

HOLD (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 60.00

(From: Bt 67.00)

Upside : 6.7%

5 JULY 2022

Small Cap Research

KCE Electronics Pcl (KCE TB)

กำไรสะอาด

เราคาดว่า 2Q22F ของ KCE จะทำให้ตลาดผิดหวังเนื่องจากต้นทุนที่สูงขึ้น แม้จะแข็งแกร่งเติบโต 15% y-y/q-q นอกจากนี้ KCE เห็นคำสั่งซื้อล่วงหน้าที่สูงขึ้น และให้ความระมัดระวังมากขึ้นต่อความต้องการรถยนต์ เราปรับลดกำไรลง 14% ในปี 2022-23F และคงคำแนะนำ "ถือ"



PATTADOL BUNNAK

662 – 483 8298

Pattadol.bun@thanachartsec.co.th

สรุปจากต้นทุนที่สูงขึ้น

เราคาดว่า KCE จะรายงานกำไรปกติที่ 640 ลบ. ใน 2Q22F แม้ว่าคาดว่าจะยังคงเติบโต 15% y-y/q-q แต่ยังคงต่ำกว่าที่เราคาดว่าจะได้ก่อนหน้านี้ที่คาดว่าจะเติบโต 25% y-y เนื่องจากอัตราค่าจ้างขั้นต่ำที่ลดลงจากต้นทุนที่สูงกว่าที่เราได้ คาดว่า ความขัดแย้งระหว่างยูเครนและรัสเซีย ทำให้เกิดการขาดแคลนชิปหลายพื้นฐานหลายอย่าง ส่งผลให้ต้นทุนวัตถุดิบสูงขึ้น รายการต้นทุนที่เพิ่มขึ้นสำหรับ KCE ได้แก่สารเคมีที่ใช้ในการเคลือบ PCB ราคาฟอยล์ทองแดง และค่าไฟฟ้า หลังจากการขึ้นค่า Ft ต้นทุนเหล่านี้คือ 30% ของต้นทุนขาย และเพิ่มขึ้นมากกว่า 10% q-q ใน 2Q22F ภายใต้ประมาณการของเรา ค่าใช้จ่ายส่วนใหญ่ลดลงจากจุดสูงสุดในเดือนมีนาคม-เมษายน แต่ยังคงเพิ่มขึ้นและค่าไฟฟ้ายังคงมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่องในปี

คำสั่งซื้อแข็งแกร่ง แต่คำสั่งซื้อล่วงหน้าลดลง

KCE ยังคงคาดว่าจะดำเนินงานเต็มกำลังการผลิตจนถึงสิ้นปี และที่ระดับเกือบเต็มกำลังการผลิตในปีหน้า ซึ่งรวมโรงงานใหม่ใน 3Q23 ซึ่งคิดเป็นการเติบโตของยอดขายที่ 20/15% ในปี 2022-23F KCE คาดว่าความต้องการชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ในรถยนต์ของอุตสาหกรรมยังคงแข็งแกร่ง และดังนั้นจึงมีส่วนแบ่งตลาดที่เพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม ยอดคำสั่งซื้อล่วงหน้าของ KEC ลดลงไม่กี่เดือน เทียบกับ 5 เดือนในปี 2021 ยอดขายรถยนต์ทั่วโลกลดลง 10% y-y ใน 1H22 โดยยุโรปลดลงมากกว่าภูมิภาคอื่นๆ KCE กล่าวว่า การเปิดโรงงานแห่งใหม่อาจล่าช้าหากความต้องการอ่อนแอ

เราให้สมมติฐานที่ระมัดระวังมากขึ้น

เราปรับลดประมาณการกำไรของ KCE ลง 14/14/15% ในปี 2022-24F เพื่อสะท้อนต้นทุนการผลิตที่สูงขึ้นและความต้องการรถยนต์ทั่วโลกที่อ่อนแอลงจากเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัว Exhibit 3 แสดงสมมติฐานใหม่ของเรา เนื่องจากความขัดแย้งระหว่างรัสเซียกับยูเครนและการคว่ำบาตรของรัสเซียได้ทำให้ฐานราคาพลังงาน อัตราเงินเฟ้อ และอัตราดอกเบี้ยทั่วโลกสูงขึ้น เราจึงคาดว่ายอดขายรถยนต์ทั่วโลกจะลดลง นอกจากนี้เนื่องจากความกังวลต่อการขาดแคลนอุปทาน จึงทำให้ inventory days ยาวนานขึ้น และอะไหล่รถยนต์คงคลังทั่วโลกในปัจจุบันค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับห้าปีที่ผ่านมา (Exhibit 4)

