

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 95.00

(From: Bt 83.00)

Upside : 15.9%

12 AUGUST 2021

Small Cap Research

KCE Electronics Pcl (KCE TB)

อุตสาหกรรมยังคงเติบโตต่อเนื่อง

KCE รายงานผลการดำเนินงาน 2Q21 แข็งแกร่งมาก แม้มีผลกระทบของโควิดที่โรงงานแห่งหนึ่งของบริษัทฯ ขณะที่อุตสาหกรรมยังคงเติบโตต่อเนื่อง KCE มีกำลังการผลิตเพิ่มที่จะรองรับการเติบโตนี้ เราคาดว่ากำไร 2H21F จะเติบโต 42% จาก 1H21 และปัจจุบันเราเห็นกำไรที่ชัดเจนขึ้นในปี 2023F คงคำแนะนำ "ซื้อ" โดยมีราคาเป้าหมายใหม่ที่ 95 บาท



PATTADOL BUNNAK

662 - 483 8298

Pattadol.bun@thanachartsec.co.th

ผลการดำเนินงาน 2Q21 แข็งแกร่งอย่างมาก

KCE รายงานกำไรปกติ 2Q21 ที่ 559 ลบ. เทียบกับมีกำไรเพียง 73 ลบ. ในช่วงล็อกดาวน์ทั่วโลกใน 2Q20 และเพิ่มขึ้น 30% q-q กำไร 2Q21 สูงกว่าช่วงก่อนเกิดโควิดใน 2Q19 ถึง 177% ผลการดำเนินงานแข็งแกร่ง แม้จะมีการปิดโรงงานที่อยู่ระยะเป็นเวลา 13 วัน ซึ่งคิดเป็น 40% ของกำลังการผลิตทั้งหมด เนื่องจากมีผลกระทบของโควิดที่นั่น การปิดโรงงานเป็นสาเหตุที่ทำให้ยอดขายในสกุลดอลลาร์ทรงตัว q-q ที่ US\$113m นอกจากการปิดโรงงานชั่วคราวแล้ว KCE ยังดำเนินการเพิ่มอัตราในไตรมาสที่ปัจจุบันผลก้นหลัก ได้แก่ อัตรากำไรขั้นต้นที่เพิ่มขึ้นจากราคาสินค้าที่สูงขึ้น อัตราการดำเนินงานที่สูง และเงินบาทที่อ่อนค่า

คาดการณ์กำไรเติบโตอีก 42% h-h ใน 2H21F

ในขณะที่อุตสาหกรรมยังคงเติบโตต่อเนื่อง KCE มีกำลังการผลิตเพิ่มที่จะรองรับสิ่งนี้ บริษัท มีแผนเพิ่มกำลังการผลิต 33% ในปี 2021F โดยส่วนใหญ่เป็นการขยายจากโรงงานที่มีอยู่ นอกจากนี้ KCE ยังกำลังสร้างโรงงานแห่งใหม่ทั้งหมด 3 เฟส กำลังการผลิตรวม 2.1 ล้านตารางฟุต (+58% จากปี 2021 กำลังการผลิต 3.6 ล้านตารางฟุต) โดยมีกำหนดเปิดดำเนินการเป็นระยะตั้งแต่ไตรมาสสุดท้ายของปี 2022 ถึง 2024 Exhibit 8 แสดงกำหนดการสำหรับกำลังการผลิตใหม่ เฉพาะใน 2H21 KCE มีเป้าหมายที่จะเพิ่มกำลังการผลิตที่โรงงานที่มีอยู่ขึ้น 20% จาก 1H21 ขณะที่เรคาดว่ากำไรจะเพิ่มขึ้น 42% h-h เรคาดว่ากำไรจะเติบโตอีก 59% ในปี 2022F จากผลกระทบอย่างเต็มที่ของการเพิ่มขึ้นของกำลังการผลิตในปีที่แล้ว และจากกำลังการผลิตเฟสแรกของโรงงานแห่งใหม่

