

Thailand Electronics Sector

เข้าสู่ช่วงขาลง

Sector Valuation			Current	Target	Market	Norm EPS grw		Norm PE		—EV/EBITDA—		—Div. yield—	
Company	BBG Code	Rec.	price (Bt)	price (Bt)	Cap (US\$ m)	2022F (%)	2023F (%)	2022F (x)	2023F (x)	2022F (x)	2023F (x)	2022F (%)	2023F (%)
Hana Microelec.	HANA TB	SELL	43.50	37.00	963	0.8	3.9	15.3	14.7	8.9	8.3	4.4	4.4
KCE Electronics	KCE TB	SELL	55.00	47.00	1,788	10.5	11.4	26.3	23.6	16.9	15.3	2.7	3.0

Source: Thanachart estimates, Based on 30 August 2022 closing prices

เราให้ความระมัดระวังต่อแนวโน้มกลุ่มอิเล็กทรอนิกส์ของไทยที่คาดว่าจะการเติบโตของกำไรจะชะลอตัวลง และอัตรากำไรที่อ่อนแอ เราเห็นแนวโน้มของอุปสงค์ที่อ่อนตัวลงพร้อมกับอุปทานที่เพิ่มขึ้นและเกิดการ de-rate Valuation ปัจจุบันเราให้คำแนะนำทั้ง KCE และ HANA เป็น “ขาย”

ส่งสัญญาณเข้าสู่ช่วงขาลง

เราให้คำแนะนำกลุ่มอิเล็กทรอนิกส์ของไทยเป็น “UNDERWEIGHT” ด้วยคาดว่าจะการเติบโตของยอดขายจะอ่อนแอด้วยมีอัตรากำไรต่ำ เนื่องจากเราเห็นสัญญาณการแตะจุดสูงสุดของอุตสาหกรรมโลก จากฐานที่สูงในช่วงปีโควิด การเติบโตของความต้องการด้านไอทีของผู้บริโภคทั่วโลกกำลังลดลง ขณะที่ความต้องการโทรศัพท์มือถือกำลังหดตัว ความต้องการรถยนต์ทั่วโลกยังเผชิญกับอัตราดอกเบี้ยและอัตราเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้นทั่วโลก การเติบโตของอุปทานชิปหน่วยความจำคาดว่าจะมาก่อนการเติบโตของอุปสงค์ในปี 2022-23 ขณะที่การขนส่งเซมิคอนดักเตอร์ทั่วโลกคาดว่าจะลดลงในปีหน้า ปัญหาการขาดแคลนชิปในปี 2020-21 ยังกระตุ้นให้มีการขยายตัวและเราคาดว่าอุปทานใหม่จำนวนมากจะเข้ามาในปีหน้า

สัญญาณการชะลอตัวของอุตสาหกรรม

เราเห็นสัญญาณการชะลอตัวของอุตสาหกรรม 3 ประการ จาก HANA และ KCE ประการแรก ทั้งสองบริษัทได้ลดเป้าหมายยอดขาย (Exhibit 11) ยอดจองล่วงหน้ายังสั้นลงด้วยคำสั่งซื้อบางรายการถูกยกเลิก ประการที่สอง ต้นทุนวัตถุดิบที่สูงขึ้นไม่สามารถส่งต่อได้เหมือนปีที่แล้ว และอัตรากำไรขั้นต้นเริ่มหดตัวใน 1H22 แม้จะได้รับความช่วยเหลือจากเงินบาทที่อ่อนค่าลงมาก ซึ่งหมายความว่าตลาดกำลังกลายเป็นตลาดของผู้ซื้อมากขึ้น ประการที่สาม เราสังเกตเห็นระดับสินค้าคงคลังที่สูงขึ้นของลูกค้านำเข้า HANA และ KCE บางราย ซึ่งบ่งชี้ถึงความเสี่ยงในการลดระดับสินค้าคงคลัง

ขยายกำลังการผลิต

ทั้ง HANA และ KCE ได้อยู่ในโหมดการขยายกำลังการผลิต ด้วยจะเพิ่มเข้ามาในปีหน้า ซึ่งน่าจะช่วยหนุนกำไรในช่วงขาลงทั่วโลก อย่างไรก็ตาม มีสองปัจจัยที่ทำให้เราปรับลดประมาณการกำไรของทั้งสองบริษัทโดยเฉลี่ยลง 6% ต่อปี สำหรับ HANA และ 12% สำหรับ KCE ในปี 2022-24F ซึ่งได้แก่ 1) เราเลื่อนแผนการขยายกำลังการผลิตออกไป ด้วยคาดว่าจะการเติบโตจะอ่อนแอลง และ 2) เราปรับลดคาดการณ์อัตรากำไรขั้นต้นลง เนื่องจากอำนาจต่อรองที่ลดลง ปัจจุบันเราคาดว่ากำไรของ HANA จะเติบโต 1/4/8% และ 11/11/8% สำหรับ KCE ในปี 2022-24F

การเข้าสู่รอบขาลงจะทำให้มีการ de-rate valuation

กลุ่มอิเล็กทรอนิกส์มีความผันผวนสูงโดยธรรมชาติ และรอบขาลง (downcycle) อาจทำให้เกิด downside อย่างมีนัยสำคัญเหนือคาด ดังนั้น PE จึงมีแนวโน้มที่จะต่ำในช่วง downcycle HANA ซื้อขายที่ forward PE เฉลี่ยในปี 2020-21 ที่ 19 เท่า เทียบกับ 15 เท่า ในปี 2023F ราคาเป้าหมายปี 2023F ของเราที่ 37 บาท คิดเป็น PE ที่ 13 เท่า และเราให้คำแนะนำ “ขาย” HANA ขณะที่ KCE ซื้อขายที่ 23 เท่า ในปี 2020-21 เทียบกับ 24 เท่า ในปี 2023F และเราปรับลดคำแนะนำเป็น “ขาย” (จาก ถือ)

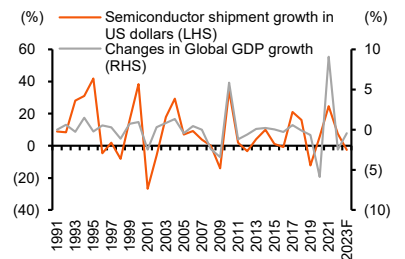


PATTADOL BUNNAK

662 - 483 8298

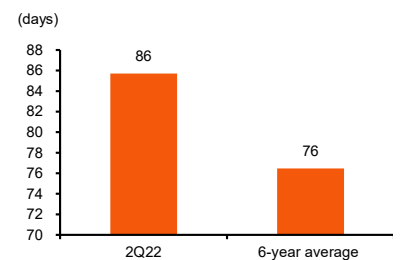
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

Semiconductor Vs. GDP Growth



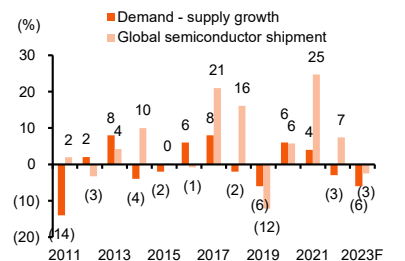
Sources: IMF, Semiconductor.org, Bloomberg

2Q22 Inventory Ahead Average

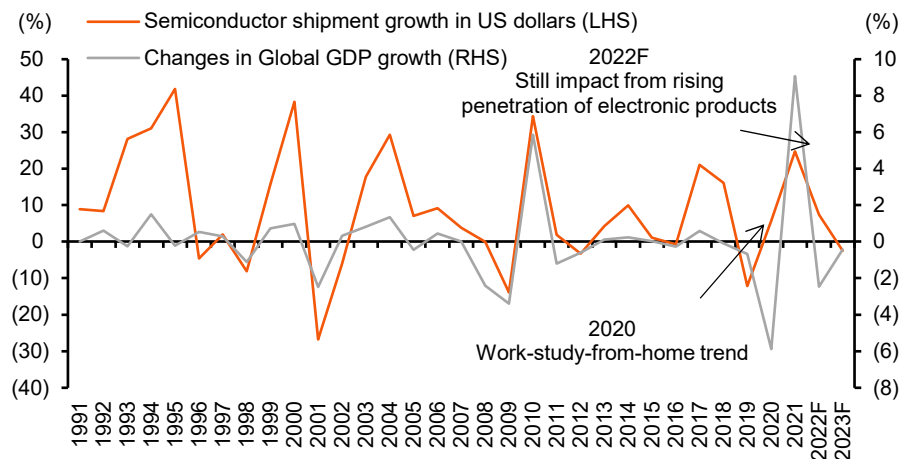


Source: Bloomberg

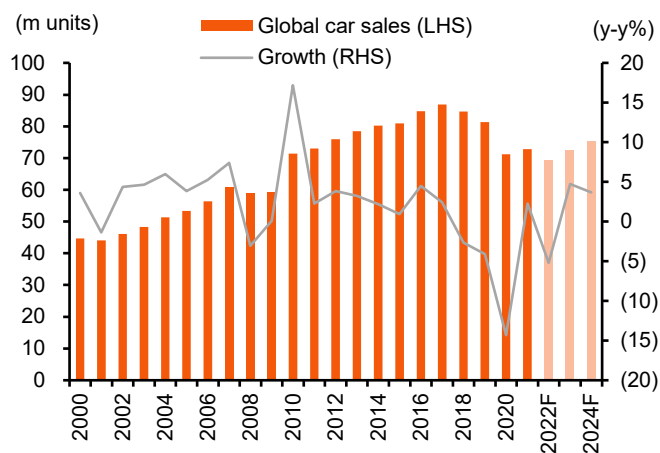
Excess Supply Led To Falling Sales



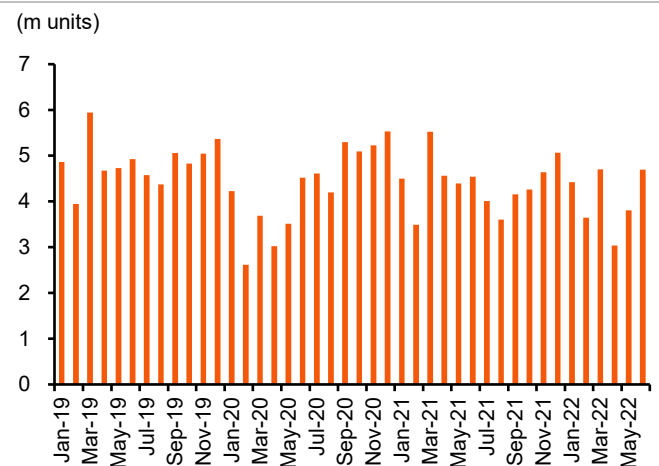
Sources: Trend Force, Semiconductor.org

Ex 1: Global Semiconductor Shipment Vs. GDP Growth

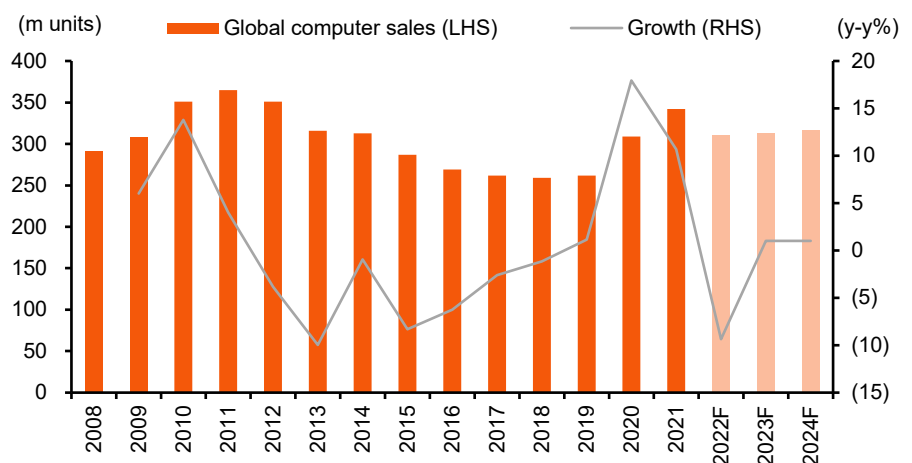
Sources: IMF, Semiconductor.org, Bloomberg,

