |        |        |        |        |        |        |                |

Sources: Company data, Thanachart estimates  
Note: \* We assume full dilution impact from outstanding ESOP shares

Valuation Comparison

Ex 11: Valuation Comparison With Regional Peers

| Name                   | BBG code | Country  | EPS growth |       | — PE — |      | — P/BV — |      | EV/EBITDA |      | — Div. yield — |     |
|------------------------|----------|----------|------------|-------|--------|------|----------|------|-----------|------|----------------|-----|
|                        |          |          | 21F        | 22F   | 21F    | 22F  | 21F      | 22F  | 21F       | 22F  | 21F            | 22F |
|                        |          |          | (%)        | (%)   | (x)    | (x)  | (x)      | (x)  | (%)       | (%)  | (%)            | (%) |
| TTM Technologies Inc   | TTMI US  | USA      | 12.6       | 18.2  | 11.9   | 10.1 | 1.0      | 0.9  | 7.0       | 6.4  | na             | na  |
| Chin-Poon Industrial   | 2355 TT  | Taiwan   | na         | 19.4  | 22.6   | 18.9 | 0.7      | 0.6  | 5.3       | 4.4  | 2.2            | 3.2 |
| Tripod Technology Corp | 3044 TT  | Taiwan   | 6.7        | 10.6  | 9.9    | 9.0  | 1.6      | 1.5  | 4.8       | 4.3  | 6.4            | 7.2 |
| CMK Corp               | 6958 JP  | Japan    | na         | 109.2 | 27.6   | 13.2 | 0.5      | 0.5  | 5.6       | 4.4  | 1.5            | 1.9 |
| Meiko Electronics      | 6787 JP  | Japan    | (5.2)      | 12.5  | 15.9   | 14.1 | 1.8      | 1.7  | 8.9       | 8.0  | 0.9            | 1.0 |
| Delta Electronics      | DELTA TB | Thailand | 13.8       | 19.6  | 70.6   | 59.4 | 14.4     | 12.9 | 56.3      | 47.5 | 0.8            | 1.0 |
| SVI Pcl                | SVI TB   | Thailand | (21.8)     | 19.3  | 19.0   | 15.9 | 2.5      | 2.2  | 12.0      | 10.7 | 1.8            | 2.2 |
| Hana Microelectronics  | HANA TB* | Thailand | 2.0        | 12.9  | 23.3   | 20.6 | 1.9      | 1.9  | 12.7      | 11.2 | 2.5            | 2.8 |
| KCE Electronics        | KCE TB*  | Thailand | 133.5      | 50.5  | 30.2   | 20.0 | 5.2      | 4.5  | 19.7      | 13.9 | 1.4            | 2.2 |
| Average                |          |          | 20.2       | 30.2  | 25.7   | 20.1 | 3.3      | 3.0  | 14.7      | 12.3 | 2.2            | 2.7 |

Source: Bloomberg  
Note: \*Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS  
Based on 13-May-2021 closing prices

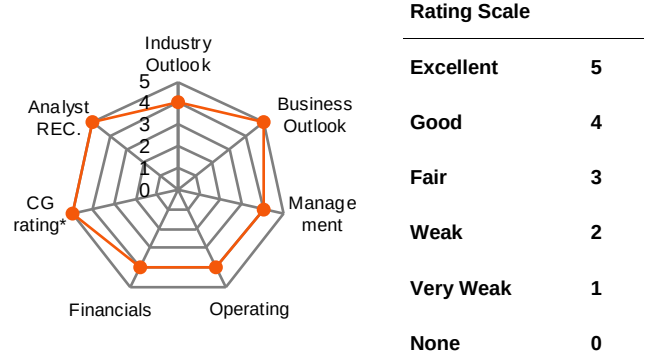
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

บริษัท เคซีอี อิเล็คทรอนิกส์ จำกัด (มหาชน) และบริษัทย่อยประกอบธุรกิจผลิตและส่งออกแผ่นพิมพ์วงจรไฟฟ้า (PCB) ชนิดสองหน้า และชนิดหลายชั้นภายใต้เครื่องหมายการค้า KCE บริษัทมีฐานการผลิต 5 โรงงาน โดยมีโรงงานทำ PCB 3 แห่ง โรงงานทำลามิเนต 1 แห่ง และโรงงานทำเคมีอีก 1 แห่ง ซึ่งตั้งอยู่ใน 4 พื้นที่ในประเทศไทย KCE เป็นหนึ่งในผู้ผลิตแผ่นพิมพ์วงจรไฟฟ้าที่ใหญ่ที่สุดในกลุ่มอุตสาหกรรมยานยนต์ ซึ่งคิดเป็นกว่า 70% ของยอดขายทั้งหมดของบริษัท

