

HOLD (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 67.00

(From: Bt 70.00)

Upside : 9.4%

6 MAY 2022

Small Cap Research

KCE Electronics Pcl (KCE TB)

ปัจจัยผลักดันระยะสั้น

แม้จะยังคงคำแนะนำ “ถือ” แต่เราเห็นปัจจัยหนุนในระยะสั้นผลักดันราคาหุ้นของ KCE ซึ่งลดลง 34% จากจุดสูงสุดของปี 2021 ซึ่งได้แก่ปัญหาการผลิตโดยเครื่องจักรใหม่ที่มีต้นทุนสูง ค่าส่งซื้อยังคงแข็งแกร่ง และเงินบาทที่อ่อนค่า ซึ่งเราคาดว่าจะทำให้กำไร 2Q22F เพิ่มขึ้น

ปัจจัยผลักดัน

แม้จะยังคงคำแนะนำ “ถือ” KCE แต่เราเห็นปัจจัยหนุนในระยะสั้นผลักดันราคาหุ้นของ KCE ซึ่งลดลง 34% จากจุดสูงสุดของปี 2021 ซึ่งได้แก่ 1) ปัญหาการผลิตจากเครื่องจักรที่ติดตั้งใหม่ใน 4Q21-1Q22 ได้รับการแก้ไขแล้ว และคาดว่า 2Q22F จะดำเนินไปอย่างราบรื่นทุกไตรมาส 2) แม้ว่าชีพหลายเซนยังคงสะดุดจากสงครามรัสเซีย-ยูเครน และการล็อกดาวน์ของจีน แต่คำสั่งซื้อของ KCE ยังคงแข็งแกร่ง 3) เงินบาทที่อ่อนค่าลงจากการที่เฟดขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย สมมติฐานค่าเงินบาทของโบรกเกอร์อยู่ที่ 33.8/33.3 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ ในปี 2022-23F เทียบกับ 33.3 บาท YTD และ 34.3 บาท ในปัจจุบัน จากการประเมินของเราชี้ให้เห็นว่าเงินบาทที่อ่อนค่าลงทุกๆ 1% ส่งผลให้กำไรของ KCE เพิ่มขึ้น 3.5%

ปัญหาบรรเทา

KCE ประสบปัญหาการไหลบ่าในช่วงปลาย 4Q21 และในช่วง 1Q22 เนื่องจากอัตราของเสียที่สูงของเครื่องจักรนำเข้าใหม่ที่ใช้สำหรับการขยายกำลังการผลิตที่โรงงานลาดกระบังและอยุธยา ปัญหานี้คิดเป็นราว 20% ของกำลังการผลิตทั้งหมด ดังนั้นเราจึงคาดว่ากำไร 1Q22F จะอยู่ที่ 650 ลบ. ทรงตัวจาก 4Q21 หลังจากสะดุด เราประมาณการกำไรของ KCE ที่ 770/850 ลบ. ใน 2Q-3Q22F แม้ว่าปัญหาจะหมดไปแล้วใน 1Q22 แต่ KCE คาดว่าเครื่องจักรใหม่จะมีประสิทธิภาพสูงสุดใน 3Q22 กำลังการผลิตของ KCE ทอยเพิ่มขึ้นจาก 2.7 ล้านตร.ฟุต ในปลายปี 2020 เป็น 3.3 ล้านตร.ฟุต ใน 1Q22

คำสั่งซื้อยังคงแข็งแกร่ง

KCE ได้รับผลกระทบจากปัญหาซัพพลายเชน และลูกค้าในยุโรปได้ลดคำสั่งซื้อลง 10-15% ล่าสุด อย่างไรก็ตาม ผลกระทบนี้สามารถถูกชดเชยด้วยคำสั่งซื้อใหม่จากลูกค้าชาวจีนรายใหม่ ผู้ผลิตรายหนึ่งในสหภาพยุโรปบางรายประสบปัญหาการขาดแคลนชุดสายไฟ (ส่วนประกอบหลักของรถยนต์) อันเป็นผลมาจากความขัดแย้งระหว่างรัสเซียและยูเครน การผลิตชุดสายไฟของยูเครนคิดเป็น 15% ของความต้องการของสหภาพยุโรปก่อนสงคราม อย่างไรก็ตาม จากข้อมูลของ KCE ผู้ผลิตรายหนึ่งในสหภาพยุโรปสามารถหาซัพพลายเออร์รายใหม่ได้แล้ว จนถึงตอนนี้ KCE สามารถลดคำสั่งซื้อได้อย่างเต็มกำลังการผลิตจนถึงเดือนกรกฎาคม 2022 บริษัทฯ เชื่อว่าจะสามารถรักษาระดับคำสั่งซื้อนี้ได้ตลอดทั้งปี KCE ยังคงมีคำสั่งซื้อสำรองจากผู้ซื้อชาวจีนด้วย

