

Fundamental Story

KCE Electronics Pcl (KCE TB) - SELL

News Update

Pattadol Bunnak | Email: pattadol.bun@ttbwealth.co.th

- อุปทานใหม่กำลังจะเข้าสู่ตลาด
- อุปทานไฟเบอร์กลาสของ KCE จะเริ่มเข้าสู่ตลาดตั้งแต่ 4Q26F
 - ครั้งนี้ไม่ได้ประโยชน์เชิงบวกจากภาวะขาดแคลนที่ขับเคลื่อนโดย AI
 - เรามองว่ามีความเสี่ยงที่การแข่งขันจะกลับมาอีกครั้ง
 - เรามองว่าส่วนแบ่งตลาดที่เพิ่มขึ้นจะเกิดขึ้นเพียงชั่วคราว แนะนำ “ขาย”
- เราขอสรุปว่า วัฏจักรการเติบโตของกำไรครั้งใหม่ของ KCE คาดว่าจะเริ่มตั้งแต่ 3Q26F โดยได้แรงหนุนจากราคาขายที่สูงขึ้นและส่วนแบ่งตลาดที่เพิ่มขึ้น ท่ามกลางภาวะอุปทาน PCB ทั่วโลกที่ตึงตัว เนื่องจากไฟเบอร์กลาสซึ่งเป็นวัตถุดิบสำคัญอยู่ในภาวะขาดแคลน จากความต้องการที่แข็งแกร่งของธุรกิจ AI ภาวะอุปทาน PCB ที่ตึงตัวดังกล่าว ทำให้ผู้ผลิต PCB ของจีนปรับขึ้นราคามากกว่า KCE อย่างมีนัยสำคัญ ส่งผลให้ KCE สามารถเพิ่มส่วนแบ่งตลาดได้ อย่างไรก็ตาม เรามองว่าประโยชน์ดังกล่าว จะเกิดขึ้นเพียงระยะสั้น เนื่องจากอุปทานไฟเบอร์กลาสใหม่ที่กำลังจะเข้าสู่ตลาดอาจทำให้ผู้ผลิต PCB ของจีนกลับมาแข่งขันด้านราคาอีกครั้ง ทั้งนี้ยอดขายของ KCE ในสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐ (US\$ sales) ลดลงเฉลี่ย 9% ต่อปีในช่วง 2023-25 เนื่องจากยอดขายรถยนต์ในยุโรปซึ่งเป็นตลาดปลายทางหลักของ KCE อ่อนแอ รวมถึงการแข่งขันด้านราคาจากผู้ผลิต PCB ของจีนที่มีต้นทุนต่ำกว่า KCE ผู้ผลิต PCB ที่มีคุณภาพสูงกว่ามาก ดังนั้นจึงสูญเสียส่วนแบ่งตลาดในช่วงที่การแข่งขันด้านราคาทวีความรุนแรง หมายเหตุ: การวิเคราะห์ด้านอุปทานของไฟเบอร์กลาส และ PCB ในบทวิเคราะห์นี้อ้างอิงข้อมูลเชิงลึกของอุตสาหกรรมจากรายงาน Daiwa China PCB ซึ่งจัดทำโดย Dennis Ip รวมถึงข้อมูลจากความเห็นของ KCE
- ประโยชน์จากภาวะขาดแคลนใยแก้ว: KCE และผู้ผลิต PCB ของจีนส่วนใหญ่ ไม่ได้ผลิต PCB สำหรับ AI data centers โดยตรง แต่ได้ประโยชน์ทางอ้อมจากการลงทุนด้าน AI ทั่วโลกที่แข็งแกร่ง ผ่านราคาขาย PCB ที่สูงขึ้น ซึ่งเกิดจากภาวะขาดแคลนไฟเบอร์กลาส ไฟเบอร์กลาสเป็นเพียงวัตถุดิบสำคัญที่ใช้เสริมความแข็งแรงให้กับแผ่นลามิเนตของ PCB โดยไฟเบอร์กลาสเกรดสูงจะมีความสม่ำเสมอมากกว่าและกระบวนการส่งสัญญาณน้อยกว่า AI data centers ต้องใช้ไฟเบอร์กลาสเกรดสูงที่เรียกว่า Low-Dk glass ซึ่งกระบวนการสัญญาณความเร็วสูงน้อยกว่า และช่วยให้ข้อมูลปริมาณมากสามารถส่งผ่าน PCB ได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น ซึ่งเป็นสิ่งสำคัญต่อการทำงานของ AI data centers ขณะที่ KCE และผู้ผลิต PCB ของจีนใช้ไฟเบอร์กลาสเกรดต่ำกว่าที่เรียกว่า E-glass ซึ่งเหมาะกับการใช้งานแบบดั้งเดิม เช่น อุตสาหกรรมยานยนต์และอุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์สำหรับผู้บริโภค ซึ่งมีความต้องการด้านความเร็วในการส่งสัญญาณที่ต่ำกว่า จากความต้องการ AI ที่แข็งแกร่ง ผู้ผลิตไฟเบอร์กลาสจึงปรับสัดส่วนการผลิตจาก E-glass เกรดต่ำ ไปเป็น Low-Dk fiberglass ที่มีราคาสูงกว่ามาก ส่งผลให้ KCE และผู้ผลิต PCB ของจีนที่ใช้ E-glass ต้องเผชิญกับภาวะขาดแคลนไฟเบอร์กลาส ทำให้ต้นทุนการผลิต PCB สูงขึ้น และนำไปสู่การปรับขึ้นราคาขาย PCB ผู้ผลิต PCB ของจีนใช้ประโยชน์จากภาวะอุปทานที่ตึงตัว และปรับขึ้นราคาขายประมาณ 40-50% ขณะที่ KCE ปรับขึ้นราคาเพียงประมาณ 10% เพื่อรักษาความสัมพันธ์ที่ดีกับลูกค้า สถานการณ์ดังกล่าวทำให้ KCE สามารถเพิ่มส่วนแบ่งตลาดจากคู่แข่งได้

