

BUY (Unchanged)

TP: Bt 95.00 (Unchanged)

Company Update

Upside : 13.1%

25 OCTOBER 2021

KCE Electronics Pcl (KCE TB)

แข็งแกร่งต่อเนื่อง

KCE ได้คำสั่งซื้อใหม่ครอบคลุมกำลังการผลิตใหม่เกือบทั้งหมดในปีหน้า ขณะที่คำสั่งซื้อใหม่ช่วยหนุนคาดการณ์การเติบโตของกำไรที่แข็งแกร่งที่ 59/55% ในปี 2022-23F หลังเติบโต 133% ในปี 2021F ปัจจัยพื้นฐานของอุตสาหกรรมยังแข็งแกร่งสุดเท่าที่เคยมีมา คงคำแนะนำ “ซื้อ” KCE



PATTADOL BUNNAK

662 - 483 8298

Pattadol.bun@thanachartsec.co.th

มีคำสั่งซื้ออยู่ในระดับที่สูงของกำลังการผลิต

KCE กำลังสร้างโรงงานแห่งใหม่ขนาด 2.1 ล้านตร.ฟุต โดยเฟสแรกขนาด 0.7 ล้านตร.ฟุต (หรือเพิ่มขึ้น 19% จากกำลังการผลิตที่มีอยู่ 3.6 ล้านตร.ฟุต) มีกำหนดจะเริ่มดำเนินการใน 4Q22 ขณะที่กำลังการผลิตที่เหลือยังไม่มีการกำหนดที่แน่นอน และจะขึ้นอยู่กับความต้องการ บริษัทฯ ได้รับคำสั่งซื้อจำนวนมากจากแบรนด์สินค้าอิเล็กทรอนิกส์สำหรับผู้บริโภคชั้นนำระดับโลก และคำสั่งซื้อจากลูกค้ารายใหม่รายอื่นๆ ซึ่งจะใช้กำลังการผลิตเพิ่มเติมส่วนใหญ่เกือบทั้งหมด ซึ่งช่วยลดความเสี่ยงต่อคาดการณ์การเติบโตของยอดขายในเชิงรุกของเราที่ 29/19/17% และการเติบโตของกำไรที่ 133/59/55% ในปี 2021-23F ดู Exhibit 1 สำหรับกำหนดการเพิ่มกำลังการผลิตของ KCE เนื่องจากเฟสแรกของกำลังการผลิตใหม่ดูเหมือนจะถูกใช้หมด เราคาดว่า consensus จะปรับเพิ่มประมาณการกำไร

อุตสาหกรรมยังคงแข็งแกร่ง

เราได้ทบทวนปัจจัยพื้นฐานของอุตสาหกรรม auto PCB และมองว่าอุตสาหกรรมแข็งแกร่งที่สุดเท่าที่เคยมีมา ประการแรก ยอดขายรถยนต์ทั่วโลกที่อ่อนตัวซึ่งมีสาเหตุจากการขาดแคลนชิปได้ทำให้เกิดความต้องการที่ถูกอันไว้ เนื่องจาก KCE ได้ดำเนินงานเต็มกำลังการผลิตแล้ว จึงไม่ได้รับผลกระทบจากสิ่งนี้ในปัจจุบัน ขณะที่ความต้องการที่ถูกอันไว้จะดีสำหรับธุรกิจในปีหน้า ประการที่สอง เราคาดว่าสถานการณ์การขาดแคลนชิปจะดีขึ้นใน 4Q21F เนื่องจากมีกำลังการผลิตชิปใหม่ แต่ตลาดไม่คาดว่าจะสมดุลจนถึงปี 2023-24 ประการที่สาม เนื่องจากตลาดที่ตึงตัว ผู้ผลิต PCB สามารถผลักภาระต้นทุนวัตถุดิบที่สูงขึ้นให้กับลูกค้าได้ ในขณะที่ KCE เนื่องจากได้ประโยชน์จากเงินบาทที่อ่อนค่าลงเมื่อเทียบกับเงินหยวน จึงผลักภาระน้อยกว่าคู่แข่ง ดังนั้นจึงได้ส่วนแบ่งการตลาดเพิ่มขึ้น

