Thanachart Securities

Small Cap Research

HOLD (From: BUY)
Change in Recommendation

TP: Bt 89.00 (From: Bt 95.00)
Upside : 8.5% **17 JANUARY 2022**

KCE Electronics Pcl (KCE TB)

ราคาหุ้นสะท้อนความคาดหวังของตลาดแล้ว

ตลาดมีความคาดหวังที่สูงต่อผลการดำเนินงานของ KCE จากการส่งมอบกำลังการผลิตใหม่รองรับความต้องการที่ล้นหลาม แต่ปัจจุบัน ด้วยความล่าช้าของโรงงานแห่งใหม่ และโอมิครน จึงทำให้ความต้องการรถยนต์ทั่วโลกตกอยู่ในความเสี่ยง เราจึงปรับลดคำแนะนำ KCE เป็น "ถือ"

PATTADOL BUNNAK
662 – 483 8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

ปรับลดคำแนะนำเป็น "ถือ"

ราคาหุ้นของ KCE ปรับเพิ่มขึ้น 583% จากระดับต่ำสุดในปี 2020 จากการฟื้นตัวที่แข็งแกร่งของกำไรในปี 2020-21, เงินบาทที่อ่อนค่า และความคาดหวังที่สูงต่อการเติบโตของกำลังการผลิตใหม่เพื่อรองรับความต้องการที่ล้นหลาม แต่อย่างไรก็ตามเราปรับลดคำแนะนำของ KCE เป็น "ถือ" (จาก ซื้อ) เนื่องจากเราเชื่อว่าตลาดคาดหวังสูงแล้ว 1) เราปรับกำไรลง 6/7% ในปี 2022-23F สะท้อนความล่าช้าในการเปิดโรงงานแห่งใหม่จาก 4Q22 เป็น 1Q23 และกำลังการผลิตของอุตสาหกรรมที่สูงขึ้น 2) เราเห็นความเสี่ยงที่สูงขึ้นจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก โดยเฉพาะตลาดที่พัฒนาแล้ว และจีน เนื่องจากอัตราเงินเฟ้อที่สูงขึ้น และการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยอย่างรวดเร็วอาจทำให้อุปสงค์รถยนต์ลดลง 3) เรามองว่า KCE ซื้อขายที่ระดับความคาดหวังที่สูงสุดแล้วที่ 27 เท่า PE เทียบกับค่าเฉลี่ยในอดีต 5 ปี ที่ 22 เท่า ขณะที่ราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2022F) ใหม่ของเราที่ 89 บาท (จาก 95.0 บาท) หมายถึง upside ที่จำกัด

เดินเครื่องเต็มกำลังในปีนี้

เราได้สรุปการขยายกำลังการผลิตของ KCE ใน Exhibit 1 ซึ่ง KCE ได้ปรับแผนประการหนึ่ง โดยเลื่อนการเปิดกำลังการผลิตเฟสแรกของโรงงานใหม่ออกไปจากแผนเดิมใน 4Q22 ไปยัง 1Q23 ซึ่งหมายความว่า KCE จะใช้กำลังการผลิตสูงสุดในปีนี้ก่อนที่จะมีกำลังการผลิตจากโรงงานใหม่ในปีหน้า ที่จริงแล้วเราไม่ได้คิดว่าเรื่องนี้เป็นปัญหาร้ายแรง เนื่องจากปีนี้ KCE ยังคงมีปัจจัยหนุนการเติบโตจากผลกระทบอย่างเต็มปีจากการขยายกำลังการผลิตใน 2H21 และเงินบาทที่อ่อนค่า แต่ความกังวลของเราส่วนใหญ่อยู่ที่ความคาดหวังที่สูงของตลาดซึ่งทำให้ราคาหุ้นปรับสูงขึ้นแล้ว อย่างไรก็ดีหลังการปรับลดกำไรลง เราคาดว่ากำไรจะยังคงเติบโตแข็งแกร่งที่ 58/53% ในปี 2022-23F เราได้ปรับประมาณการปี 2021F ลง 5% เพื่อสะท้อนความเสี่ยงจากการระบาดของโอมิครอนอีกด้วย