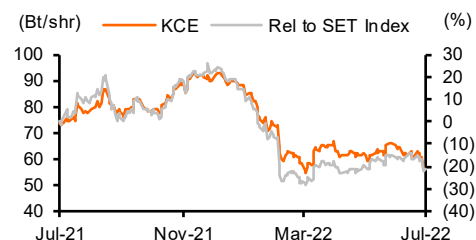
คงคำแนะนำ "ถือ"

เรายังคงคำแนะนำ "ถือ" KCE เราคาดว่าผลการดำเนินงาน 2Q22F จะทำให้ตลาดผิดหวังและมีการปรับลดคาดการณ์กำไรลงตามมา นอกจากนี้เรายังคาดว่าต้นทุนที่สูงจะยังคงกดดันต่อเนื้อตลอดทั้งปี แต่อย่างไรก็ตาม ราคาหุ้นของ KCE ได้ลดลงแล้ว 36% YTD และต่ำกว่าระดับสูงสุดในปี 2021 39% ซึ่งเราเห็น downside จากจุดนี้ที่จำกัด หุ่นมีราคาที่เหมาะสมแล้วในมุมมองของเราที่ 20 เท่า 2023F PE เทียบกับแนวโน้มการเติบโตของ EPS ที่ 21/23% ในปี 2022-23F เราปรับมาใช้ปีฐานปี 2023F และหลังจากการปรับลดกำไร ราคาเป้าหมายของเราถูกปรับลงมาที่ 60 บาท/หุ้น (จาก 67 บาท)

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	14,938	18,779	20,112	20,538
Net profit	2,426	2,695	3,317	3,751
Consensus NP	—	2,868	3,464	3,987
Diff frm cons (%)	—	(6.0)	(4.2)	(5.9)
Norm profit	2,237	2,695	3,317	3,751
Prev. Norm profit	—	3,131	3,871	4,421
Chg frm prev (%)	—	(14.0)	(14.3)	(15.2)
Norm EPS (Bt)	1.9	2.3	2.8	3.2
Norm EPS grw (%)	119.7	20.5	23.1	13.1
Norm PE (x)	29.7	24.6	20.0	17.7
EV/EBITDA (x)	20.2	16.2	13.6	12.0
P/BV (x)	5.0	4.5	4.2	3.8
Div yield (%)	1.1	2.8	3.5	4.0
ROE (%)	17.6	19.1	21.6	22.6
Net D/E (%)	8.7	5.6	3.1	(1.8)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

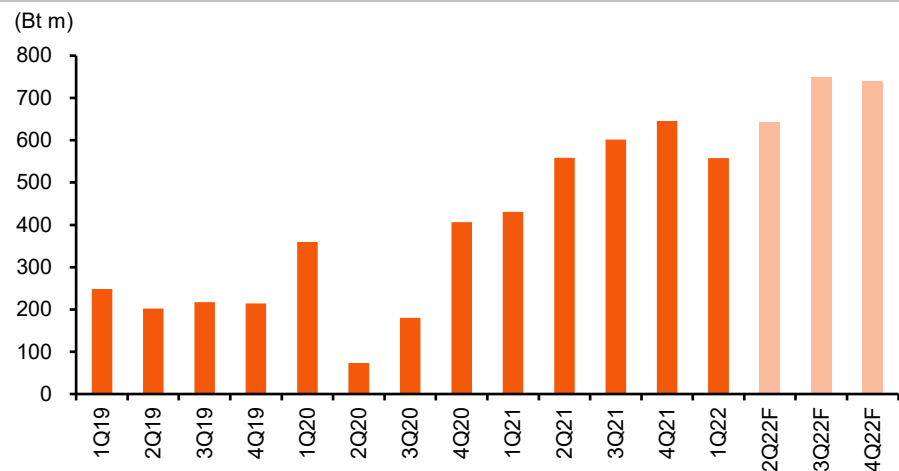
Price: (Bt) as of 5-Jul-22	56.25
Market Cap (US\$ m)	1,855.7
Listed Shares (m shares)	1,181.8
Free Float (%)	59.0
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	27.0
12M Price H/L (Bt)	93.00/54.75
Sector	Electronics
Major Shareholder	Ongkosit Family 25.4%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