แข็งแกร่งใน 3Q21F และแข็งแกร่งขึ้นใน 4Q21F

เราคาดว่ากำไรปกติของ KCE ใน 3Q21F อยู่ที่ 630 ลบ. เพิ่มขึ้น 250% y-y จากฐานต่ำใน 3Q20 และ 13% q-q ผลกระทบจากวิกฤตโควิด-19 ถูกชดเชยด้วยค่าเงินบาทที่อ่อนค่าลงเป็น 32.9 บาท/ดอลลาร์สหรัฐ เทียบกับ 31.4 บาท ใน 2Q21 ปัจจัยผลักดันหลักคือยอดขายที่เติบโต 40% y-y และ 9% q-q และ EBIT margin เพิ่มขึ้นเป็น 17% เทียบกับ 8% ใน 3Q20 และ 16% ใน 2Q21 และเราคาดว่ากำไรของบริษัทฯ จะเพิ่มขึ้นเป็น 750 ลบ. ใน 4Q21F เพิ่มขึ้น 85% y-y และ 19% q-q จากยอดขายที่สูงขึ้น และ EBIT margin ที่เพิ่มขึ้นไปอีกจากผลของ operating leverage และเงินบาทที่อ่อนค่า

คงคำแนะนำ “ซื้อ”

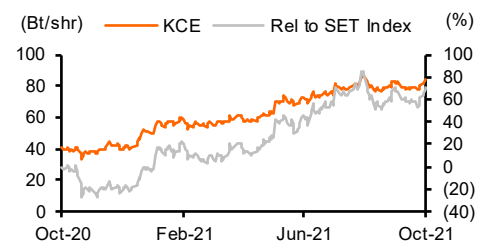
เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” KCE โดยมีราคาเป้าหมายปี 2022F ที่ 95 บาท โดยปัจจัยผลักดันในระยะสั้น คือข้อมูลอุปสงค์เกี่ยวกับคำสั่งซื้อใหม่ซึ่งมีกำลังการผลิตใหม่รองรับในปีหน้า ผลการดำเนินงานที่มีแนวโน้มแข็งแกร่งใน 3Q21F และ 4Q21F และเงินบาทที่อ่อนค่ากว่าคาด เรายังคงใช้สมมติฐานเงินบาทของโบรกเกอร์ที่ 31.8/31.0 บาท ในปี 2022-23F เทียบกับระดับปัจจุบันที่ 33.1 บาท การวิเคราะห์ sensitivity analysis ของเราพบว่า เงินบาทเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐที่เปลี่ยนแปลงไปทุกๆ 1% จะทำให้กำไรของ KCE ได้รับผลกระทบราว 3%

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไม่ทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

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	—	2,506	3,344	4,454
Diff frm cons (%)	—	(5.2)	13.1	32.0
Norm profit	1,018	2,376	3,781	5,879
Prev. Norm profit	—	2,376	3,781	5,879
Chg frm prev (%)	—	0.0	0.0	0.0
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)	96.2	41.2	25.9	16.7
EV/EBITDA (x)	46.4	27.0	18.5	12.6
P/BV (x)	8.2	7.4	6.6	5.6
Div yield (%)	0.5	1.7	2.7	4.2
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 25-Oct-21	83.00
Market Cap (US\$ m)	2,958.0
Listed Shares (m shares)	1,181.4
Free Float (%)	58.0
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	44.7
12M Price H/L (Bt)	86.75/33.75
Sector	Electronics
Major Shareholder	Ongkosit Family 25.65%

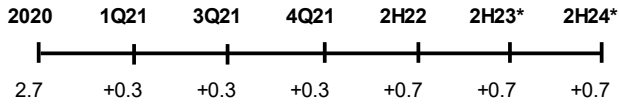
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ



Ex 1: Capacity Timeline

Million sq ft per month



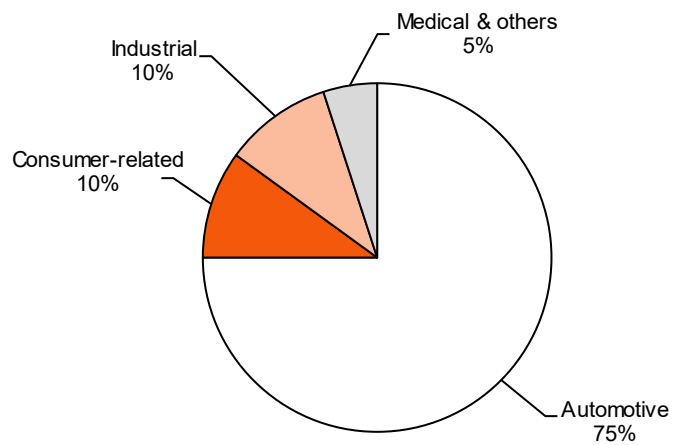
Sources: Company data; Thanachart estimates
 Note *: Not yet confirmed, subject to demand

Ex 2: Well-Timed Capacity

(%)	2021	2022	2023	2024
Year-end capacity growth	33	19	16	14
Effective capacity growth	17	20	22	15
US\$ sales growth	27	19	20	12

