

BUY

(From: SELL)

TP: Bt 100.00

(From: Bt 31.00)

Change in Recommendation

Upside : 32.9%

KCE Electronics Pcl (KCE TB)

ปัจจัยเปลี่ยนเกม

เราปรับคำแนะนำ KCE เป็น “ซื้อ” จากมุมมองว่าการฟื้นตัวของกำไรเป็นผลบวกระยะยาวจากภูมิรัฐศาสตร์ ทั้งจากปริมาณขายและฐานลูกค้าที่เพิ่มขึ้น ซึ่งช่วยพลิกแนวโน้มการเสียส่วนแบ่งตลาดให้คู่แข่งในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา โดยให้ราคาเป้าหมายปี 2027F ที่ 100 บาท/หุ้น

ปัจจัยเปลี่ยนเกม; ปรับคำแนะนำเป็น “ซื้อ”

เราปรับเพิ่มคำแนะนำ KCE เป็น “ซื้อ” จาก ขยาย พร้อมปรับประมาณการกำไรปี 2026-29F ขึ้น 0/35/95/137% และปรับราคาเป้าหมายปี 2027F ขึ้นเป็น 100 บาท จาก 31 บาท 1) เรามองว่าส่วนแบ่งตลาดที่ KCE เสียให้คู่แข่งกำลังฟื้นตัว จากคำสั่งซื้อที่ไหลเข้ามามากขึ้นตามปัจจัยภูมิรัฐศาสตร์ เนื่องจาก KCE เป็นบริษัทไทยและมีฐานการผลิตในไทย ส่งผลให้มุมมองเดิมที่มองว่าออเดอร์ดังกล่าวเป็นเพียงผลประโยชน์ชั่วคราวจากคู่แข่งหันไปขายสินค้าในกลุ่ม non-auto มากขึ้นเปลี่ยนไป ปัจจุบันเราคาด EPS ของ KCE จะเติบโต 85/107/38% ในปี 2026-28F 2) ขณะที่ฐานลูกค้าขยายจากยุโรปไปยังสหรัฐฯ และลูกค้าสหรัฐฯ เดิมก็เพิ่มคำสั่งซื้อ เราคาดว่ายอดขายสกุล US\$ เติบโต 21/64/17% ในปี 2026-28F เทียบกับ -9% ต่อปี ในปี 2023-25 3) KCE ยังอาจได้ประโยชน์จากการขาดแคลนวัตถุดิบสำคัญอย่าง fiberglass อีก 1-2 ไตรมาส ซึ่งช่วยลดการแข่งขันด้านราคา และ 4) ด้วยแนวโน้มการเติบโตนี้ ทำให้ KCE น่าสนใจที่ 30/21 เท่า PE ในปี 2027-28F

คำสั่งซื้อจากสหรัฐฯ จำนวนมาก

เราคาดว่า KCE จะได้รับคำสั่งซื้อจำนวนมากจากทั้งลูกค้าสหรัฐฯ เดิมและใหม่ ซึ่งจะส่งมอบตั้งแต่ 3Q26 ถึงปี 2028 โดยคาดว่าลูกค้ากลุ่มยานยนต์รายเดิมในสหรัฐฯ จะกลายเป็นลูกค้ารายใหญ่สุดของ KCE ที่ 15-20% ของยอดขายรวมในปี 2027F ขณะที่โรงงานเดิมจะเดินเครื่องเต็มที่ภายใน 3Q27 KCE จะเพิ่มกำลังการผลิตอีก 1 ล้านตารางฟุต หรือ 28% ใน 4Q27 เรายังคาดว่า KCE จะได้รับคำสั่งซื้อจากผู้ผลิตอุปกรณ์โทรคมนาคมสหรัฐฯ รายใหม่ และลูกค้ารายอื่นๆ ซึ่งคาดว่าจะคิดเป็น 70% ของกำลังการผลิตใหม่ และจะเดินเครื่องเต็มที่ภายใน 2Q28 เราคาดว่าลูกค้าใหม่ในกลุ่มผู้ผลิตอุปกรณ์โทรคมนาคมสหรัฐฯ จะกลายเป็นลูกค้ารายใหญ่ที่สุดของ KCE คิดเป็น 17% ของยอดขายในปี 2028F ทั้งนี้ เรามองว่าฐานลูกค้าของ KCE จะขยายตัวและมีความหลากหลายมากขึ้นออกไปจากลูกค้าในยุโรปและกลุ่มยานยนต์

แนวโน้มอัตรากำไร

อัตรากำไรขั้นต้นของ KCE ลดลงจาก 26.6% ในปี 2021 เหลือ 18.9% ในปี 2025 จากการแข่งขันด้านราคาที่สูงขึ้นจากคู่แข่ง อัตรากำไรขั้นต้นจากการผลิตที่ลดลงตามยอดขายที่หดตัว และเงินบาทที่แข็งค่า เราคาดว่าอัตรากำไรจะฟื้นตัวเป็น 21.4/25.2/27.9% ในปี 2026-28F จากอัตรากำไรขั้นต้นจากการผลิตที่เพิ่มขึ้น การแข่งขันด้านราคาที่สูงขึ้นจากภาวะขาดแคลนวัตถุดิบ fiberglass และเงินบาทที่อ่อนค่าลงเมื่อเทียบกับช่วงหลายปีที่ผ่านมา การแข่งขันด้านราคาที่สูงขึ้นช่วยให้ KCE สามารถปรับขึ้นราคาขายเพื่อสะท้อนต้นทุนวัตถุดิบ โดยเฉพาะ fiberglass ได้ ทั้งนี้ KCE มีความล่าช้าระหว่างการปรับต้นทุนและราคาขาย กล่าวคือ ต้นทุนเพิ่มขึ้นก่อนและจึงปรับราคาขายในภายหลัง หลังจากต้นทุนเพิ่มขึ้นในช่วงต้นปี เราคาดว่า KCE จะปรับขึ้นราคาขายใน 3Q26 และจะปรับขึ้นอีกครั้งใน เดือน ต.ค. และ ม.ค. 2027