Source: Thanachart

## COMPANY RATING



Source: Thanachart; \*CG Rating

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

## S — Strength

- มียอดขายจากกลุ่มอุตสาหกรรมยานยนต์ที่ค่อนข้างแน่นอนอยู่มาก
- ดำเนินธุรกิจตั้งแต่ต้นน้ำถึงปลายน้ำซึ่งสอดคล้องกันอย่างชัดเจน
- เป็นผู้ผลิต PCB สำหรับยานยนต์ที่มีต้นทุนต่ำที่สุด

## O — Opportunity

- โอกาสเพิ่มส่วนแบ่งทางการตลาดในตลาดประเทศญี่ปุ่น
- แนวโน้มการเติบโตในอุตสาหกรรมอิเล็กทรอนิกส์ยานยนต์ยังสดใส
- การขยายตัวไปยังอุตสาหกรรมอื่น เช่น สินค้าเพื่ออุตสาหกรรม และสินค้าอุปโภคบริโภค high-end

## W — Weakness

- เป็นธุรกิจที่ใช้เงินลงทุนสูง โดยเฉพาะการซื้อเครื่องจักรการผลิต
- รายได้ยังคงกระจุกตัวอยู่มากในลูกค้ารายใหญ่น้อยราย

## T — Threat

- เหตุการณ์ภายนอกที่เหนือความคาดหมาย เช่น น้ำท่วมสถานการณ์การเมือง อาจส่งผลกระทบต่อการทำงาน
- ความล่าช้าของการขยายโรงงาน อาจส่งผลเสียต่อการรับรองปริมาณและคุณภาพการผลิตให้แก่ลูกค้า

## CONSENSUS COMPARISON

|                       | Consensus | Thanachart | Diff    |
|-----------------------|-----------|------------|---------|
| Target price (Bt)     | 64.52     | 72.00      | 12%     |
| Net profit 21F (Bt m) | 2,046     | 2,377      | 16%     |
| Net profit 22F (Bt m) | 2,675     | 3,579      | 34%     |
| Consensus REC         | BUY: 10   | HOLD: 1    | SELL: 3 |

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2021-22F ของเราสูงกว่า Bloomberg consensus ซึ่งเราคาดว่าจะเกินเพราะเรามองที่แนวโน้มมากขึ้นจากการฟื้นตัวของตลาดยานยนต์โลก และส่วนแบ่งตลาดของ KCE ที่เพิ่มขึ้นในระยะยาว

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การฟื้นตัวที่ช้ากว่าคาดของตลาดรถยนต์โลกเป็นความเสี่ยงที่สำคัญต่อประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายของเรา
- ราคาวัตถุดิบที่เกี่ยวข้องกับราคาทองแดงหากเพิ่มขึ้นอย่างมากจะเป็นความเสี่ยงอีกประการหนึ่งต่อประมาณการ
- ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนที่รุนแรง เช่น เงินบาทที่แข็งค่าขึ้นอย่างมากเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