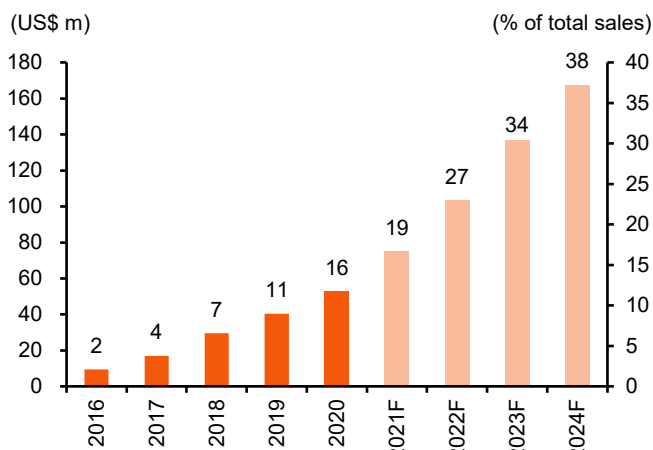
Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 3: Revenue Breakdown



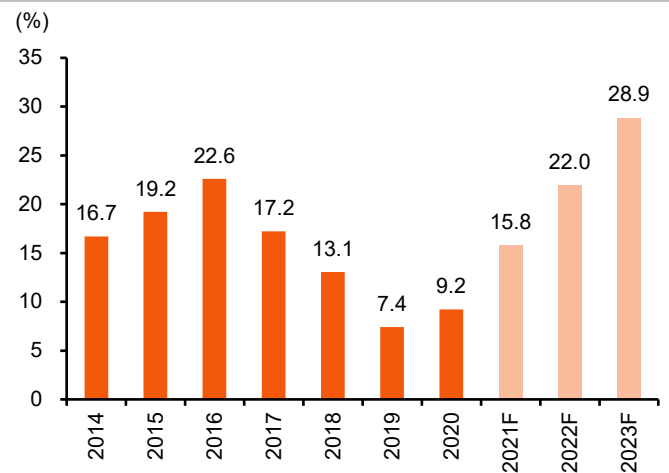
Source: Company data

Ex 4: Growing Mix Of HDI Revenue

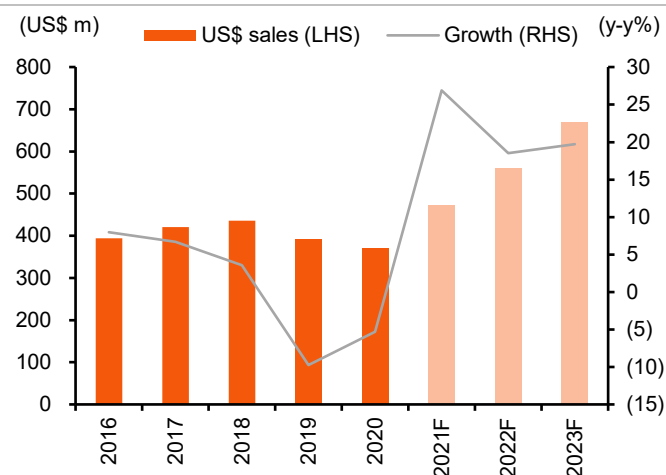


Sources: Company data; Thanachart estimates

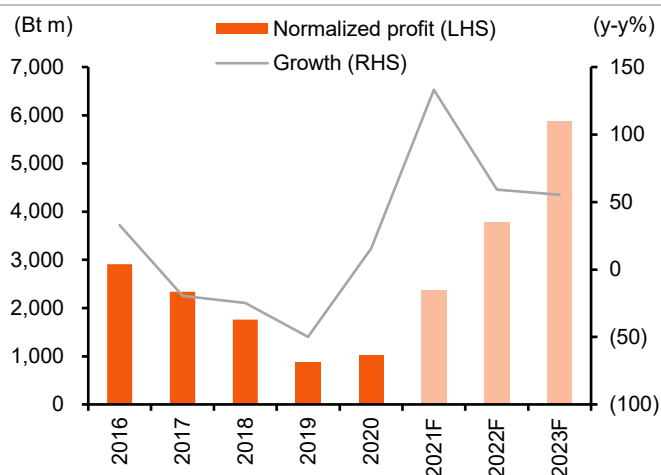
Ex 5: Rising EBIT Margin Trend



Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 6: US\$ Sales Growth

Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 7: Profit Growth

Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 8: Our 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)	7.0	10.0	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, Thanachart estimates

