

HOLD (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 70.00

(From: Bt 89.00)

Upside : 7.7%

4 APRIL 2022

Small Cap Research

KCE Electronics Pcl (KCE TB)

ปัญหาบรรเทา

KCE เห็นการสะดุดจากปัญหาเครื่องจักรนำเข้าใหม่ลดลงอย่างมีนัยสำคัญ ปัจจุบันโรงงานทั้งสองแห่งดำเนินงานได้อย่างราบรื่น โดยมีอัตราส่วนของเสียลดลงสู่ระดับปกติ อย่างไรก็ตาม เรายังคงแนะนำ “ถือ” ด้วยมองว่าข้อขายที่ valuation ที่เหมาะสมแล้วที่ PE ที่ 25 เท่าในปี 2022F



PATTADOL BUNNAK

662 – 483 8298

Pattadol.bun@thanachartsec.co.th

สะดุดจากปัญหาเครื่องจักรใหม่

KCE ประสบกับกำไรที่สะดุดใน 4Q21 และช่วงต้น 1Q22 เนื่องจากเครื่องจักรนำเข้าใหม่เพื่อขยายกำลังการผลิต (capacity debottlenecking) ที่โรงงานลาดกระบังทำงานได้ไม่ราบรื่น การดำเนินงานที่สะดุดส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นลดลงเหลือ 25% เทียบกับ 27% ใน 3Q21 ทั้งที่ขนาดการผลิตสูงขึ้นจากกำลังการผลิตที่สูงขึ้น และเงินบาทที่อ่อนค่า KCE ตัดสินใจเลื่อนแผนการขยายกำลังการผลิตที่โรงงานที่อยุธยาไปยัง 1Q22 จาก 4Q21 นอกจากนี้ KCE ยังได้ตัดสินใจเลื่อนการเปิดโรงงานแห่งใหม่ (ด้วยกำลังการผลิตเฟสแรก 7 แสนตร.ฟุต หรือ 23% ของกำลังการผลิตที่มีอยู่) ไปยัง 2Q23 จากแผนเดิมใน 4Q22

ปัญหาบรรเทา

ปัญหาส่วนใหญ่ที่โรงงานลาดกระบังได้รับการแก้ไขแล้ว และได้มีการติดตั้งเครื่องจักรใหม่ที่โรงงานอยุธยาตั้งแต่ปลายก.พ. บริษัท คาดว่าอัตราส่วนของเสียของทั้งสองโรงงานจะกลับสู่ระดับปกติภายในสิ้นเดือนนี้ ด้วยการขยายกำลังการผลิตเพิ่มเติม (Exhibit 3) เราคาดว่ายอดขายจะเติบโต 34% y-y และ 9% q-q ใน 1Q22F แต่อัตรากำไรขั้นต้นน่าจะเพิ่มขึ้นเป็น 26.0% จาก 25.3% ใน 4Q21 เพราะอัตราส่วนของเสียลดลง เราคาดว่ากำไร 1Q22F อยู่ที่ 670 ลบ. เพิ่มขึ้น 56% y-y แต่ก่อนช่วงทรงตัวเติบโตเพียง 5% q-q KCE คาดว่าเครื่องจักรใหม่จะมีประสิทธิภาพสูงสุดใน 2Q22 ซึ่งเรากำหนดกำไรที่ 800 ลบ

ปรับประมาณการกำไร

เราปรับลดประมาณการกำไรสำหรับ KCE ลงค่อนข้างมากที่ 13/26/34% ในปี 2022-24F และ 27% ในปี 2025F ในปี 2022F การปรับลดเป็นผลมาจากปัญหาที่ทำให้การขยายกำลังการผลิตล่าช้าจาก 4Q21 ไปดำเนินงานเต็มประสิทธิภาพใน 2Q22F ส่วนในปี 2023F การปรับลดกำไรเป็นเพราะการเลื่อนการเปิดโรงงานแห่งใหม่ไปยังภายใน 2Q23 จาก 4Q22 ในปี 2024F การปรับลดกำไรเกิดจากการเลื่อนการเพิ่มกำลังการผลิตเฟสสองอีก 7 แสนตร.ฟุต ของโรงงานแห่งใหม่ออกไปยังปี 2025F แทนที่จะเป็นปี 2024F และการปรับลดกำไรปี 2025F นั้นเกิดจากการที่เราไม่รวมสมมติเฟสสามอีก 7 แสนตร.ฟุต อีกต่อไป

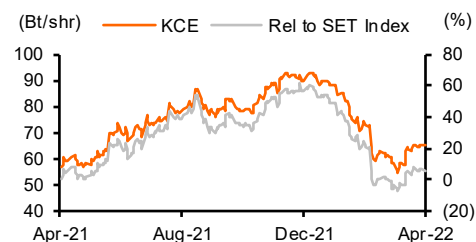
คงคำแนะนำ “ถือ”

แม้ว่าปัญหาจะบรรเทา แต่เรายังคงแนะนำ “ถือ” KCE เนื่องจาก 1) การปรับลดกำไรอย่างมีนัยสำคัญของเรา ซึ่งมาจากการเลื่อนแผนการเพิ่มกำลังการผลิต 2) สงครามรัสเซีย-ยูเครนที่ยืดเยื้อยาวนานเกินคาด ซึ่งส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจยุโรปอย่างมาก และการล็อกดาวน์ในจีนที่เพิ่มมากขึ้น ซึ่งเกิดขึ้นในช่วงที่สหรัฐใช้มาตรการทางการเงินแบบตึงตัวซึ่งเพิ่มความเสี่ยงที่เศรษฐกิจโลกจะชะลอตัว 3) ด้วยคาดการณ์กำไรที่ต่ำลงของเรา เราจึงเชื่อว่าที่ราคาปัจจุบัน KCE ซื้อขายใกล้มูลค่ายุติธรรมที่ 25 เท่าแล้ว ราคาเป้าหมายของเราที่ 70 บาท (จาก 89 บาท) คิดเป็น 26 เท่า PE