## INCOME STATEMENT

| FY ending Dec (Bt m)              | 2019A        | 2020A        | 2021F        | 2022F        | 2023F        |
|-----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Sales                             | 12,097       | 11,527       | 14,941       | 17,099       | 20,458       |
| Cost of sales                     | 9,644        | 9,015        | 10,706       | 11,476       | 12,858       |
| <b>Gross profit</b>               | <b>2,454</b> | <b>2,512</b> | <b>4,235</b> | <b>5,624</b> | <b>7,600</b> |
| % gross margin                    | 20.3%        | 21.8%        | 28.3%        | 32.9%        | 37.2%        |
| Selling & administration expenses | 1,555        | 1,449        | 1,719        | 1,798        | 1,884        |
| <b>Operating profit</b>           | <b>898</b>   | <b>1,063</b> | <b>2,516</b> | <b>3,825</b> | <b>5,717</b> |
| % operating margin                | 7.4%         | 9.2%         | 16.8%        | 22.4%        | 27.9%        |
| Depreciation & amortization       | 1,015        | 1,048        | 1,138        | 1,251        | 1,354        |
| <b>EBITDA</b>                     | <b>1,913</b> | <b>2,111</b> | <b>3,654</b> | <b>5,076</b> | <b>7,071</b> |
| % EBITDA margin                   | 15.8%        | 18.3%        | 24.5%        | 29.7%        | 34.6%        |
| Non-operating income              | 92           | 106          | 100          | 102          | 104          |
| Non-operating expenses            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Interest expense                  | (61)         | (57)         | (70)         | (74)         | (43)         |
| <b>Pre-tax profit</b>             | <b>929</b>   | <b>1,111</b> | <b>2,546</b> | <b>3,854</b> | <b>5,778</b> |
| Income tax                        | 52           | 87           | 174          | 280          | 453          |
| <b>After-tax profit</b>           | <b>877</b>   | <b>1,024</b> | <b>2,372</b> | <b>3,574</b> | <b>5,325</b> |
| % net margin                      | 7.2%         | 8.9%         | 15.9%        | 20.9%        | 26.0%        |
| Shares in affiliates' Earnings    | 19           | 10           | 10           | 11           | 11           |
| Minority interests                | (15)         | (16)         | (5)          | (6)          | (7)          |
| Extraordinary items               | 53           | 109          | 0            | 0            | 0            |
| <b>NET PROFIT</b>                 | <b>934</b>   | <b>1,127</b> | <b>2,377</b> | <b>3,579</b> | <b>5,329</b> |
| <b>Normalized profit</b>          | <b>881</b>   | <b>1,018</b> | <b>2,377</b> | <b>3,579</b> | <b>5,329</b> |
| EPS (Bt)                          | 0.8          | 1.0          | 2.0          | 3.0          | 4.5          |
| Normalized EPS (Bt)               | 0.7          | 0.9          | 2.0          | 3.0          | 4.5          |

*With multiple turnaround factors, we expect strong earnings growth*

## BALANCE SHEET

| FY ending Dec (Bt m)            | 2019A         | 2020A         | 2021F         | 2022F         | 2023F         |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>ASSETS:</b>                  |               |               |               |               |               |
| Current assets:                 | 6,719         | 8,185         | 9,783         | 10,955        | 12,479        |
| Cash & cash equivalent          | 957           | 2,347         | 2,500         | 3,000         | 3,200         |
| Account receivables             | 2,973         | 3,174         | 4,115         | 4,709         | 5,634         |
| Inventories                     | 2,701         | 2,594         | 3,080         | 3,144         | 3,523         |
| Others                          | 88            | 69            | 89            | 102           | 122           |
| Investments & loans             | 199           | 187           | 187           | 187           | 187           |
| Net fixed assets                | 8,839         | 8,107         | 9,011         | 9,472         | 9,833         |
| Other assets                    | 744           | 898           | 1,179         | 1,363         | 1,637         |
| <b>Total assets</b>             | <b>16,501</b> | <b>17,377</b> | <b>20,161</b> | <b>21,977</b> | <b>24,136</b> |
| <b>LIABILITIES:</b>             |               |               |               |               |               |
| Current liabilities:            | 3,651         | 4,216         | 4,960         | 4,653         | 3,971         |
| Account payables                | 2,293         | 2,458         | 2,919         | 3,129         | 3,505         |
| Bank overdraft & ST loans       | 1,067         | 1,283         | 1,577         | 1,137         | 283           |
| Current LT debt                 | 259           | 387           | 392           | 283           | 70            |
| Others current liabilities      | 33            | 88            | 73            | 104           | 112           |
| <b>Total LT debt</b>            | <b>724</b>    | <b>676</b>    | <b>915</b>    | <b>660</b>    | <b>164</b>    |
| Others LT liabilities           | 364           | 423           | 575           | 671           | 809           |
| <b>Total liabilities</b>        | <b>4,739</b>  | <b>5,315</b>  | <b>6,449</b>  | <b>5,983</b>  | <b>4,944</b>  |
| Minority interest               | 50            | 52            | 57            | 63            | 70            |
| Preferreds shares               | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Paid-up capital                 | 586           | 589           | 590           | 590           | 590           |
| Share premium                   | 1,907         | 2,050         | 2,050         | 2,050         | 2,050         |
| Warrants                        | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Surplus                         | (70)          | (64)          | (64)          | (64)          | (64)          |
| <b>Retained earnings</b>        | <b>9,290</b>  | <b>9,434</b>  | <b>11,078</b> | <b>13,353</b> | <b>16,545</b> |
| Shareholders' equity            | 11,712        | 12,010        | 13,654        | 15,930        | 19,122        |
| <b>Liabilities &amp; equity</b> | <b>16,501</b> | <b>17,377</b> | <b>20,161</b> | <b>21,977</b> | <b>24,136</b> |