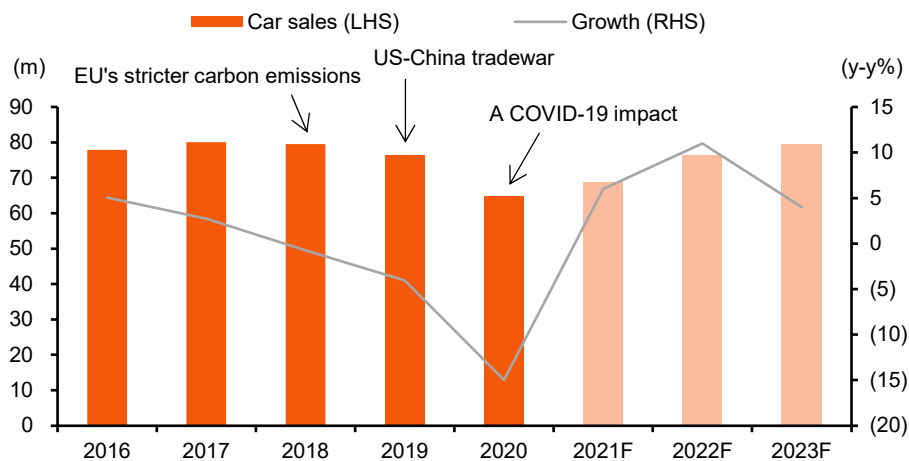
Ex 9: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year of 2022F

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal Value
EBITDA	5,316	7,717	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) *	1,182											
Target price/share (Bt)	95											

Sources: Company data, Thanachart estimates

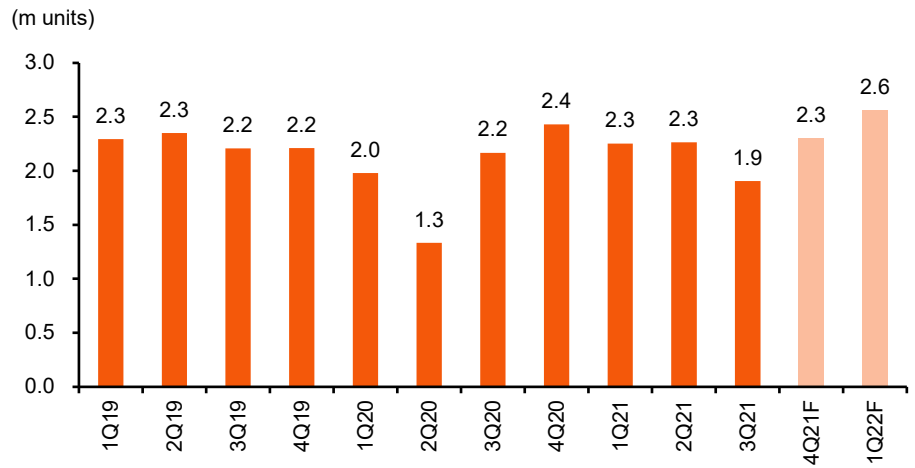
Note: * We assume full dilution impact from outstanding ESOP shares

Ex 10: Global Car Sales



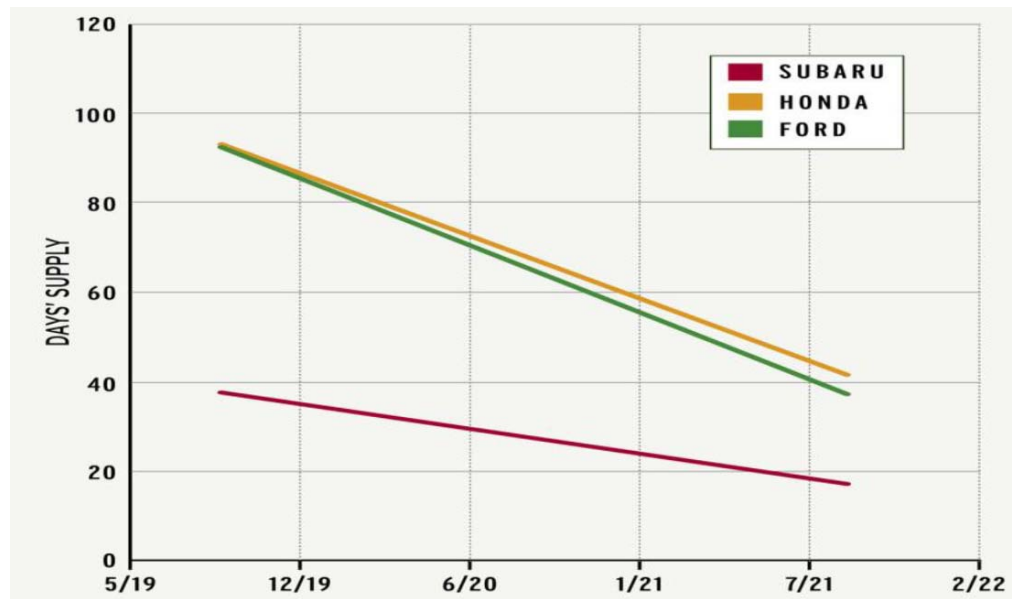
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 11: Toyota's Hiccup Is Easing