อุตสาหกรรมแข็งแกร่ง ด้วยมีปัจจัยเสี่ยงเพิ่มขึ้น

อุปสงค์โดยรวมของอุตสาหกรรมที่แข็งแกร่งและอุปทานที่ตึงตัวยังคงเป็นบวกสำหรับ KCE ซึ่งมีคำสั่งซื้อเต็มจนถึงกลางปี 2022 แต่อย่างไรก็ตามเราเห็นปัจจัยเสี่ยง 2 ประการสำหรับกลุ่มฯ สำหรับด้านอุปสงค์ การระบาดของโอมิครอนและอัตราดอกเบี้ยที่อาจเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วอาจทำให้ความต้องการรถยนต์ทั่วโลกชะลอตัวลงในปีนี้ Exhibit 9 แสดงถึงความต้องการรถยนต์ทั่วโลกรายเดือน ซึ่งยังไม่ได้สะท้อนถึงการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยของสหรัฐฯ ตั้งแต่เดือนมี.ค. 2022F ในด้านอุปทาน กำลังการผลิตซิป และ PCB ใหม่มีแนวโน้มจะเพิ่มขึ้นอย่างมากตั้งแต่ช่วงปลาย 2022F เป็นต้นไป

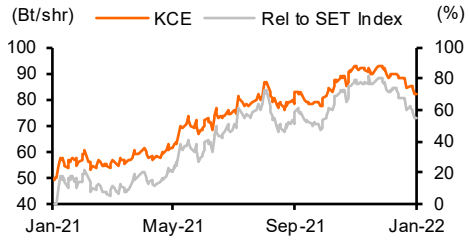
Valuation ได้รับการ re-rated แล้ว

เรายังคงมองว่า KCE เป็นบริษัทที่มีปัจจัยพื้นฐานที่แข็งแกร่งมาก และมีแนวโน้มการเติบโตของกำไรที่ดี อย่างไรก็ตาม เรามองว่า valuation (PE ที่ 27 เท่า เทียบกับค่าเฉลี่ยในอดีต 5 ปีที่ 22 เท่า) ได้รับการ re-rate สะท้อนแนวโน้มการเติบโตเหล่านี้แล้ว อีกทั้งหุ้นยังซื้อขายใกล้ราคาเป้าหมายของเราที่ 89.0 บาท อีกด้วย

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	11,527	14,813	17,968	20,414
Net profit	1,127	2,261	3,564	5,449
Consensus NP	—	2,428	3,382	4,369
Diff frm cons (%)	—	*(6.9)*	*5.4*	*24.7*
Norm profit	1,018	2,261	3,564	5,449
Prev. Norm profit	—	2,376	3,781	5,879
Chg frm prev (%)	—	*(4.8)*	*(5.7)*	*(7.3)*
Norm EPS (Bt)	0.9	1.9	3.0	4.6
Norm EPS grw (%)	15.6	122.1	57.6	52.9
Norm PE (x)	95.0	42.8	27.1	17.8
EV/EBITDA (x)	45.8	27.6	19.1	13.2
P/BV (x)	8.1	7.3	6.6	5.7
Div yield (%)	0.5	1.6	2.6	3.9
ROE (%)	8.6	17.9	25.4	34.2
Net D/E (%)	(0.0)	5.6	3.5	(3.7)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price: (Bt) *as of* 17-Jan-22	82.00
Market Cap (US$ m)	2,925.9
Listed Shares (m shares)	1,181.6
Free Float (%)	58.0
Avg. Daily Turnover (US$ m)	38.3
12M Price H/L (Bt)	93.00/49.50
Sector	Electronics
Major Shareholder	Ongkosit Family 24.9%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

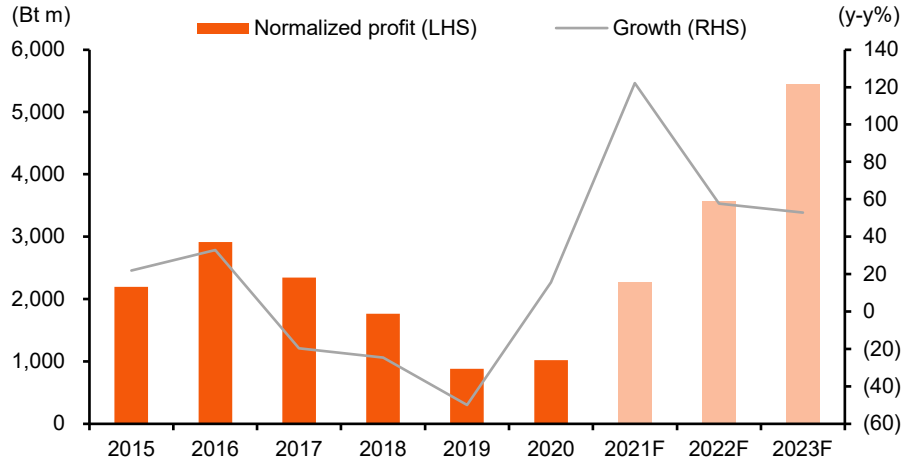
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Capacity Timeline