กำหนดการของโรงงานใหม่

เนื่องจากปัญหาที่ยืดเยื้อของโรงงานทั้งสองแห่งที่มีอยู่ KCE จึงมีแผนที่จะชะลอการเปิดตัวของโรงงานแห่งใหม่ออกไปเล็กน้อยจาก 2Q23 ไปยังช่วงต้น 3Q23 โรงงานใหม่จะเพิ่มกำลังการผลิตให้ราว 0.7 ล้าน ตร.ฟุต หรือ 21% ของกำลังการผลิตทั้งหมดในปัจจุบัน เนื่องจากความล่าช้าในการเริ่มดำเนินงาน เราจึงปรับลดประมาณการกำไร 4/3% ในปี 2023-24F



PATTADOL BUNNAK

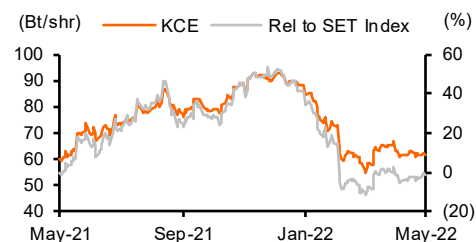
662 – 483 8298

Pattadol.bun@thanachartsec.co.th

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	14,938	18,227	19,835	20,677
Net profit	2,426	3,131	3,871	4,421
Consensus NP	—	2,948	3,518	3,998
Diff frm cons (%)	—	6.2	10.0	10.6
Norm profit	2,237	3,131	3,871	4,421
Prev. Norm profit	—	3,124	4,033	4,536
Chg frm prev (%)	—	0.2	(4.0)	(2.5)
Norm EPS (Bt)	1.9	2.7	3.3	3.7
Norm EPS grw (%)	119.7	40.0	23.6	14.2
Norm PE (x)	32.3	23.1	18.7	16.3
EV/EBITDA (x)	22.0	15.7	13.1	11.5
P/BV (x)	5.4	4.8	4.4	4.0
Div yield (%)	1.0	3.0	3.7	4.3
ROE (%)	17.6	22.0	24.5	25.6
Net D/E (%)	8.7	2.1	(0.8)	(5.7)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price: (Bt) as of 6-May-22	61.25
Market Cap (US\$ m)	2,107.7
Listed Shares (m shares)	1,181.8
Free Float (%)	59.0
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	31.4
12M Price H/L (Bt)	93.00/54.75
Sector	Electronics
Major Shareholder	Ongkosit Family 25.4%

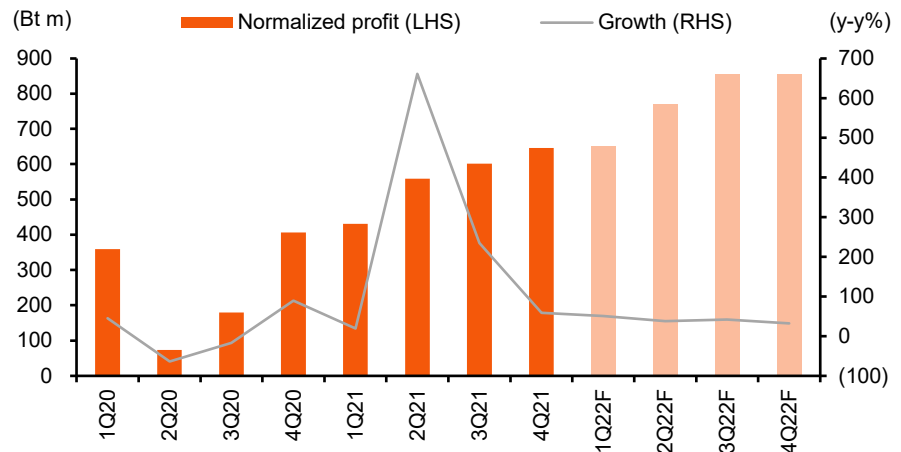
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