PCB ที่ใช้ในอุตสาหกรรมยานยนต์แข็งแกร่งต่อเนื่อง

อุตสาหกรรม PCB ที่ใช้ในอุตสาหกรรมยานยนต์ของโลกเติบโตแข็งแกร่ง โดยได้แรงหนุนจากการฟื้นตัวของอุปสงค์ทั่วโลกจากการกลับมาเปิดประเทศ ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ในรถยนต์ที่เพิ่มขึ้น และความต้องการผลิตภัณฑ์ PCB ระดับไฮเอนด์ที่เพิ่มขึ้น ยอดขายรถยนต์ทั่วโลกเติบโต 17% y-y ใน 1H21 เทียบกับเซมิคอนดักเตอร์ที่เติบโต 33% เนื่องจากเรคาดว่าสถานการณ์การขาดแคลนชิปจะยังคงอยู่ต่อเนื่องไปในปี 2022F ความต้องการที่ถูกต้องไว้จึงน่าจะยังไม่ถูกปล่อยออกมาทั้งหมด ดังนั้นจึงน่าจะเป็นแรงหนุนให้อุตสาหกรรมเติบโตในปี 2023F เราประมาณการกำไรขึ้น 7-14% จากปี 2023F อุตสาหกรรมที่เติบโตแข็งแกร่งมากจนกำลังการผลิตของ KCE ถูกจองเต็มต่อเนื่องไปยัง 1Q22F

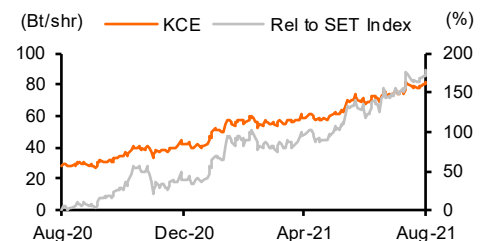
Consensus น่าจะปรับคาดการณ์ขึ้น

จากผลการดำเนินงาน 2Q21 ที่แข็งแกร่ง เราจึงปรับประมาณการกำไรขึ้น 4-5% ในปี 2021-22F อย่างไรก็ตาม เรคาดว่าโบรกเกอร์รายอื่นน่าจะต้องปรับเพิ่มคาดการณ์ขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจาก consensus ยังคงต่ำกว่าคาดการณ์ของเราสำหรับปี 2021-22F 4/26% เมื่อรวมกับการปรับเพิ่มประมาณการกำไร 7-14% จากปี 2023F ราคาเป้าหมายปีฐาน 2022F ของเรจึงถูกปรับขึ้นเป็น 95 บาท/หุ้น (จาก 83 บาท) เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" KCE

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	11,527	14,921	17,798	20,775
Net profit	1,127	2,376	3,781	5,879
Consensus NP	—	2,293	2,994	4,025
Diff frm cons (%)	—	3.6	26.3	46.1
Norm profit	1,018	2,376	3,781	5,879
Prev. Norm profit	—	2,287	3,600	5,474
Chg frm prev (%)	—	3.9	5.0	7.4
Norm EPS (Bt)	0.9	2.0	3.2	5.0
Norm EPS grw (%)	15.6	133.3	59.1	55.5
Norm PE (x)	95.0	40.7	25.6	16.5
EV/EBITDA (x)	45.8	26.7	18.3	12.4
P/BV (x)	8.1	7.3	6.5	5.5
Div yield (%)	0.5	1.7	2.7	4.3
ROE (%)	8.6	18.8	26.8	36.3
Net D/E (%)	(0.0)	5.3	1.9	(5.2)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

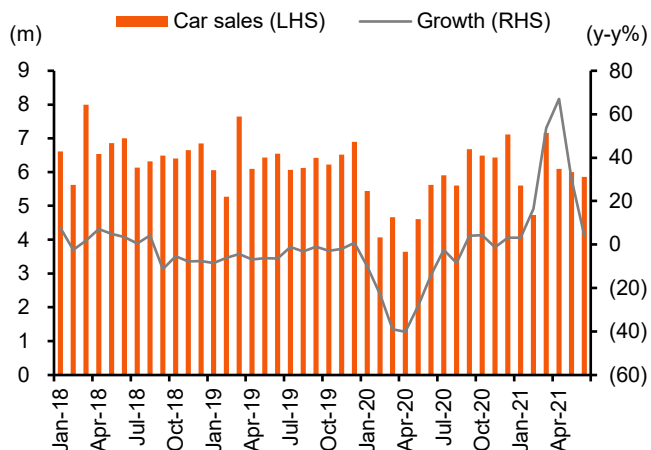
Price: (Bt) as of 11-Aug-21	82.00
Market Cap (US\$ m)	2,904.0
Listed Shares (m shares)	1,181.1
Free Float (%)	58.0
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	38.5
12M Price H/L (Bt)	81.50/27.50
Sector	Electronics
Major Shareholder	Ongkosit Family 25.65%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