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

Ex 1: Quarterly Performance



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Key Assumption Revisions

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Sales (US\$ m)					
New	372	469	547	590	640
Old			539	596	644
Change (%)			1.5	(1.0)	(0.7)
Bt/US\$					
New	31.3	32.0	34.3	34.1	32.1
Old			33.8	33.3	32.1
Sales (Bt m)					
New	11,527	14,938	18,779	20,112	20,538
Old			18,227	19,835	20,677
Change (%)			3.0	1.4	(0.7)
Gross margin (%)					
New	21.8	26.6	26.7	28.4	29.9
Old			30.0	31.7	33.2
Change (pp)			(3.3)	(3.3)	(3.3)
SG&A/sales (%)					
New	12.6	11.1	11.1	10.4	10.0
Old			11.3	10.5	9.9
Change (pp)			(0.2)	(0.1)	0.0
Normalized profit (Bt m)					
New	1,018	2,237	2,695	3,317	3,751
Old			3,131	3,871	4,421
Change (%)			(14.0)	(14.3)	(15.2)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Our Assumptions

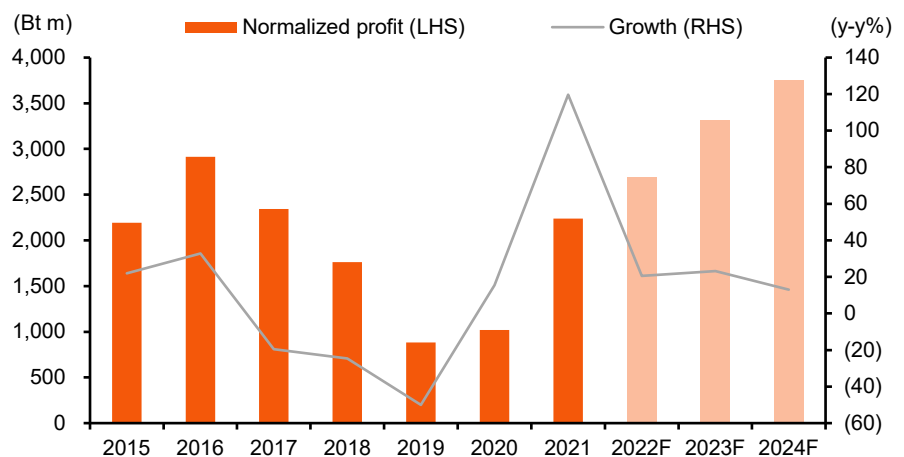
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Year-end capacity (million sq ft per month)	2.7	3.0	3.3	4.0	4.0
Year-end capacity growth (%)	-	11.1	10.0	21.2	-
Effective capacity (million sq ft per month)	2.7	2.8	3.2	3.7	4.0
Effective capacity growth (%)	-	1.9	17.3	13.2	9.6
Global car sales growth (%)	(15.0)	3.0	5.0	5.0	3.0
US\$ sales growth (%)	(5.3)	25.9	16.8	7.7	8.5
Baht/US\$ assumption	31.3	31.9	34.3	34.1	32.1
Baht sales growth (%)	(4.7)	29.6	25.7	7.1	2.1
HDI proportion (%)	16.0	20.0	26.0	32.0	35.0
Gross margin (%)	21.8	26.6	26.7	28.4	29.9
SG&A to sales (%)	12.6	11.1	11.1	10.4	10.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Leading Car Makers' Inventory Days