	2021F	2022F	2023F	2024F
Year-end capacity growth	33%	0%	19%	16%
Effective capacity growth	18%	15%	16%	17%
US$ sales growth	25%	17%	18%	15%

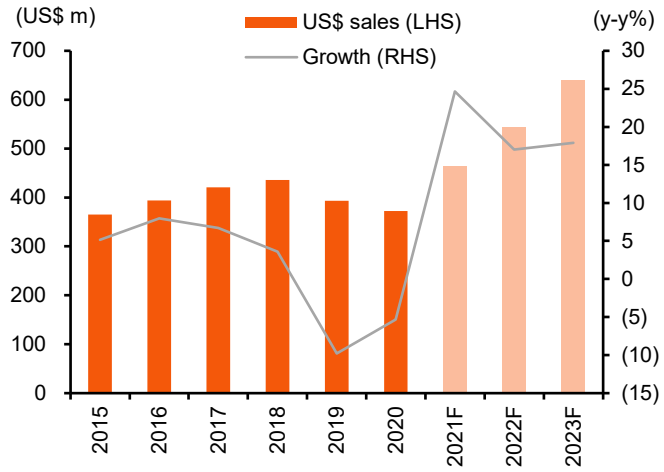
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Still Strong Earnings Trend Led By….



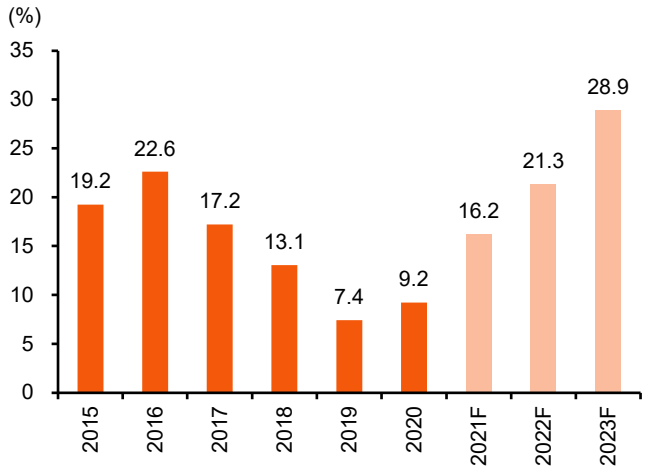
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Sales Growth…



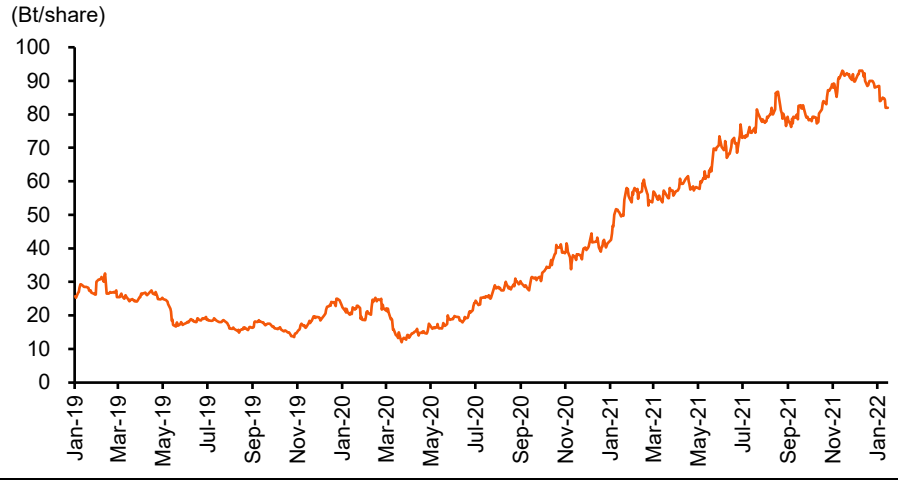
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: …And Expanding EBIT Margin