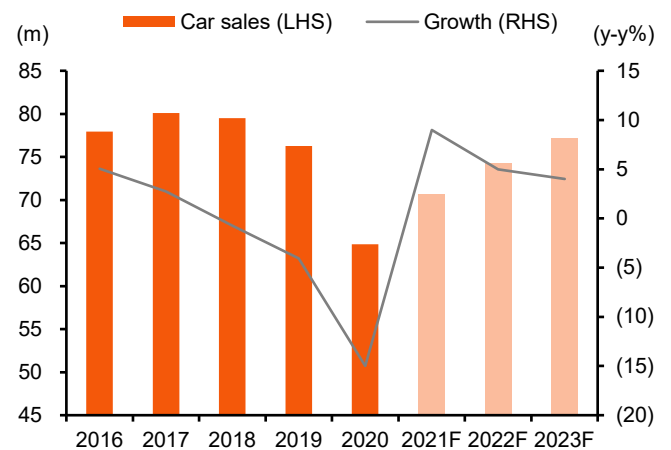
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือชักชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Monthly Global Car Sales



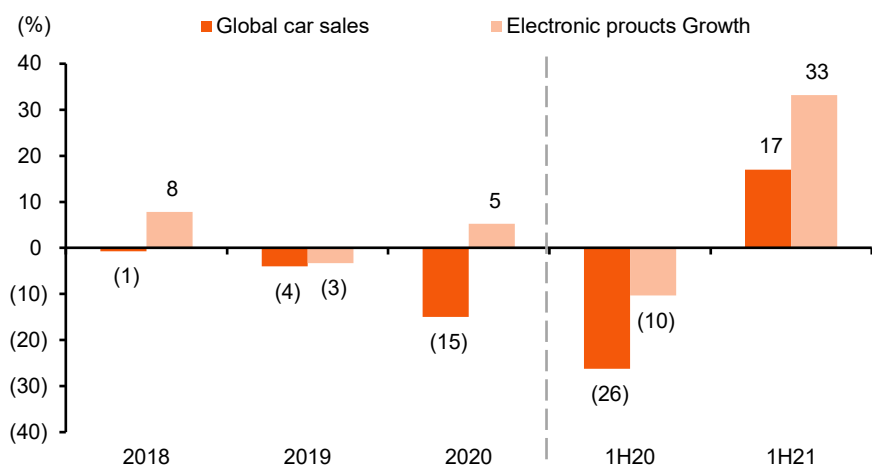
Source: Bloomberg

Ex 2: Annual Global Car Sales



Sources: Bloomberg, S&P Global Ratings

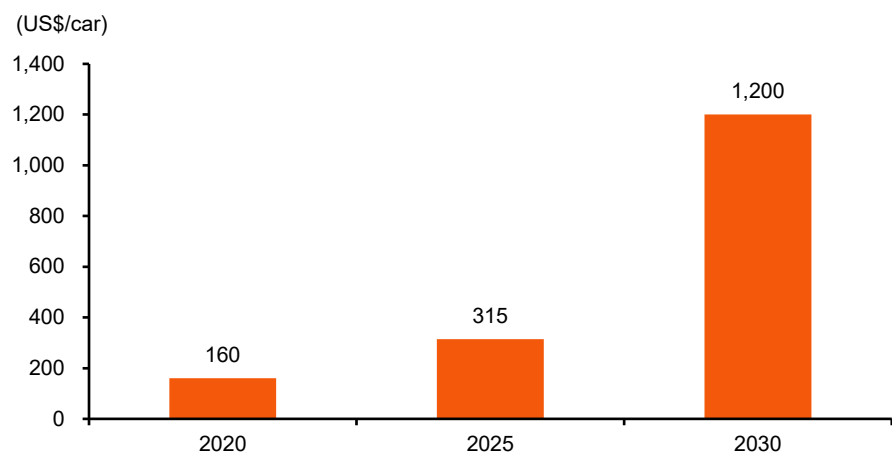
Ex 3: Auto Semiconductor Growth Vs. Global Car Sales



Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

Note: Auto semiconductor information was derived from revenues of the world's five largest auto semiconductor manufacturers with a combined market share of 50%

Ex 4: ADAS Product Value Per Car



Sources: Strategy Analytics; Infineon

Ex 5: Inventory Levels For Cars Makers Remain Moderate

	Inventory Days	
	2Q21	5-year Average
Volkswagen	80.7	83.5
GM	38.9	38.8
Daimler	79.6	79.6
Ford	35.5	29.7
BMW	62.5	66.5
Toyota	41.1	38.1
Honda	53.7	47.3

Source: Bloomberg

Ex 6: Our Key Assumptions

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Year-end capacity (Million sq ft per month)	2.7	2.7	3.6	4.3	5.0
Year-end capacity growth (%)	-	-	33.3	19.4	16.3
Effective capacity growth (Million sq ft per month)	2.7	2.7	3.2	3.8	4.6
Effective capacity growth (%)	-	-	16.7	19.8	22.3
Global car sales growth (%)	(4.0)	(15.0)	10.0	5.0	4.0
US\$ Sales growth (%)	(9.8)	(5.3)	26.9	18.5	19.7
Baht/US\$ assumption	31.0	31.3	31.6	31.8	31.0
Baht sales growth (%)	(13.5)	(4.7)	29.4	19.3	16.7
HDI proportion (%)	11.0	16.0	19.0	27.0	34.0
Gross margin (%)	20.3	21.8	29.2	34.1	40.3
SG&A to sales (%)	12.9	12.6	12.3	11.3	9.7

Sources: Company data, S&P Global Ratings, Thanachart estimates

Ex 7: Earnings Revisions

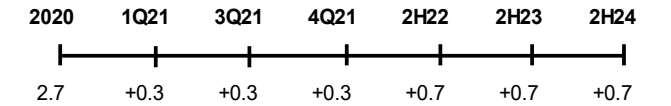
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Sales (US\$ m)					
New	393	372	472	560	670
Old			492	573	687
Change (%)			(4.1)	(2.3)	(2.5)
Bt/US\$					
New	31.1	31.3	31.6	31.8	31.0
Old			31.1	30.6	29.6
Sales (Bt m)					
New	12,097	11,527	14,921	17,798	20,775
Old			15,310	17,533	20,347
Change (%)			(2.5)	1.5	2.1
Gross margin (%)					
New	20.3	21.8	29.2	34.1	40.3
Old			27.9	32.9	37.9
Change (pp)			1.3	1.2	2.5
SG&A/sales (%)					
New	12.9	12.6	12.3	11.3	9.7
Old			12.1	10.9	9.0
Change (pp)			0.2	0.3	0.7
Normalized profit (Bt m)					
New	881	1,018	2,376	3,781	5,879
Old			2,287	3,600	5,474
Change (%)			3.9	5.0	7.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: The downward revisions in US\$ sales were due to lower scrap sales. They generate a low margin; therefore the lower scrap sales were offset by sales of main higher-margin products

Ex 8: Capacity Timeline

Million sq ft per month



Source: Company data

Ex 9: Well-Timed Capacity Cycle

(%)	2021	2022	2023	2024
Year-end capacity growth	33	19	16	14
Effective capacity growth	17	20	21	15
US\$ sales growth	27	19	20	12

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year of 2022F

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal Value
EBITDA	5,314	7,711	9,458	11,235	12,906	13,950	15,020	15,988	17,028	17,893	18,773	—
Free cash flow	2,703	4,725	6,401	9,078	10,576	11,850	12,798	13,717	14,582	15,462	15,570	173,336
PV of free cash flow	2,695	3,894	4,787	6,162	6,371	6,451	6,293	6,095	5,855	5,610	4,859	54,090
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.1											
WACC (%)	10.2											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	113,161											
Net debt (2021F)	710											
Minority interest	57											
Equity value	112,395											
# of shares (m) *	1,180											
Target price/share (Bt)	95											