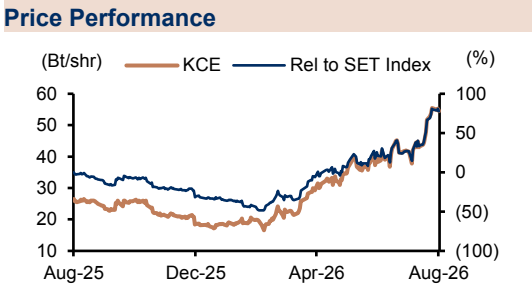
Key Valuations

Y/E Dec (Bt m)	2025A	2026F	2027F	2028F
Revenue	13,075	14,074	14,726	14,285
Net profit	833	1,444	2,223	2,127
Norm net profit	785	1,444	2,223	2,127
Norm EPS (Bt)	0.66	1.22	1.88	1.80
Norm EPS gr (%)	(52.6)	84.0	54.0	(4.3)
Norm PE (x)	82.1	44.6	29.0	30.3
EV/EBITDA (x)	35.0	24.3	17.5	17.8
P/BV (x)	4.9	4.9	4.8	4.8
Div. yield (%)	2.2	2.2	3.5	3.3
ROE (%)	5.8	11.0	16.7	15.7
Net D/E (%)	(4.0)	(3.1)	(7.0)	(10.6)

Source: ttb wealth estimates

Stock Data

Closing price (Bt)	54.50
Target price (Bt)	31.00
Market cap (US\$ m)	1,967
Avg daily turnover (US\$ m)	31.3
12M H/L price (Bt)	55.50/16.50