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Share Price Has Surged



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	3.6	4.3
Year-end capacity growth (%)	-	-	33.3	-	19.4
Effective capacity growth (Million sq ft per month)	2.7	2.7	3.1	3.6	4.2
Effective capacity growth (%)	-	-	18.0	15.3	16.2
Global car sales growth (%)	(4.0)	(15.0)	3.0	10.6	10.0
US$ Sales growth (%)	(9.8)	(5.3)	24.7	17.0	17.9
Baht/US$ assumption	31.0	31.3	31.9	33.1	31.9
Baht sales growth (%)	(13.5)	(4.7)	28.5	21.3	13.6
HDI proportion (%)	11.0	16.0	20.0	26.0	32.0
Gross margin (%)	20.3	21.8	28.6	32.9	39.1
SG&A to sales (%)	12.9	12.6	12.4	11.6	10.1

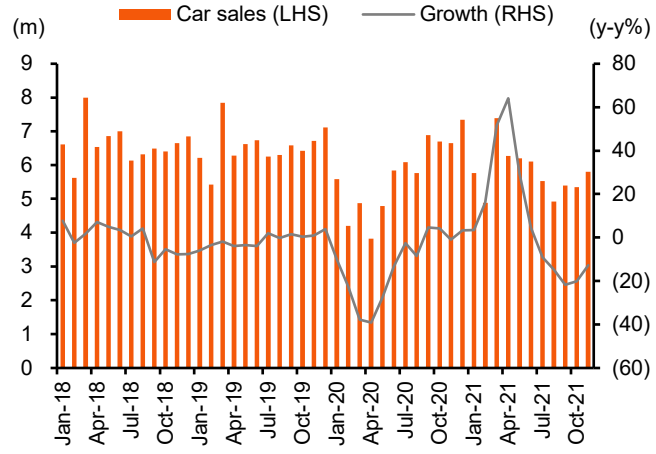
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: Our Earnings Adjustments

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Sales (US$ m)					
New	393	372	464	543	640
Old			472	560	670
Change (%)			*(1.7)*	*(3.0)*	*(4.5)*
Bt/US$					
New	*31.1*	31.3	31.9	33.1	31.9
Old			31.6	31.8	31.0
Sales (Bt m)					
New	12,097	11,527	14,813	17,968	20,414
Old			14,921	17,798	20,775
Change (%)			*(0.7)*	*1.0*	*(1.7)*
Gross margin (%)					
New	20.3	21.8	28.6	32.9	39.1
Old			29.2	34.1	40.3
Change (pp)			*(0.6)*	*(1.2)*	*(1.3)*
SG&A/sales (%)					
New	12.9	12.6	12.4	11.6	10.1
Old			12.3	11.3	9.7
Change (pp)			*0.1*	*0.3*	*0.4*
Normalized profit (Bt m)					
New	881	1,018	2,261	3,564	5,449
Old			2,376	3,781	5,879
Change (%)			*(4.8)*	*(5.7)*	*(7.3)*

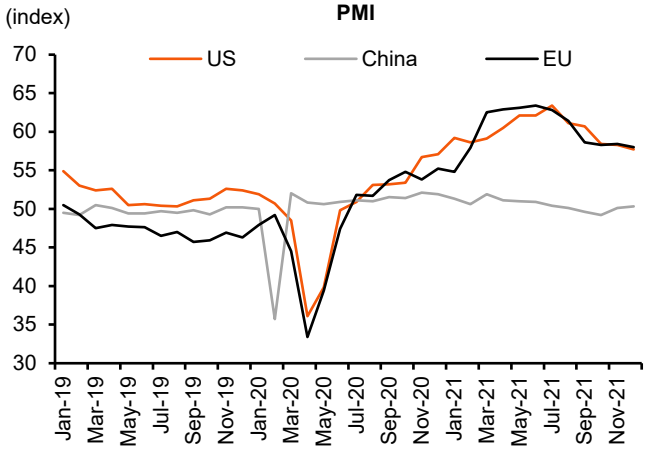
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: Monthly Global Car Sales