แนวโน้มกำไรใน 2H26F

ใน 3Q26F ซึ่งจะได้รับประโยชน์จากคำสั่งซื้อใหม่จากสหรัฐฯ และการปรับขึ้นราคาขายเพื่อสะท้อนต้นทุนที่เพิ่มขึ้นในไตรมาสก่อน เราคาดว่ากำไรจะอยู่ที่ 441 ลบ. เพิ่มขึ้น 51% y-y และ 83% q-q ขณะที่ 4Q26F จากคำสั่งซื้อที่เพิ่มขึ้นและการปรับขึ้นราคาขายอีก เราจึงคาดว่ากำไรอยู่ที่ 573 ลบ. เพิ่มขึ้น 315% y-y และ 30% q-q

**PATTADOL BUNNAK**

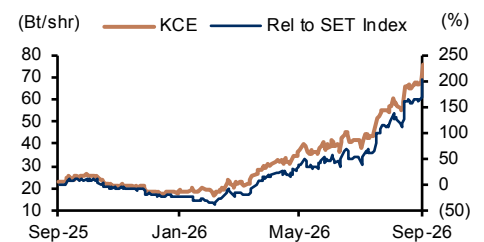
662-779-9119

pattadol.bun@ttbwealth.co.th

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	13,075	15,737	26,121	30,584
Net profit	833	1,453	3,012	4,156
Consensus NP	—	1,376	1,974	2,143
Diff frm cons (%)	—	5.6	52.6	94.0
Norm profit	785	1,453	3,012	4,156
Prev. Norm profit	—	1,444	2,223	2,127
Chg frm prev (%)	—	0.6	35.5	95.4
Norm EPS (Bt)	0.66	1.23	2.55	3.52
Norm EPS grw (%)	(52.6)	85.2	107.3	38.0
Norm PE (x)	113.4	61.2	29.5	21.4
EV/EBITDA (x)	48.5	34.1	20.2	15.2
P/BV (x)	6.8	6.8	6.4	6.1
Div yield (%)	1.6	1.6	3.4	4.7
ROE (%)	5.8	11.1	22.2	29.2
Net D/E (%)	(4.0)	2.0	73.3	101.4

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 29-Sep-26 (Bt)	75.25
Market Cap (US\$ m)	2,646.8
Listed Shares (m shares)	1,182.1
Free Float (%)	57.4
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	35.4
12M Price H/L (Bt)	75.25/16.50
Sector	Electronics
Major Shareholder	Ongkosit Family 26.9%

Sources: Bloomberg, Company data, ttb wealth estimates

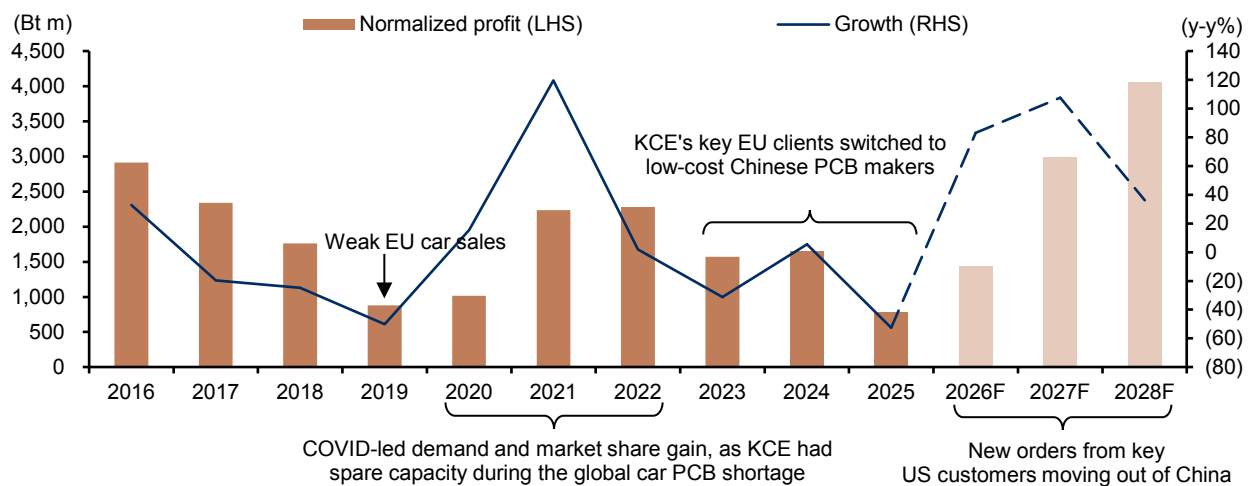
ESG Summary ReportP8

Ex 1: Assumption Revisions

	2024	2025	2026F	2027F	2028F	2029F
Sales (Bt m)						
- New	14,833	13,075	15,737	26,121	30,584	34,400
- Old			14,074	14,726	14,285	13,719
- Change (%)			11.8	77.4	114.1	150.7
Gross margin (%)						
- New	21.7	18.9	21.4	25.2	27.9	28.6
- Old			23	27.1	27	26.7
- Change (ppt)			(1.6)	(1.9)	0.9	1.9
SG&A/sales (%)						
- New	11.5	13.3	11.6	11.4	11.1	11.1
- Old			12	10.2	10.4	10.5
- Change (ppt)			(0.4)	1.2	0.7	0.6
Normalized profit (Bt m)						
- New	1,655	785	1,453	3,012	4,156	4,783
- Old			1,444	2,223	2,127	2,021
- Change (%)			0.6	35.5	95.4	136.7

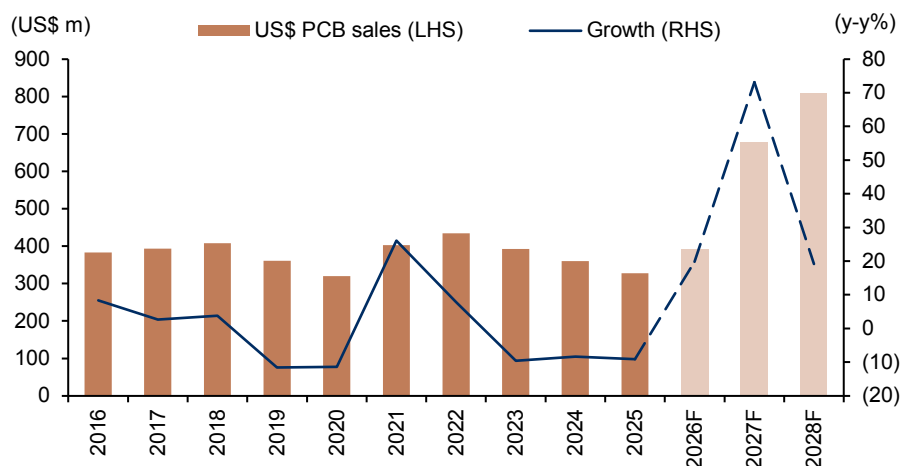
Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ex 2: Reversing Profit Trend