Sources: Company data, Thanachart estimates

## CASH FLOW STATEMENT

*Healthy cash flow  
streams, on our forecasts*

| FY ending Dec (Bt m)              | 2019A          | 2020A        | 2021F          | 2022F          | 2023F          |
|-----------------------------------|----------------|--------------|----------------|----------------|----------------|
| Earnings before tax               | 929            | 1,111        | 2,546          | 3,854          | 5,778          |
| Tax paid                          | (48)           | (32)         | (185)          | (249)          | (445)          |
| Depreciation & amortization       | 1,015          | 1,048        | 1,138          | 1,251          | 1,354          |
| Chg In working capital            | 288            | 70           | (965)          | (449)          | (927)          |
| Chg In other CA & CL / minorities | (42)           | 21           | (14)           | (2)            | (8)            |
| <b>Cash flow from operations</b>  | <b>2,142</b>   | <b>2,218</b> | <b>2,520</b>   | <b>4,406</b>   | <b>5,752</b>   |
| Capex                             | (453)          | (277)        | (2,000)        | (1,667)        | (1,667)        |
| Right of use                      | 0              | (13)         | (20)           | (20)           | (20)           |
| ST loans & investments            | 0              | 0            | 0              | 0              | 0              |
| LT loans & investments            | 6              | 12           | 0              | 0              | 0              |
| Adj for asset revaluation         | 0              | 0            | 0              | 0              | 0              |
| Chg In other assets & liabilities | (58)           | (125)        | (151)          | (113)          | (164)          |
| <b>Cash flow from investments</b> | <b>(505)</b>   | <b>(404)</b> | <b>(2,171)</b> | <b>(1,799)</b> | <b>(1,851)</b> |
| Debt financing                    | (889)          | 405          | 537            | (803)          | (1,563)        |
| Capital increase                  | 0              | 146          | 1              | 0              | 0              |
| Dividends paid                    | (1,136)        | (952)        | (734)          | (1,303)        | (2,138)        |
| Warrants & other surplus          | (37)           | (24)         | 0              | 0              | 0              |
| <b>Cash flow from financing</b>   | <b>(2,062)</b> | <b>(424)</b> | <b>(196)</b>   | <b>(2,107)</b> | <b>(3,701)</b> |
| <b>Free cash flow</b>             | <b>1,689</b>   | <b>1,941</b> | <b>520</b>     | <b>2,739</b>   | <b>4,085</b>   |

## VALUATION

| FY ending Dec                       | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F | 2023F |
|-------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Normalized PE (x)                   | 81.4  | 70.4  | 30.2  | 20.0  | 13.4  |
| Normalized PE - at target price (x) | 96.4  | 83.4  | 35.7  | 23.7  | 15.9  |
| PE (x)                              | 76.7  | 63.6  | 30.2  | 20.0  | 13.4  |
| PE - at target price (x)            | 90.9  | 75.4  | 35.7  | 23.7  | 15.9  |
| EV/EBITDA (x)                       | 38.0  | 34.0  | 19.7  | 13.9  | 9.8   |
| EV/EBITDA - at target price (x)     | 45.0  | 40.2  | 23.4  | 16.6  | 11.6  |
| P/BV (x)                            | 6.1   | 6.0   | 5.2   | 4.5   | 3.7   |
| P/BV - at target price (x)          | 7.3   | 7.1   | 6.2   | 5.3   | 4.4   |
| P/CFO (x)                           | 33.5  | 32.3  | 28.4  | 16.3  | 12.5  |
| Price/sales (x)                     | 5.9   | 6.2   | 4.8   | 4.2   | 3.5   |
| Dividend yield (%)                  | 1.3   | 0.7   | 1.4   | 2.2   | 3.7   |
| FCF Yield (%)                       | 2.4   | 2.7   | 0.7   | 3.8   | 5.7   |
| <b>(Bt)</b>                         |       |       |       |       |       |
| Normalized EPS                      | 0.7   | 0.9   | 2.0   | 3.0   | 4.5   |
| EPS                                 | 0.8   | 1.0   | 2.0   | 3.0   | 4.5   |
| DPS                                 | 0.8   | 0.4   | 0.8   | 1.4   | 2.3   |
| BV/share                            | 9.9   | 10.2  | 11.6  | 13.5  | 16.2  |
| CFO/share                           | 1.8   | 1.9   | 2.1   | 3.7   | 4.9   |
| FCF/share                           | 1.4   | 1.6   | 0.4   | 2.3   | 3.5   |