Source: Toyota Motor Guidance

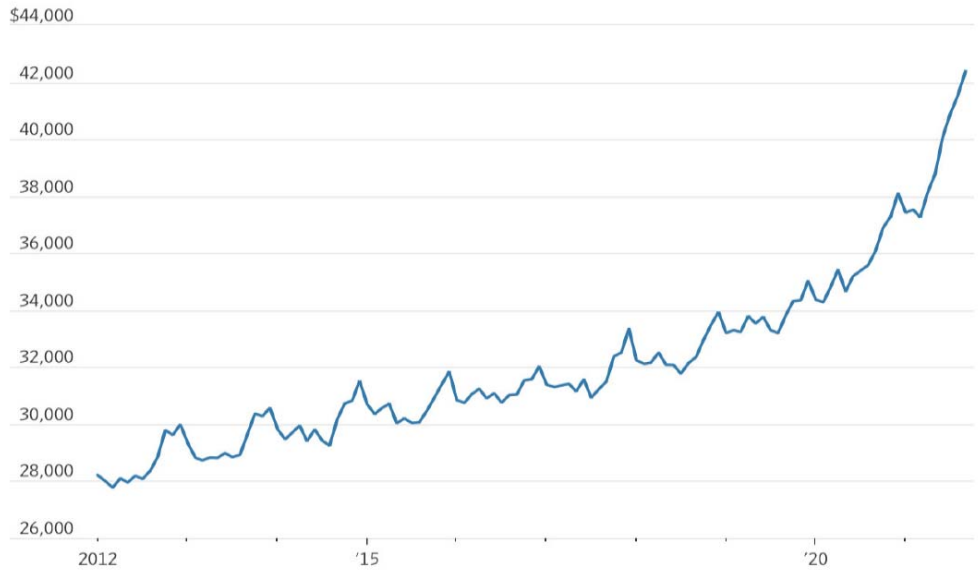
Ex 12: Car Inventories Of Some Brands At US Dealerships



Sources: Automotive News, Thanachart compilation

Ex 13: Increasing Car Prices

Average U.S. retail transaction price for new vehicles



Sources: J.D. Power, Thanachart compilation

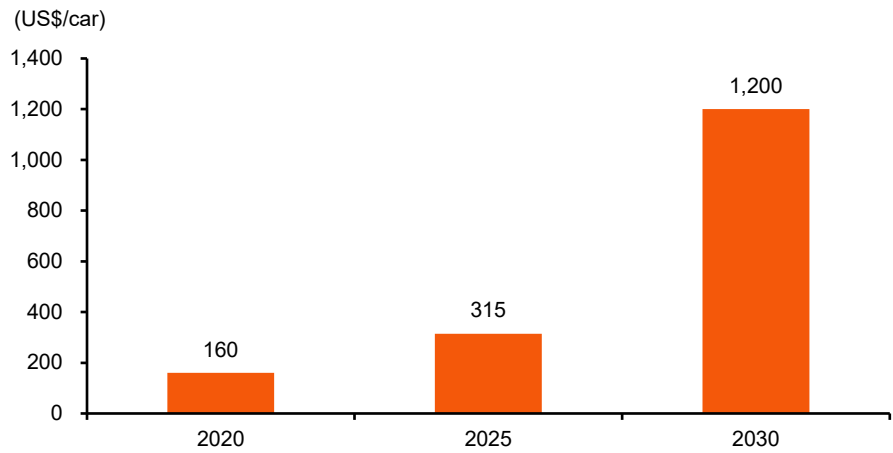
Strong auto parts demand despite the car production hiccups has been caused by two major factors. The first is that auto makers, foreseeing strong pent-up demand, have been locking in orders and inventories of auto parts. Despite that, Exhibit 14 still shows moderate inventory day levels for global car manufacturers. The second factor is that electronics content per car is growing. Each car requires more chips and electronics parts and this has been a structural trend that will likely continue. Key drivers of this mega-trend are the Adaptive Driving Assistant System (ADAS), electronic vehicles (EV) and CO2 emissions reductions. ADAS is a system to increase the safety, convenience and degree of autonomous driving. ADAS requires more radar and lidar products and cameras in a car. According to Infineon, the largest auto electronic products manufacturer, ADAS-related product value in cars is expected to double to US\$350 per car in 2025 from 2020. KCE believes it has a strong PCB business position in ADAS.