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	14,938	17,993	19,563	20,546
Net profit	2,426	3,124	4,033	4,536
Consensus NP	—	3,017	3,697	4,080
Diff frm cons (%)	—	3.5	9.1	11.2
Norm profit	2,237	3,124	4,033	4,536
Prev. Norm profit	—	3,564	5,449	6,832
Chg frm prev (%)	—	(12.3)	(26.0)	(33.6)
Norm EPS (Bt)	1.9	2.6	3.4	3.8
Norm EPS grw (%)	119.7	39.7	29.1	12.5
Norm PE (x)	34.3	24.5	19.0	16.9
EV/EBITDA (x)	23.3	16.7	13.5	11.9
P/BV (x)	5.7	5.1	4.6	4.2
Div yield (%)	0.9	2.9	3.7	4.1
ROE (%)	17.6	22.0	25.5	26.1
Net D/E (%)	8.7	1.5	(2.1)	(6.6)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price: (Bt) as of 4-Apr-22	65.00
Market Cap (US\$ m)	2,292.1
Listed Shares (m shares)	1,181.8
Free Float (%)	58.0
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	35.0
12M Price H/L (Bt)	93.00/54.75
Sector	Electronics
Major Shareholder	Ongkosit Family 25.4%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลนี้ไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Earnings Revisions

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Sales (US\$ m)					
New	372	469	540	604	652
Old			543	640	737
Change (%)			(0.5)	(5.7)	(11.5)
Bt/US\$					
New	31.3	32.0	33.3	32.4	31.5
Old			33.1	31.9	31.0
Sales (Bt m)					
New	11,527	14,938	17,993	19,563	20,546
Old			17,968	20,414	22,838
Change (%)			0.1	(4.2)	(10.0)
Gross margin (%)					
New	21.8	26.6	29.9	32.7	33.7
Old			32.9	39.1	41.4
Change (pp)			(3.0)	(6.4)	(7.7)
SG&A/sales (%)					
New	12.6	11.1	11.1	10.3	9.7
Old			11.6	10.1	9.0
Change (pp)			(0.5)	0.1	0.7
Normalized profit (Bt m)					
New	1,018	2,237	3,124	4,033	4,536
Old			3,564	5,449	6,832
Change (%)			(12.3)	(26.0)	(33.6)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year of 2023F

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal Value
EBITDA	4,604	5,671	6,318	7,782	8,764	9,827	10,725	11,605	12,442	13,326	14,223	—
Free cash flow	2,512	3,119	3,896	5,699	7,032	7,959	8,867	9,663	10,413	11,197	12,014	139,701
PV of free cash flow	2,505	2,583	2,935	3,906	4,385	4,397	4,436	4,379	4,274	4,163	4,045	40,392
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.1											
WACC (%)	9.9											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	83,415											
Net debt (2021)	1,172											
Minority interest	62											
Equity value	82,181											
# of shares (m) *	1,180											
Target price/share (Bt)	70											

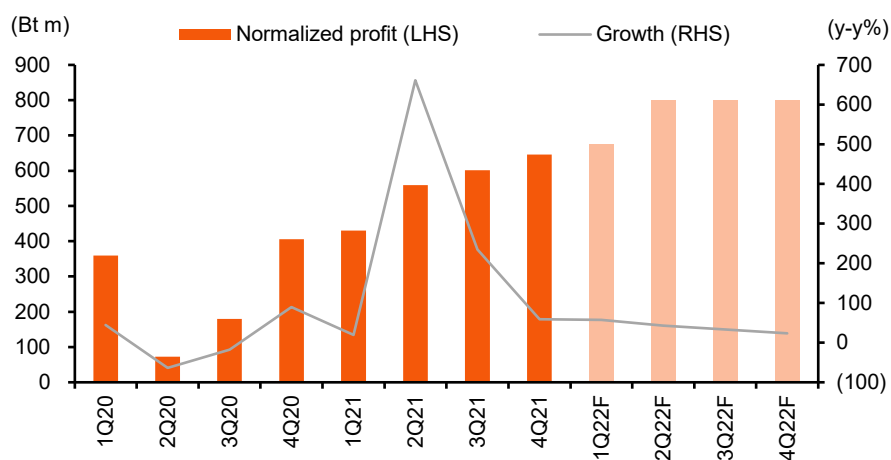
Sources: Company data, Thanachart estimates

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

Ex 3: Capacity Timeline

(%)	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
Year-end capacity growth	11	10	21	0	18
Effective capacity growth	2	17	15	9	11
US\$ sales growth	26	15	12	8	11