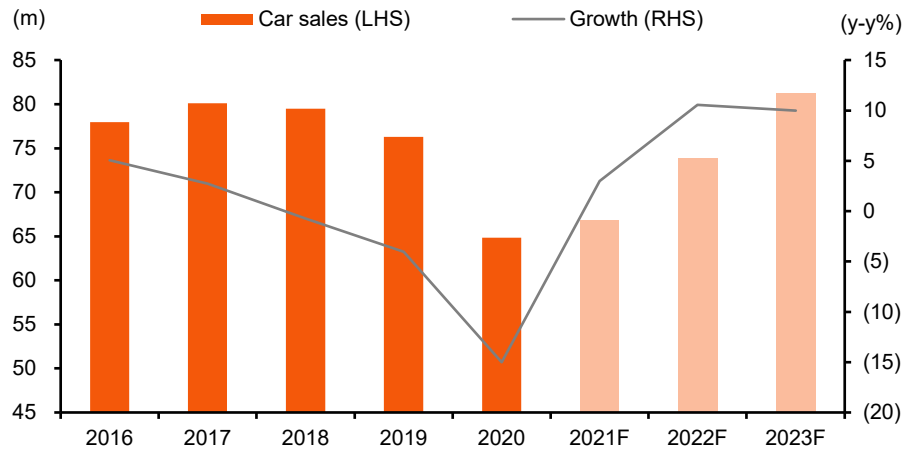
Source: Bloomberg

Ex 9: Growth Slowdown In Major Markets



Source: Bloomberg

Ex 10: Annual Global Car Sales Forecasts



Sources: IHS, Bloomberg, Thanachart compilation

Ex 11: 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	5,084	7,252	8,864	10,407	11,909	13,024	14,056	15,115	16,114	16,950	17,804	—
Free cash flow	2,414	4,448	5,948	8,433	9,741	10,959	11,928	12,863	13,755	14,603	14,685	163,492
PV of free cash flow	2,407	3,666	4,447	5,723	5,868	5,966	5,866	5,716	5,523	5,298	4,583	51,019

Risk-free rate (%)	2.5
Market risk premium (%)	8.0
Beta	1.1
WACC (%)	10.2
Terminal growth (%)	2.0
Enterprise value - add investments	106,081
Net debt (2021F)	750
Minority interest	57
Equity value	105,274
# of shares (m) *	1,180
Target price/share (Bt)	**89**

Sources: Company data, Thanachart estimates

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

Valuation Comparison

Ex 12: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth 21F (%)	EPS growth 22F (%)	PE 21F (x)	PE 22F (x)	P/BV 21F (x)	P/BV 22F (x)	EV/EBITDA 21F (%)	EV/EBITDA 22F (%)	Div. yield 21F (%)	Div. yield 22F (%)
TTM Technologies Inc	TTMI US	USA	13.0	12.3	12.3	10.9	1.1	1.1	7.3	6.8	na	na
Chin-Poon Industrial	2355 TT	Taiwan	792.9	18.5	35.5	29.9	1.0	1.0	10.9	8.6	1.7	1.8
Tripod Technology Corp	3044 TT	Taiwan	(2.6)	10.0	11.1	10.1	1.7	1.6	5.9	5.1	5.8	6.6
CMK Corp	6958 JP	Japan	na	118.4	23.7	10.9	0.8	0.7	7.9	5.4	0.9	1.8
Meiko Electronics	6787 JP	Japan	98.9	19.5	13.0	10.9	2.5	2.1	9.3	8.7	0.9	1.0
Delta Electronics	DELTA TB	Thailand	(10.1)	41.6	76.0	54.6	12.8	11.5	57.9	42.5	0.7	1.1
SVI Pcl	SVI TB	Thailand	48.5	1.6	17.2	16.9	3.8	3.4	13.6	12.8	1.7	2.0
Hana Microelectronics	HANA TB*	Thailand	48.6	31.9	24.2	18.3	2.8	2.6	15.7	12.2	2.4	3.2
KCE Electronics	KCE TB*	Thailand	122.1	57.6	42.8	27.1	7.3	6.6	27.6	19.1	1.6	2.6
Average			**138.9**	**34.6**	**28.4**	**21.1**	**3.8**	**3.4**	**17.3**	**13.5**	**2.0**	**2.5**

Source: Bloomberg

Note: *Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 17-Jan-2022 closing prices

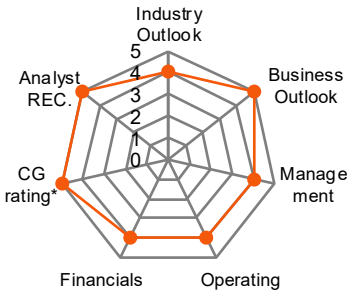
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท เคซีอี อิเลคโทรนิคส์ 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