Ex 14: Leading Car Makers Have Moderate Inventory Days

	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

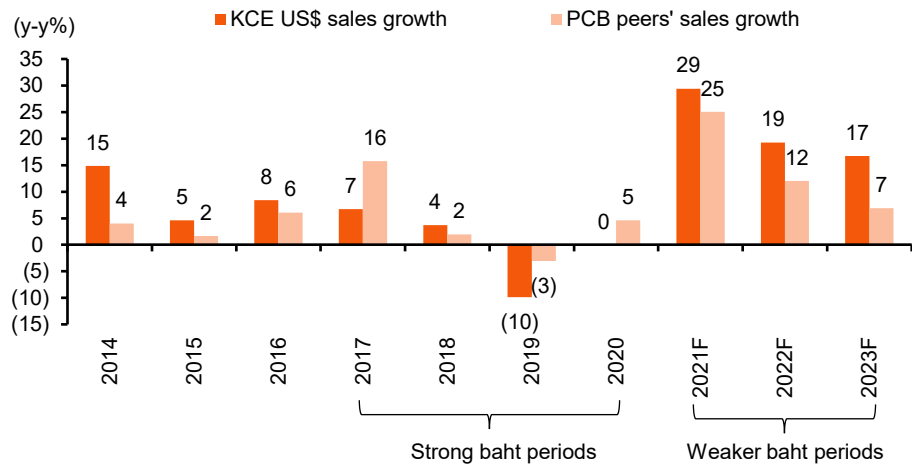
Source: Bloomberg

Ex 15: ADAS Value Per Car



Sources: Strategy Analytics; Infineon

Ex 16: KCE's Sales Growth Vs. Global Peers'



Sources: Company data, Bloomberg, Thanachart estimates

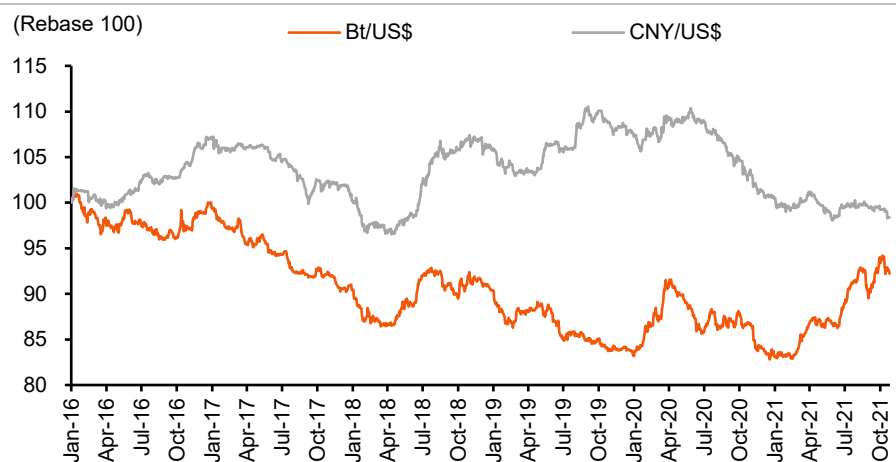
Note: Global peers include TTM Technologies, Meiko Electronics, CMK Group and Chin-poon Industries, Tripod Technology, Unimicron Technology, Compeq Manufacturing

Ex 17: KCE's Profitability Vs. Global Peers'

	TTM Technologies TTMI US	Meiko Electronics 6787 JP	CMK Corp 6958 JP	Chin-poon Industrial 2355 TT	Tripod Technology 3044 TT	Unimicron Technology 3037 TT	Compeq Manufacturing 2313 TT	KCE Electronics KCE TB
Gross margin (%)								
2017A	16.2	16.8	13.8	13.9	18.2	8.9	15.0	30.0
2018A	16.1	17.0	14.8	10.3	18.7	11.1	14.2	26.0
2019A	17.7	16.9	14.5	7.8	20.7	13.7	17.8	20.3
2020A	17.1	14.5	13.2	5.7	20.1	14.6	18.2	21.8
1H21	16.6	17.0	12.6	7.0	18.4	18.3	16.8	27.1
2021F	17.6	14.7	9.9	7.9	19.5	19.6	18.0	29.2
2022F	18.4	17.9	14.0	9.0	20.5	21.9	18.4	34.1
2023F	na	17.6	16.3	9.2	20.5	20.1	19.6	40.3
Net margin (%)								
2017A	4.8	1.6	2.9	5.9	9.5	0.6	6.6	16.5
2018A	6.2	3.8	4.4	0.4	9.5	2.3	4.7	12.6
2019A	1.8	6.1	2.7	3.6	11.1	3.9	6.8	7.2
2020A	5.7	3.0	(0.9)	0.3	11.0	6.2	7.7	8.9
1H21	2.9	5.4	0.3	0.4	9.1	8.7	6.0	14.2
2021F	6.4	4.2	(2.2)	2.5	9.3	7.5	2.5	15.9
2022F	7.2	5.8	1.6	2.3	10.5	7.9	2.3	21.2
2023F	na	6.3	3.4	2.0	11.5	8.6	2.0	28.3
ROE (%)								
2017A	13.6	6.1	4.5	9.3	14.5	1.0	16.6	22.1
2018A	15.5	16.4	7.2	1.0	15.7	4.1	10.4	15.2
2019A	3.3	21.9	3.8	4.2	18.1	7.6	15.5	7.4
2020A	13.0	7.9	(2.2)	0.3	17.5	11.8	17.0	8.6
1H21	4.3	17.8	(3.3)	1.1	19.7	15.8	15.7	15.5
2021F	na	8.0	(4.1)	3.2	16.3	17.6	15.2	18.8
2022F	na	17.6	2.6	3.1	16.8	21.0	15.8	26.8
2023F	na	17.9	4.1	2.6	16.2	24.4	15.6	36.3