Ex 2: Global Car Sales Forecasts

Sources: Bloomberg, Center for Automotive Research

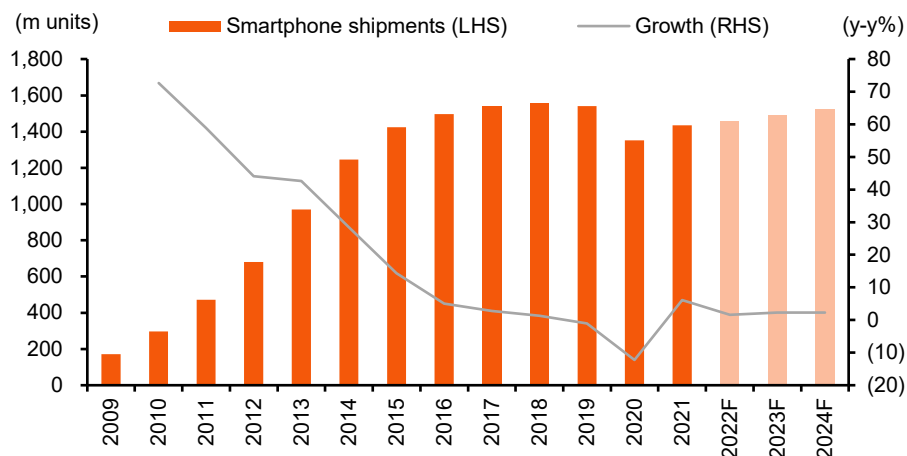
Ex 3: Monthly Global Car Sales

Source: Bloomberg

Ex 4: Global Computer Shipments

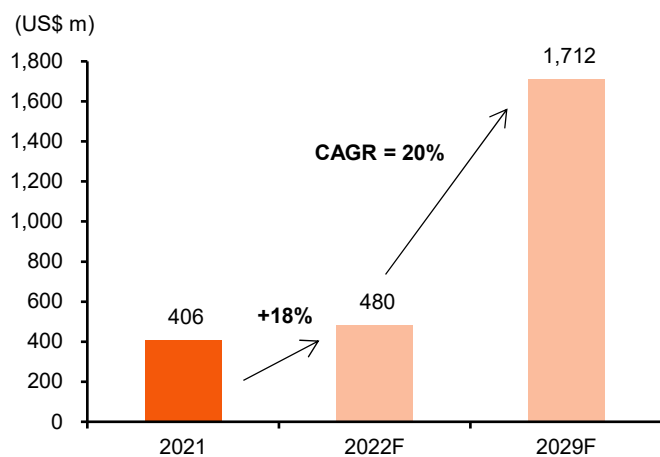
Sources: Bloomberg, Thanachart compilation

Ex 5: Global Smartphone Outlook



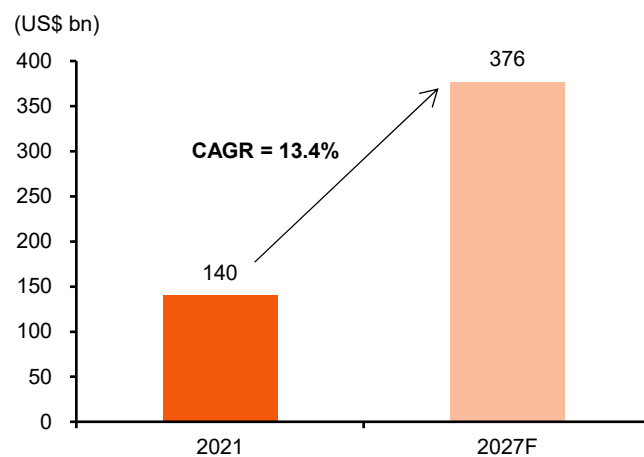
Sources: Bloomberg, IDC

Ex 6: Global Cloud Demand



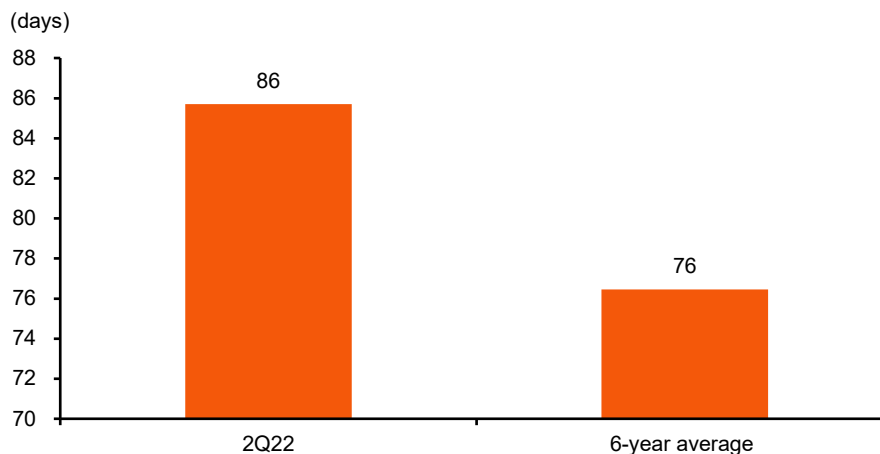
Source: Fortune Business Insight

Ex 7: Global Cybersecurity Demand



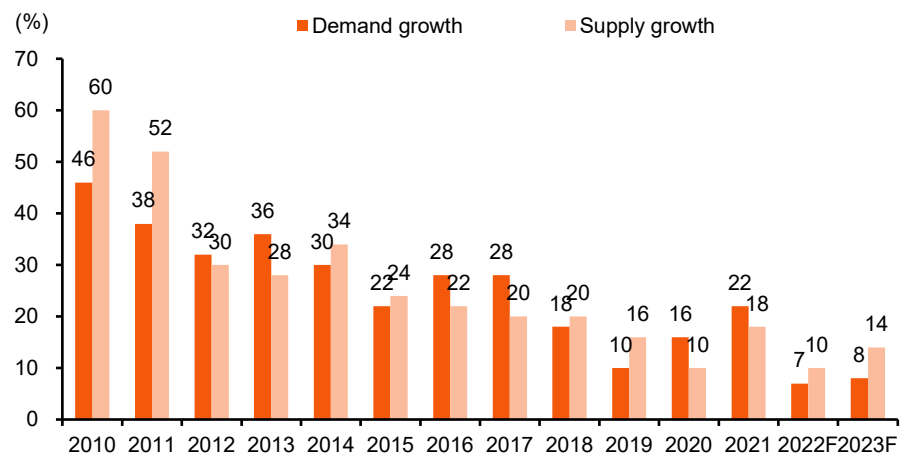
Source: Fortune Business Insight

Ex 8: 2Q22 Inventory Days Ahead Of Six-year Average

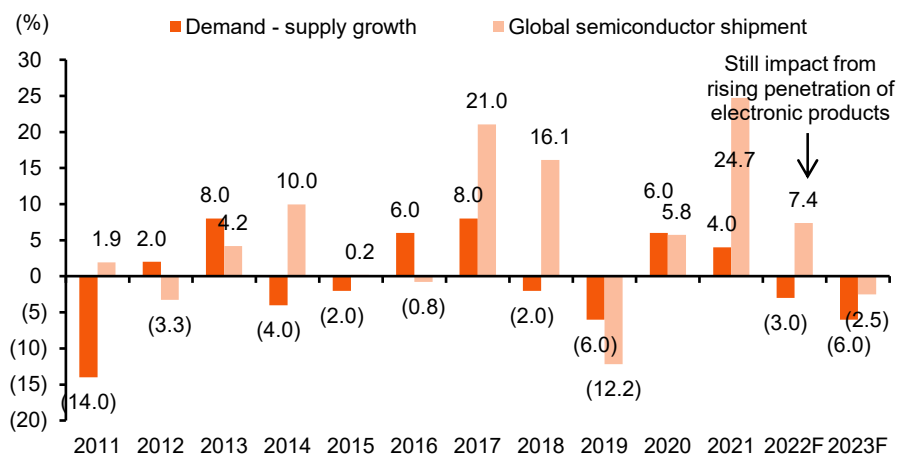


Source: Bloomberg

Note: Information taken from MU US, AVGO US, SYNA US, KEYS US, MTSI US, ON US, VOW GR, GM US, DAI GY, F US, BMW US, 7203 JT, 7267 JP

Ex 9: Demand Vs. Supply Growth Of Memory Chips

Sources: TrendForce, Thanachart compilation

Ex 10: Excess Supply Led To Falling Semiconductor Sales

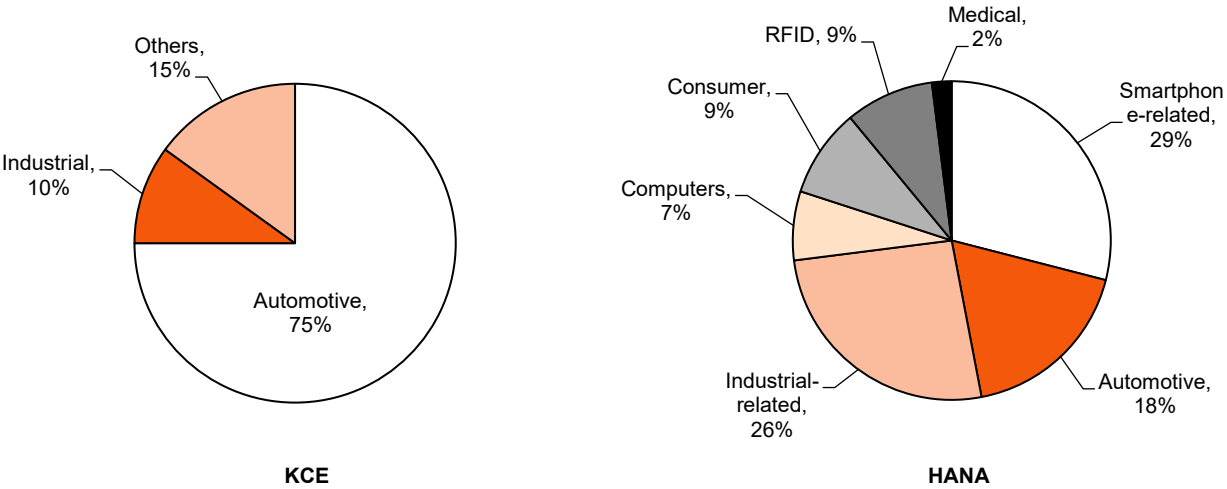
Sources: TrendForce, Semiconductor.org, Thanachart compilation

Ex 11: KCE And HANA's Changes In Revenue Growth Guidance

Revenues growth	2022F	2023F
KCE		
- New	19%	10%-plus
- Old	19%	~20%
HANA		
- New	Low-single-digit growth	No guidance
- Old	15%	No guidance