Sources: Company data, ttb wealth estimates

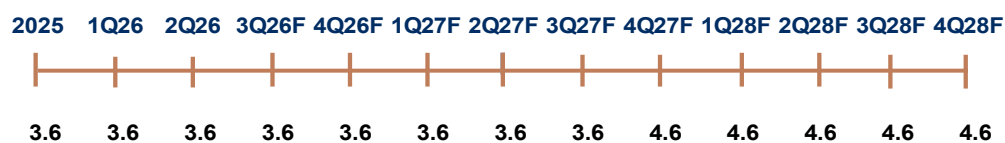
Ex 3: US\$ PCB Growth Assumptions



Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ex 4: Capacity Timeline

Installed production capacity (m sqft/month)



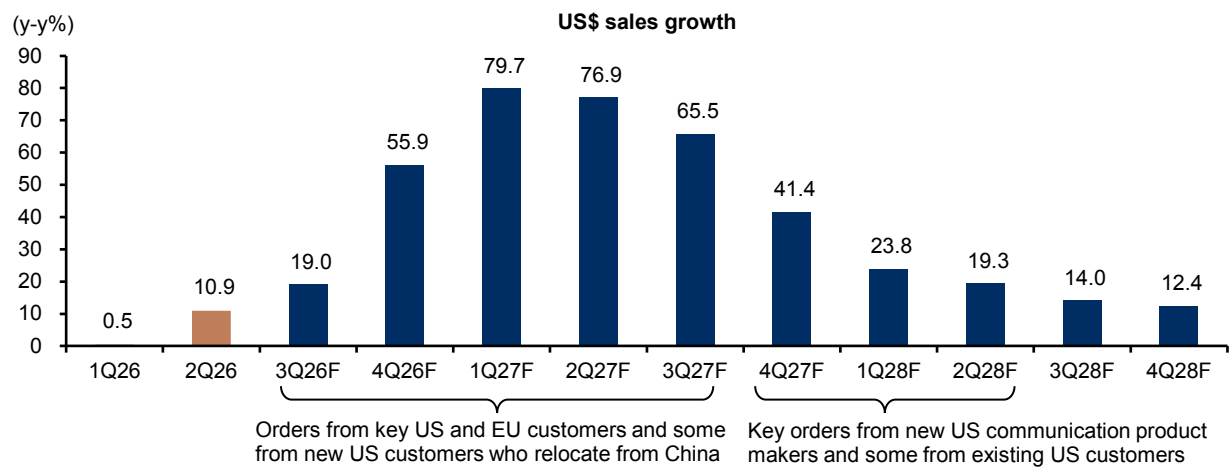
Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ex 5: Capacity And Growth

	2025	2026F	2027F	2028F
Year-end capacity (y-y%)	3.6	3.6	4.6	4.6
Effective capacity (y-y%)	3.6	3.6	3.9	4.6
Utilization rate (%)	63.7	69.2	93.3	86.9
US\$ sales (y-y%)	(5.3)	21.1	63.7	17.1

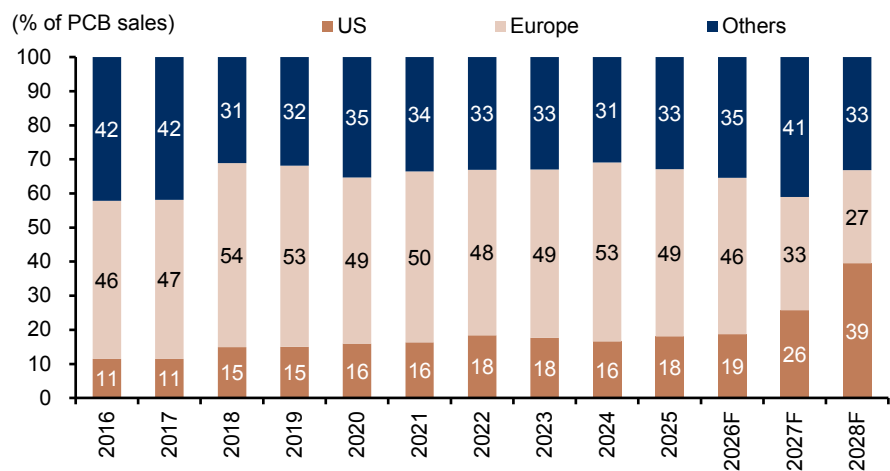
Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ex 6: Order Timeline And Growth



Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ex 7: Customer Breakdown



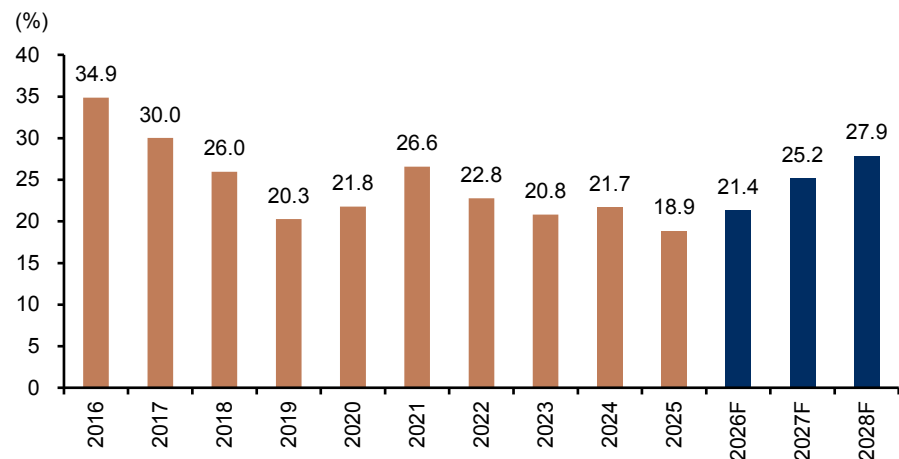
Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ex 8: Our Assumptions