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

- มียอดขายจากกลุ่มอุตสหกรรมยานยนต์ที่ค่อนข้างแน่นอนอยู่มาก
- ดำเนินธุรกิจตั้งแต่ต้นน้ำถึงปลายน้ำซึ่งสอดรับกันอย่างชัดเจน
- เป็นผู้ผลิต PCB สำหรับยานยนต์ที่มีต้นทุนต่ำที่สุด

W — Weakness

- เป็นธุรกิจที่ใช้เงินลงทุนสูง โดยเฉพาะการซื้อเครื่องจักรการผลิต
- รายได้ยังคงกระจุกตัวอยู่มากในลูกค้ารายใหญ่น้อยราย

O — Opportunity

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

T — Threat

- เหตุการณ์ภายนอกที่เหนือความคาดหมาย เช่น น้ำท่วม สถานการณ์การเมือง อาจส่งผลชะงักต่อการดำเนินงาน
- ความล่าช้าของการขยายโรงงาน อาจส่งผลเสียต่อการรับรองปริมาณและคุณภาพการผลิตให้แก่ลูกค้า

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	104.87	89.00	-15%
Net profit 21F (Bt m)	2,428	2,261	-7%
Net profit 22F (Bt m)	3,382	3,564	5%
Consensus REC	**BUY: 14**	**HOLD: 0**	**SELL: 1**

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าของตลาด เนื่องจากเราให้สมมติฐานที่ระมัดระวังมากขึ้นต่อการเติบโตของยอดขายรถยนต์ทั่วโลก

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การฟื้นตัวที่ช้าหรือเร็วกว่าคาดของตลาดรถยนต์โลกเป็นความเสี่ยงที่สำคัญต่อประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายของเรา
- ราคาวัตถุดิบที่เกี่ยวข้องกับราคาทองแดงหากเพิ่มขึ้น/ลดลงอย่างมาก จะเป็นความเสี่ยงอีกประการหนึ่งต่อประมาณการ
- ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนที่รุนแรง เช่น เงินบาทที่แข็ง/อ่อนค่าขึ้นอย่างมากเมื่อเทียบดอลลาร์สหรัฐฯ จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

With multiple supporting factors, we expect strong earnings growth…

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	12,097	11,527	14,813	17,968	20,414
Cost of sales	9,644	9,015	10,582	12,051	12,442
Gross profit	**2,454**	**2,512**	**4,231**	**5,916**	**7,972**
% gross margin	20.3%	21.8%	28.6%	32.9%	39.1%
Selling & administration expenses	1,555	1,449	1,836	2,081	2,071
Operating profit	**898**	**1,063**	**2,396**	**3,836**	**5,901**
% operating margin	7.4%	9.2%	16.2%	21.3%	28.9%
Depreciation & amortization	1,015	1,048	1,138	1,251	1,354
EBITDA	**1,913**	**2,111**	**3,534**	**5,087**	**7,255**
% EBITDA margin	15.8%	18.3%	23.9%	28.3%	35.5%
Non-operating income	92	106	100	102	104
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(61)	(57)	(75)	(100)	(98)
Pre-tax profit	**929**	**1,111**	**2,421**	**3,838**	**5,907**
Income tax	52	87	165	279	463
After-tax profit	**877**	**1,024**	**2,256**	**3,559**	**5,444**
% net margin	7.2%	8.9%	15.2%	19.8%	26.7%
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**	**2,261**	**3,564**	**5,449**
Normalized profit	**881**	**1,018**	**2,261**	**3,564**	**5,449**
EPS (Bt)	0.8	1.0	1.9	3.0	4.6
Normalized EPS (Bt)	0.7	0.9	1.9	3.0	4.6

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	6,719	8,185	9,711	11,357	12,352
Cash & cash equivalent	957	2,347	2,500	3,000	3,200
Account receivables	2,973	3,174	4,079	4,948	5,622
Inventories	2,701	2,594	3,044	3,302	3,409
Others	88	69	88	107	121
Investments & loans	199	187	187	187	187
Net fixed assets	8,839	8,107	9,011	9,472	9,833
Other assets	744	898	1,169	1,429	1,634
Total assets	**16,501**	**17,377**	**20,079**	**22,445**	**24,006**
LIABILITIES:					
Current liabilities:	3,651	4,216	5,176	5,795	5,252
Account payables	2,293	2,458	2,885	3,286	3,392
Bank overdraft & ST loans	1,067	1,283	1,777	1,922	1,400
Current LT debt	259	387	442	478	348
Others current liabilities	33	88	72	109	112
Total LT debt	**724**	**676**	**1,031**	**1,115**	**812**
Others LT liabilities	364	423	570	702	808
Total liabilities	**4,739**	**5,315**	**6,777**	**7,612**	**6,872**
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**	**10,668**	**12,193**	**14,487**
Shareholders' equity	11,712	12,010	13,244	14,770	17,064
Liabilities & equity	**16,501**	**17,377**	**20,079**	**22,445**	**24,006**