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Quarterly Earnings

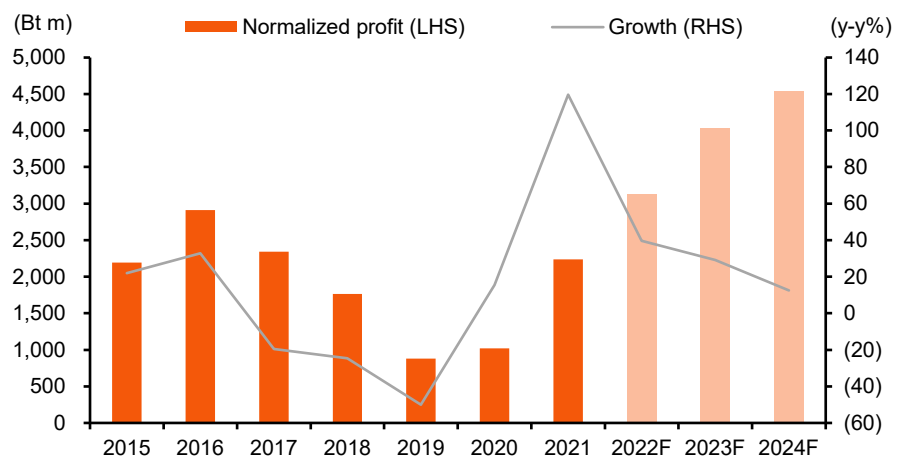
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Our Assumptions

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Year-end capacity (Million sq ft per month)	2.7	3.0	3.3	4.0	4.0
Year-end capacity growth (%)	-	11.1	10.0	21.2	-
Effective capacity growth (Million sq ft per month)	2.7	2.8	3.2	3.7	4.1
Effective capacity growth (%)	-	1.9	17.3	15.0	9.4
Global car sales growth (%)	(15.0)	3.0	7.0	8.0	5.0
US\$ Sales growth (%)	(5.3)	25.9	15.3	11.7	8.0
Baht/US\$ assumption	31.3	31.9	33.3	32.4	31.5
Baht sales growth (%)	(4.7)	29.6	20.5	8.7	5.0
HDI proportion (%)	16.0	20.0	26.0	32.0	35.0
Gross margin (%)	21.8	26.6	29.9	32.7	33.7
SG&A to sales (%)	12.6	11.1	11.1	10.3	9.7

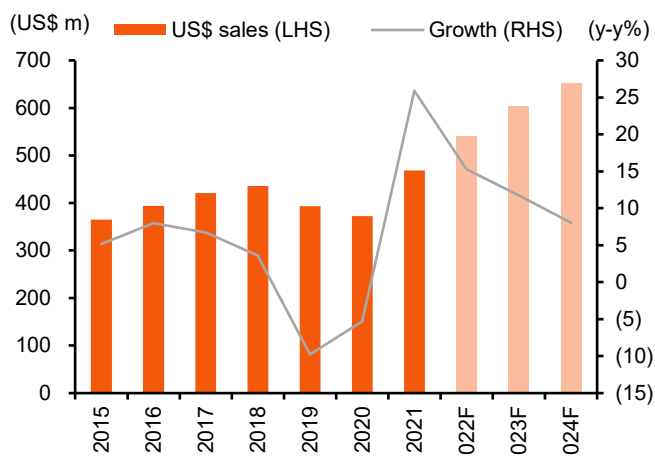
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Earnings Growth



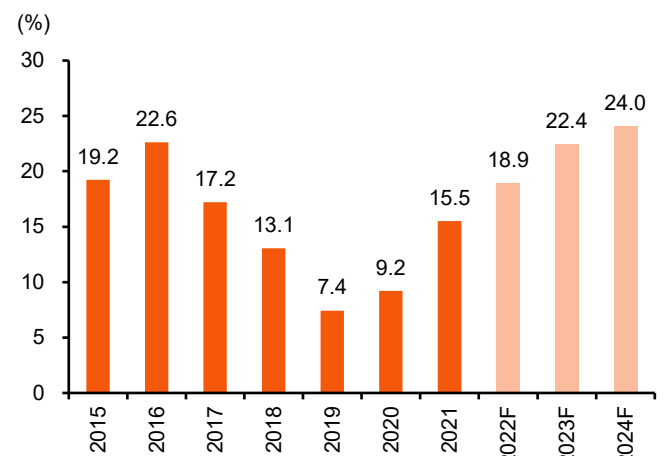
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: Sales Growth