Source: Bloomberg

Fundamental Story

- ประโยชน์จากการขาดแคลน AI สำหรับไฟเบอร์กลาสชนิดพิเศษของ KCE ในครั้งนี้มีจำกัด ถึงกระนั้น KCE คาดว่ากำลังการผลิต E-glass ใหม่จะเริ่มเข้าสู่ตลาดตั้งแต่ 4Q26-1Q27 ซึ่งในครั้งนี้ แม้ว่า Low-Dk fiberglass จะยังคงขาดแคลน จากความต้องการ AI ที่แข็งแกร่ง แต่คาดว่ากำลังการผลิต E-glass ใหม่จะไม่ถูกเปลี่ยนไปผลิต Low-Dk สำหรับการใช้งานด้าน AI ในอนาคต เนื่องจาก AI data centers มีความต้องการ Low-Dk ที่มีคุณสมบัติสูงขึ้น โดยเฉพาะ Low-Dk Gen2 มากขึ้นตามความเร็วในการส่งข้อมูลที่เพิ่มขึ้น และข้อกำหนดด้านความสมบูรณ์ของสัญญาณที่เข้มงวดมากขึ้น เมื่อความเร็วในการส่งสัญญาณสูงขึ้น การควบคุม การสูญเสียสัญญาณ (signal loss), สัญญาณรบกวนระหว่างช่องสัญญาณ (crosstalk) และการรบกวน (interference) จะมีความสำคัญมากขึ้นเรื่อยๆ จึงจำเป็นต้องใช้ไฟเบอร์กลาสที่มีคุณสมบัติด้านไดอิเล็กทริกที่ดีขึ้น ดังนั้น คาดว่า Low-Dk Gen1 ที่ใช้อยู่ในปัจจุบันจะเข้าสู่ภาวะอุปทานล้นตลาดในปี 2026 ต่อเนื่องไปถึงปี 2027F ขณะเดียวกัน การผลิต E-glass แบบดั้งเดิมไม่สามารถปรับเปลี่ยนไปผลิต Low-Dk Gen2 ได้ง่ายเหมือนในอดีตที่สามารถเปลี่ยนไปผลิต Gen1 ได้ เนื่องจาก Gen2 ต้องใช้เส้นใย (yarn) ที่มีคุณภาพสูงกว่ามาก, ต้องควบคุมสูตรส่วนผสมของแก้วอย่างเข้มงวดมากขึ้น, ต้องสามารถผลิตเส้นใยแก้วที่มีขนาดละเอียดมากได้อย่างมีประสิทธิภาพ และต้องมีอัตราผลผลิตที่ดีขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้ กระบวนการรับรองคุณภาพจากลูกค้าอาจใช้เวลานานถึง 1-1.5 ปี ซึ่งหมายความว่า กำลังการผลิต E-glass ใหม่ที่เพิ่มเข้ามาจะถูกนำไปใช้กับตลาดปลายทางหลักที่ KCE มุ่งเน้น ได้แก่ อุตสาหกรรมยานยนต์และเครื่องใช้ไฟฟ้า/อิเล็กทรอนิกส์สำหรับผู้บริโภค ซึ่งมีความต้องการพื้นฐานเติบโตเพียงประมาณ 2-3% มากกว่าที่จะถูกนำไปใช้สนับสนุนการใช้งานด้าน AI
- *ความเสี่ยงต่อ KCE แม้ในมุมมองของเรา KCE ยังคงเป็นผู้ผลิต PCB ที่มีคุณภาพสูงและนำเสนอผลิตภัณฑ์ที่มีคุณภาพเหนือกว่า แต่เรามองว่ามีความเสี่ยงว่า อุปทาน E-glass ใหม่ที่เข้าสู่ตลาดจะทำให้ผู้ผลิต PCB จีนมีความสามารถในการแข่งขันด้านราคาลดลง และกดดันให้พวกเขาต้องกลับมาปรับลดราคาขายอีกครั้ง แม้ว่าอัตราการใช้กำลังการผลิต E-glass จะยังอยู่ในระดับสูง แต่ปัจจุบันได้ลดลงจากจุดสูงสุดที่ประมาณ 97% เหลือราว 89% แล้ว อีกประเด็นหนึ่งคือ คาดว่า CAPEX ของผู้ผลิต PCB จีนรายใหญ่ 6 รายจะเพิ่มขึ้น 371% ในปี 2026 จากระดับปี 2024 ซึ่งอาจเพิ่มความเสี่ยงด้านอุปทานในอนาคต KCE คาดว่าอุปทานไฟเบอร์กลาสใหม่จะเริ่มเข้ามาตั้งแต่ 4Q26F-1Q27F แต่บริษัทไม่ได้คาดว่าจะการแข่งขันจะกลับมารุนแรงอีกครั้ง เนื่องจากมองว่าโรงงาน PCB ขนาดเล็กบางแห่งในจีนอาจต้องออกจากตลาด จากต้นทุนวัตถุดิบที่อยู่ในระดับสูง อย่างไรก็ตาม เรามองว่ายังมีความเสี่ยงที่การแข่งขันด้านราคาจะกลับมาอีกครั้ง เนื่องจากผู้ผลิต PCB จีนมีโมเดลธุรกิจที่เน้นต้นทุนต่ำ เราคาดว่า EPS ของ KCE จะเติบโต 84/54% ในปี 2026-27F ก่อนเหลือ 4-5% ต่อปีในปี 2028-29F และมองว่าราคาหุ้น KCE อยู่ในระดับแพง โดยซื้อขายที่ประมาณ 29 เท่า ของ PE ปี 2027F