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	929	1,111	2,421	3,838	5,907
Tax paid	(48)	(32)	(177)	(241)	(461)
Depreciation & amortization	1,015	1,048	1,138	1,251	1,354
Chg In w orking capital	288	70	(927)	(726)	(674)
Chg In other CA & CL / minorities	(42)	21	(13)	(8)	(3)
Cash flow from operations	**2,142**	**2,218**	**2,441**	**4,114**	**6,123**
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)	(146)	(153)	(127)
Cash flow from investments	**(505)**	**(404)**	**(2,166)**	**(1,840)**	**(1,814)**
Debt financing	(889)	405	904	264	(955)
Capital increase	0	146	1	0	0
Dividends paid	(1,136)	(952)	(1,027)	(2,039)	(3,155)
Warrants & other surplus	(37)	(24)	0	0	0
Cash flow from financing	**(2,062)**	**(424)**	**(122)**	**(1,774)**	**(4,109)**
Free cash flow	**1,689**	**1,941**	**441**	**2,447**	**4,457**

...but it looks priced in to us with KCE's 27x PE for 2022F

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	109.8	95.0	42.8	27.1	17.8
Normalized PE - at target price (x)	119.2	103.1	46.4	29.5	19.3
PE (x)	103.5	85.9	42.8	27.1	17.8
PE - at target price (x)	112.4	93.2	46.4	29.5	19.3
EV/EBITDA (x)	51.1	45.8	27.6	19.1	13.2
EV/EBITDA - at target price (x)	55.5	49.7	29.9	20.7	14.4
P/BV (x)	8.3	8.1	7.3	6.6	5.7
P/BV - at target price (x)	9.0	8.7	7.9	7.1	6.2
P/CFO (x)	45.2	43.6	39.6	23.5	15.8
Price/sales (x)	8.0	8.4	6.5	5.4	4.7
Dividend yield (%)	0.9	0.5	1.6	2.6	3.9
FCF Yield (%)	1.7	2.0	0.5	2.5	4.6
(Bt)					
Normalized EPS	0.7	0.9	1.9	3.0	4.6
EPS	0.8	1.0	1.9	3.0	4.6
DPS	0.8	0.4	1.3	2.1	3.2
BV/share	9.9	10.2	11.2	12.5	14.5
CFO/share	1.8	1.9	2.1	3.5	5.2
FCF/share	1.4	1.6	0.4	2.1	3.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

Profitability is strong as it is the lowest-cost producer in the industry

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	(13.5)	(4.7)	28.5	21.3	13.6
Net profit (%)	(53.6)	20.6	100.6	57.6	52.9
EPS (%)	(53.6)	20.6	100.6	57.6	52.9
Normalized profit (%)	(50.0)	15.6	122.1	57.6	52.9
Normalized EPS (%)	(50.0)	15.6	122.1	57.6	52.9
Dividend payout ratio (%)	96.3	41.9	70.0	70.0	70.0
Operating performance					
Gross margin (%)	20.3	21.8	28.6	32.9	39.1
Operating margin (%)	7.4	9.2	16.2	21.3	28.9
EBITDA margin (%)	15.8	18.3	23.9	28.3	35.5
Net margin (%)	7.2	8.9	15.2	19.8	26.7
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	(0.0)
Interest coverage - EBIT (x)	14.7	18.5	31.9	38.4	60.1
Interest coverage - EBITDA (x)	31.3	36.7	47.0	50.9	73.9
ROA - using norm profit (%)	5.1	6.0	12.1	16.8	23.5
ROE - using norm profit (%)	7.4	8.6	17.9	25.4	34.2
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	7.4	8.6	17.9	25.4	34.2
- asset turnover (x)	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9
- operating margin (%)	8.2	10.1	16.8	21.9	29.4
- leverage (x)	1.5	1.4	1.5	1.5	1.5
- interest burden (%)	93.8	95.1	97.0	97.5	98.4
- 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	18.6	25.4	35.6
NOPAT (Bt m)	848	980	2,232	3,557	5,439
invested capital (Bt m)	12,805	12,009	13,995	15,285	16,424