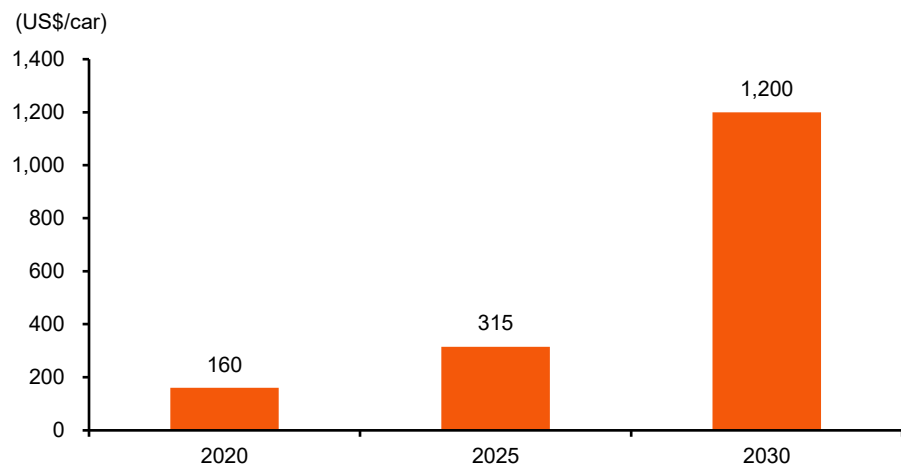


Sources: Company data; Thanachart estimates

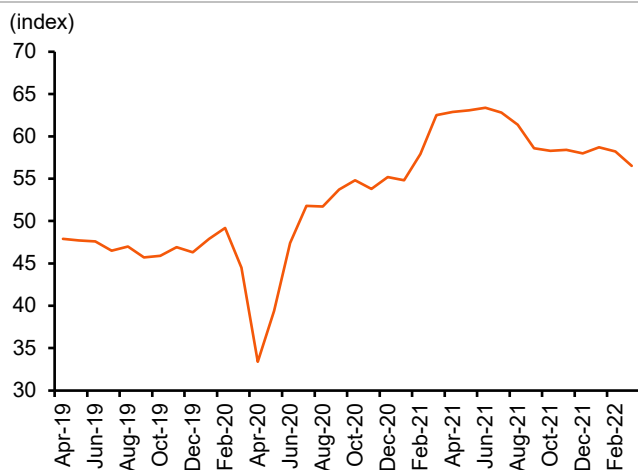
Ex 8: EBIT Margin Trend



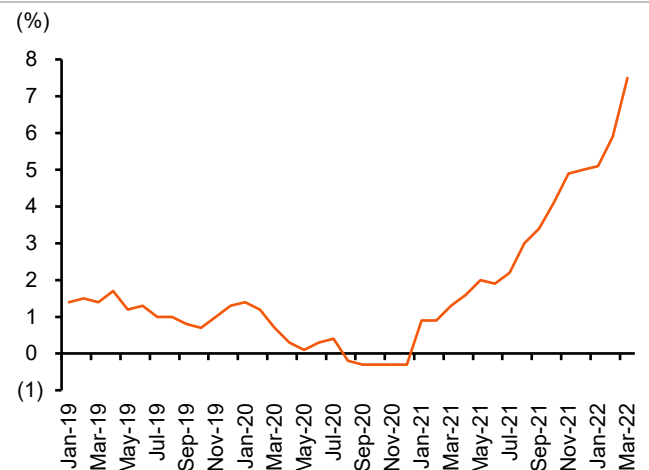
Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 9: ADAS Growth Outlook