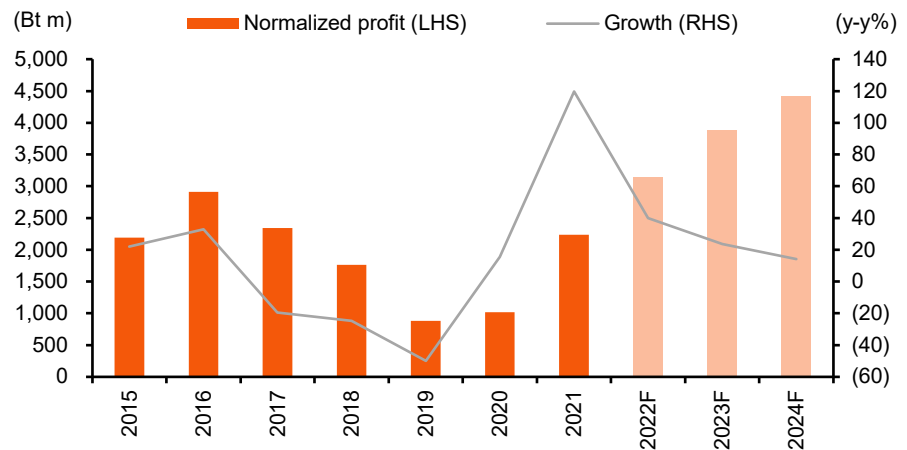
Ex 1: KCE's Capacity

(%)	2021	2022F	2023F	2024F
Year-end capacity growth	11	10	21	0
Effective capacity growth	2	17	13	10
US\$ sales growth	26	15	10	8

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Quarterly Earnings

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Yearly Earnings

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Our Baht Assumptions

	Bt/US\$
2020	31.3
2021	32.0
2022F	33.8
2023F	33.3
2024F	32.1

Sources: BoT, Thanachart estimates

Ex 5: US Dollar Vs. Thai Baht

Source: Bloomberg

Ex 6: Our Key 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	4.0
Effective capacity growth (%)	-	1.9	17.3	13.2	9.6
Global car sales growth (%)	(15.0)	3.0	5.0	8.0	5.0
US\$ sales growth (%)	(5.3)	25.9	15.1	10.5	8.1
Baht/US\$ assumption	31.3	31.9	33.8	33.3	32.1
Baht sales growth (%)	(4.7)	29.6	22.0	8.8	4.2
HDI proportion (%)	16.0	20.0	26.0	32.0	35.0
Gross margin (%)	21.8	26.6	30.0	31.7	33.2
SG&A to sales (%)	12.6	11.1	11.3	10.5	9.9

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: Earnings Revisions

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Sales (US\$ m)					
New	372	469	539	596	644
Old			540	604	652
Change (%)			(0.2)	(1.3)	(1.2)
Bt/US\$					
New	31.3	32.0	33.8	33.3	32.1
Old			33.3	32.4	31.5
Sales (Bt m)					
New	11,527	14,938	18,227	19,835	20,677
Old			17,993	19,563	20,546
Change (%)			1.3	1.4	0.6
Gross margin (%)					
New	21.8	26.6	30.0	31.7	33.2
Old			29.9	32.7	33.7
Change (pp)			0.1	(0.9)	(0.5)
SG&A/sales (%)					
New	12.6	11.1	11.3	10.5	9.9
Old			11.1	10.3	9.7
Change (pp)			0.3	0.2	0.3
Normalized profit (Bt m)					
New	1,018	2,237	3,131	3,871	4,421
Old			3,124	4,033	4,536
Change (%)			0.2	(4.0)	(2.5)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: 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	4,613	5,497	6,198	7,156	8,102	9,126	10,056	11,002	11,932	12,923	13,978	—
Free cash flow	2,443	2,938	3,838	5,332	6,440	7,332	8,226	9,062	9,881	10,755	11,687	137,046
PV of free cash flow	2,437	2,433	2,891	3,655	4,016	4,051	4,115	4,106	4,056	3,999	3,935	39,624
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.1											
WACC (%)	9.9											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	80,335											
Net debt (2021)	1,172											
Minority interest	62											
Equity value	79,101											
# of shares (m) *	1,180											
Target price/share (Bt)	67											