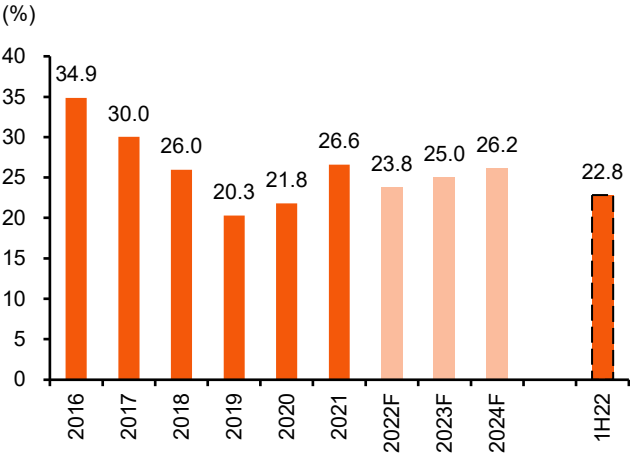
Source: Company data

Ex 12: KCE's Vs. HANA's End Product Exposure



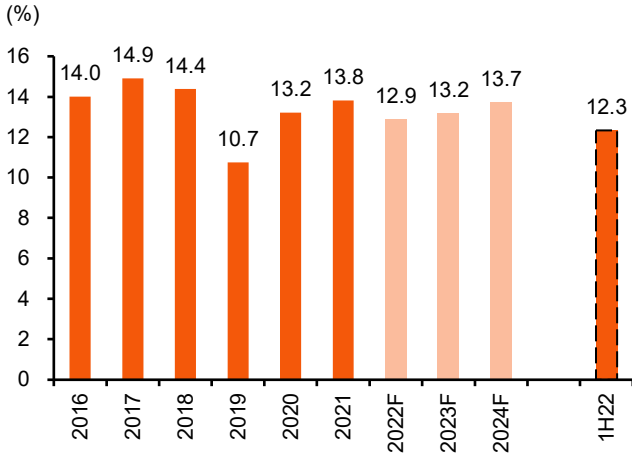
Source: Company data

Ex 13: KCE's Gross Margin



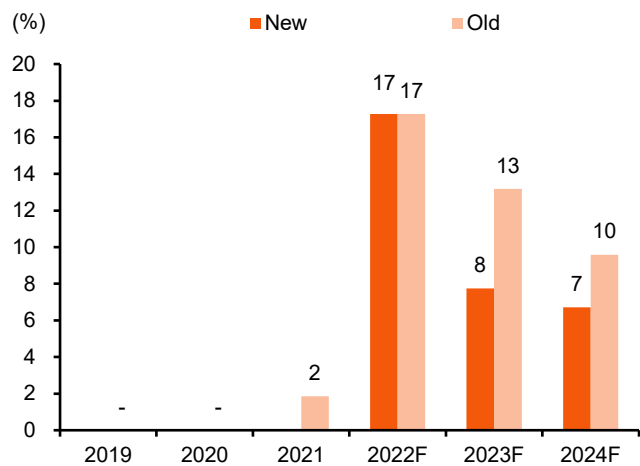
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 14: HANA's Gross Margin



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 15: KCE's Capacity Expansion

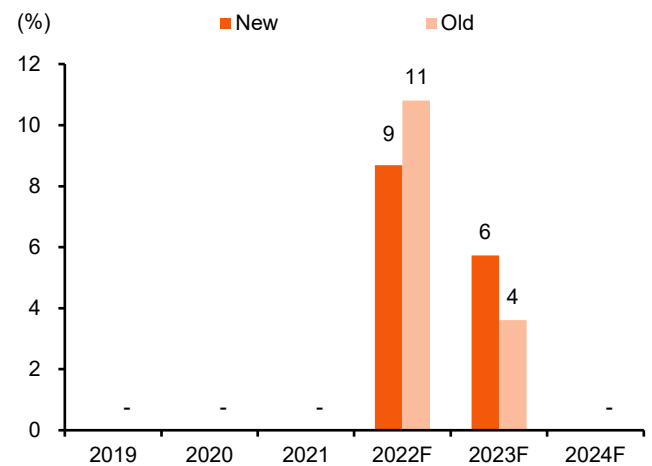


Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: 1: The capacity figures are based on average increases in numbers

2: KCE's implied sales growth from new capacity is equal to new capacity growth

Ex 16: HANA's Implied Sales Growth From New Capacity

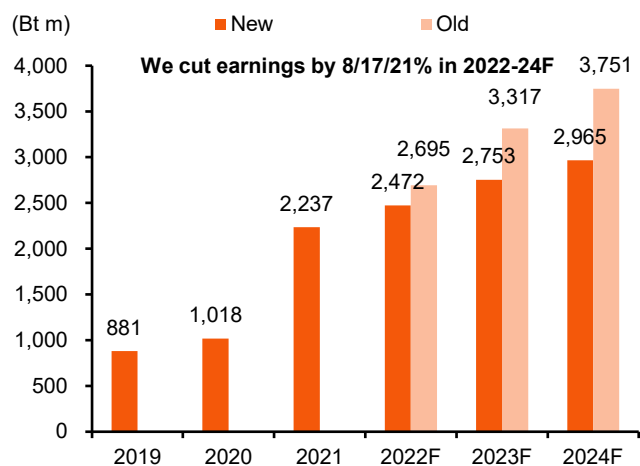


Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: 1) The capacity figures are based on average increases in numbers

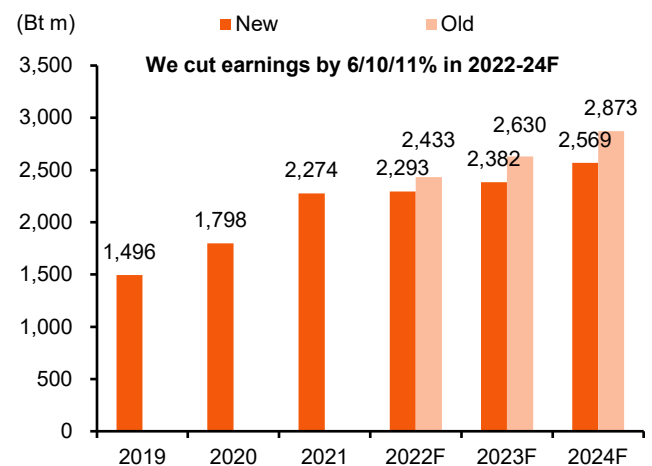
2) Due to a difference mix of HANA's products, we show implied revenues growth capability from the new capacity

Ex 17: Our KCE Earnings Revisions



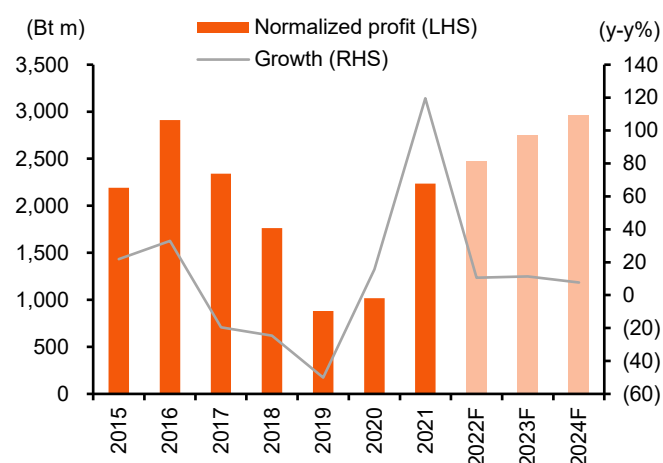
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 18: Our HANA Earnings Revisions



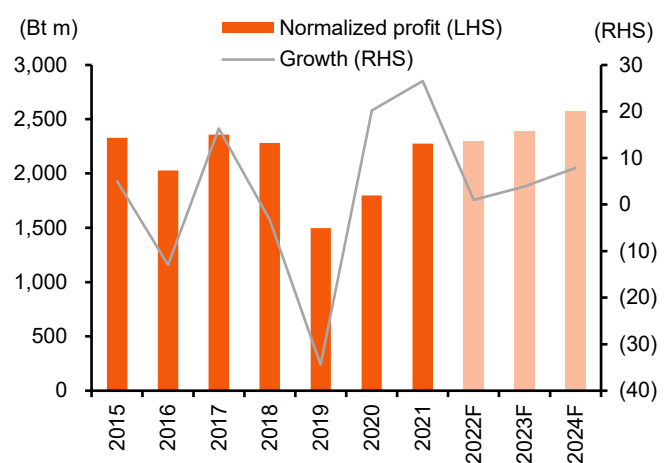
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 19: KCE's Earnings Growth Outlook



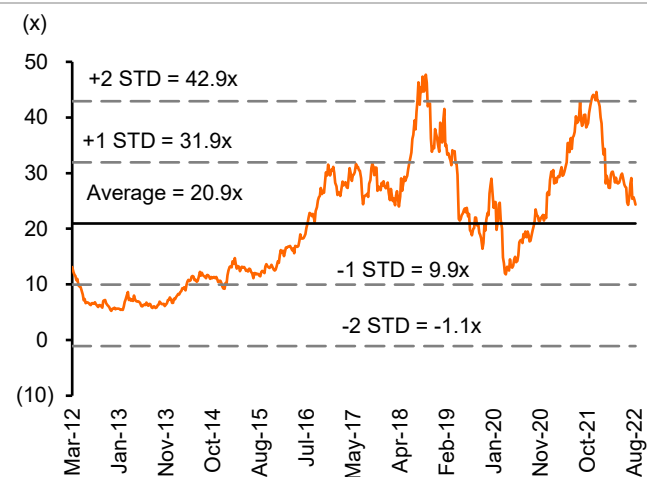
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 20: KCE's Earnings Growth Outlook



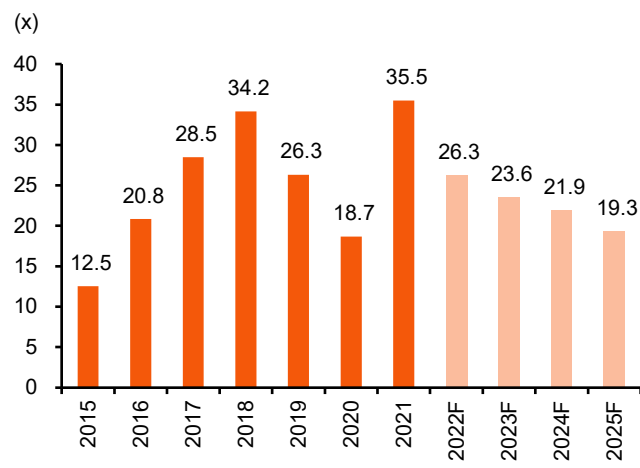
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 21: KCE's 10-yr STD PE



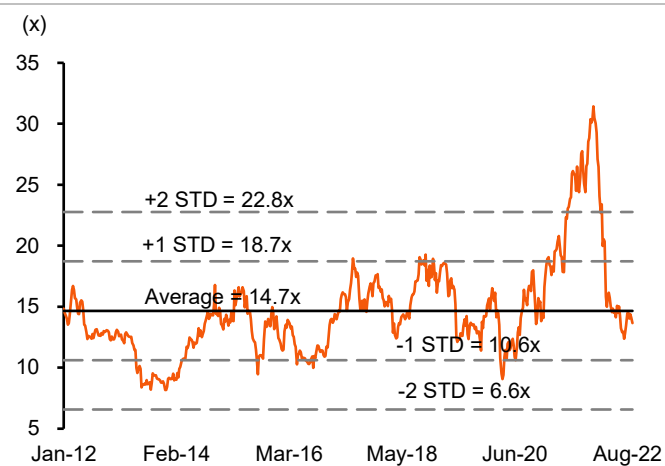
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 22: KCE's Average Forward PE