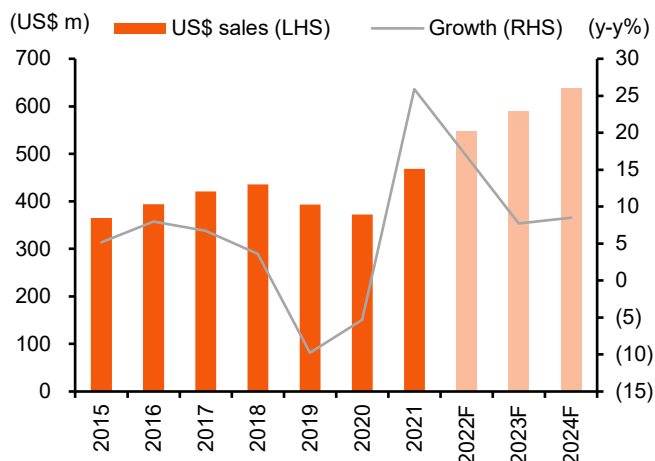
	Inventory Days	
	1Q22	6-year Average
Volkswagen	82.5	83.1
GM	46.9	39.5
Daimler	98.2	84.5
Ford	41.9	30.7
BMW	70.9	66.3
Toyota	48.2	38.8
Honda	54.7	48.0

Source: Bloomberg

Ex 5: Earnings Growth

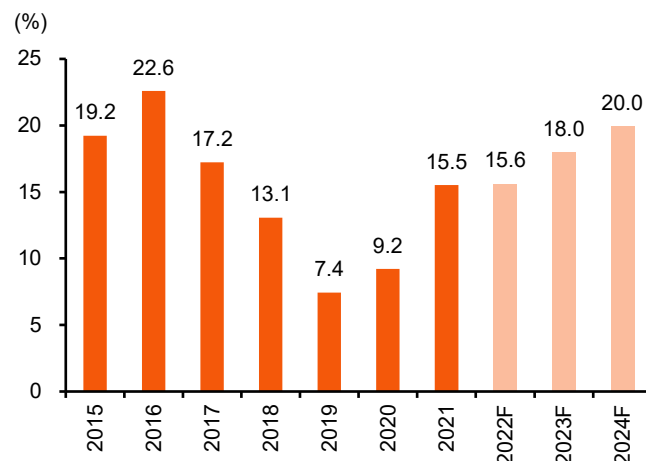
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Sales Growth



Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 7: EBIT Margin



Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 8: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year of 2023F

(Bt m)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	Terminal Value
EBITDA	4,905	5,484	6,104	7,008	7,875	8,748	9,496	10,061	10,647	11,256	11,586	—
Free cash flow	2,488	3,326	4,606	5,463	6,286	7,057	7,795	8,377	8,901	9,445	9,228	105,896
PV of free cash flow	2,481	2,753	3,424	3,678	3,834	3,897	3,900	3,796	3,654	3,511	2,959	33,952
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.1											
WACC (%)	9.9											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	71,837											
Net debt (2022F)	830											
Minority interest	67											
Equity value	70,940											
# of shares (m) *	1,180											
Target price/share (Bt)	60											

Sources: Company data, Thanachart estimates

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

Ex 9: 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	0.1	18.1	9.5	8.0	na	na	5.8	5.4	na	na
Chin-Poon Industrial	2355 TT	Taiwan	15.5	44.1	28.5	19.8	0.7	0.7	7.9	5.4	1.6	3.0
Tripod Technology Corp	3044 TT	Taiwan	9.5	18.4	8.6	7.3	1.3	1.2	4.4	3.8	7.3	8.6
CMK Corp	6958 JP	Japan	2.7	30.1	8.7	6.7	0.4	0.4	5.3	4.3	3.2	4.8
Meiko Electronics	6787 JP	Japan	8.7	15.5	6.5	5.6	1.2	1.0	5.9	5.1	1.6	1.7
Delta Electronics	DELTA TB	Thailand	42.4	19.0	41.4	26.6	8.4	7.4	31.3	26.8	1.1	1.3
SVI Pcl	SVI TB	Thailand	(16.3)	18.8	12.0	10.1	2.4	2.1	10.6	9.2	8.9	3.7
Hana Microelectronics	HANA TB*	Thailand	7.0	8.1	12.4	11.5	1.3	1.2	7.3	6.6	5.4	5.7
KCE Electronics	KCE TB*	Thailand	20.5	23.1	24.6	20.0	4.5	4.2	16.2	13.6	2.8	3.5
Average			10.0	21.7	16.9	12.8	2.5	2.3	10.5	8.9	4.0	4.0