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาตเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไปว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by ttb wealth securities public company limited (ttbwealth) which is owned 99.97% by TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) as a resource only for clients of ttbwealth, TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) and its group companies. Copyright © ttb wealth 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 ttb wealth 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.

“บทวิเคราะห์นี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) (“บล.ทีทีบี เบลู”) โดยใช้ข้อมูลจาก แนวโน้มธุรกิจ, ประเมินการทางการเงิน, Bloomberg และแหล่งอื่น ๆ บริษัทไม่ได้เป็นผู้ออกตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศ (DRs) จึงไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์”

คำเตือน: DRs มีความเสี่ยงจาก อัตราแลกเปลี่ยน และ หลักทรัพย์อ้างอิงในต่างประเทศ ซึ่งอาจทำให้มูลค่าลดลงได้ ผู้ลงทุนต้องศึกษาความเสี่ยงด้วยตนเอง ก่อนตัดสินใจลงทุน นักวิเคราะห์ของ บล. ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) ได้ขึ้นทะเบียนโดย ก.ล.ต. และขอรับรองว่าความเห็นในบทวิเคราะห์นี้เป็น ความเห็นที่เป็นอิสระ มีเหตุผลรองรับ และนักวิเคราะห์ไม่มีส่วนได้เสีย ในหลักทรัพย์ที่นำเสนอ ณ วันที่จัดทำ

"This analysis was prepared by ttb wealth securities public company limited ("ttb wealth") using data from business trends, financial forecasts, Bloomberg, and other sources. The Company is not an issuer of rights in foreign securities (DRs), so there is no conflict of interest."

WARNING: DRs involve risks from foreign exchange rates and underlying securities, which may result in devaluation. Investors must study the risks themselves before making any investment decision.

ttb wealth analyst registered with the SEC and certifies that the views in this analysis are as follows: Independent opinions are justified and analysts have no interest in the offered securities as of the date of issuance.

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:

หมายเหตุ: ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) (ttb wealth) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 99.97 ใน ttbwealth ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน)" (ttb wealth) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท ไออาร์พีซี จำกัด (มหาชน) (IRPC) ครั้งที่ 1/2569" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน)" (ttb wealth) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท เบิร์กส ซีพีเอฟ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (CPFTH) ครั้งที่ 1/2569" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน)" (ttb wealth) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท แชนสิริ จำกัด (มหาชน) (SIRI) ครั้งที่ 3/2569" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"