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Capacity at year end (m sqft/month)	3.3	3.4	3.0	3.3	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	4.6	4.6
Effective capacity (m sqft/month)	3.3	3.3	3.1	3.0	3.5	3.6	3.6	3.6	3.6	3.9	4.6
- Growth (%)	5.7	0.0	(4.6)	(2.0)	16.0	2.1	0.0	0.0	0.0	8.3	27.8
- Utilization (%)	83.2	73.8	68.2	87.0	78.4	63.2	62.4	63.7	69.2	93.3	86.9
US\$ sales growth (%)	3.7	(9.8)	(5.3)	25.9	13.1	(10.9)	(10.7)	(5.3)	21.1	63.7	17.1
- PCB sales growth (%)	3.7	(11.6)	(11.4)	26.1	7.9	(9.6)	(8.4)	(9.1)	19.8	73.2	19.1
- Volume growth (%)	2.0	(11.2)	(12.1)	23.4	0.8	(9.8)	(5.5)	(7.3)	8.2	36.4	19.1
- Pricing growth (%)	1.7	(0.4)	0.7	2.2	7.0	0.2	(3.1)	(2.0)	10.7	27.0	0.0
- Non-PCB sales growth (%)	17.7	9.4	131.6	49.4	12.5	(14.1)	(17.0)	(4.9)	76.6	12.7	0.0
PCB factory sales by region (% of PCB sales)											
- US	15.0	15.0	16.0	16.3	18.4	17.6	16.5	18.0	18.7	25.7	39.5
- Europe	54.0	53.1	48.7	50.1	48.5	49.4	52.6	49.1	45.9	33.3	27.3
- Others	31.1	31.9	35.4	33.6	33.1	33.0	30.9	32.9	35.4	41.0	33.2
Gross margin (%)	26.0	20.3	21.8	26.6	22.8	20.8	21.7	18.9	21.4	25.2	27.9
SG&A to sales (%)	12.9	13.3	12.6	11.1	10.8	10.9	11.5	13.3	11.6	11.4	11.1
EBIT margin (%)	13.1	7.0	9.2	15.5	12.0	10.0	9.5	5.5	9.7	13.7	16.8

Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ex 9: Gross Margin To Improve



Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ex 10: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2027F

(Bt m)	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	2037F	Terminal value
EBITDA	4,906	6,804	7,931	9,212	10,191	11,002	12,273	14,714	17,080	19,353	20,921	—
Free cash flow	(6,508)	(90)	1,028	7,143	8,403	8,980	5,472	11,634	14,417	16,715	18,475	234,140
PV of free cash flow	(6,490)	(74)	771	4,870	5,206	5,054	2,798	5,407	6,088	6,413	6,441	81,624
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.0											
WACC (%)	10.0											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	118,108											
Net debt	266											
Minority interest	65											
Equity value	117,778											
# of shares (m)*	1,182											
Target price/share (Bt)	100											

Sources: Company data, ttb wealth estimates

Valuation Comparison

Ex 11: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Market	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div. yield —	
			26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
TTM Technologies Inc	TTMI US	USA	96.8	42.9	25.7	18.0	6.5	5.3	17.3	12.9	na	na
Chin-Poon Industrial	2355 TT	Taiwan	25.0	15.0	20.8	18.1	0.9	0.9	7.4	6.5	2.9	3.3
Tripod Technology Corp	3044 TT	Taiwan	63.0	31.5	16.4	12.5	4.2	3.7	9.5	7.7	3.5	4.8
CMK Corp	6958 JP	Japan	(18.0)	36.3	16.9	12.4	0.7	0.6	na	na	3.6	3.6
Meiko Electronics	6787 JP	Japan	46.3	36.5	20.3	14.9	3.6	3.0	12.6	8.3	0.7	1.0
Delta Electronics	DELTA TB*	Thailand	48.4	93.6	90.6	46.8	26.6	18.7	64.6	33.8	0.3	0.7
Hana Microelectronics	HANA TB*	Thailand	69.5	61.0	40.4	25.1	1.7	1.7	15.9	11.5	1.2	2.0
KCE Electronics	KCE TB*	Thailand	85.2	107.3	61.2	29.5	6.8	6.4	34.1	20.2	1.6	3.4
Average			52.0	53.0	36.5	22.2	6.4	5.0	23.1	14.4	2.0	2.7

Source: Bloomberg

Note: * ttb wealth estimates, using ttb wealth normalized EPS

Based on 29 September 2026 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท เคซีอี อิเล็กทรอนิกส์ จำกัด (มหาชน) และบริษัทย่อยประกอบธุรกิจผลิตและส่งออกแผ่นพิมพ์วงจรไฟฟ้า (PCB) ชนิดสองหน้า และชนิดหลายชั้นภายใต้เครื่องหมายการค้า KCE บริษัทมีฐานการผลิต 5 โรงงาน โดยมีโรงงานทำ PCB 3 แห่ง โรงงานทำลามิเนต 1 แห่ง และโรงงาน ทำเคมีอีก 1 แห่ง ซึ่งตั้งอยู่ใน 4 พื้นที่ในประเทศไทย KCE เป็นหนึ่งในผู้ผลิตแผ่นพิมพ์วงจรไฟฟ้าที่ใหญ่ที่สุดในกลุ่มอุตสาหกรรมยานยนต์ ซึ่งคิดเป็นกว่า 70% ของยอดขายทั้งหมดของบริษัท

Source: ttb wealth

TTB WEALTH'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มียอดขายจากกลุ่มอุตสาหกรรมยานยนต์ที่ค่อนข้างแน่นอนอยู่มาก
- ดำเนินธุรกิจตั้งแต่ต้นน้ำถึงปลายน้ำซึ่งสอดคล้องกันอย่างชัดเจน
- เป็นผู้ผลิต PCB สำหรับยานยนต์ที่มีต้นทุนต่ำที่สุด

O — Opportunity

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

CONSENSUS COMPARISON

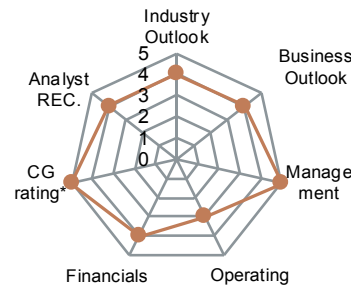
	Consensus	ttb wealth	Diff
Target price (Bt)	59.15	100.00	69%
Net profit 26F (Bt m)	1,376	1,453	6%
Net profit 27F (Bt m)	1,974	3,012	53%
Consensus REC	BUY: 9	HOLD: 7	SELL: 2