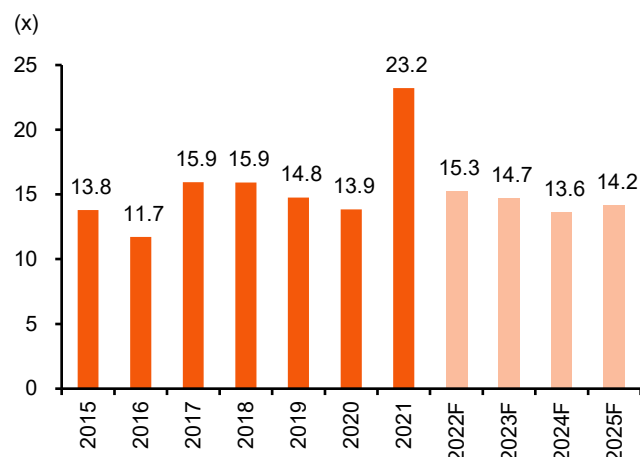
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 23: HANA's 10-yr STD PE



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 24: HANA's Average Forward PE



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 25: Sector Valuation Comparison

		HANA	KCE	Industry
Rating		SELL	SELL	
Target price (Bt)	Thanachart	37.00	47.00	
	Consensus	49.86	63.95	
Consensus rec.	BUY	7.0	4.0	
	HOLD	8.0	10.0	
	SELL	2.0	1.0	
Sales (Bt m)	2021	23,780	14,938	38,718
	2022F	26,757	19,017	45,774
	2023F	27,268	19,738	47,006
	2024F	27,619	19,766	47,385
Norm profits (Bt m)	2021	2,274	2,237	4,511
	2022F	2,293	2,472	4,765
	2023F	2,382	2,753	5,135
	2024F	2,569	2,965	5,534
Sales growth (%)	2021	23.3	29.6	25.7
	2022F	12.5	27.3	18.2
	2023F	1.9	3.8	2.7
	2024F	1.3	0.1	0.8
Norm EPS growth (%)	2021	26.5	119.7	60.2
	2022F	0.8	10.5	5.6
	2023F	3.9	11.4	7.8
	2024F	7.9	7.7	7.8
Operating margin (%)	2021	7.8	15.5	10.8
	2022F	7.3	14.2	10.1
	2023F	7.4	15.3	10.7
	2024F	7.9	16.4	11.5
ROE (%)	2021	10.2	17.6	13.9
	2022F	9.8	17.6	13.7
	2023F	9.8	18.2	14.0
	2024F	10.2	18.5	14.4
Dividend yield (%)	2021	4.6	1.1	2.8
	2022F	4.4	2.7	3.5
	2023F	4.4	3.0	3.7
	2024F	4.4	3.2	3.8
P/BV (x)	2021	1.5	4.8	2.7
	2022F	1.5	4.4	2.6
	2023F	1.4	4.2	2.5
	2024F	1.4	3.9	2.4
Norm PE (x)	2021	15.4	29.0	22.2
	2022F	15.3	26.3	21.0
	2023F	14.7	23.6	19.5
	2024F	13.6	21.9	18.1
EV/EBITDA (x)	2021	9.3	19.8	14.5
	2022F	8.9	16.9	12.9
	2023F	8.3	15.3	11.8
	2024F	7.4	14.0	10.7
Net D/E (x)	2021	(0.2)	0.1	(0.1)
	2022F	(0.2)	0.1	(0.1)
	2023F	(0.2)	0.1	(0.1)
	2024F	(0.3)	0.0	(0.1)

Sources: Company data; Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 26: 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	27.2	7.9	9.7	9.0	1.1	1.0	7.0	6.6	na	na
Chin-Poon Industrial	2355 TT	Taiwan	51.3	40.6	24.3	17.3	0.8	0.8	8.7	5.4	2.1	3.0
Tripod Technology Corp	3044 TT	Taiwan	4.9	10.0	8.6	7.8	1.3	1.2	4.2	3.9	7.3	8.0
CMK Corp	6958 JP	Japan	0.6	35.7	10.0	7.3	0.5	0.5	6.2	4.7	2.9	4.3
Meiko Electronics	6787 JP	Japan	12.6	13.6	6.5	5.8	1.3	1.1	6.3	5.4	1.5	1.7
Delta Electronics	DELTA TB	Thailand	84.6	11.3	53.4	49.2	13.5	11.6	43.5	39.0	0.8	0.9
SVI Pcl	SVI TB	Thailand	(19.4)	14.1	14.4	12.6	2.8	2.4	12.8	11.3	2.6	3.1
Hana Microelectronics	HANA TB*	Thailand	0.8	3.9	15.3	14.7	1.5	1.4	8.9	8.3	4.4	4.4
KCE Electronics	KCE TB*	Thailand	10.5	11.4	26.3	23.6	4.4	4.2	16.9	15.3	2.7	3.0
Average			19.2	16.5	18.7	16.4	3.0	2.7	12.7	11.1	3.0	3.6

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates, using normalized EPS.

Based on 30-Aug-22 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

STOCK PERFORMANCE

	Absolute (%)				Rel SET (%)			
	1M	3M	12M	YTD	1M	3M	12M	YTD
SET INDEX	4.2	(1.2)	0.3	(0.9)	—	—	—	—
Electronics Sector	9.3	36.3	(9.3)	9.6	5.0	37.5	(9.6)	10.5
HANA TB	(5.5)	(8.0)	(38.7)	(51.1)	(9.7)	(6.8)	(38.9)	(50.3)
KCE TB	(12.4)	(16.7)	(28.1)	(37.5)	(16.6)	(15.4)	(28.4)	(36.6)

Source: Bloomberg

SECTOR - SWOT ANALYSIS

S — Strength	W — Weakness
▪ แรงงานที่มีคุณภาพและต้นทุนค่าแรงที่สามารถแข่งขันได้ ▪ ตั้งอยู่ในศูนย์กลางทางด้านอิเล็กทรอนิกส์ ▪ มีระบบขนส่งที่ครบวงจร	▪ บริษัทอิเล็กทรอนิกส์ส่วนใหญ่ในไทยเป็นโรงงานระดับล่าง-กลาง ▪ พึ่งพิงวัตถุดิบนำเข้า (เช่น ทองแดง) ▪ ถ้าไม่มีความอ่อนไหวต่อความผันผวนของค่าเงินบาท
O — Opportunity	T — Threat
▪ ค่าแรงที่เพิ่มขึ้นในจีนและประเทศอื่นในภูมิภาค ▪ โอกาสในการเป็นศูนย์กลางการผลิตชิ้นส่วนรถยนต์ไฟฟ้า	▪ การแข่งขันด้านราคาที่สูงขึ้นจากจีน และไต้หวัน ▪ การเปลี่ยนแปลงนโยบายของภาครัฐ (เช่น สิทธิประโยชน์ทางภาษีของ BOI)

REGIONAL COMPARISON

Name	EPS growth		— PE —		— P/BV —		— EV/EBITDA —		— Div. Yield —	
	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F
USA	27.2	7.9	9.7	9.0	1.1	1.0	7.0	6.6	na	na
Taiwan	28.1	25.3	16.5	12.6	1.1	1.0	6.5	4.7	4.7	5.5
Japan	6.6	24.7	8.3	6.6	0.9	0.8	6.3	5.1	2.2	3.0
Thailand	5.7	7.7	20.8	19.2	3.0	2.8	12.9	11.8	3.6	3.7
Average	16.9	16.4	13.8	11.9	1.5	1.4	8.2	7.1	3.5	4.1
HANA TB	0.8	3.9	15.3	14.7	1.5	1.4	8.9	8.3	4.4	4.4
KCE TB	10.5	11.4	26.3	23.6	4.4	4.2	16.9	15.3	2.7	3.0
Average *- Thailand	5.7	7.7	20.8	19.2	3.0	2.8	12.9	11.8	3.6	3.7

Sources: Bloomberg Consensus
Note: * Thanachart estimate – using normalized EPS

SELL (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 37.00 (From: Bt 52.00)

Downside : 14.9% **31 AUGUST 2022**

Small Cap Research

Hana Micro Electronics (HANA TB)

แนวโน้มทรงตัว

HANA ได้ปรับลดเป้าหมายได้ลงเหลือเพียงตัวเลขหลักเดียวในปีนี้ หลังจากเห็นคำสั่งซื้อจากลูกค้าลดลง เราต้องปรับลดประมาณการกำไรของเราลงไปอีก และคาดว่า EPS จะเติบโต 1/4/8% ในปี 2022-24F เท่านั้น คงคำแนะนำ “ขาย”



PATTADOL BUNNAK

662 – 483 8298

Pattadol.bun@thanachartsec.co.th

ปรับลดประมาณการกำไร

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มอิเล็กทรอนิกส์ – “เข้าสู่ช่วงขาลง” วันที่ 31 ส.ค. เราปรับลดประมาณการกำไรอีก 6/10/11% ในปี 2022-24F และคงคำแนะนำ “ขาย” HANA ราคาเป้าหมายปี 2023F เหลือ 37 บาท/หุ้น (จาก 52 บาท) 1) แนวโน้มอุตสาหกรรมอ่อนแอลง และ HANA ได้ปรับลดเป้าการเติบโตของรายได้เหลือเพียงตัวเลขหลักเดียวในปีนี้ หลังจากเห็นการลดคำสั่งซื้อบางส่วน 2) หลังจากที่เราปรับลดกำไรการเติบโตของกำไรปกติต่อหุ้นของ HANA ก่อนช่วงจะทรงตัวที่ 1/4/8% ในปี 2022-24F และ 3) ด้วยการเติบโตที่ค่อนข้างทรงตัว เรามองว่า HANA แพงที่ 15 เท่า 2023F PE HANA ซื้อขายที่ PE ที่สูงที่ 18 เท่า ในช่วงปี 2020-21 เนื่องจาก EPS เติบโตสูงที่ 20/26%

แนวโน้มอุตสาหกรรมอ่อนแอลง

HANA ลดเป้าหมายการเติบโตของรายได้ลงเหลือเพียงตัวเลขหลักเดียวจากระดับสิบกลางๆ บริษัท เห็นคำสั่งซื้อชะลอออกไป และมีการยกเลิกบางส่วนใน 2H22 ในผลิตภัณฑ์สมาร์ทโฟน คอมพิวเตอร์ และผลิตภัณฑ์ไอทีสำหรับผู้บริโภคอื่นๆ จากฐานที่สูงในปี 2021-21 หมวดผลิตภัณฑ์เหล่านี้คิดเป็นประมาณ 46% ของรายได้ของ HANA บริษัท ยังคงเห็นคำสั่งซื้อจากกลุ่มยานยนต์ (18% ของยอดขาย) เนื่องจากเจ้าของแบรนด์ยังคงหวังว่ายอดขายรถยนต์ทั่วโลกจะฟื้นตัวในปีนี้อย่างไรก็ตาม บริษัทมีมุมมองที่ระมัดระวังมากขึ้นเกี่ยวกับแนวโน้มในปีหน้า และเราเห็นด้วยเนื่องจากอัตราดอกเบี้ยทั่วโลกเข้าสู่ขาขึ้นรอบใหม่