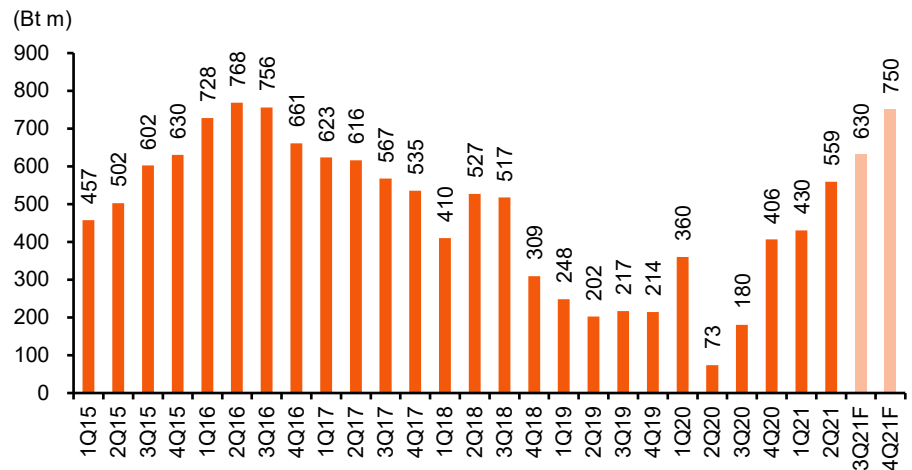
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

Ex 18: Yuan Vs. Baht To USD



Source: Bloomberg

Ex 19: Quarterly Earnings



Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 20: 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	17.9	16.5	10.4	8.9	1.0	0.9	6.4	5.9	na	na
Chin-Poon Industrial	2355 TT	Taiwan	na	(1.2)	25.4	25.7	0.8	0.8	7.1	6.1	2.2	2.2
Tripod Technology Corp	3044 TT	Taiwan	2.0	10.1	9.8	8.9	1.6	1.5	4.7	4.3	6.5	7.3
CMK Corp	6958 JP	Japan	na	137.3	20.7	8.7	0.5	0.5	6.6	4.7	1.3	2.4
Meiko Electronics	6787 JP	Japan	73.3	18.9	9.9	8.4	1.7	1.4	7.7	7.1	1.3	1.4
Delta Electronics	DELTA TB	Thailand	(4.0)	36.4	75.9	55.9	13.7	12.2	58.0	44.8	0.7	1.0
SVI Pcl	SVI TB	Thailand	(12.3)	15.5	18.9	16.4	2.7	2.4	12.9	10.9	1.9	2.2
Hana Microelectronics	HANA TB*	Thailand	48.6	31.9	24.0	18.2	2.8	2.6	15.5	12.1	2.5	3.2
KCE Electronics	KCE TB*	Thailand	133.3	59.1	41.2	25.9	7.4	6.6	27.0	18.5	1.7	2.7
Average			37.0	36.1	26.2	19.7	3.6	3.2	16.2	12.7	2.3	2.8

Source: Bloomberg

Note: *Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 25-Oct-2021 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท เคซีอี อิเล็กทรอนิกส์ 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)	98.21	95.00	-3%
Net profit 21F (Bt m)	2,506	2,376	-5%
Net profit 22F (Bt m)	3,344	3,781	13%
Consensus REC	BUY: 13	HOLD: 1	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2022F ของเราสูงกว่า Bloomberg consensus ซึ่งเราคาดว่าเป็นเพราะเรามีมุมมองที่เป็นบวกมากขึ้นต่อการฟื้นตัวของตลาดยานยนต์โลก และส่วนแบ่งตลาดของ KCE ที่เพิ่มขึ้นในระยะยาว

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การฟื้นตัวที่ช้ากว่าคาดของตลาดรถยนต์โลกเป็นความเสี่ยงที่สำคัญต่อประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายของเรา
- ราคาวัตถุดิบที่เกี่ยวข้องกับราคาทองแดงหากเพิ่มขึ้นอย่างมากจะเป็นความเสี่ยงอีกประการหนึ่งต่อประมาณการ
- ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนเงินที่รุนแรง เช่น เงินบาทที่แข็งค่าขึ้นอย่างมากเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ จะเป็ความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