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรและราคาเป้าหมายของเราสูงกว่า Bloomberg consensus (ตลาด) เนื่องจากเราคาดว่า KCE จะได้รับคำสั่งซื้อจากลูกค้าในสหรัฐฯ เพิ่มขึ้น ซึ่งจะช่วยให้ความผันผวนของธุรกิจในอนาคตลดลง

Sources: Bloomberg consensus, ttb wealth estimates

COMPANY RATING



Rating Scale

Excellent	5
Good	4
Fair	3
Weak	2
Very Weak	1
None	0

Source: ttb wealth; *CG Rating

W — Weakness

- เป็นธุรกิจที่ใช้เงินลงทุนสูง โดยเฉพาะการซื้อเครื่องจักรการผลิต
- รายได้ยังคงกระจุกตัวอยู่มากในกลุ่มลูกค้ารายใหญ่น้อยราย

T — Threat

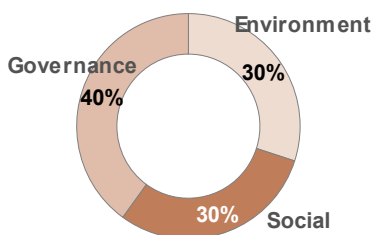
- ให้ความสำคัญอย่างมากกับอุตสาหกรรมยานยนต์ของสหภาพยุโรป ซึ่งกำลังเผชิญกับภาวะถดถอยเชิงโครงสร้าง
- เผชิญกับการแข่งขันจากผู้ผลิตแผงวงจรพิมพ์ (PCB) ต้นทุนต่ำจากจีน

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

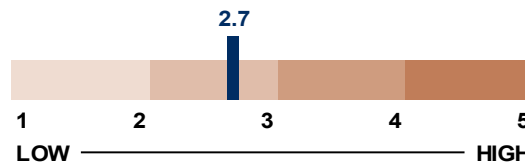
- การฟื้นตัวของตลาดรถยนต์ทั่วโลกที่อ่อนแอกว่าคาด ถือเป็นปัจจัยเสี่ยงด้านลบหลักต่อประมาณการของเรา
- ราคาทองแดงที่สูงกว่าคาด เป็นปัจจัยเสี่ยงด้านลบรองต่อประมาณการของเรา

Source: ttb wealth

ESG Weighting



ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	ttb wealth ESG Rating (1.0-5.0)	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	CG Rating (0-5)
KCE	YES	AA	-	2.71	0	68.5	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI)

MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Thai IOD (CG rating)

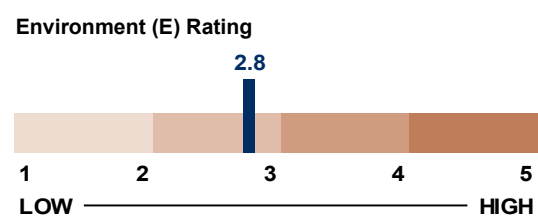
Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

ESG Summary

- KCE เป็นหนึ่งในผู้ผลิตแผงวงจรพิมพ์ (PCB) สำหรับยานยนต์ชั้นนำ 10 อันดับแรกของโลก บริษัทฯ จัดจำหน่าย PCB ให้กับซัพพลายเออร์ระดับ Tier 1 และ Tier 2 โดยมีแบรนด์รถยนต์ชั้นนำของยุโรปเป็นลูกค้าปลายทาง KCE มีโรงงานผลิต PCB สองแห่งในประเทศไทย
- เราให้คะแนน ESG แก่ KCE ในระดับปานกลางถึงต่ำที่ 2.7 ซึ่งสอดคล้องกับค่าเฉลี่ยของภาคอุตสาหกรรมอิเล็กทรอนิกส์ที่ 2.7 ปัจจัยหลักที่ถูกรั้งคะแนนคือคะแนนด้านธรรมาภิบาล (G) ที่ต่ำเพียง 2.3 คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) อยู่ที่ 2.8 ซึ่งเราถือว่าอยู่ในระดับที่ดี ในขณะที่คะแนนด้านสังคม (S) ที่ 3.2 นั้นค่อนข้างแข็งแกร่ง
- สำหรับเสาหลักด้าน E นั้น คะแนนของ KCE อยู่ในระดับปานกลางที่ 2.8 KCE มีแผนงานลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกที่ชัดเจนและได้ดำเนินการไปได้ด้วยดีในระดับหนึ่ง อย่างไรก็ตาม การจัดการพลังงานและของเสียยังคงเป็นพื้นที่ที่ต้องปรับปรุงและส่งผลกระทบต่อคะแนน E ของบริษัท
- คะแนน S ของ KCE อยู่ในระดับที่ดีที่ 3.2 บริษัทมีระเบียบปฏิบัติด้านคุณภาพผลิตภัณฑ์ที่แข็งแกร่งและมีโปรแกรมที่ชัดเจนเพื่อสนับสนุนการพัฒนาทักษะและสวัสดิภาพของพนักงาน
- เรากำหนดให้ KCE มีคะแนน G ต่ำที่ 2.3 ซึ่งสะท้อนถึงความกังวลของเราเกี่ยวกับความยั่งยืนทางธุรกิจและนวัตกรรม บริษัทพึ่งพาอุตสาหกรรมยานยนต์ของยุโรปเป็นอย่างมาก ซึ่งกำลังเผชิญกับการแข่งขันที่รุนแรงและสูญเสียส่วนแบ่งการตลาดให้กับแบรนด์จีน อย่างไรก็ตาม KCE ได้รับคะแนนสูงในด้านจริยธรรมและความโปร่งใส โดยได้รับการสนับสนุนจากการเปิดเผยข้อมูลที่ชัดเจนและประวัติการปฏิบัติตามกฎระเบียบที่สะอาดหมดจด



We assign KCE a moderate 2.8 E score, vs. the sector average of 3.0. KCE has a clear emissions-reduction roadmap and has made good progress toward its goal. However, weak energy and waste management weigh on the score.