กำลังการผลิตใหม่

HANA ได้เพิ่มกำลังการผลิตใหม่ตั้งแต่ปี 2021 และมีกำหนดการเพิ่มขึ้นอีกใน 3Q22 กำลังการผลิตใหม่นี้เพื่อรองรับสมาร์ทโฟน และผลิตภัณฑ์อุตสาหกรรม และจะเพิ่มกำลังการผลิต 6% h-h HANA คาดว่า จะสามารถเพิ่มกำลังการผลิตใหม่ได้อย่างรวดเร็วจนถึงอัตราการใช้กำลังการผลิตที่สูง เนื่องจากข้อตกลง Take-or-Pay กับลูกค้าบางรายที่มีผลจนถึงกลางปี 2023F แม้จะรวมปัจจัยนี้ในประมาณการ แต่คาดว่าจะยอดขายในเทอมดอลลาร์สหรัฐของ HANA เติบโตที่ 3/4% ในปี 2022-23F

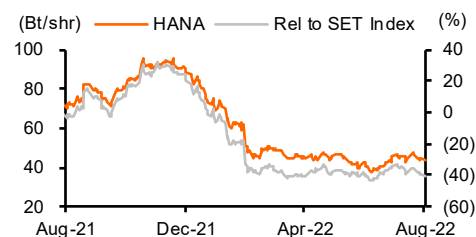
อู่เตหของธุรกิจใหม่

HANA เริ่มธุรกิจผลิตชิปซิลิคอนและซิลิคอนคาร์ไบด์ในปี 2018 โดยได้รับคำสั่งซื้อจำนวนมากจากสถานีชาร์จ EV และลูกค้าอิเล็กทรอนิกส์สำหรับผู้บริโภคขั้นพื้นฐานในปี 2021 และเริ่มการผลิตจำนวนมากในต้นปีนี้ ซึ่งมีผลขาดทุน 200 ลบ. ใน 1H22 HANA คิดว่าผลขาดทุนจะสูงสุดที่ 500 ลบ. ขึ้นไปในปีนี ก่อนถึงจุดคุ้มทุนในปี 2024-25 ปัจจุบันบริษัท กำลังพัฒนาตัวอย่างชิปซิลิคอนคาร์ไบด์สำหรับรถยนต์ EV บริษัท น่าจะทราบความสนใจของลูกค้าภายในปีหน้า HANA กล่าวว่ารถยนต์ EV เป็นตัวกำหนดความสำเร็จเนื่องจากมีปริมาณมาก

COMPANY VALUATION

VALUATION	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	23,780	26,757	27,268	27,619
Net profit	1,545	2,293	2,382	2,569
Consensus NP	—	1,966	2,264	2,718
Diff frm cons (%)	—	16.6	5.2	(5.5)
Norm profit	2,274	2,293	2,382	2,569
Prev. Norm profit	—	2,433	2,630	2,873
Chg frm prev (%)	—	(5.7)	(9.5)	(10.6)
Norm EPS (Bt)	2.8	2.8	3.0	3.2
Norm EPS grw (%)	26.5	0.8	3.9	7.9
Norm PE (x)	15.4	15.3	14.7	13.6
EV/EBITDA (x)	9.3	8.9	8.3	7.4
P/BV (x)	1.5	1.5	1.4	1.4
Div yield (%)	4.6	4.4	4.4	4.4
ROE (%)	10.2	9.8	9.8	10.2
Net D/E (%)	(24.6)	(19.6)	(22.3)	(27.1)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price: (Bt) as of 30-Aug-22	43.50
Market Cap (US\$ m)	963.1
Listed Shares (m shares)	804.9
Free Float (%)	57.8
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	14.1
12M Price H/L (Bt)	95.25/37.50
Sector	Electronics
Major Shareholder	OMAC (HK) Limited 21.43%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates



Ex 1: Our Key Assumptions

	2019	2020	2021	2022F	2023F
Year-end capacity growth (%)	-	-	5	30	1
Effective capacity growth (%)	-	-	4	20	13
Implied extra sales (%)	-	-	2	9	6
US\$ sales growth (%)	(4.7)	(6.2)	21.1	3.2	4.0
Baht assumption(US\$/Baht)	31.0	31.2	32.0	34.8	34.1
Baht sales growth (%)	(8.4)	(5.4)	23.3	10.9	3.4
Gross margin (%)	10.7	13.2	13.8	13.1	13.2
SG&A to sales (%)	5.4	6.3	6.0	5.7	5.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Forecast Revisions

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Sales (USD m)					
New	617	744	770	801	861
Old			838	913	955
Change (%)			(8.1)	(12.4)	(9.8)
Bt/USD					
New	31.2	32.0	34.8	34.1	32.1
Old			33.1	31.0	31.8
Sales (Bt m)					
New	19,283	23,780	26,757	27,268	27,619
Old			27,701	29,008	30,314
Change (%)			(3.4)	(6.0)	(8.9)
Gross margin (%)					
New	13.2	13.8	12.9	13.2	13.7
Old			12.9	13.2	13.4
Change (pp)			(0.0)	(0.0)	0.3

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Forecast Revisions (cont'd)

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
SG&A/sales (%)					
New	6.3	6.0	5.6	5.8	5.8
Old			5.4	5.4	5.3
Change (pp)			0.2	0.3	0.5
Normalized profit (Bt m)					
New	1,798	2,274	2,293	2,382	2,569
Old			2,433	2,630	2,873
Change (%)			(5.7)	(9.5)	(10.6)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: 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	3,561	3,777	3,688	3,888	3,924	4,012	4,102	4,139	4,172	4,107	4,060	—
Free cash flow	2,682	2,965	3,067	2,981	3,192	1,290	3,190	3,338	3,381	3,410	2,472	25,679
PV of free cash flow	2,420	2,414	2,223	1,941	1,867	677	1,505	1,414	1,287	1,166	723	7,510
Risk-free rate (%)	3.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.1											
WACC (%)	11.8											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	25,146											
Net debt (2022F)	(4,655)											
Minority interest	-											
Equity value	29,801											
# of shares (m)	805											
Target price/share (Bt)	37											

Sources: Company data, Thanachart estimates

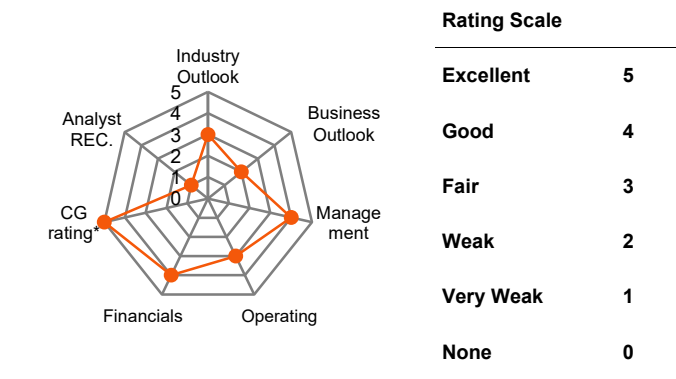
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ฮานา ไมโครอิเล็กทรอนิกส์ จำกัด (มหาชน) เป็นผู้ให้บริการผลิตผลิตภัณฑ์อิเล็กทรอนิกส์แบบครบวงจร (EMS) ซึ่งผลิตชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ให้กับผู้รับจ้างผลิตสินค้าตามรูปแบบและเครื่องหมายการค้าของลูกค้ากำหนด (OEM) บริษัทฯ ให้บริการประกอบผลิตภัณฑ์สามอย่างแก่ลูกค้า คือ การประกอบแผงวงจรอิเล็กทรอนิกส์ (PCBA) การผลิตและทดสอบการทำงานของแผงวงจรไฟฟ้า (IC) และผลิตภัณฑ์ประเภท MICRODISPLAY โดย HANA มีฐานการผลิต 5 แห่ง ตั้งอยู่ในประเทศไทย จีน กัมพูชา และสหรัฐอเมริกา

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- โรงงานที่จัดตั้งมานานและมีการดำเนินงานที่แข็งแกร่ง
- ทีมผู้บริหารที่เก่ง มีประสบการณ์ และทำงานร่วมกันมายาวนาน
- มีเงินสดสุทธิสูงมาก และไม่มีภาระหนี้สินเลย

O — Opportunity

- มีการพัฒนากระบวนการผลิตใหม่ๆขึ้นเองซึ่งจะสามารถลดต้นทุนได้
- การขยายธุรกิจเข้าไปสู่กลุ่มอุตสาหกรรมที่มีมูลค่าเพิ่มมากกว่าและมีอัตรากำไรที่สูง เช่น อุตสาหกรรมรถยนต์ และการแพทย์
- การขยายกำลังการผลิตทำให้บริษัทสามารถเพิ่มรายได้ให้สูงขึ้นไปอีกขึ้นเมื่อความต้องการของสินค้าฟื้นตัว

W — Weakness

- เป็นธุรกิจที่ใช้เงินลงทุนเยอะ โดยเฉพาะเครื่องจักร
- ธุรกิจขึ้นอยู่กับความต้องการชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ของโลกที่ผันผวน
- มีการแข่งขันสูงกับบริษัท EMS รายใหญ่ระดับโลก

T — Threat

- เหตุการณ์ภายนอกที่ไม่สามารถคาดเดาล่วงหน้าได้ (เช่น น้ำท่วมและความไม่สงบทางการเมือง) สามารถทำให้การดำเนินงานของ HANA ต้องหยุดชะงัก
- นวัตกรรมใหม่ในอุตสาหกรรมเทคโนโลยีที่เปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วสามารถส่งผลกระทบต่อความแข็งแกร่งต่อความต้องการของสินค้าบางอย่างได้

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	49.86	37.00	-26%
Net profit 22F (Bt m)	1,966	2,293	17%
Net profit 23F (Bt m)	2,264	2,382	5%
Consensus REC	BUY: 7	HOLD: 8	SELL: 2

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการปี 2022-23F ของเรต่ำกว่าของตลาด ซึ่งเป็นเพราะเรามีมุมมองที่เป็นลบมากขึ้นต่อแนวโน้มอัตรากำไรของ HANA

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

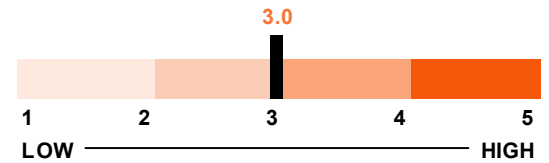
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากการขาดทุนของ HANA จากธุรกิจใหม่ต่ำกว่าที่เราคาดไว้ในปัจจุบัน อาจส่งผลให้มี upside ต่อคาดการณ์กำไรได้
- อุตสาหกรรมอิเล็กทรอนิกส์ที่แข็งแกร่งเกินคาดจะส่งผลบวกต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

HANA เป็นผู้ให้บริการ EMS สำหรับผลิตภัณฑ์อิเล็กทรอนิกส์ชั้นนำ 30 อันดับแรกของโลก HANA มีเป้าหมายที่ชัดเจนในการลดมลภาวะ และกำลังดำเนินการตามมาตรการต่างๆ เพื่อให้บรรลุเป้าหมาย แต่ธุรกิจการผลิตจะปล่อยมลพิษตามธรรมชาติออกมาเป็นจำนวนมาก เราให้คะแนน ESG สำหรับ HANA ที่ 3.0

Thanachart ESG Rating



	SETTHSI Index	THSI Index	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	Arabesque S-Ray (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
HANA	YES	YES	-	BBB	64.89	51.09	20.31	-	5.0

Sources: SETTRADE, SETTHSI Index, Thailand Sustainability Investment (THSI), The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, Arabesque S-Ray®, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)