Source: Bloomberg

Note: *Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 5-Jul-2022 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

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

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มียอดขายจากกลุ่มอุตสาหกรรมยานยนต์ที่ค่อนข้างแน่นอนอยู่มาก
- ดำเนินธุรกิจตั้งแต่ต้นน้ำถึงปลายน้ำซึ่งสอดคล้องกันอย่างชัดเจน
- เป็นผู้ผลิต PCB สำหรับยานยนต์ที่มีต้นทุนต่ำที่สุด

O — Opportunity

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

CONSENSUS COMPARISON

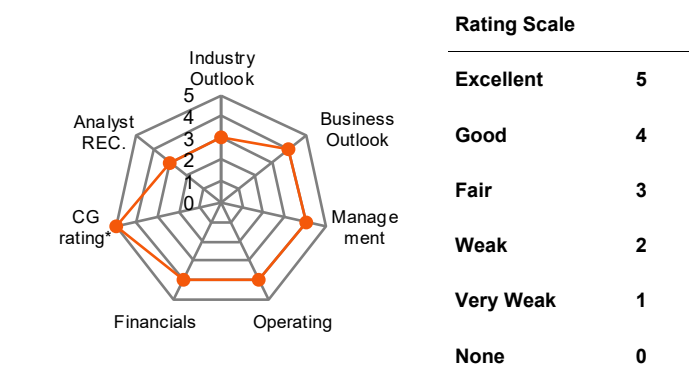
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	71.57	60.00	-16%
Net profit 22F (Bt m)	2,868	2,695	-6%
Net profit 23F (Bt m)	3,464	3,317	-4%
Consensus REC	BUY: 12	HOLD: 3	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าของตลาด เนื่องจากเราให้สมมติฐานที่ระมัดระวังมากขึ้นต่อการเติบโตของยอดขายรถยนต์ทั่วโลก

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- เป็นธุรกิจที่ใช้เงินลงทุนสูง โดยเฉพาะการซื้อเครื่องจักรการผลิต
- รายได้ยังคงกระจุกตัวอยู่มากในลูกค้ารายใหญ่น้อยราย

T — Threat

- เหตุการณ์ภายนอกที่เหนือความคาดหมาย เช่น น้ำท่วมสถานการณ์การเมือง อาจส่งผลกระทบต่อการทำงาน
- ความล่าช้าของการขยายโรงงาน อาจส่งผลเสียต่อการรับรองปริมาณและคุณภาพการผลิตให้แก่ลูกค้า

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การฟื้นตัวที่ช้าหรือเร็วกว่าคาดของตลาดรถยนต์โลกเป็นความเสี่ยงที่สำคัญต่อประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายของเรา
- 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	18,779	20,112	20,538
Cost of sales	9,015	10,965	13,760	14,398	14,387
Gross profit	2,512	3,973	5,019	5,714	6,151
% gross margin	21.8%	26.6%	26.7%	28.4%	29.9%
Selling & administration expenses	1,449	1,656	2,085	2,092	2,052
Operating profit	1,063	2,317	2,934	3,623	4,099
% operating margin	9.2%	15.5%	15.6%	18.0%	20.0%
Depreciation & amortization	1,049	1,024	1,206	1,282	1,384
EBITDA	2,112	3,341	4,140	4,905	5,484
% EBITDA margin	18.3%	22.4%	22.0%	24.4%	26.7%
Non-operating income	106	202	105	107	110
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(57)	(44)	(94)	(101)	(104)
Pre-tax profit	1,111	2,475	2,945	3,629	4,105
Income tax	87	221	263	325	367
After-tax profit	1,024	2,254	2,681	3,304	3,738
% net margin	8.9%	15.1%	14.3%	16.4%	18.2%
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	2,695	3,317	3,751
Normalized profit	1,018	2,237	2,695	3,317	3,751
EPS (Bt)	1.0	2.1	2.3	2.8	3.2
Normalized EPS (Bt)	0.9	1.9	2.3	2.8	3.2