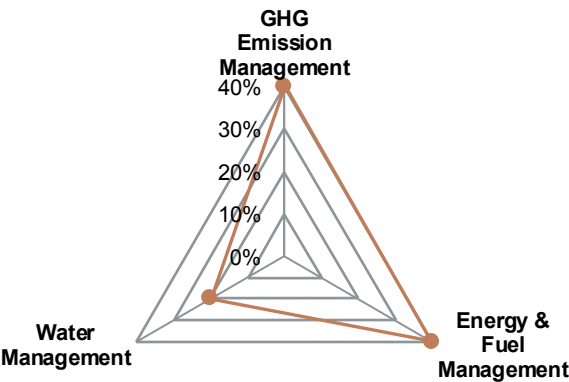


ENVIRONMENT

Our Comments

- Energy & Fuel Management
- GHG Emission Management
- Water Management

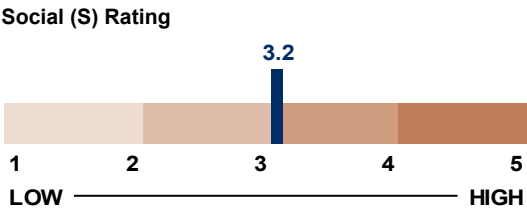
SCALE WEIGHTING



- We assign KCE a moderate E score of 2.8. KCE has strong carbon management practices, which are key to the E pillar. However, it performs poorly in energy and waste management.
- **Carbon management:** KCE has set a net-zero emissions target for 2050. It plans to reduce Scope 1 emissions (direct emissions from its own production operations) and Scope 2 emissions (emissions from purchased electricity) by 30% by 2030. In 2025, KCE had made 63% progress toward this target. Scope 1 emissions are already low because KCE relies mainly on electricity rather than combustion. KCE is reducing Scope 2 emissions by replacing conventional energy with renewable energy. However, KCE does not have a Scope 3 reduction target, which we believe is due to its limited control over suppliers’ emissions. Nevertheless, KCE plans to reduce Scope 3 emissions through supplier engagement, ESG screening, and the promotion of recycled materials.
- **Energy management:** This is a weak area for KCE. The company aims to reduce energy use per square foot by 10% from the 2022 base year. However, energy use increased by 6% in 2025 from the 2022 level, although KCE has already improved production efficiency through automation. Regarding renewable energy, KCE has installed rooftop solar panels, but renewable energy accounts for only 3% of its total electricity use, and KCE has not disclosed plans to increase this share substantially.
- **Water and waste management:** KCE has delivered a mixed performance in this area. It performed well in water management, with water withdrawal declining by 11% in 2025 from the 2022 level, exceeding its 10% reduction target, via workflow improvements and water-efficient technologies. However, total waste generation remained unchanged in 2025 from the 2023 level. KCE plans to reduce waste through recycling, but we believe a portion of the waste comes from PCB production scrap, some of which cannot be recycled or reused.

Sources: ttb wealth, Company data

We assign KCE a decent 3.2 S score, above the sector average of 2.9. KCE has strong product-quality protocols, which reflect its long-standing global positioning as an auto PCB maker, and clear programs to support employee skills and well-being.



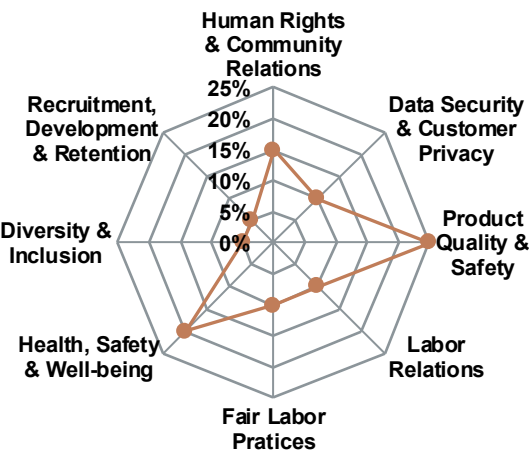
SOCIAL

Our Comments

- Data Security & Customer Privacy
- Diversity & Inclusion
- Fair Labor Practices
- Health, Safety & Well-being
- Human Rights & Community Relations
- Labor Relations
- Product Quality & Safety
- Recruitment, Development & Retention

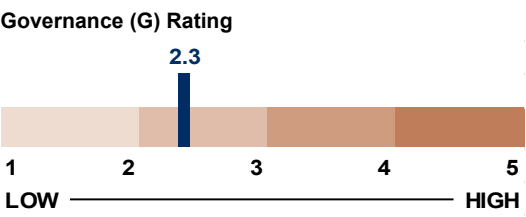
- We assign KCE a decent S score of 3.2, compared with the sector average of 2.9. The score reflects KCE’s strong practices in product safety and quality and staff management areas.
- **Health and safety:** KCE integrates employee well-being into its remuneration structure, with a clear focus on improving workforce healthcare. KCE also complies with recognized standards and has obtained ISO 45001 certification for occupational health and safety management systems.
- **Product safety and quality:** This is a strong area for KCE, supported by a robust framework of international certifications. KCE has obtained ISO 9001 (Quality Management), IATF 16949 (Automotive Quality), ISO 14001 (Environmental Management), and TISAX (Automotive Information Security) certifications. Customer satisfaction reached 91% in 2025. Automotive customers conducting VDA 6.3 process audits gave the company an average score of 90% (Grade A, High Potential), with no short-term follow-up audit required. KCE has disclosed no major product safety incidents.
- **Staff management:** KCE performs well in this area. Training hours per employee reached 27 hours in 2025, exceeding the company’s KPI target of 24 hours. Employee engagement was relatively decent at 75.3% in 2025. KCE also provides development programs and benefits that extend beyond work-related training and support broader employee well-being. These include a provident fund; life, health, accident, and disability insurance; an Employee Joint Investment Program (EJIP); a welfare committee; an employee committee; and a labor union.
- **Social responsibility:** KCE maintains a standard level of CSR engagement and provides scholarships, disaster relief and support for vulnerable groups, as well as educational support programs.

SCALE WEIGHTING



Sources: ttb wealth, Company data

We assign KCE a low 2.3 G score, in line with the sector average. The score reflects KCE’s heavy reliance on the red-ocean automotive industry, and its board structure is less than ideal. However, KCE scores highly in ethics and transparency.