Note: Please see third party on "term of use" in the following back page.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- HANA เป็นผู้ให้บริการ 30 อันดับแรกของโลกในด้านบรรจุภัณฑ์ชิปและบริการประกอบแผงวงจรพิมพ์ บริษัทมีระบบการจัดการปล่อยมลพิษที่เหมาะสม และยังมีแผนเฉพาะที่จะบรรลุเป้าหมายดังกล่าว HANA ได้แสดงให้เห็นถึงการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHC) ในช่วงหลายปีที่ผ่านมา เทียบกับปีฐาน 2020 HANA ลด GHC ลง 14% บริษัท มีแผนที่จะลด 40% ให้ได้ภายในปี 2030 - HANA ยังเน้นเรื่องการจัดการขยะอีกด้วย ปริมาณของเสียที่สามารถนำกลับมาใช้ใหม่ได้คือ 87% ของขยะทั้งหมดในปี 2021 ระดับของเสียลดลงตลอดทั้งปี - HANA ได้ดำเนินการลงทุนในโครงการต่างๆ เพื่อลดการใช้พลังงานของอุปกรณ์และเครื่องจักร การใช้พลังงานลดลงในช่วงหลายปีที่ผ่านมา - HANA เน้นการอนุรักษ์น้ำ ระดับการใช้น้ำลดลงอย่างต่อเนื่อง - HANA อยู่ในรายชื่อหุ้นยั่งยืนในปี 2021 HANA ยังได้รับรางวัล Rising Star Sustainability จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอีกด้วย
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- HANA ให้ค่าตอบแทนพนักงานที่เหมาะสม ซึ่งครอบคลุมสภาพเศรษฐกิจ และสังคม การดูแลสุขภาพให้ดีขึ้น และช่วยเหลือครอบครัว - HANA ได้รับใบรับรอง เช่น ISO 9001, IATF 16949 และ ISO 13485 เพื่อให้มั่นใจว่าผลิตภัณฑ์และบริการของบริษัท ปลอดภัยสำหรับผู้บริโภคและผู้ที่เกี่ยวข้อง - HANA ให้การสนับสนุนอย่างจริงจัง เกี่ยวกับการบริจาคและการสนับสนุนอื่นๆ แก่ผู้ที่ต้องการ บริษัท ยังช่วยสนับสนุนการพัฒนาอาชีพและสร้างรายได้ให้กับชุมชน เช่น ช่วยสร้างศูนย์การเรียนรู้การเรือนรู้เบเกอรี่
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- HANA มีคณะกรรมการจำนวน 6 คน ซึ่งเล็กกว่าธุรกิจอื่นที่มีขนาดใกล้เคียงกัน ในจำนวนสมาชิก 6 คน กรรมการ 2 คน เป็นกรรมการอิสระ มีสมาชิกสามคน รวมทั้งประธานมีหุ้นใน HANA มีกรรมการหญิงหนึ่งคน - HANA มีผลิตภัณฑ์ขั้นสุดท้ายที่หลากหลายอย่างมาก ได้แก่ สมาร์ทโฟน คอมพิวเตอร์ รถยนต์ อุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์สำหรับอุตสาหกรรมและผู้บริโภค และผลิตภัณฑ์อิเล็กทรอนิกส์ทางการแพทย์ - HANA มีความกระตือรือร้นในการพัฒนากระบวนการอัตโนมัติเพื่อลดแรงงาน แต่เป็นที่ยากและเป็นค่อยไป

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	19,283	23,780	26,757	27,268	27,619
Cost of sales	16,734	20,493	23,307	23,675	23,832
Gross profit	2,548	3,287	3,450	3,593	3,787
% gross margin	13.2%	13.8%	12.9%	13.2%	13.7%
Selling & administration expenses	1,211	1,423	1,508	1,570	1,602
Operating profit	1,337	1,864	1,942	2,022	2,185
% operating margin	6.9%	7.8%	7.3%	7.4%	7.9%
Depreciation & amortization	1,175	1,301	1,458	1,538	1,592
EBITDA	2,512	3,165	3,401	3,561	3,777
% EBITDA margin	13.0%	13.3%	12.7%	13.1%	13.7%
Non-operating income	530	471	408	423	456
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(9)	(7)	(4)	(8)	(13)
Pre-tax profit	1,858	2,327	2,346	2,437	2,628
Income tax	60	53	53	55	60
After-tax profit	1,798	2,274	2,293	2,382	2,569
% net margin	9.3%	9.6%	8.6%	8.7%	9.3%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	110	(729)	0	0	0
NET PROFIT	1,908	1,545	2,293	2,382	2,569
Normalized profit	1,798	2,274	2,293	2,382	2,569
EPS (Bt)	2.4	1.9	2.8	3.0	3.2
Normalized EPS (Bt)	2.2	2.8	2.8	3.0	3.2

Margins under pressure

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	17,720	17,570	18,798	20,522	23,144
Cash & cash equivalent	9,667	5,999	5,695	7,195	9,695
Account receivables	3,461	4,553	5,123	5,221	5,288
Inventories	4,496	6,857	7,798	7,921	7,974
Others	96	162	182	185	188
Investments & loans	72	72	72	72	72
Net fixed assets	6,938	9,663	10,221	9,699	9,123
Other assets	450	548	617	629	637
Total assets	25,180	27,853	29,707	30,921	32,976
LIABILITIES:					
Current liabilities:	2,806	4,029	5,055	5,787	6,824
Account payables	2,355	3,506	3,831	3,892	3,918
Bank overdraft & ST loans	300	334	1,024	1,690	2,699
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	151	189	199	205	207
Total LT debt	0	0	16	26	41
Others LT liabilities	760	766	859	491	470
Total liabilities	3,567	4,795	5,929	6,304	7,334
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	805	805	805	805	805
Share premium	1,723	1,723	1,723	1,723	1,723
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(611)	671	671	671	671
Retained earnings	19,696	19,859	20,579	21,419	22,443
Shareholders' equity	21,614	23,058	23,778	24,618	25,642
Liabilities & equity	25,180	27,853	29,707	30,921	32,976

Still a healthy balance sheet, on our forecasts

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	1,858	2,327	2,346	2,437	2,628
Tax paid	(70)	(45)	(54)	(53)	(60)
Depreciation & amortization	1,175	1,301	1,458	1,538	1,592
Chg In working capital	5	(2,301)	(1,186)	(160)	(94)
Chg In other CA & CL / minorities	497	(50)	(19)	(19)	(32)
Cash flow from operations	3,465	1,233	2,546	3,743	4,035
Capex	(1,199)	(4,010)	(2,000)	(1,000)	(1,000)
Right of use	0	0	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	136	0	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(103)	(551)	17	(376)	(14)
Cash flow from investments	(1,165)	(4,560)	(1,983)	(1,376)	(1,014)
Debt financing	(360)	(240)	706	676	1,025
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(1,046)	(1,409)	(1,573)	(1,542)	(1,545)
Warrants & other surplus	207	1,308	0	0	0
Cash flow from financing	(1,200)	(341)	(867)	(867)	(520)
Free cash flow	2,266	(2,777)	546	2,743	3,035

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	19.5	15.4	15.3	14.7	13.6
Normalized PE - at target price (x)	16.6	13.1	13.0	12.5	11.6
PE (x)	18.4	22.7	15.3	14.7	13.6
PE - at target price (x)	15.6	19.3	13.0	12.5	11.6
EV/EBITDA (x)	10.2	9.3	8.9	8.3	7.4
EV/EBITDA - at target price (x)	8.1	7.6	7.4	6.8	6.0
P/BV (x)	1.6	1.5	1.5	1.4	1.4
P/BV - at target price (x)	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2
P/CFO (x)	10.1	28.4	13.8	9.4	8.7
Price/sales (x)	1.8	1.5	1.3	1.3	1.3
Dividend yield (%)	3.2	4.6	4.4	4.4	4.4
FCF Yield (%)	6.5	(7.9)	1.6	7.8	8.7
(Bt)					
Normalized EPS	2.2	2.8	2.8	3.0	3.2
EPS	2.4	1.9	2.8	3.0	3.2
DPS	1.4	2.0	1.9	1.9	1.9
BV/share	26.9	28.6	29.5	30.6	31.9
CFO/share	4.3	1.5	3.2	4.7	5.0
FCF/share	2.8	(3.4)	0.7	3.4	3.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Valuation is not
inexpensive, in our view*

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(5.4)	23.3	12.5	1.9	1.3
Net profit (%)	5.7	(19.0)	48.4	3.9	7.9
EPS (%)	5.7	(19.0)	48.4	3.9	7.9
Normalized profit (%)	20.2	26.5	0.8	3.9	7.9
Normalized EPS (%)	20.2	26.5	0.8	3.9	7.9
Dividend payout ratio (%)	59.1	104.2	67.0	65.0	60.0
Operating performance					
Gross margin (%)	13.2	13.8	12.9	13.2	13.7
Operating margin (%)	6.9	7.8	7.3	7.4	7.9
EBITDA margin (%)	13.0	13.3	12.7	13.1	13.7
Net margin (%)	9.3	9.6	8.6	8.7	9.3
D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.4)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.3)
Interest coverage - EBIT (x)	147.5	248.8	467.5	244.6	163.5
Interest coverage - EBITDA (x)	277.1	422.5	818.4	430.7	282.6
ROA - using norm profit (%)	7.2	8.6	8.0	7.9	8.0
ROE - using norm profit (%)	8.5	10.2	9.8	9.8	10.2
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	8.5	10.2	9.8	9.8	10.2
- asset turnover (x)	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
- operating margin (%)	9.7	9.8	8.8	9.0	9.6
- leverage (x)	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3
- interest burden (%)	99.5	99.7	99.8	99.7	99.5
- tax burden (%)	96.8	97.7	97.7	97.7	97.7
WACC (%)	10.8	10.8	10.8	10.8	10.8
ROIC (%)	10.1	14.9	10.9	10.3	11.2
NOPAT (Bt m)	1,294	1,822	1,898	1,976	2,136
invested capital (Bt m)	12,247	17,393	19,124	19,139	18,687

Sources: Company data, Thanachart estimates

SELL (From: HOLD)
Change in Recommendation

TP: Bt 47.00 (From: Bt 60.00)
Downside : 14.5% **31 AUGUST 2022**

Small Cap Research

KCE Electronics Pcl (KCE TB)

การเติบโตชะลอตัวลง

เราปรับลดคำแนะนำ KCE เป็น “ขาย” เนื่องจากบริษัท กำลังเข้าสู่รอบการเติบโตที่ต่ำลงมาก พร้อมกับตลาดรถยนต์ที่อ่อนตัวลง และอัตรากำไรที่หดตัว เรามองว่า KCE มีมูลค่าที่แพงที่ 24 เท่า 2023F PE เทียบกับเพียงกำไรที่เติบโตเฉลี่ยเพียง 11/11/8% ต่อปี ในปี 2022-24F



PATTADOL BUNNAK

662 – 483 8298

Pattadol.bun@thanachartsec.co.th

ปรับลดคำแนะนำเป็น “ขาย”

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มอิเล็กทรอนิกส์ – “เข้าสู่ช่วงขาลง” วันที่ 31 ส.ค. เราปรับลดคำแนะนำ KCE เป็น “ขาย” (จาก ถือ) และให้ราคาเป้าหมายปี 2023F ใหม่ที่ 47 บาท/หุ้น (จาก 60 บาท) เนื่องจาก 1) เราคาดว่าแนวโน้มตลาดรถยนต์โลกอ่อนแอในช่วงที่อัตราดอกเบี้ยของโลกอยู่ในช่วงขาขึ้น 2) อุปทานใหม่จากผู้ผลิตสำคัญคาดว่าจะกดดันอัตรากำไร เราปรับลดกำไรของ KCE ลง 8/17/21% ในปี 2022-24F จากยอดขายที่ลดลง การขยายตัวที่ล่าช้าออกไป และอัตรากำไรขั้นต้นที่ลดลง (ดูสมมติฐานใหม่ใน Exhibit 1) และ 3) หลังปรับลดกำไร เราคาดว่ากำไรจะเติบโตเพียง 11/11/8% ในปี 2022-24F และทำให้เรามองว่าการซื้อขายที่ 24 เท่า 2023F PE นั้นแพง หุ่นซื้อขายเฉลี่ยที่ 23 เท่า PE ในช่วงปีที่ผ่านมาในปี 2020-21