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 (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (%)	22F (%)	21F (%)	22F (%)
TTM Technologies Inc	TTMI US	USA	16.8	16.2	11.0	9.4	1.0	0.9	6.7	6.2	na	na
Chin-Poon Industrial	2355 TT	Taiwan	651.4	56.6	35.8	22.8	0.8	0.8	7.8	6.6	1.7	2.3
Tripod Technology Corp	3044 TT	Taiwan	3.7	10.2	9.5	8.6	1.5	1.4	4.6	4.1	6.7	7.5
CMK Corp	6958 JP	Japan	na	93.8	20.6	10.6	0.5	0.5	6.4	5.0	1.4	2.3
Meiko Electronics	6787 JP	Japan	66.5	21.3	10.1	8.4	1.6	1.4	7.9	7.1	1.3	1.3
Delta Electronics	DELTA TB	Thailand	1.8	33.2	96.6	70.3	17.5	15.4	74.7	56.0	0.6	0.8
SVI Pcl	SVI TB	Thailand	(13.1)	10.8	18.4	16.6	2.6	2.4	12.4	11.1	2.0	2.2
Hana Microelectronics	HANA TB*	Thailand	2.0	12.9	32.9	29.1	2.7	2.6	20.3	18.4	1.8	2.0
KCE Electronics	KCE TB*	Thailand	133.3	59.1	40.7	25.6	7.3	6.5	26.7	18.3	1.7	2.7
Average			107.8	34.9	30.6	22.4	3.9	3.5	18.6	14.8	2.2	2.6

Source: Bloomberg

Note: *Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 11-Aug-2021 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

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

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Rating Scale

Excellent	5
Good	4
Fair	3
Weak	2
Very Weak	1
None	0

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)	83.25	95.00	14%
Net profit 21F (Bt m)	2,293	2,376	4%
Net profit 22F (Bt m)	2,994	3,781	26%
Consensus REC	BUY: 10	HOLD: 3	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2021-22F และราคาเป้าหมายของเราสูงกว่า Bloomberg consensus ซึ่งเราคาดว่าเป็นเพราะเรามุมมองที่เป็นบวกมากขึ้นจากการฟื้นตัวของตลาดยานยนต์โลก และส่วนแบ่งตลาดของ KCE ที่เพิ่มขึ้นในระยะยาว

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การฟื้นตัวที่ช้ากว่าคาดของตลาดรถยนต์โลกเป็นความเสี่ยงที่สำคัญต่อประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายของเรา
- ราคาวัตถุดิบที่เกี่ยวข้องกับราคาทองแดงหากเพิ่มขึ้นอย่างมากจะเป็นความเสี่ยงอีกประการหนึ่งต่อประมาณการ
- ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนที่รุนแรง เช่น เงินบาทที่แข็งค่าขึ้นอย่างมากเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	12,097	11,527	14,921	17,798	20,775
Cost of sales	9,644	9,015	10,563	11,730	12,397
Gross profit	2,454	2,512	4,357	6,068	8,377
% gross margin	20.3%	21.8%	29.2%	34.1%	40.3%
Selling & administration expenses	1,555	1,449	1,839	2,003	2,017
Operating profit	898	1,063	2,518	4,065	6,360
% operating margin	7.4%	9.2%	16.9%	22.8%	30.6%
Depreciation & amortization	1,015	1,048	1,138	1,251	1,354
EBITDA	1,913	2,111	3,656	5,316	7,714
% EBITDA margin	15.8%	18.3%	24.5%	29.9%	37.1%
Non-operating income	92	106	100	102	104
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(61)	(57)	(75)	(96)	(90)
Pre-tax profit	929	1,111	2,544	4,071	6,374
Income tax	52	87	173	296	500
After-tax profit	877	1,024	2,370	3,776	5,874
% net margin	7.2%	8.9%	15.9%	21.2%	28.3%
Shares in affiliates' Earnings	19	10	10	11	11
Minority interests	(15)	(16)	(5)	(6)	(7)
Extraordinary items	53	109	0	0	0
NET PROFIT	934	1,127	2,376	3,781	5,879
Normalized profit	881	1,018	2,376	3,781	5,879
EPS (Bt)	0.8	1.0	2.0	3.2	5.0
Normalized EPS (Bt)	0.7	0.9	2.0	3.2	5.0