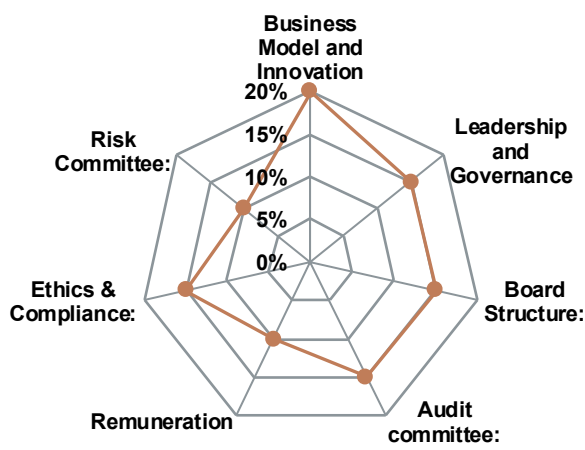


GOVERNANCE & SUSTAINABILITY

Our Comments

- Audit Committee
- Board Structure
- Business Model and Innovation
- Ethics & Compliance
- Leadership and Governance
- Remuneration
- Risk Committee

SCALE WEIGHTING



- We assign KCE a low G score of 2.3. The score reflects our concerns about KCE’s business sustainability and innovation, given the company’s heavy reliance on the structurally declining European automotive industry and its non-ideal board structure. However, KCE scores highly in ethics and transparency, supported by clear disclosures and a clean compliance record.
- **Business sustainability and innovation:** This is a weak area, in our view. First, over 70% of KCE’s revenue is linked to the European automotive industry. The industry faces intense competition, as KCE’s European automotive customers have been losing market share to lower-cost Chinese EV manufacturers. Second, although KCE offers high-quality PCBs, it also faces intense pricing competition from lower-cost PCB manufacturers. In terms of innovation, KCE has diversified around 25% of its revenue into non-automotive industries. However, we see further diversification as challenging because new industries require technologies that differ significantly from those used in KCE’s core automotive business and are naturally smaller in scale, making it difficult for new customers to offset weakness in the automotive segment.
- **Board structure:** The board chairman is not independent and also holds an executive role. In addition, only 44% of its nine-member board comprises independent directors, compared with the ideal ratio of two-thirds.
- **Committees:** KCE has established the required committees, including audit, risk management, and remuneration.
- **Ethics and transparency:** KCE has a clean compliance record, with no reported cases of corruption, conflicts of interest, or code-of-conduct violations in 2025. The audit committee identified no internal-control deficiencies, while the external auditors raised no concerns.

Sources: ttb wealth, Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	14,833	13,075	15,737	26,121	30,584
Cost of sales	11,611	10,607	12,371	19,548	22,055
Gross profit	3,222	2,468	3,366	6,573	8,530
% gross margin	21.7%	18.9%	21.4%	25.2%	27.9%
Selling & administration expenses	1,703	1,743	1,833	2,984	3,383
Operating profit	1,519	725	1,533	3,589	5,146
% operating margin	10.2%	5.5%	9.7%	13.7%	16.8%
Depreciation & amortization	1,067	1,099	1,086	1,317	1,658
EBITDA	2,585	1,824	2,619	4,906	6,804
% EBITDA margin	17.4%	14.0%	16.6%	18.8%	22.2%
Non-operating income	321	216	230	230	230
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(52)	(36)	(52)	(189)	(365)
Pre-tax profit	1,788	904	1,710	3,629	5,011
Income tax	120	106	266	624	862
After-tax profit	1,668	798	1,445	3,005	4,149
% net margin	11.2%	6.1%	9.2%	11.5%	13.6%
Shares in affiliates' Earnings	17	12	13	14	14
Minority interests	(30)	(26)	(5)	(6)	(7)
Extraordinary items	(7)	48	0	0	0
NET PROFIT	1,648	833	1,453	3,012	4,156
Normalized profit	1,655	785	1,453	3,012	4,156
EPS (Bt)	1.39	0.70	1.23	2.55	3.52
Normalized EPS (Bt)	1.40	0.66	1.23	2.55	3.52

*A new, more sustainable,
growth cycle*

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
ASSETS:					
Current assets:	8,955	8,577	10,315	15,127	16,994
Cash & cash equivalent	1,566	1,969	2,500	2,500	2,500
Account receivables	3,646	2,829	3,405	5,652	6,618
Inventories	3,675	3,705	4,322	6,829	7,704
Others	68	73	88	147	172
Investments & loans	184	177	177	177	177
Net fixed assets	7,645	7,267	7,076	13,856	17,297
Other assets	1,631	1,908	2,308	3,809	4,465
Total assets	18,416	17,930	19,876	32,968	38,933
LIABILITIES:					
Current liabilities:	3,986	3,672	5,081	14,115	18,024
Account payables	2,843	2,553	2,977	4,705	5,308
Bank overdraft & ST loans	996	793	1,527	7,045	9,542
Current LT debt	68	248	478	2,206	2,988
Others current liabilities	78	78	99	159	186
Total LT debt	52	395	761	3,509	4,753
Others LT liabilities	560	666	816	1,341	1,573
Total liabilities	4,598	4,734	6,658	18,964	24,350
Minority interest	62	60	65	71	78
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	591	591	591	591	591
Share premium	2,161	2,161	2,161	2,161	2,161
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(70)	(99)	(99)	(99)	(99)
Retained earnings	11,074	10,483	10,500	11,280	11,852
Shareholders' equity	13,756	13,136	13,153	13,933	14,505
Liabilities & equity	18,416	17,930	19,876	32,968	38,933

Sources: Company data, ttb wealth estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Earnings before tax	1,788	904	1,710	3,629	5,011
Tax paid	(140)	(105)	(257)	(572)	(843)
Depreciation & amortization	1,067	1,099	1,086	1,317	1,658
Chg In working capital	965	496	(768)	(3,027)	(1,238)
Chg In other CA & CL / minorities	(22)	(15)	10	(37)	(3)
Cash flow from operations	3,657	2,379	1,782	1,311	4,584
Capex	(541)	(628)	(800)	(8,000)	(5,000)
Right of use	(29)	14	(20)	(20)	(20)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	1	7	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(776)	(285)	(325)	(1,053)	(503)
Cash flow from investments	(1,345)	(892)	(1,145)	(9,073)	(5,523)
Debt financing	(983)	368	1,329	9,994	4,523
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(1,565)	(1,447)	(1,436)	(2,233)	(3,584)
Warrants & other surplus	(16)	(5)	0	0	0
Cash flow from financing	(2,564)	(1,084)	(106)	7,762	938
Free cash flow	2,312	1,487	637	(7,762)	(938)