ตลาดส่งสัญญาณอ่อนตัว

คำสั่งซื้อล่วงหน้าของ KCE จากลูกค้าลดลงเหลือน้อยกว่า 2 เดือน เทียบกับเป็นปีในปี 2021 ซึ่งมีความต้องการรถยนต์ที่แข็งแกร่ง ยอดขายในเทอมดอลลาร์สหรัฐใน 2Q22 ลดลง 1% q-q แม้จะมีกำลังการผลิตเพิ่มขึ้นเนื่องจากลูกค้าสั่งซื้อคำสั่งซื้อบางส่วนเนื่องจากแนวโน้มเศรษฐกิจที่อ่อนแอในสหรัฐ และยุโรป ซึ่งทั้งสองคิดเป็น 58% ของยอดขายของ KCE คาดว่าจะดีขึ้นบ้างใน 2H22 KCE ยังคงเป่าการเติบโตของยอดขายสำหรับปีนี้เนื่องจากคำสั่งซื้อจากลูกค้ายังคงอยู่ในช่วงที่เหลือของปี แต่ KCE ปรับลดเป้าสำหรับปีหน้าเหลือ 10%+ จากราว 20% ท่ามกลางอุปสงค์รถยนต์ทั่วโลกที่อ่อนแอ

มีแรงกดดันต่ออัตรากำไร

อัตรากำไรขั้นต้นของ KCE นั้นน่าผิดหวังที่ 23% ใน 2Q22 ทรงตัวจาก 1Q22 และลดลงจาก 29% ใน 2Q21 แม้ว่าค่าเงินบาทจะอ่อนค่าลงมากเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ KCE ชี้แจงว่าไม่สามารถส่งต่อต้นทุนวัตถุดิบที่เพิ่มขึ้น รวมถึงสารเคมีที่เพิ่มสูงขึ้นตามราคาน้ำมันและต้นทุนอื่นๆ ให้กับลูกค้าได้ สำหรับแนวโน้ม แม้ว่าค่าใช้จ่ายบางส่วนจะเริ่มลดลง แต่ KCE มีแผนที่จะให้ส่วนลดแก่ลูกค้าตั้งแต่ต้นปี 2023F ท่ามกลางความต้องการที่อ่อนแอ ซึ่งตรงกันข้ามกับการปรับเพิ่มของราคาในช่วงที่ตลาดแข็งแกร่งในปี 2021 บริษัท ได้ปรับลดเป้าอัตรากำไรขั้นต้นลงเหลือ 24% ในปี 2022 (จาก 28-29%) และเป็น 25%+ ในปี 2023F (จาก 30%+)

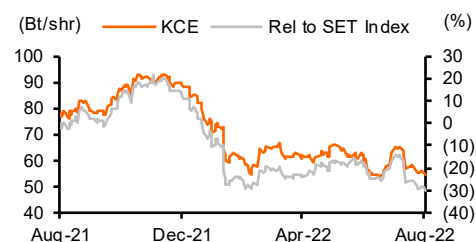
โรงงานใหม่ล่าช้าออกไป

KCE เลื่อนการเปิดโรงงานแห่งใหม่ไปยัง 4Q23 จาก 3Q23 นับเป็นความล่าช้าครั้งที่สามจากแผนเดิมใน 4Q22 ยอดขายรถยนต์ทั่วโลกลดลง 6% y-y ใน 7M22 โดยจุดที่อ่อนแอส่วนใหญ่อยู่ในตลาดหลักของ KCE ในสหรัฐ และสหภาพยุโรป ซึ่งลดลง 15/8% สาเหตุที่เลื่อนอีกประการคือ KCE กำลังทบทวนแผนการออกแบบโรงงานใหม่ ดูกรอบเวลาของการกำลังการผลิตใหม่ของ KCE ใน Exhibit 1

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	14,938	19,017	19,738	19,766
Net profit	2,426	2,472	2,753	2,965
Consensus NP	—	2,543	3,013	3,634
Diff frm cons (%)	—	(2.8)	(8.6)	(18.4)
Norm profit	2,237	2,472	2,753	2,965
Prev. Norm profit	—	2,695	3,317	3,751
Chg frm prev (%)	—	(8.3)	(17.0)	(21.0)
Norm EPS (Bt)	1.9	2.1	2.3	2.5
Norm EPS grw (%)	119.7	10.5	11.4	7.7
Norm PE (x)	29.0	26.3	23.6	21.9
EV/EBITDA (x)	19.8	16.9	15.3	14.0
P/BV (x)	4.8	4.4	4.2	3.9
Div yield (%)	1.1	2.7	3.0	3.2
ROE (%)	17.6	17.6	18.2	18.5
Net D/E (%)	8.7	7.4	5.3	1.2

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price: (Bt) as of 30-Aug-22	55.00
Market Cap (US\$ m)	1,788.1
Listed Shares (m shares)	1,181.8
Free Float (%)	59.0
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	20.9
12M Price H/L (Bt)	93.00/54.00
Sector	Electronics
Major Shareholder	Ongkosit Family 25.4%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

Ex 1: Our Assumptions

	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Year-end capacity (Million sq ft per month)	2.7	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	2.7	2.8	3.2	3.5	3.7
Effective capacity growth (%)	-	-	1.9	17.3	7.8	6.7
Global car sales growth (%)	(4.1)	(14.3)	2.2	(5.2)	4.7	3.7
US\$ Sales growth (%)	(9.8)	(5.3)	25.9	16.6	5.9	6.4
Baht/US\$ assumption	31.0	31.3	31.9	34.8	34.1	32.1
Baht sales growth (%)	(13.5)	(4.7)	29.6	27.3	3.8	0.1
HDI proportion (%)	11.0	16.0	20.0	26.0	32.0	35.0
Gross margin (%)	20.3	21.8	26.6	23.8	25.0	26.2
SG&A to sales (%)	12.9	12.6	11.1	9.6	9.7	9.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Our Earnings Revisions

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Sales (US\$ m)					
New	372	469	546	579	616
Old			547	590	640
Change (%)			(0.2)	(1.9)	(3.8)
Bt/US\$					
New	31.3	32.0	34.8	34.1	32.1
Old			34.3	34.1	32.1
Sales (Bt m)					
New	11,527	14,938	19,017	19,738	19,766
Old			18,777	20,109	20,535
Change (%)			1.3	(1.8)	(3.7)
Gross margin (%)					
New	21.8	26.6	23.8	25.0	26.2
Old			26.7	28.4	29.9
Change (pp)			(3.0)	(3.4)	(3.7)
SG&A/sales (%)					
New	12.6	11.1	9.6	9.7	9.8
Old			11.1	10.4	10.0
Change (pp)			(1.5)	(0.7)	(0.2)
Normalized profit (Bt m)					
New	1,018	2,237	2,472	2,753	2,965
Old			2,695	3,317	3,751
Change (%)			(8.3)	(17.0)	(21.0)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: 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	4,294	4,634	5,164	5,959	6,721	7,484	8,004	8,262	8,518	8,771	9,041	—
Free cash flow	2,129	2,680	3,761	4,524	5,250	5,922	6,529	6,916	7,149	7,379	6,928	79,495
PV of free cash flow	2,124	2,219	2,795	3,046	3,202	3,271	3,266	3,134	2,935	2,743	2,221	25,487
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.1											
WACC (%)	9.9											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	56,442											
Net debt (2022F)	1,093											
Minority interest	67											
Equity value	55,283											
# of shares (m)	1,180											
Target price/share (Bt)	47											

Sources: Company data, Thanachart estimates
Note: * We assume full dilution impact from outstanding ESOP shares

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท เคซีอี อิเล็คโทรนิคส์ จำกัด (มหาชน) และบริษัทย่อยประกอบธุรกิจผลิตและส่งออกแผ่นพิมพ์วงจรไฟฟ้า (PCB) ชนิดสองหน้า และชนิด หลายชั้นภายใต้เครื่องหมายการค้า KCE บริษัทมีฐานการผลิต 5 โรงงาน โดยมีโรงงานทำ PCB 3 แห่ง โรงงานทำลามีเน็ต 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

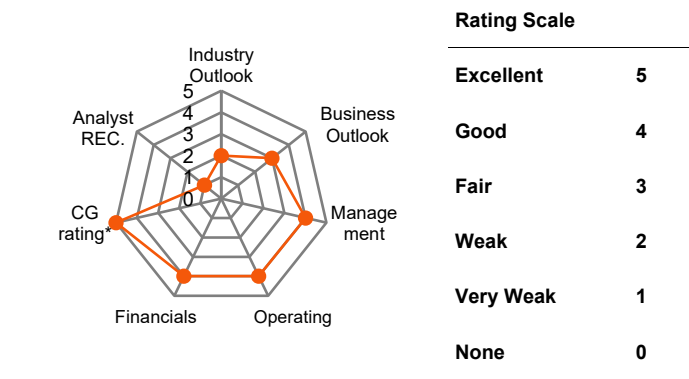
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	63.95	47.00	-27%
Net profit 22F (Bt m)	2,543	2,472	-3%
Net profit 23F (Bt m)	3,013	2,753	-9%
Consensus REC	BUY: 4	HOLD: 10	SELL: 1

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

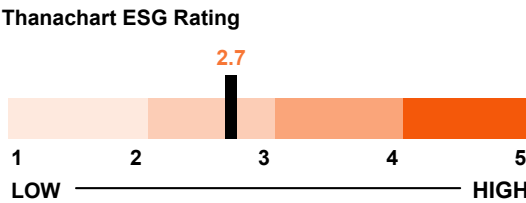
- เหตุการณ์ภายนอกที่เหนือความคาดหมาย เช่น น้ำท่วมสถานการณ์การเมือง อาจส่งผลกระทบต่อการทำงาน
- ความล่าช้าของการขยายโรงงาน อาจส่งผลเสียต่อการรับรองปริมาณและคุณภาพการผลิตให้แก่ลูกค้า

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

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

Source: Thanachart

KCE เป็นหนึ่งในสิบผู้ผลิตแผ่นพิมพ์วงจรอิเล็กทรอนิกส์ (PCB) รายใหญ่ที่สุดของโลก โรงงานของบริษัท ปล่อยก๊าซเรือนกระจกบางส่วน และบริษัทฯ ได้ดำเนินการมาตรการเพื่อลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก อย่างไรก็ตามเราให้คะแนน ESG สำหรับ KCE ที่ 2.7 ซึ่งอยู่ในระดับปานกลาง เนื่องจากเป้าหมายและแผน ESG โดยรวมยังไม่ชัดเจน



	SETTHSI Index	THSI Index	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	Arabesque S-Ray (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
KCE	-	-	-	-	53.90	56.8	13.58	-	5.0