Sources: Company data, Thanachart estimates

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

Valuation Comparison

Ex 9: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div. yield —	
			22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	(%)	(%)
TTM Technologies Inc	TTMI US	USA	(1.7)	17.8	11.5	9.7	1.0	0.9	6.6	6.1	na	na
Chin-Poon Industrial	2355 TT	Taiwan	32.2	49.2	27.1	18.2	0.8	0.8	6.9	5.5	2.2	3.3
Tripod Technology Corp	3044 TT	Taiwan	14.3	10.4	9.8	8.9	1.6	1.5	5.0	4.9	6.8	7.6
CMK Corp	6958 JP	Japan	na	70.7	14.3	8.4	0.7	0.7	6.7	4.9	1.9	3.1
Meiko Electronics	6787 JP	Japan	113.7	20.7	9.2	7.6	1.8	1.5	7.6	6.9	1.2	1.3
Delta Electronics	DELTA TB	Thailand	40.4	18.1	44.2	28.8	9.1	8.0	33.9	29.2	1.1	1.2
SVI Pcl	SVI TB	Thailand	(5.9)	9.5	12.9	11.8	2.8	2.4	11.2	10.7	3.0	3.0
Hana Microelectronics	HANA TB*	Thailand	7.0	8.1	15.1	13.9	1.5	1.5	9.1	8.3	4.5	4.7
KCE Electronics	KCE TB*	Thailand	40.0	23.6	23.1	18.7	4.8	4.4	15.7	13.1	3.0	3.7
Average			30.0	25.3	18.6	14.0	2.7	2.4	11.4	10.0	3.0	3.5

Source: Bloomberg

Note: *Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 6-May-2022 closing prices

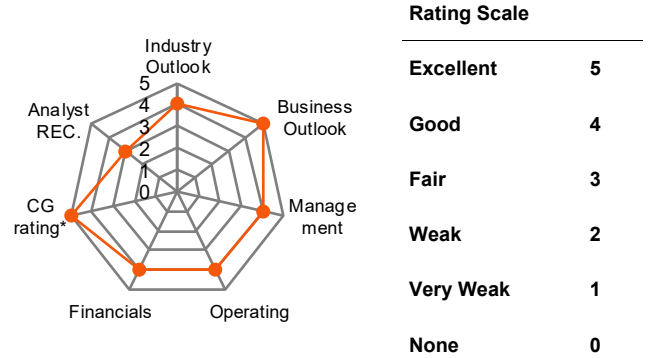
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท เคซีอี อิเล็คทรอนิกส์ จำกัด (มหาชน) และบริษัทย่อยประกอบธุรกิจผลิตและส่งออกแผ่นพิมพ์วงจรไฟฟ้า (PCB) ชนิดสองหน้า และชนิด หลายชั้นภายใต้เครื่องหมายการค้า KCE บริษัทมีฐานการผลิต 5 โรงงาน โดยมีโรงงานทำ PCB 3 แห่ง โรงงานทำลามิเนต 1 แห่ง และโรงงาน ทำเคมีอีก 1 แห่ง ซึ่งตั้งอยู่ใน 4 พื้นที่ในประเทศไทย KCE เป็นหนึ่งใน ผู้ผลิตแผ่นพิมพ์วงจรไฟฟ้าที่ใหญ่ที่สุดในกลุ่มอุตสาหกรรมยานยนต์ ซึ่งคิดเป็นกว่า 70% ของยอดขายทั้งหมดของบริษัท

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มียอดขายจากกลุ่มอุตสาหกรรมยานยนต์ที่ค่อนข้างแน่นอนอยู่มาก
- ดำเนินธุรกิจตั้งแต่ต้นน้ำถึงปลายน้ำซึ่งสอดคล้องกันอย่างชัดเจน
- เป็นผู้ผลิต PCB สำหรับยานยนต์ที่มีต้นทุนต่ำที่สุด

O — Opportunity

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

W — Weakness

- เป็นธุรกิจที่ใช้เงินลงทุนสูง โดยเฉพาะการซื้อเครื่องจักรการผลิต
- รายได้ยังคงกระจุกตัวอยู่มากในลูกค้ารายใหญ่น้อยราย

T — Threat

- เหตุการณ์ภายนอกที่เหนือความคาดหมาย เช่น น้ำท่วม สถานการณ์การเมือง อาจส่งผลกระทบต่อการทำงาน
- ความล่าช้าของการขยายโรงงาน อาจส่งผลเสียต่อการรับรองปริมาณและคุณภาพการผลิตให้แก่ลูกค้า

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	77.43	67.00	-13%
Net profit 22F (Bt m)	2,948	3,131	6%
Net profit 23F (Bt m)	3,518	3,871	10%
Consensus REC	BUY: 10	HOLD: 5	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าของตลาด เนื่องจากเราให้สมมติฐานที่ระมัดระวังมากขึ้นต่อการเติบโตของยอดขายรถยนต์ทั่วโลก