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	14,196	15,376	15,699
Cash & cash equivalent	2,347	2,482	2,500	3,000	3,200
Account receivables	3,174	4,394	5,524	5,916	6,042
Inventories	2,594	4,841	6,076	6,357	6,352
Others	69	76	96	102	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	1,250	1,356	1,404
Total assets	17,377	21,951	24,258	25,974	26,675
LIABILITIES:					
Current liabilities:	4,216	6,948	7,824	8,220	7,797
Account payables	2,458	4,246	5,328	5,575	5,571
Bank overdraft & ST loans	1,283	1,798	1,638	1,718	1,420
Current LT debt	387	740	674	708	585
Others current liabilities	88	164	183	219	222
Total LT debt	676	1,117	1,018	1,067	882
Others LT liabilities	423	444	573	624	649
Total liabilities	5,315	8,509	9,414	9,912	9,328
Minority interest	52	62	67	73	80
Preferred 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	12,077	13,290	14,568
Shareholders' equity	12,010	13,380	14,777	15,990	17,267
Liabilities & equity	17,377	21,951	24,258	25,974	26,675

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	2,945	3,629	4,105
Tax paid	(32)	(149)	(253)	(297)	(371)
Depreciation & amortization	1,049	1,024	1,206	1,282	1,384
Chg In working capital	70	(1,679)	(1,282)	(427)	(125)
Chg In other CA & CL / minorities	0	(41)	7	21	25
Cash flow from operations	2,199	1,631	2,623	4,208	5,018
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)	(163)	(81)	(51)
Cash flow from investments	(385)	(1,938)	(983)	(1,767)	(1,737)
Debt financing	405	1,498	(324)	163	(607)
Capital increase	146	98	(1)	0	0
Dividends paid	(952)	(1,206)	(1,297)	(2,104)	(2,474)
Warrants & other surplus	(24)	52	0	0	0
Cash flow from financing	(424)	442	(1,622)	(1,941)	(3,081)
Free cash flow	1,921	(223)	1,823	2,542	3,352

*KCE's growth looks fairly
priced in to us with 20x PE
for 2023F*

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	65.2	29.7	24.6	20.0	17.7
Normalized PE - at target price (x)	69.5	31.7	26.3	21.3	18.9
PE (x)	58.9	27.4	24.6	20.0	17.7
PE - at target price (x)	62.8	29.2	26.3	21.3	18.9
EV/EBITDA (x)	31.4	20.2	16.2	13.6	12.0
EV/EBITDA - at target price (x)	33.5	21.5	17.3	14.5	12.9
P/BV (x)	5.5	5.0	4.5	4.2	3.8
P/BV - at target price (x)	5.9	5.3	4.8	4.4	4.1
P/CFO (x)	30.2	40.7	25.3	15.8	13.2
Price/sales (x)	5.8	4.5	3.5	3.3	3.2
Dividend yield (%)	1.4	1.1	2.8	3.5	4.0
FCF Yield (%)	2.9	(0.3)	2.7	3.8	5.1
(Bt)					
Normalized EPS	0.9	1.9	2.3	2.8	3.2
EPS	1.0	2.1	2.3	2.8	3.2
DPS	0.8	0.6	1.6	2.0	2.2
BV/share	10.2	11.3	12.5	13.6	14.6
CFO/share	1.9	1.4	2.2	3.6	4.3
FCF/share	1.6	(0.2)	1.5	2.2	2.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