Sources: SETTRADE, SETTHSI Index, Thailand Sustainability Investment (THSI), The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, Arabesque S-Ray®, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "term of use" in the following back page.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- KCE เป็นผู้ผลิตแผ่นวงจรพิมพ์อิเล็กทรอนิกส์ (PCB) ระดับโลก บริษัท มีโรงงานสองแห่งที่เปิดดำเนินการในประเทศไทย โรงงานของบริษัท ปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) และมลพิษอื่นๆ KCE อ้างว่าบริษัทฯ ได้ดำเนินการมาตรการต่างๆ เพื่อลดการปล่อยมลพิษ อย่างไรก็ตาม บริษัท ยังไม่ได้ระบุเป้าหมายและแผนงานที่ชัดเจนเพื่อให้บรรลุเป้าหมาย - KCE ใช้ซอฟต์แวร์การจัดการโลจิสติกในการคำนวณเส้นทางการขนส่งที่ประหยัดน้ำมันที่สุดเพื่อลดมลพิษทางอากาศ - KCE กำลังเปลี่ยนผลิตภัณฑ์เกี่ยวกับสำนักงานหลายอย่าง เช่น กระดาษถ่ายเอกสาร โทเนอร์ หลอด LED และตู้เย็น ให้เป็นมิตรกับสิ่งแวดล้อมมากขึ้น - KCE ยุติการใช้โฟมในบรรจุภัณฑ์ของผลิตภัณฑ์ และเปลี่ยนไปใช้กระดาษรีไซเคิลเพื่อลดของเสียอันตราย
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขภาพและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- KCE มีนโยบายยุติความสัมพันธ์กับซัพพลายเออร์ที่ละเมิดสิทธิแรงงาน เช่น การใช้แรงงานเด็ก - บริษัทฯ จัดให้มีประกันสุขภาพและประกันอุบัติเหตุสำหรับพนักงาน และประกันสุขภาพสำหรับครอบครัวพนักงาน - KCE ให้การสนับสนุนอย่างจริงจังในเรื่อง อาหารและน้ำดื่มแก่ผู้ยากไร้ เช่น ผู้ประสบอุทกภัย และผู้ได้รับผลกระทบจากโควิด
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- KCE มีคณะกรรมการบริษัทจำนวน 9 คน ซึ่งเราถือว่าเป็นขนาดที่เหมาะสมกับขนาดและขอบเขตของธุรกิจ ในจำนวนสมาชิกเก้าคน สามคนเป็นกรรมการอิสระ มีกรรมการหญิงสามคน สมาชิกแปดคนรวมทั้งประธานมีสัดส่วนการถือหุ้นใน KCE - KCE ได้กระจายความเสี่ยงผลิตภัณฑ์จากที่มีเพียง PCB สำหรับกลุ่มยานยนต์ ซึ่งปัจจุบันมีสัดส่วนประมาณ 70% ของรายได้ทั้งหมด ส่วนที่เหลือมาจากกลุ่มผู้บริโภค อุตสาหกรรม และการแพทย์ - KCE มีความกระตือรือร้นในการพัฒนากระบวนการอัตโนมัติเพื่อลดแรงงาน แม้ว่าจะเป็นแบบค่อยเป็นค่อยไป

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	11,527	14,938	19,017	19,738	19,766
Cost of sales	9,015	10,965	14,498	14,805	14,585
Gross profit	2,512	3,973	4,519	4,933	5,181
% gross margin	21.8%	26.6%	23.8%	25.0%	26.2%
Selling & administration expenses	1,449	1,656	1,827	1,921	1,932
Operating profit	1,063	2,317	2,692	3,012	3,249
% operating margin	9.2%	15.5%	14.2%	15.3%	16.4%
Depreciation & amortization	1,049	1,024	1,206	1,282	1,384
EBITDA	2,112	3,341	3,899	4,294	4,634
% EBITDA margin	18.3%	22.4%	20.5%	21.8%	23.4%
Non-operating income	106	202	105	107	110
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(57)	(44)	(98)	(110)	(117)
Pre-tax profit	1,111	2,475	2,700	3,009	3,242
Income tax	87	221	242	269	290
After-tax profit	1,024	2,254	2,458	2,740	2,952
% net margin	8.9%	15.1%	12.9%	13.9%	14.9%
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	2,472	2,753	2,965
Normalized profit	1,018	2,237	2,472	2,753	2,965
EPS (Bt)	1.0	2.1	2.1	2.3	2.5
Normalized EPS (Bt)	0.9	1.9	2.1	2.3	2.5

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	14,593	15,444	15,555
Cash & cash equivalent	2,347	2,482	2,500	3,000	3,200
Account receivables	3,174	4,394	5,594	5,807	5,815
Inventories	2,594	4,841	6,401	6,537	6,440
Others	69	76	97	100	101
Investments & loans	187	195	195	195	195
Net fixed assets	8,107	8,979	8,617	9,047	9,378
Other assets	898	983	1,266	1,332	1,354
Total assets	17,377	21,951	24,670	26,018	26,482
LIABILITIES:					
Current liabilities:	4,216	6,948	8,294	8,606	8,219
Account payables	2,458	4,246	5,614	5,733	5,648
Bank overdraft & ST loans	1,283	1,798	1,767	1,883	1,669
Current LT debt	387	740	728	775	687
Others current liabilities	88	164	185	215	215
Total LT debt	676	1,117	1,098	1,170	1,037
Others LT liabilities	423	444	579	613	627
Total liabilities	5,315	8,509	9,971	10,389	9,882
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	11,932	12,857	13,820
Shareholders' equity	12,010	13,380	14,632	15,557	16,520
Liabilities & equity	17,377	21,951	24,670	26,018	26,482

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	2,700	3,009	3,242
Tax paid	(32)	(149)	(229)	(247)	(298)
Depreciation & amortization	1,049	1,024	1,206	1,282	1,384
Chg In working capital	70	(1,679)	(1,392)	(229)	4
Chg In other CA & CL / minorities	0	(41)	6	24	27
Cash flow from operations	2,199	1,631	2,291	3,839	4,359
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)	(172)	(59)	(37)
Cash flow from investments	(385)	(1,938)	(992)	(1,746)	(1,723)
Debt financing	405	1,498	(62)	235	(435)
Capital increase	146	98	(1)	0	0
Dividends paid	(952)	(1,206)	(1,219)	(1,829)	(2,001)
Warrants & other surplus	(24)	52	0	0	0
Cash flow from financing	(424)	442	(1,282)	(1,594)	(2,436)
Free cash flow	1,921	(223)	1,491	2,173	2,692

*KCE's growth looks priced
in to us with a 24x PE for
2023F*

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	63.7	29.0	26.3	23.6	21.9
Normalized PE - at target price (x)	54.5	24.8	22.4	20.1	18.7
PE (x)	57.6	26.7	26.3	23.6	21.9
PE - at target price (x)	49.2	22.9	22.4	20.1	18.7
EV/EBITDA (x)	30.7	19.8	16.9	15.3	14.0
EV/EBITDA - at target price (x)	26.3	17.0	14.5	13.1	12.0
P/BV (x)	5.4	4.8	4.4	4.2	3.9
P/BV - at target price (x)	4.6	4.1	3.8	3.6	3.4
P/CFO (x)	29.5	39.8	28.3	16.9	14.9
Price/sales (x)	5.6	4.4	3.4	3.3	3.3
Dividend yield (%)	1.5	1.1	2.7	3.0	3.2
FCF Yield (%)	3.0	(0.3)	2.3	3.3	4.1
(Bt)					
Normalized EPS	0.9	1.9	2.1	2.3	2.5
EPS	1.0	2.1	2.1	2.3	2.5
DPS	0.8	0.6	1.5	1.6	1.8
BV/share	10.2	11.3	12.4	13.2	14.0
CFO/share	1.9	1.4	1.9	3.3	3.7
FCF/share	1.6	(0.2)	1.3	1.8	2.3

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	27.3	3.8	0.1
Net profit (%)	20.6	115.3	1.9	11.4	7.7
EPS (%)	20.6	115.3	1.9	11.4	7.7
Normalized profit (%)	15.6	119.7	10.5	11.4	7.7
Normalized EPS (%)	15.6	119.7	10.5	11.4	7.7
Dividend payout ratio (%)	83.8	29.2	70.0	70.0	70.0
Operating performance					
Gross margin (%)	21.8	26.6	23.8	25.0	26.2
Operating margin (%)	9.2	15.5	14.2	15.3	16.4
EBITDA margin (%)	18.3	22.4	20.5	21.8	23.4
Net margin (%)	8.9	15.1	12.9	13.9	14.9
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	0.1	0.0
Interest coverage - EBIT (x)	18.5	53.0	27.5	27.4	27.8
Interest coverage - EBITDA (x)	36.7	76.4	39.9	39.0	39.6
ROA - using norm profit (%)	6.0	11.4	10.6	10.9	11.3
ROE - using norm profit (%)	8.6	17.6	17.6	18.2	18.5
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	8.6	17.8	17.6	18.2	18.4
- asset turnover (x)	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
- operating margin (%)	10.1	16.9	14.7	15.8	17.0
- leverage (x)	1.4	1.5	1.7	1.7	1.6
- interest burden (%)	95.1	98.3	96.5	96.5	96.5
- 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	16.8	17.4	18.1
NOPAT (Bt m)	980	2,110	2,451	2,742	2,958
invested capital (Bt m)	12,009	14,553	15,725	16,384	16,713

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต 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 ธนชาต จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 73 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2210A, ADVANC16C2211A, AMATA16C2212A, AMAT16C2209A, AOT16C2212A, AOT16C2209A, BANPU16C2212A, BANPU16C2210A, BCH16C2211A, BH16C2212B, BH16C2212A, BGRIM16C2212A, BGRIM16C2209A, BLA16C2212A, BLA16C2209A, CBG16C2210A, CENTEL16C2209A, COM716C2209A, COM716C2211A, COM716C2211B, COM716C2211C, CPALL16C2211A, EA16C2209A, EA16C2211A, ESSO16C2209A, ESSO16C2209B, FORTH16C2211A, GPSC16C2209A, GULF16C2210A, GUNK16C2209A, HANA16C2209A, HANA16C2211A, IVL16C2209A, IVL16C2211A, JMART16C2210A, JMART16C2211A, JMT16C2210A, JMT16C2211A, KBAN16C2209A, KBANK16C2211A, KCE16C2209A, KCE16C2211A, KTC16C2211A, KTC16C2209A, MINT16C2211A, MTC16C2212A, MTC16C2209A, PSL16C2212A, PTG16C2211A, PTG16C2209A, PTTEP16C2212A, PTTE16C2209A, RBF16C2209A, SAWAD16C2211A, S5016C2209A, S5016P2209A, SAWA16C2209A, SCB16C2211A, SCGP16C2212A, SET5016P2212A, SET5016C2209B, SET5016C2212A, SET5016P2209B, SINGER16C2212A, SPRC16C2212A, SPRC16C2209A, STEC16C2209A, TIDLOR16C2212A, TOP16C2211A, TRUE16C2212A, TTA16C2211A, TU16C2210A, WHA16C2209A (underlying securities are (ADVANC, AMATA, AOT, BANPU, BCH, BGRIM, BH, BLA, CBG, CENTEL, COM7, CPALL, EA, ESSO, FORTH, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MINT, MTC, PSL, PTG, PTTEP, RBF, SAWAD, SCB, SET50, SCGP, SINGER, SPRC, STEC, TIDLOR, 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. มีส่วนในการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาต จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) 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 หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

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

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต 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

Strategy, ประกัน, กระดาษ
จักร เรืองสินัญญา
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
ภัทรวลล์ หวังมิ่งมาศ
Tel: 662-779-9105
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ
สิทธิเชษฐ์ 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, บ้านเทิง
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
วิชนันท์ ธรรมป่ารุ่ง
Tel: 662-779-9123
witchanan.tam@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

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
18 Floor, MBK Tower
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330
Tel: 662 -779-9119
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th