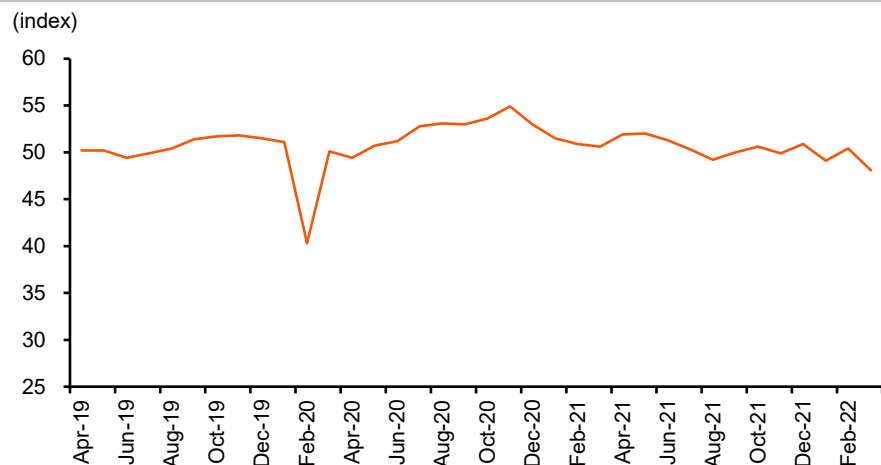
Sources: Strategy Analytics; Infineon

Ex 10: EU Manufacturing PMI Expanding But Softened

Source: Bloomberg

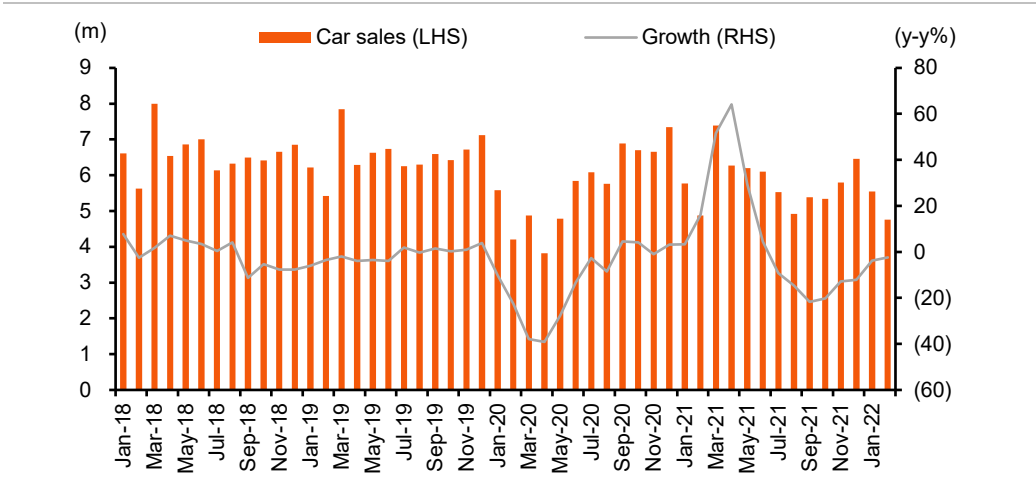
Ex 11: EU Inflation

Source: Bloomberg

Ex 12: China Manufacturing PMI

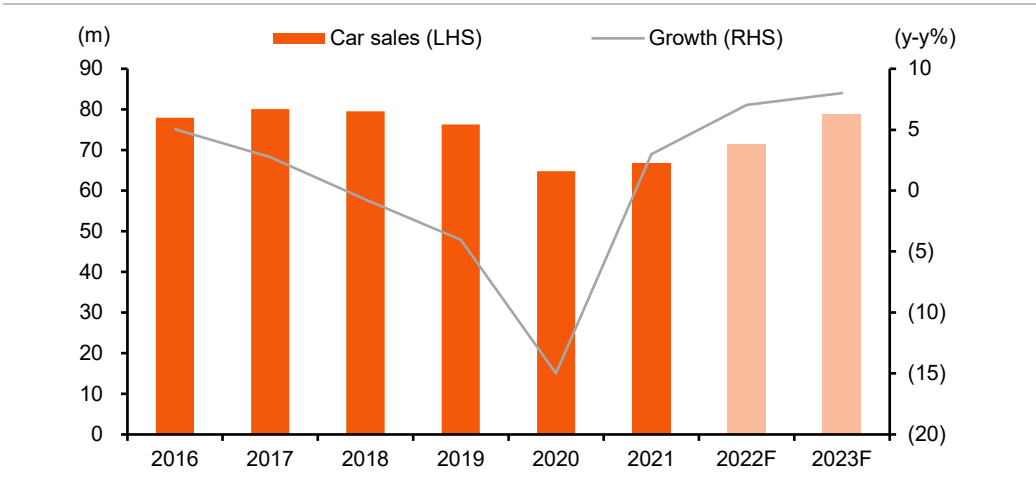
Source: Bloomberg

Ex 13: Global Car Sales



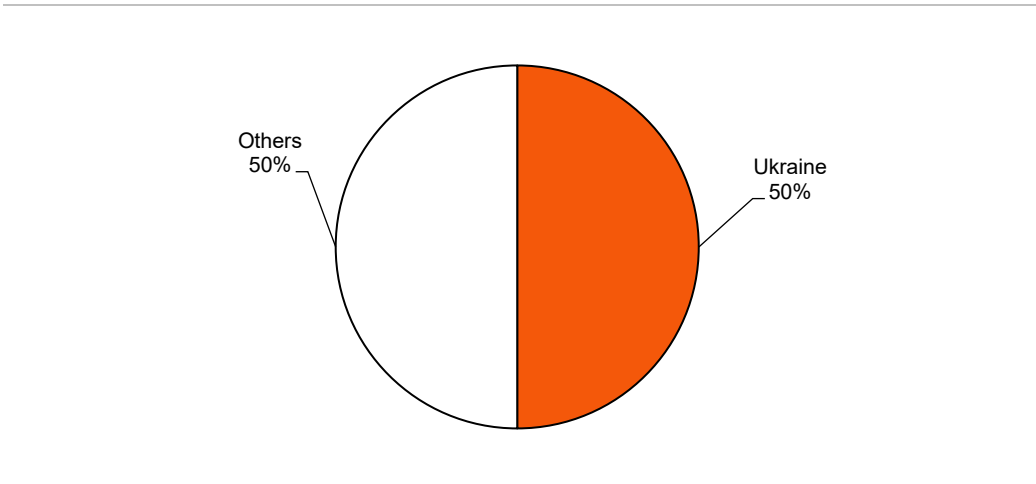
Source: Bloomberg

Ex 14: Lower Global Car Sales Forecasts



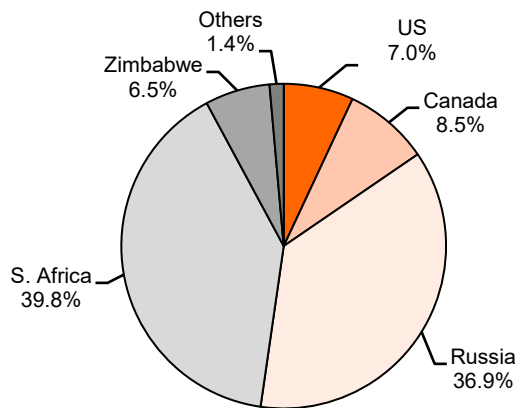
Sources: Bloomberg, S&P Global Mobility, Thanachart compilation

Ex 15: Ukraine A Main Neon Gas Producer



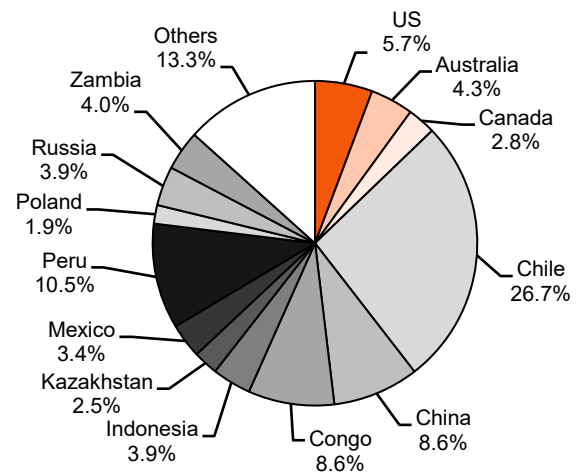
Source: Thanachart compilation

Ex 16: ...Palladium...