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)	111.2	96.2	41.2	25.9	16.7
Normalized PE - at target price (x)	127.2	110.1	47.2	29.6	19.1
PE (x)	104.8	86.9	41.2	25.9	16.7
PE - at target price (x)	119.9	99.5	47.2	29.6	19.1
EV/EBITDA (x)	51.8	46.4	27.0	18.5	12.6
EV/EBITDA - at target price (x)	59.2	53.1	30.9	21.1	14.4
P/BV (x)	8.4	8.2	7.4	6.6	5.6
P/BV - at target price (x)	9.6	9.3	8.4	7.5	6.4
P/CFO (x)	45.7	44.2	38.8	22.2	15.3
Price/sales (x)	8.1	8.5	6.6	5.5	4.7
Dividend yield (%)	0.9	0.5	1.7	2.7	4.2
FCF Yield (%)	1.7	2.0	0.5	2.8	4.8
(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 ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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 130 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ACE16C2201A, ACE16C2202A, ADVA16C2110A, ADVA16C2201A, ADVA16C2202A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AMAT16C2112A, AOT16C2112A, AOT16C2202A, BAM16C2110A, BAM16C2112A, BANP16C2110A, BANP16C2112A, BANP16C2201A, BBL16C2201A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCH16C2201A, BCPG16C2111A, BEC16C2202A, BGRI16C2110A, BGRI16C2112A, CBG16C2201A, CBG16C2202A, CHG16C2111A, CHG16C2112A, COM716C2110A, COM716C2112A, CPAL16C2111A, CPAL16C2112A, CPF16C2112A, CPN16C2202A, DELT16C2112A, DELT16C2202A, DOHO16C2111A, DOHO16C2112A, DOHO16C2202A, DTAC16C2112A, EA16C2110A, EA16C2201A, EGCO16C2110A, ESSO16C2202A, GLOB16C2201A, GPSC16C2110A, GPSC16C2201A, GPSC16C2201B, GULF16C2112A, GULF16C2202A, GUNK16C2110A, GUNK16C2112A, GUNK16C2201A, HANA16C2112A, HANA16C2202A, HMPRO16C2201A, INTU16C2201A, INTU16C2202A, IRPC16C2110A, IRPC16C2112A, IVL16C2110A, IVL16C2111A, JAS16C2202A, JMAR16C2111A, JMAR16C2201A, JMT16C2110A, JMT16C2201A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111B, KBAN16C2201A, KBAN16C2202A, KCE16C2110A, KCE16C2201A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, KTC16C2112A, KTC16C2202A, MAJO16C2201A, MEGA16C2112A, MINT16C2112A, MTC16C2112A, OR16C2112A, OR16C2202A, PTG16C2201A, PTG16C2202A, PTL16C2201A, PTL16C2202A, PTT16C2112A, PTT16C2201A, PTTE16C2112A, PTTG16C2110A, PTTG16C2111A, RBF16C2110A, RBF16C2112A, RBF16C2202A, RS16C2112A, RS16C2201A, S5016C2112A, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016C2112C, S5016P2112C, S5016P2112A, S5016P2112B, S5016P2112C, S5016P2203A, SAWA16C2112A, SAWA16C2202A, SCB16C2111A, SCB16C2112A, SCB16C2201A, SCB16C2202A, SCC16C2112A, SCGP16C2202A, SCGP16C2201A, SPRC16C2201A, STA16C2112A, STA16C2201A, STEC16C2110A, STEC16C2201A, STGT16C2111A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TASC16C2201A, TOP16C2112A, TOP16C2202A, TRUE16C2202A, TU16C2110A, TU16C2111A, TU16C2202A, WHA16C2202A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BCPG, BEC, BGRI, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, ESSO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MAJOR, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SPRC, SET50, STA, STEC, STGT, SYNTEC, TASC, TOP, TRUE, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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

บริษัท ทุนธนชาติ 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)

บริษัท ทุนธนชาติ 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 ทุนธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลีโควิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีโควิปเมนท์ 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 นิจารุณ, CFA

Tel: 662-779-9199

pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

พลังงาน , บีโตร์เคมี, กระจดาษ

จักร เรื่องสินภิญญา

Tel: 662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภพ ประสิทธิ์สุทัศน์

Tel: 662-483-8296

nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ

พัทธดนย์ บุญนา

Tel: 662-483-8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์

Tel: 662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ

Tel: 662-483-8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน

สรชดา สรทรง

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 ทิพยมณฑล

Tel: 662-779-9115

lapinee.dib@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล

Tel: 662-779-9108

monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล

Tel: 662-779-9118

kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

Tel: 662-779-9114

varathip.run@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต

Tel: 662-779-9117

sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี

Tel: 662-779-9116

suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สดภาพ

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