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ 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 ธนชาต จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 116 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2201A, ACE16C2202A, ADVA16C2201A, ADVA16C2202A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AOT16C2204A, AOT16C2202A, BAM16C2204A, BANP16C2204A, BANP16C2201A, BANP16C2202A, BBL16C2204A, BBL16C2201A, BBL16C2203A, BCH16C2201A, BCH16C2203A, BEC16C2202A, BGRI16C2205A, CBG16C2204A, CBG16C2201A, CBG16C2202A, CHG16C2202A, COM716C2203A, CPAL16C2204A, CPAL16C2203A, CPF16C2205A, CPN16C2202A, CRC16C2204A, DELT16C2202A, DELT16C2203A, DOHO16C2202A, EA16C2205A, EA16C2201A, ESSO16C2202A, GLOB16C2201A, GLOB16C2203A, GPSC16C2205A, GPSC16C2201A, GPSC16C2201B, GPSC16C2203A, GULF16C2202A, GUNK16C2205A, GUNK16C2201A, GUNK16C2203A, HANA16C2204A, HANA16C2202A, HMPR16C2202A, INTU16C2201A, INTU16C2202A, IVL16C2202A, JAS16C2202A, JMAR16C2205A, JMAR16C2201A, JMAR16C2202A, JMT16C2205A, JMT16C2201A, JMT16C2203A, KBAN16C2201A, KBAN16C2202A, KCE16C2205A, KCE16C2201A, KTC16C2202A, LH16C2202A, MAJO16C2201A, MINT16C2204A, MINT16C2203A, MTC16C2204A, MTC16C2202A, OR16C2202A, OR16C2203A, PTG16C2201A, PTG16C2202A, PTG16C2203A, PTL16C2201A, PTL16C2202A, PTL16C2202B, PTT16C2201A, PTT16C2203A, PTTE16C2203A, RBF16C2202A, RS16C2205A, RS16C2201A, S5016P2203B, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016C2112C, S5016C2112D, S5016C2203A, S5016P2112A, S5016P2112B, S5016P2112C, S5016P2112D, S5016P2203A, SAWA16C2204A, SAWA16C2202A, SCB16C2201A, SCB16C2202A, SCC16C2204A, SCGP16C2201A, SCGP16C2202A, SPAL16C2202A, SPRC16C2201A, STA16C2203A, STA16C2201A, STEC16C2204A, STEC16C2201A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TASC16C2201A, TOP16C2202A, TRUE16C2202A, TRUE16C2203A, TU16C2204A, TU16C2202A, WHA16C2202A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BEC, BGRIM, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, ESSO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, LH, MAJOR, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SPALI, SPRC, SET50, STA, STEC, STGT, SYNTEC, TASCO, TOP, TRUE, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทุนธนชาต จากัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จากัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้นบริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จากัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททุนธนชาต จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททุนธนชาต จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทุนธนชาต จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมู่ศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอัศวินี ไตลังคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจัดจำหน่ายหุ้นกู้ 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 นิจการุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

Thematic Research, กระดาษ
จักร เรืองสินภิญญา
Tel: 662-779-9104
chak.reu@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร
ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์
Tel: 662-483-8296
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เดินเรือ
พัทธดนย์ บุนนาค
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย์
พรรณารายณ์ ติยะพิทยารัตน์
Tel: 662-779-9109
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง
รตา ลิ้มสุทธิวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน
สรัชดา ศรทรง
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

พลังงาน , ปิโตรเคมี
ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ
Tel: 662-779-9110
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แปล
ลาภินี ทิพยมณฑล
Tel: 662-779-9115
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒน์หิรัญกุล, CFA
Tel: 662-779-9120
adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค
ภัทรวัลลิ์ หวังมิ่งมาศ
Tel: 662-779-9105
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค
วิชนันท์ 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

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน
นลิภรณ์ คลังเปรมจิตต์
Tel: 662-779-9107
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล
Tel: 662-779-9108
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุศล
Tel: 662-779-9118
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์
Tel: 662-779-9114
varathip.run@thanachartsec.co.th

สุเนตร รักษาวัด
Tel: 662-779-9117
sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี
Tel: 662-779-9116
suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สถาพร
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