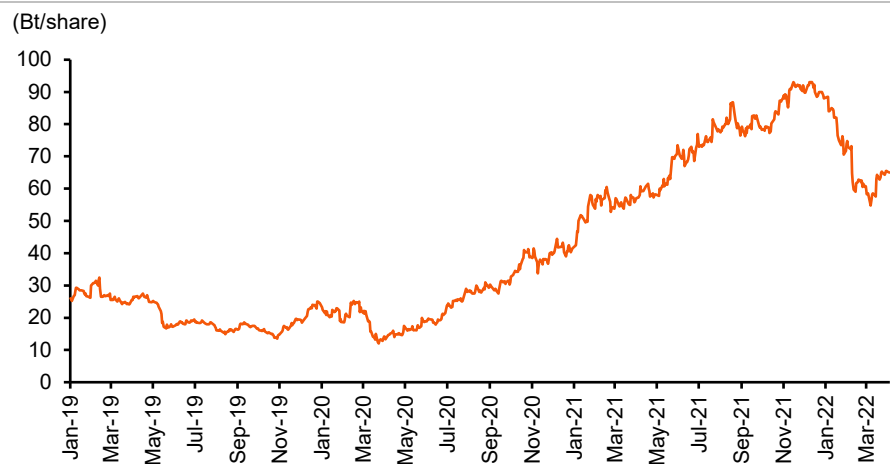
Source: U.S. Geological Survey

Ex 17: ...And Copper



Source: U.S. Geological Survey

Ex 18: KCE's Share Price



Source: Bloomberg

Valuation Comparison

Ex 19: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div. yield —	
			22F (%)	23F (%)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (%)	23F (%)	22F (%)	23F (%)
TTM Technologies Inc	TTMI US	USA	(2.2)	17.6	11.8	10.0	1.0	1.0	6.8	6.2	na	na
Chin-Poon Industrial	2355 TT	Taiwan	51.9	29.9	25.6	19.7	0.9	0.8	7.4	6.1	2.0	3.1
Tripod Technology Corp	3044 TT	Taiwan	14.3	10.4	10.3	9.4	1.7	1.6	5.3	5.2	6.2	7.0
CMK Corp	6958 JP	Japan	na	70.7	16.1	9.4	0.8	0.7	7.2	5.3	1.7	2.8
Meiko Electronics	6787 JP	Japan	105.8	31.5	11.6	8.8	2.2	1.9	8.6	7.9	1.0	1.1
Delta Electronics	DELTA TB	Thailand	37.0	21.4	50.9	31.7	10.3	9.1	40.4	34.0	0.9	1.1
SVI Pcl	SVI TB	Thailand	(5.6)	9.5	13.5	12.3	2.9	2.5	11.6	11.1	2.9	2.9
Hana Microelectronics	HANA TB*	Thailand	7.0	8.1	16.0	14.8	1.6	1.6	9.7	8.9	4.2	4.4
KCE Electronics	KCE TB*	Thailand	39.7	29.1	24.5	19.0	5.1	4.6	16.7	13.5	2.9	3.7
Average			31.0	25.4	20.0	15.0	2.9	2.6	12.6	10.9	2.7	3.3

Source: Bloomberg

Note: *Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 4-Apr-2022 closing prices

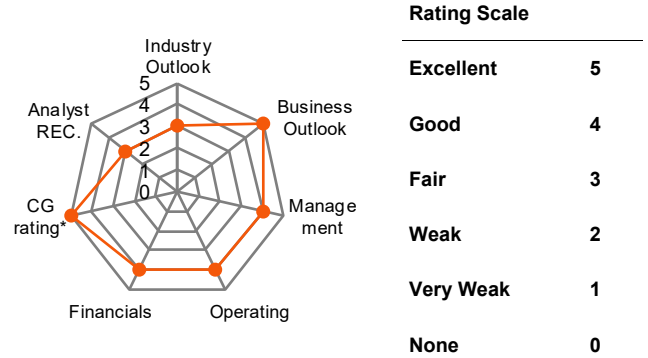
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท เคซีอี อิเล็คโทรนิคส์ จำกัด (มหาชน) และบริษัทย่อยประกอบธุรกิจผลิตและส่งออกแผ่นพิมพ์วงจรไฟฟ้า (PCB) ชนิดสองหน้า และชนิดหลายชั้นภายใต้เครื่องหมายการค้า KCE บริษัทมีฐานการผลิต 5 โรงงาน โดยมีโรงงานทำ PCB 3 แห่ง โรงงานทำลามีเน็ต 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 สินค้าเพื่ออุตสาหกรรมและสินค้าอุปโภคบริโภค high-end

W — Weakness

- เป็นธุรกิจที่ใช้เงินลงทุนสูง โดยเฉพาะการซื้อเครื่องจักรการผลิต
- รายได้ยังคงกระจุกตัวอยู่มากในลูกค้ารายใหญ่น้อยราย

T — Threat

- เหตุการณ์ภายนอกที่เหนือความคาดหมาย เช่น น้ำท่วมสถานการณ์การเมือง อาจส่งผลกระทบต่อการทำงาน
- ความล่าช้าของการขยายโรงงาน อาจส่งผลเสียต่อการรับรองปริมาณและคุณภาพการผลิตให้แก่ลูกค้า

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	78.77	70.00	-11%
Net profit 22F (Bt m)	3,017	3,124	4%
Net profit 23F (Bt m)	3,697	4,033	9%
Consensus REC	BUY: 10	HOLD: 5	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าของตลาด เนื่องจากเราให้สมมติฐานที่ระมัดระวังมากขึ้นต่อการเติบโตของยอดขายรถยนต์ทั่วโลก