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

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

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	11,527	14,938	18,227	19,835	20,677
Cost of sales	9,015	10,965	12,755	13,539	13,807
Gross profit	2,512	3,973	5,472	6,296	6,871
% gross margin	21.8%	26.6%	30.0%	31.7%	33.2%
Selling & administration expenses	1,449	1,656	2,065	2,081	2,057
Operating profit	1,063	2,317	3,407	4,214	4,814
% operating margin	9.2%	15.5%	18.7%	21.2%	23.3%
Depreciation & amortization	1,049	1,024	1,206	1,282	1,384
EBITDA	2,112	3,341	4,613	5,497	6,198
% EBITDA margin	18.3%	22.4%	25.3%	27.7%	30.0%
Non-operating income	106	202	105	107	110
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(57)	(44)	(87)	(85)	(82)
Pre-tax profit	1,111	2,475	3,425	4,237	4,841
Income tax	87	221	306	379	433
After-tax profit	1,024	2,254	3,118	3,858	4,408
% net margin	8.9%	15.1%	17.1%	19.5%	21.3%
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	3,131	3,871	4,421
Normalized profit	1,018	2,237	3,131	3,871	4,421
EPS (Bt)	1.0	2.1	2.7	3.3	3.7
Normalized EPS (Bt)	0.9	1.9	2.7	3.3	3.7

With multiple support 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	13,587	14,914	15,484
Cash & cash equivalent	2,347	2,482	2,500	3,000	3,200
Account receivables	3,174	4,394	5,362	5,835	6,083
Inventories	2,594	4,841	5,632	5,978	6,096
Others	69	76	93	101	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	1,215	1,338	1,413
Total assets	17,377	21,951	23,613	25,494	26,470
LIABILITIES:					
Current liabilities:	4,216	6,948	7,070	7,449	7,074
Account payables	2,458	4,246	4,939	5,243	5,346
Bank overdraft & ST loans	1,283	1,798	1,383	1,410	1,066
Current LT debt	387	740	570	580	439
Others current liabilities	88	164	178	216	223
Total LT debt	676	1,117	859	876	662
Others LT liabilities	423	444	556	616	653
Total liabilities	5,315	8,509	8,486	8,940	8,390
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	12,361	13,782	15,300
Shareholders' equity	12,010	13,380	15,061	16,481	18,000
Liabilities & equity	17,377	21,951	23,613	25,494	26,470

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	3,425	4,237	4,841
Tax paid	(32)	(149)	(301)	(349)	(433)
Depreciation & amortization	1,049	1,024	1,206	1,282	1,384
Chg In working capital	70	(1,679)	(1,065)	(516)	(262)
Chg In other CA & CL / minorities	0	(41)	10	19	23
Cash flow from operations	2,199	1,631	3,275	4,674	5,553
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)	(144)	(90)	(65)
Cash flow from investments	(385)	(1,938)	(964)	(1,777)	(1,752)
Debt financing	405	1,498	(842)	54	(698)
Capital increase	146	98	(1)	0	0
Dividends paid	(952)	(1,206)	(1,450)	(2,451)	(2,902)
Warrants & other surplus	(24)	52	0	0	0
Cash flow from financing	(424)	442	(2,293)	(2,397)	(3,601)
Free cash flow	1,921	(223)	2,475	3,008	3,886

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	71.0	32.3	23.1	18.7	16.3
Normalized PE - at target price (x)	77.6	35.3	25.2	20.4	17.9
PE (x)	64.1	29.8	23.1	18.7	16.3
PE - at target price (x)	70.2	32.6	25.2	20.4	17.9
EV/EBITDA (x)	34.2	22.0	15.7	13.1	11.5
EV/EBITDA - at target price (x)	37.4	24.0	17.2	14.4	12.6
P/BV (x)	6.0	5.4	4.8	4.4	4.0
P/BV - at target price (x)	6.6	5.9	5.2	4.8	4.4
P/CFO (x)	32.9	44.3	22.1	15.5	13.0
Price/sales (x)	6.3	4.8	4.0	3.6	3.5
Dividend yield (%)	1.3	1.0	3.0	3.7	4.3
FCF Yield (%)	2.7	(0.3)	3.4	4.2	5.4
(Bt)					
Normalized EPS	0.9	1.9	2.7	3.3	3.7
EPS	1.0	2.1	2.7	3.3	3.7
DPS	0.8	0.6	1.9	2.3	2.6
BV/share	10.2	11.3	12.8	14.0	15.3
CFO/share	1.9	1.4	2.8	4.0	4.7
FCF/share	1.6	(0.2)	2.1	2.5	3.3