With multiple turnaround factors, we expect strong earnings growth

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	6,719	8,185	9,737	11,221	12,441
Cash & cash equivalent	957	2,347	2,500	3,000	3,200
Account receivables	2,973	3,174	4,109	4,901	5,721
Inventories	2,701	2,594	3,039	3,214	3,397
Others	88	69	89	106	124
Investments & loans	199	187	187	187	187
Net fixed assets	8,839	8,107	9,011	9,472	9,833
Other assets	744	898	1,178	1,416	1,662
Total assets	16,501	17,377	20,112	22,297	24,123
LIABILITIES:					
Current liabilities:	3,651	4,216	5,144	5,550	5,061
Account payables	2,293	2,458	2,880	3,198	3,380
Bank overdraft & ST loans	1,067	1,283	1,755	1,797	1,255
Current LT debt	259	387	436	447	312
Others current liabilities	33	88	72	108	114
Total LT debt	724	676	1,018	1,042	728
Others LT liabilities	364	423	574	696	821
Total liabilities	4,739	5,315	6,736	7,289	6,610
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)
Retained earnings	9,290	9,434	10,742	12,368	14,866
Shareholders' equity	11,712	12,010	13,319	14,945	17,443
Liabilities & equity	16,501	17,377	20,112	22,297	24,123

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	2,544	4,071	6,374
Tax paid	(48)	(32)	(185)	(260)	(494)
Depreciation & amortization	1,015	1,048	1,138	1,251	1,354
Chg In working capital	288	70	(957)	(649)	(821)
Chg In other CA & CL / minorities	(42)	21	(14)	(6)	(6)
Cash flow from operations	2,142	2,218	2,526	4,407	6,407
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)	(150)	(142)	(149)
Cash flow from investments	(505)	(404)	(2,170)	(1,829)	(1,836)
Debt financing	(889)	405	864	76	(991)
Capital increase	0	146	1	0	0
Dividends paid	(1,136)	(952)	(1,067)	(2,155)	(3,381)
Warrants & other surplus	(37)	(24)	0	0	0
Cash flow from financing	(2,062)	(424)	(203)	(2,079)	(4,371)
Free cash flow	1,689	1,941	526	2,740	4,740

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	109.8	95.0	40.7	25.6	16.5
Normalized PE - at target price (x)	127.2	110.1	47.2	29.6	19.1
PE (x)	103.5	85.9	40.7	25.6	16.5
PE - at target price (x)	119.9	99.5	47.2	29.6	19.1
EV/EBITDA (x)	51.1	45.8	26.7	18.3	12.4
EV/EBITDA - at target price (x)	59.2	53.1	30.9	21.1	14.4
P/BV (x)	8.3	8.1	7.3	6.5	5.5
P/BV - at target price (x)	9.6	9.3	8.4	7.5	6.4
P/CFO (x)	45.2	43.6	38.3	22.0	15.1
Price/sales (x)	8.0	8.4	6.5	5.4	4.7
Dividend yield (%)	0.9	0.5	1.7	2.7	4.3
FCF Yield (%)	1.7	2.0	0.5	2.8	4.9
(Bt)					
Normalized EPS	0.7	0.9	2.0	3.2	5.0
EPS	0.8	1.0	2.0	3.2	5.0
DPS	0.8	0.4	1.4	2.2	3.5
BV/share	9.9	10.2	11.3	12.7	14.8
CFO/share	1.8	1.9	2.1	3.7	5.4
FCF/share	1.4	1.6	0.4	2.3	4.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	(13.5)	(4.7)	29.4	19.3	16.7
Net profit (%)	(53.6)	20.6	110.8	59.1	55.5
EPS (%)	(53.6)	20.6	110.8	59.1	55.5
Normalized profit (%)	(50.0)	15.6	133.3	59.1	55.5
Normalized EPS (%)	(50.0)	15.6	133.3	59.1	55.5
Dividend payout ratio (%)	96.3	41.9	70.0	70.0	70.0
Operating performance					
Gross margin (%)	20.3	21.8	29.2	34.1	40.3
Operating margin (%)	7.4	9.2	16.9	22.8	30.6
EBITDA margin (%)	15.8	18.3	24.5	29.9	37.1
Net margin (%)	7.2	8.9	15.9	21.2	28.3
D/E (incl. minor) (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
Net D/E (incl. minor) (x)	0.1	(0.0)	0.1	0.0	(0.1)
Interest coverage - EBIT (x)	14.7	18.5	33.7	42.3	70.4
Interest coverage - EBITDA (x)	31.3	36.7	49.0	55.4	85.4
ROA - using norm profit (%)	5.1	6.0	12.7	17.8	25.3
ROE - using norm profit (%)	7.4	8.6	18.8	26.8	36.3
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	7.4	8.6	18.7	26.7	36.3
- asset turnover (x)	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9
- operating margin (%)	8.2	10.1	17.5	23.4	31.1
- leverage (x)	1.5	1.4	1.5	1.5	1.4
- interest burden (%)	93.8	95.1	97.1	97.7	98.6
- tax burden (%)	94.4	92.2	93.2	92.7	92.2
WACC (%)	10.2	10.2	10.2	10.2	10.2
ROIC (%)	6.2	7.7	19.5	26.9	38.5
NOPAT (Bt m)	848	980	2,346	3,770	5,861
invested capital (Bt m)	12,805	12,009	14,029	15,231	16,538