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การฟื้นตัวที่ช้าหรือเร็วกว่าค่าของตลาดรถยนต์โลกเป็นความเสี่ยงที่สำคัญต่อประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายของเรา
- ราคาวัตถุดิบที่เกี่ยวข้องกับราคาทองแดงหากเพิ่มขึ้น/ลดลงอย่างมากจะเป็นความเสี่ยงอีกประการหนึ่งต่อประมาณการ
- ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนที่รุนแรง เช่น เงินบาทที่แข็ง/อ่อนค่าขึ้นอย่างมากเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	11,527	14,938	17,993	19,563	20,546
Cost of sales	9,015	10,965	12,606	13,168	13,623
Gross profit	2,512	3,973	5,388	6,395	6,923
% gross margin	21.8%	26.6%	29.9%	32.7%	33.7%
Selling & administration expenses	1,449	1,656	1,990	2,007	1,989
Operating profit	1,063	2,317	3,398	4,388	4,933
% operating margin	9.2%	15.5%	18.9%	22.4%	24.0%
Depreciation & amortization	1,049	1,024	1,206	1,282	1,384
EBITDA	2,112	3,341	4,604	5,671	6,318
% EBITDA margin	18.3%	22.4%	25.6%	29.0%	30.7%
Non-operating income	106	202	105	107	110
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(57)	(44)	(86)	(80)	(76)
Pre-tax profit	1,111	2,475	3,417	4,415	4,967
Income tax	87	221	306	395	444
After-tax profit	1,024	2,254	3,111	4,020	4,522
% net margin	8.9%	15.1%	17.3%	20.6%	22.0%
Shares in affiliates' Earnings	10	17	18	19	20
Minority interests	(16)	(35)	(5)	(6)	(7)
Extraordinary items	109	190	0	0	0
NET PROFIT	1,127	2,426	3,124	4,033	4,536
Normalized profit	1,018	2,237	3,124	4,033	4,536
EPS (Bt)	1.0	2.1	2.6	3.4	3.8
Normalized EPS (Bt)	0.9	1.9	2.6	3.4	3.8

With multiple supporting factors, we expect strong earnings growth

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	8,185	11,794	13,451	14,669	15,364
Cash & cash equivalent	2,347	2,482	2,500	3,000	3,200
Account receivables	3,174	4,394	5,293	5,755	6,044
Inventories	2,594	4,841	5,566	5,814	6,015
Others	69	76	92	100	105
Investments & loans	187	195	195	195	195
Net fixed assets	8,107	8,979	8,617	9,047	9,378
Other assets	898	983	1,200	1,321	1,404
Total assets	17,377	21,951	23,462	25,232	26,341
LIABILITIES:					
Current liabilities:	4,216	6,948	6,954	7,155	6,882
Account payables	2,458	4,246	4,881	5,099	5,275
Bank overdraft & ST loans	1,283	1,798	1,344	1,305	981
Current LT debt	387	740	553	537	404
Others current liabilities	88	164	176	214	222
Total LT debt	676	1,117	835	811	609
Others LT liabilities	423	444	550	608	649
Total liabilities	5,315	8,509	8,339	8,574	8,140
Minority interest	52	62	67	73	80
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	589	591	590	590	590
Share premium	2,050	2,146	2,146	2,146	2,146
Warrants	0	(0)	(0)	(0)	(0)
Surplus	(64)	(37)	(37)	(37)	(37)
Retained earnings	9,434	10,680	12,357	13,885	15,421
Shareholders' equity	12,010	13,380	15,056	16,585	18,121
Liabilities & equity	17,377	21,951	23,462	25,232	26,341

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	1,111	2,475	3,417	4,415	4,967
Tax paid	(32)	(149)	(303)	(365)	(443)
Depreciation & amortization	1,049	1,024	1,206	1,282	1,384
Chg In working capital	70	(1,679)	(988)	(492)	(314)
Chg In other CA & CL / minorities	0	(41)	11	19	22
Cash flow from operations	2,199	1,631	3,344	4,859	5,616
Capex	(278)	(1,854)	(800)	(1,667)	(1,667)
Right of use	(13)	(7)	(20)	(20)	(20)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	12	(8)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(105)	(69)	(136)	(89)	(70)
Cash flow from investments	(385)	(1,938)	(956)	(1,776)	(1,757)
Debt financing	405	1,498	(922)	(79)	(660)
Capital increase	146	98	(1)	0	0
Dividends paid	(952)	(1,206)	(1,448)	(2,505)	(2,999)
Warrants & other surplus	(24)	52	0	0	0
Cash flow from financing	(424)	442	(2,371)	(2,584)	(3,659)
Free cash flow	1,921	(223)	2,544	3,193	3,950

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	75.3	34.3	24.5	19.0	16.9
Normalized PE - at target price (x)	81.1	36.9	26.4	20.5	18.2
PE (x)	68.1	31.6	24.5	19.0	16.9
PE - at target price (x)	73.3	34.0	26.4	20.5	18.2
EV/EBITDA (x)	36.3	23.3	16.7	13.5	11.9
EV/EBITDA - at target price (x)	39.1	25.1	18.0	14.5	12.9
P/BV (x)	6.4	5.7	5.1	4.6	4.2
P/BV - at target price (x)	6.9	6.2	5.5	5.0	4.6
P/CFO (x)	34.9	47.0	22.9	15.8	13.7
Price/sales (x)	6.7	5.1	4.3	3.9	3.7
Dividend yield (%)	1.2	0.9	2.9	3.7	4.1
FCF Yield (%)	2.5	(0.3)	3.3	4.2	5.1
(Bt)					
Normalized EPS	0.9	1.9	2.6	3.4	3.8
EPS	1.0	2.1	2.6	3.4	3.8
DPS	0.8	0.6	1.9	2.4	2.7
BV/share	10.2	11.3	12.8	14.1	15.4
CFO/share	1.9	1.4	2.8	4.1	4.8
FCF/share	1.6	(0.2)	2.2	2.7	3.3