Sources: Company data, Thanachart estimates



## FINANCIAL RATIOS

| FY ending Dec                    | 2019A  | 2020A  | 2021F  | 2022F  | 2023F  |
|----------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Growth Rate</b>               |        |        |        |        |        |
| Sales (%)                        | (13.5) | (4.7)  | 29.6   | 14.4   | 19.6   |
| Net profit (%)                   | (53.6) | 20.6   | 111.0  | 50.5   | 48.9   |
| EPS (%)                          | (53.6) | 20.6   | 111.0  | 50.5   | 48.9   |
| Normalized profit (%)            | (50.0) | 15.6   | 133.5  | 50.5   | 48.9   |
| Normalized EPS (%)               | (50.0) | 15.6   | 133.5  | 50.5   | 48.9   |
| Dividend payout ratio (%)        | 96.3   | 41.9   | 41.9   | 45.0   | 50.0   |
| <b>Operating performance</b>     |        |        |        |        |        |
| Gross margin (%)                 | 20.3   | 21.8   | 28.3   | 32.9   | 37.2   |
| Operating margin (%)             | 7.4    | 9.2    | 16.8   | 22.4   | 27.9   |
| EBITDA margin (%)                | 15.8   | 18.3   | 24.5   | 29.7   | 34.6   |
| Net margin (%)                   | 7.2    | 8.9    | 15.9   | 20.9   | 26.0   |
| D/E (incl. minor) (x)            | 0.2    | 0.2    | 0.2    | 0.1    | 0.0    |
| Net D/E (incl. minor) (x)        | 0.1    | (0.0)  | 0.0    | (0.1)  | (0.1)  |
| Interest coverage - EBIT (x)     | 14.7   | 18.5   | 35.8   | 51.9   | 132.9  |
| Interest coverage - EBITDA (x)   | 31.3   | 36.7   | 52.0   | 68.9   | 164.3  |
| ROA - using norm profit (%)      | 5.1    | 6.0    | 12.7   | 17.0   | 23.1   |
| ROE - using norm profit (%)      | 7.4    | 8.6    | 18.5   | 24.2   | 30.4   |
| <b>DuPont</b>                    |        |        |        |        |        |
| ROE - using after tax profit (%) | 7.4    | 8.6    | 18.5   | 24.2   | 30.4   |
| - asset turnover (x)             | 0.7    | 0.7    | 0.8    | 0.8    | 0.9    |
| - operating margin (%)           | 8.2    | 10.1   | 17.5   | 23.0   | 28.5   |
| - leverage (x)                   | 1.5    | 1.4    | 1.5    | 1.4    | 1.3    |
| - interest burden (%)            | 93.8   | 95.1   | 97.3   | 98.1   | 99.3   |
| - tax burden (%)                 | 94.4   | 92.2   | 93.2   | 92.7   | 92.2   |
| WACC (%)                         | 10.9   | 10.9   | 10.9   | 10.9   | 10.9   |
| ROIC (%)                         | 6.2    | 7.7    | 19.5   | 25.3   | 35.1   |
| NOPAT (Bt m)                     | 848    | 980    | 2,344  | 3,548  | 5,268  |
| invested capital (Bt m)          | 12,805 | 12,009 | 14,037 | 15,010 | 16,439 |

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขาย หรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัท ก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

### Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

### Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 64 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVA16C2105A, ADVA16C2107A, AEON16C2108A, AEON16C2105A, AOT16C2106A, BAM16C2107A, BANP16C2107A, BBL16C2106A, BDMS16C2107A, BGR16C2105A, BPP16C2106A, CBG16C2109A, CBG16C2108A, COM716C2107A, CPAL16C2106A, CPF16C2108A, CPF16C2107A, DELT16C2108A, EA16C2108A, EA16C2107A, GLOB16C2105A, GPSC16C2109A, GPSC16C2106A, GULF16C2107A, GUNK16C2108A, HANA16C2107A, IRPC16C2108A, IRPC16C2105A, IVL16C2107A, KBAN16C2108A, KBAN16C2107A, KCE16C2109A, KCE16C2106A, KKP16C2105A, KTC16C2105A, KTC16C2106A, MINT16C2107A, MTC16C2108A, OR16C2108A, OR16C2106A, OR16C2107A, PRM16C2105A, PTG16C2105A, PTG16C2107A, PTT16C2109A, PTT16C2105A, PTTE16C2105A, PTTG16C2108A, RS16C2108A, S5016P2109A, S5016C2109A, S5016C2106B, S5016P2106C, S5016C2106A, S5016P2106A, S5016P2106B, SAWA16C2105A, SAWA16C2107A, SCB16C2106A, SCGP16C2107A, STA16C2107A, TASC16C2107A, TISC16C2105A, TQM16C2108A (underlying securities are ADVANC, AEONTS, AOT, BAM, BANPU, BBL, BDMS, BGRIM, BPP, CBG, COM7, CPALL, CPF, DELTA, EA, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IRPC, IVL, KBANK, KCE, KKP, KTC, MINT, MTC, OR, PRM, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RS, SAWAD, SCB, SCGP, STA, SET50, TASCO, TISCO, TQM). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทย จำกัด (มหาชน) (TMB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TMB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรสมิลล์ แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หม่อศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอศิณี ไตรลจะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS

หมายเหตุ: \*\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลีโควิเปมเพท จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีโควิเปมเพท จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: \*\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566" ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

## Thanachart Research Team

### หัวหน้าฝ่าย

พิมพ์ผกา นิการกุล, CFA

Tel: 662-779-9199

pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

### อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติมน้ำมัน

พัทธดนย์ บุญนาค

Tel: 662-483-8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

### ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน

สรชดา สรทรง

Tel: 662-779-9106

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พัฒนทรัพย์กุล, CFA

Tel: 662-779-9120

adisak.phu@thanachartsec.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล

Tel: 662-483-8304

thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

### พลังงาน, ปิโตรเคมี, กระดาษ

จักร เรืองสินัญญา

Tel: 662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

### อสังหาริมทรัพย์, พาณิชยกรรม

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์

Tel: 662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

### ขนส่ง, รับเหมา

ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์

Tel: 662-779-9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ

Tel: 662-779-9105

pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัศมีพัฒน์

Tel: 662-483-8303

sittichet.run@thanachartsec.co.th

### สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์

Tel: 662-483-8296

nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

### ยานยนต์, สินค้า, Property Fund, REITs, บ้านเช่า

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ

Tel: 662-483-8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

### Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุณทัย

Tel: 662-779-9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ธรรมบำรุง

Tel: 662-779-9123

witchanan.tam@thanachartsec.co.th

### นักวิเคราะห์, แปล

ลาภินี ทิพย์มณฑล

Tel: 662-779-9115

lapinee.dib@thanachartsec.co.th

## Data Support Team

### มณฤดี เพชรแสงใสกุล

Tel: 662-779-9108

monrudee.pet@thanachartsec.co.th

### เกษมรัตน์ จิตกุลศล

Tel: 662-779-9118

kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

### วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

Tel: 662-779-9114

varathip.run@thanachartsec.co.th

### สุนทร รักษาวัตร

Tel: 662-779-9117

sunet.rak@thanachartsec.co.th

### สุกษสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราชญ์

Tel: 662-779-9116

suksawat.lim@thanachartsec.co.th

### สุจินตนา สดภาพร

Tel: 662-779-9198

sujintana.sth@thanachartsec.co.th

## Thanachart Securities Pcl.

Research Team

19 Floor, MBK Tower

444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330

Tel: 662 -779-9119

Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th