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	25.7	7.1	2.1
Net profit (%)	20.6	115.3	11.1	23.1	13.1
EPS (%)	20.6	115.3	11.1	23.1	13.1
Normalized profit (%)	15.6	119.7	20.5	23.1	13.1
Normalized EPS (%)	15.6	119.7	20.5	23.1	13.1
Dividend payout ratio (%)	83.8	29.2	70.0	70.0	70.0
Operating performance					
Gross margin (%)	21.8	26.6	26.7	28.4	29.9
Operating margin (%)	9.2	15.5	15.6	18.0	20.0
EBITDA margin (%)	18.3	22.4	22.0	24.4	26.7
Net margin (%)	8.9	15.1	14.3	16.4	18.2
D/E (incl. minor) (x)	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.0)	0.1	0.1	0.0	(0.0)
Interest coverage - EBIT (x)	18.5	53.0	31.1	35.7	39.6
Interest coverage - EBITDA (x)	36.7	76.4	43.9	48.4	52.9
ROA - using norm profit (%)	6.0	11.4	11.7	13.2	14.2
ROE - using norm profit (%)	8.6	17.6	19.1	21.6	22.6
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	8.6	17.8	19.0	21.5	22.5
- asset turnover (x)	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
- operating margin (%)	10.1	16.9	16.2	18.5	20.5
- leverage (x)	1.4	1.5	1.6	1.6	1.6
- interest burden (%)	95.1	98.3	96.9	97.3	97.5
- 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	18.4	21.1	22.6
NOPAT (Bt m)	980	2,110	2,671	3,298	3,733
invested capital (Bt m)	12,009	14,553	15,607	16,483	16,953

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ 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 64 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2210A, AMAT16C2209A, AOT16C2209A, AWC16C2207A, BAM16C2207A, BANP16C2207A, BANPU16C2210A, BCH16C2207A, BEC16C2207A, BGR16C2209A, BLA16C2208A, BLA16C2209A, CBG16C2207A, CBG16C2210A, CENTEL16C2209A, CHG16C2207A, COM716C2211B, COM716C2208A, COM716C2209A, COM716C2211A, DOHO16C2207A, EA16C2207A, EA16C2209A, ESSO16C2209A, ESSO16C2209B, GPSC16C2207A, GPSC16C2209A, GULF16C2207A, GULF16C2210A, GUNK16C2207A, GUNK16C2209A, HANA16C2207A, HANA16C2209A, IVL16C2209A, JMART16C2210A, JMT16C2207A, JMT16C2210A, KBAN16C2208A, KBAN16C2209A, KCE16C2208A, KCE16C2209A, KTC16C2209A, MEGA16C2207A, MINT16C2207A, MINT16C2211A, MTC16C2209A, PTG16C2209A, PTTE16C2209A, PTTG16C2207A, RBF16C2209A, RCL16C2208A, S5016C2209A, S5016P2209A, SAWA16C2209A, SCB16C2208A, SET5016P2209B, SPRC16C2209A, STEC16C2209A, TOP16C2211A, TTA16C2207A, TTA16C2208A, TTA16C2211A, TU16C2210A, WHA16C2209A (underlying securities are ADVANC, AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CENTEL, CHG, COM7, DOHOME, EA, ESSO, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MEGA, MINT, MTC, PTG, PTTEP, PTTGC, RBF, RCL, SAWAD, SCB, SET50, SPRC, STEC, TOP, TTA, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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

บริษัท ทุนธนชาติ 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 ทุนธนชาติ 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) 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 นิการกุล, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	Strategy, ประกัน, กระดาษ จักร เรืองสินัญญา Tel: 662-779-9104 chak.reu@thanachartsec.co.th	สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์ Tel: 662-483-8296 nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th
อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติ่นเรือ พัทธดนย์ บุณนาค 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, บ้านเช่า รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th
ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน 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
พลังงาน, ปิโตรเคมี ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ Tel: 662-779-9110 yupapan.pol@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพยมณฑล Tel: 662-779-9115 lapinee.dib@thanachartsec.co.th	
กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พัฒนทรัพย์กุล, CFA Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวลลี้ หวังมิ่งมาศ Tel: 662-779-9105 pattarawan.wan@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง Tel: 662-779-9123 witchanan.tam@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล Tel: 662-483-8304 thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์ Tel: 662-483-8303 sittichet.run@thanachartsec.co.th	ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน นลิกรณ์ คลังเปรมจิตต์ Tel: 662-779-9107 nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล Tel: 662-779-9108 monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุล Tel: 662-779-9118 kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ Tel: 662-779-9114 varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัต Tel: 662-779-9117 sunset.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราชญ์ 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