Sources: Company data, Thanachart estimates

KCE's growth looks priced in to us with KCE's 25x PE for 2022F

FINANCIAL RATIOS

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

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(4.7)	29.6	20.5	8.7	5.0
Net profit (%)	20.6	115.3	28.8	29.1	12.5
EPS (%)	20.6	115.3	28.8	29.1	12.5
Normalized profit (%)	15.6	119.7	39.7	29.1	12.5
Normalized EPS (%)	15.6	119.7	39.7	29.1	12.5
Dividend payout ratio (%)	83.8	29.2	70.0	70.0	70.0
Operating performance					
Gross margin (%)	21.8	26.6	29.9	32.7	33.7
Operating margin (%)	9.2	15.5	18.9	22.4	24.0
EBITDA margin (%)	18.3	22.4	25.6	29.0	30.7
Net margin (%)	8.9	15.1	17.3	20.6	22.0
D/E (incl. minor) (x)	0.2	0.3	0.2	0.2	0.1
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.0)	0.1	0.0	(0.0)	(0.1)
Interest coverage - EBIT (x)	18.5	53.0	39.4	54.6	64.8
Interest coverage - EBITDA (x)	36.7	76.4	53.4	70.6	83.0
ROA - using norm profit (%)	6.0	11.4	13.8	16.6	17.6
ROE - using norm profit (%)	8.6	17.6	22.0	25.5	26.1
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	8.6	17.8	21.9	25.4	26.1
- asset turnover (x)	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
- operating margin (%)	10.1	16.9	19.5	23.0	24.5
- leverage (x)	1.4	1.5	1.6	1.5	1.5
- interest burden (%)	95.1	98.3	97.5	98.2	98.5
- tax burden (%)	92.2	91.1	91.1	91.1	91.1
WACC (%)	9.9	9.9	9.9	9.9	9.9
ROIC (%)	7.7	17.6	21.3	26.1	27.7
NOPAT (Bt m)	980	2,110	3,094	3,996	4,492
invested capital (Bt m)	12,009	14,553	15,289	16,238	16,915

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด 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) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ถือและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 77 หลักทรัพย์ ได้แก่ AMAT16C2206A , AOT16C2204A , AOT16C2206A , AWC16C2207A , BAM16C2204A , BAM16C2206A , BAM16C2207A , BAN16C2204A , BANP16C2205A , BANP16C2207A , BBL16C2204A , BCH16C2207A , BEC16C2204A , BEC16C2207A , BGRI16C2205A , BLA16C2208A , BLA16C2205A , CBG16C2204A , CBG16C2205A , CBG16C2207A , CHG16C2207A , COM716C2205A , CPAL16C2204A , CPF16C2205A , CRC16C2204A , DOHO16C2207A , EA16C2205A , EA16C2206A , EA16C2207A , GPSC16C2205A , GPSC16C2206A , GPSC16C2207A , GULF16C2205A , GULF16C2207A , GUNK16C2205A , GUNK16C2206A , GUNK16C2207A , HANA16C2204A , HANA16C2205A , HANA16C2207A , INTU16C2205A , IRPC16C2205A , IVL16C2206A , JMAR16C2205A , JMAR16C2206A , JMT16C2205A , JMT16C2207A , KBAN16C2208A , KBAN16C2204A , KBAN16C2206A , KCE16C2208A , KCE16C2204A , KCE16C2205A , KCE16C2205B , MEGA16C2207A , MINT16C2204A , MINT16C2207A , MTC16C2204A , OR16C2205A , PTT16C2205A , PTTG16C2207A , RCL16C2205A , RS16C2205A , S5016C2206A , S5016P2206A , S5016P2206B , SAWA16C2204A , SAWA16C2205A , SCC16C2204A , STEC16C2204A , SYNE16C2206A , TOP16C2206A , TRUE16C2205A , TRUE16C2205B , TTA16C2207A , TU16C2204A , WHA16C2204A (underlying securities are AMATA , AOT , AWC , BAM , BANPU , BBL , BCH , BEC , BGRIM , BLA , CBG , CHG , COM7 , CPALL , CPF , CRC , DOHOME , EA , GPSC , GULF , GUNKUL , HANA , INTUCH , IRPC , IVL , JMART , JMT , KBANK , KCE , MEGA , MINT , MTC , OR , PTT , PTTGC , RCL , RS , SAWAD , SCC , SET50 , STEC , SYNEX , TOP , TRUE , TTA , TU , WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาต จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ธนชาต จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาต จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 23 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาต จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาต จำกัด (มหาชน) TCAP มีการรวมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ “หุ้นกู้ บริษัท สหกลีทวีเบเนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สหกลีทวีเบเนท์ 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 นิการุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

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

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน
สรชดา สรทรง
Tel: 662-779-9106
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

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

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

กลยุทธ์การลงทุน
เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล
Tel: 662-483-8304
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

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

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

ขนส่ง, รับเหมา
ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์
Tel: 662-779-9112
saksid.pha@thanachartsec.co.th

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

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

วิเคราะห์เชิงปริมาณ
สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์
Tel: 662-483-8303
sittichet.run@thanachartsec.co.th

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

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเท่ง
รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม
ศิริพร อรุโณทัย
Tel: 662-779-9113
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค
วิชานันท์ ธรรมบำรุง
Tel: 662-779-9123
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

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

Data Support Team

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

สุนทร รักษาวัต
Tel: 662-779-9117
sunset.rak@thanachartsec.co.th

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

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

วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์
Tel: 662-779-9114
varathip.run@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