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขาย หรือประเมินราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

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 87 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ADVA16C2110A, AEON16C2108A, AOT16C2109A, BAM16C2110A, BANP16C2109A, BANP16C2110A, BCH16C2109A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCPG16C2111A, BDMS16C2109A, BGRI16C2110A, BH16C2109A, CBG16C2108A, CBG16C2109A, CBG16C2109B, CHG16C2111A, COM716C2110A, COM716C2112A, CPAL16C2109A, CPAL16C2111A, CPF16C2108A, CPN16C2109A, DELT16C2108A, DELT16C2109A, DOHO16C2111A, DTAC16C2112A, EA16C2108A, EA16C2110A, EGCO16C2110A, EPG16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2110A, GUNK16C2108A, GUNK16C2110A, HANA16C2112A, IRPC16C2108A, IRPC16C2110A, IVL16C2109A, IVL16C2110A, IVL16C2111A, JMART16C2111A, JMT16C2110A, KBAN16C2108A, KBAN16C2109A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111B, KCE16C2109A, KCE16C2110A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, MINT16C2109A, MTC16C2108A, MTC16C2109A, OR16C2108A, OR16C2109A, PRM16C2109A, PTG16C2109A, PTT16C2109A, PTT16C2112A, PTTG16C2108A, PTTG16C2110A, PTTG16C2111A, RBF16C2110A, RS16C2108A, RS16C2109A, S5016C2109A, S5016C2109B, S5016C2109C, S5016C2109D, S5016C2112A, S5016P2109A, S5016P2109B, S5016P2112A, SAWA16C2112A, SCB16C2111A, SCC16C2112A, SCGP16C2109A, STA16C2112A, STEC16C2110A, STGT16C2111A, TASC16C2109A, TOP16C2112A, TQM16C2108A, TU16C2110A, TU16C2111A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AOT, BAM, BANPU, BCH, BCPG, BDMS, BGRIM, BH, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, EPG, GPSC, GUNKUL, HANA, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MINT, MTC, OR, PRM, PTG, PTT, PTTGC, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, STA, STEC, STGT, TASC, TOP, TQM, TU). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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

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

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล 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 บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอรรณี ไตรรงค์ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

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

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย พิมพ์ผกา นิजारุน, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	พลังงาน , ปิโตรเคมี, กระดาษ จักร เรืองสินภิญญา Tel: 662-779-9104 chak.reu@thanachartsec.co.th	สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์ Tel: 662-483-8296 nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th
อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติ่นเรือ พัทธดนย์ บุญนาค Tel: 662-483-8298 pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ตียะพิทยารัตน์ Tel: 662-779-9109 phannarai.von@thanachartsec.co.th	ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง รดา ลิ้มสุทธวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th
ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน สรัชดา ศรีทรง Tel: 662-779-9106 sarachada.sor@thanachartsec.co.th	ขนส่ง, รับเหมา ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์ Tel: 662-779-9112 saksid.pha@thanachartsec.co.th	Small Cap, การแพทย์, โรงแรม ศิริพร อรุโณทัย Tel: 662-779-9113 siriporn.aru@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พัฒนาหลักทรัพย์, CFA Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลลี หวังมิ่งมาศ Tel: 662-779-9105 pattarawan.wan@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง Tel: 662-779-9123 witchanan.tam@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล Tel: 662-483-8304 thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัศมีพัฒน์ Tel: 662-483-8303 sittichet.run@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพย์มณฑล Tel: 662-779-9115 lapinee.dib@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล Tel: 662-779-9108 monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุลชล 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	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี 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