Sources: Company data, Thanachart estimates

*KCE's growth looks priced
in to us with its 23x PE in
2022F*

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(4.7)	29.6	22.0	8.8	4.2
Net profit (%)	20.6	115.3	29.1	23.6	14.2
EPS (%)	20.6	115.3	29.1	23.6	14.2
Normalized profit (%)	15.6	119.7	40.0	23.6	14.2
Normalized EPS (%)	15.6	119.7	40.0	23.6	14.2
Dividend payout ratio (%)	83.8	29.2	70.0	70.0	70.0
Operating performance					
Gross margin (%)	21.8	26.6	30.0	31.7	33.2
Operating margin (%)	9.2	15.5	18.7	21.2	23.3
EBITDA margin (%)	18.3	22.4	25.3	27.7	30.0
Net margin (%)	8.9	15.1	17.1	19.5	21.3
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	39.0	49.8	58.6
Interest coverage - EBITDA (x)	36.7	76.4	52.9	65.0	75.4
ROA - using norm profit (%)	6.0	11.4	13.7	15.8	17.0
ROE - using norm profit (%)	8.6	17.6	22.0	24.5	25.6
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	8.6	17.8	21.9	24.5	25.6
- asset turnover (x)	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
- operating margin (%)	10.1	16.9	19.3	21.8	23.8
- leverage (x)	1.4	1.5	1.6	1.6	1.5
- interest burden (%)	95.1	98.3	97.5	98.0	98.3
- 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	25.0	26.8
NOPAT (Bt m)	980	2,110	3,102	3,837	4,383
invested capital (Bt m)	12,009	14,553	15,373	16,347	16,967

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด 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 ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ถือและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 65 หลักทรัพย์ ได้แก่ AMAT16C2206A , AOT16C2206A , AWC16C2207A , BAM16C2206A , BAM16C2207A , BANP16C2205A , BANP16C2207A , BCH16C2207A , BEC16C2207A , BGRI16C2205A , BLA16C2208A , BLA16C2205A , CBG16C2205A , CBG16C2207A , CHG16C2207A , COM716C2208A , COM716C2205A , CPF16C2205A , DOHO16C2207A , EA16C2205A , EA16C2206A , EA16C2207A , GPSC16C2205A , GPSC16C2206A , GPSC16C2207A , GULF16C2205A , GULF16C2207A , GUNK16C2205A , GUNK16C2206A , GUNK16C2207A , HANA16C2205A , HANA16C2207A , INTU16C2205A , IRPC16C2205A , IVL16C2206A , JMART16C2205A , JMART16C2206A , JMT16C2205A , JMT16C2207A , KBAN16C2208A , KBAN16C2206A , KCE16C2209A , KCE16C2208A , KCE16C2205A , KCE16C2205B , MEGA16C2207A , MINT16C2207A , OR16C2205A , PTT16C2205A , PTTE16C2209A , PTTG16C2207A , RCL16C2208A , RCL16C2205A , RS16C2205A , S5016C2206A , S5016P2206A , S5016P2206B , SAWA16C2205A , SCB16C2208A , SYNE16C2206A , TOP16C2206A , TRUE16C2205A , TRUE16C2205B , TTA16C2208A , TTA16C2207A , (underlying securities are AMATA , AOT , AWC , BAM , BANPU , BBL , BCH , BEC , BGRIM , BLA , CBG , CHG , COM7 , CPF , DOHOME , EA , GPSC , GULF , GUNKUL , HANA , INTUCH , IRPC , IVL , JMART , JMT , KBANK , KCE , MEGA , MINT , OR , PTT , PTTEP , PTTGC , RCL , RS , SAWAD , SCB , SET50 , TOP , TRUE , TTA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 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 23 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรสมิล 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 มีการรวมกัน ได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการรวมกัน ได้แก่ นางอติวัน ไตรรงค์ 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 นิการุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรอ
พัทธดนย์ บุณนาค
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
ภัทรวัลลี 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 ธรรมป่ารุ่ง
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 ลิมาวงษ์ปราณี
Tel: 662-779-9116
suksawat.lim@thanachartsec.co.th

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