VALUATION

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Normalized PE (x)	53.7	113.4	61.2	29.5	21.4
Normalized PE - at target price (x)	71.4	150.7	81.4	39.2	28.4
PE (x)	54.0	106.8	61.2	29.5	21.4
PE - at target price (x)	71.7	142.0	81.4	39.2	28.4
EV/EBITDA (x)	34.2	48.5	34.1	20.2	15.2
EV/EBITDA - at target price (x)	45.5	64.5	45.2	26.2	19.5
P/BV (x)	6.5	6.8	6.8	6.4	6.1
P/BV - at target price (x)	8.6	9.0	9.0	8.5	8.1
P/CFO (x)	24.3	37.4	49.9	67.9	19.4
Price/sales (x)	6.0	6.8	5.7	3.4	2.9
Dividend yield (%)	1.6	1.6	1.6	3.4	4.7
FCF Yield (%)	2.6	1.7	0.7	(8.7)	(1.1)
(Bt)					
Normalized EPS	1.40	0.66	1.23	2.55	3.52
EPS	1.39	0.70	1.23	2.55	3.52
DPS	1.20	1.20	1.23	2.55	3.52
BV/share	11.64	11.11	11.13	11.79	12.27
CFO/share	3.09	2.01	1.51	1.11	3.88
FCF/share	1.96	1.26	0.54	(6.57)	(0.79)

Sources: Company data, ttb wealth estimates

*KCE is inexpensive against
its growth, in our view*

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Growth Rate					
Sales (%)	(9.2)	(11.9)	20.4	66.0	17.1
Net profit (%)	(4.1)	(49.5)	74.5	107.3	38.0
EPS (%)	(4.1)	(49.5)	74.5	107.3	38.0
Normalized profit (%)	5.5	(52.6)	85.2	107.3	38.0
Normalized EPS (%)	5.5	(52.6)	85.2	107.3	38.0
Dividend payout ratio (%)	86.1	170.4	100.0	100.0	100.0
Operating performance					
Gross margin (%)	21.7	18.9	21.4	25.2	27.9
Operating margin (%)	10.2	5.5	9.7	13.7	16.8
EBITDA margin (%)	17.4	14.0	16.6	18.8	22.2
Net margin (%)	11.2	6.1	9.2	11.5	13.6
D/E (incl. minor) (x)	0.1	0.1	0.2	0.9	1.2
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.0)	(0.0)	0.0	0.7	1.0
Interest coverage - EBIT (x)	29.3	19.9	29.5	18.9	14.1
Interest coverage - EBITDA (x)	49.9	50.1	50.4	25.9	18.6
ROA - using norm profit (%)	8.8	4.3	7.7	11.4	11.6
ROE - using norm profit (%)	12.1	5.8	11.1	22.2	29.2
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	12.2	5.9	11.0	22.2	29.2
- asset turnover (x)	0.8	0.7	0.8	1.0	0.9
- operating margin (%)	12.4	7.2	11.2	14.6	17.6
- leverage (x)	1.4	1.4	1.4	2.0	2.5
- interest burden (%)	97.2	96.1	97.0	95.0	93.2
- tax burden (%)	93.3	88.3	84.5	82.8	82.8
WACC (%)	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
ROIC (%)	10.1	4.8	10.3	22.1	17.6
NOPAT (Bt m)	1,417	640	1,295	2,971	4,261
invested capital (Bt m)	13,306	12,603	13,419	24,193	29,287

Sources: Company data, ttb wealth estimates

ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com

SETTRADE: You acknowledge that the use of data, information or service displayed and/or contained in this website may require third party's data, content or software which is subject to the terms of third party provider. By accessing and/or using of such certain data, you acknowledge and agree to comply with and be bound by the applicable third party terms specified below.

ESG Scores by Third Party data from www.SETTRADE.com

1. MSCI (CCC- AAA)
2. ESG Book (0-100)
3. SET ESG Rating (BBB-AAA)

SETESG Index (SETESG)

The SETESG Index reflects the price movement of stock of companies that have sustainable business practices which consider environmental, social and governance (ESG) aspect.

SET Index, SET50 Index, SET100 Index and all indices calculated by the Stock Exchange of Thailand ("SET") (collectively called "SET Index Series") are the registered trademarks/service marks solely owned by, and proprietary to SET. Any unauthorized use of SET Index Series is strictly prohibited. All information provided is for information purposes only and no warranty is made as to its fitness for purpose, satisfactory quality or otherwise. Every effort has been made to ensure that all information given is accurate, but no responsibility or liability (including in negligence) can be accepted by SET for errors or omissions or for any losses arising from the use of this information.

SET ESG Index (SET ESG)

Currently, long-term investment guidelines abroad are beginning to focus on investing in companies that have sustainable business practices. which considers environmental, social and governance factors (Environmental, Social and Governance or ESG) of the company in making investment decisions along with analyzing the company's financial data.

Stock Exchange Has prepared the results of evaluating sustainable stocks which are stocks of listed companies (SETESG Rating) as an alternative for investors who want to invest in tracks of listed companies that are outstanding in ESG, including to support listed companies with operations. sustainable business Taking into account all stakeholders in both social and environmental aspects. There is a management process to create sustainability for the organization, such as risk management. Supply chain management and innovation development. Therefore, the SETESG index was created to be an index that reflects the price movement of a group of securities. of companies with sustainable business operations that meet the required size and liquidity criteria

ESG Book's Disclaimer

Arabesque S-Ray GmbH, also trading as "ESG Book", is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organised under the laws of Germany with registered number HRB 113087 in the commercial register of the local court with its seat and business address at Zeppelinallee 15, 60325 Frankfurt am Main, Germany (hereinafter "ESG Book"). ESG Book, with its UK branch and local subsidiaries, is a provider of sustainability data and advisory services and operates the sustainability data platform ESG Book. ESG Book does not offer any regulated financial services nor products. This document is provided on a confidential basis by ESG Book and is for information purposes only; accordingly, it is not a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in any trading activities nor should it be construed as a recommendation or advice on the merits of investing in any financial product. THIRD PARTY INFORMATION. Certain information contained in this document has been obtained from sources outside ESG Book. While such information is believed to be reliable for the purposes used herein, no representations are made as to the accuracy or completeness thereof and neither ESG Book nor its affiliates take any responsibility for such information. To the extent this document contains any links to third party websites, such links are provided as a convenience and for informational purposes only; they do not constitute an endorsement or an approval by ESG Book of any of the products, services or opinions of the corporations or organization or individual operating such third party websites. ESG Book bears no responsibility for the accuracy, legality or content of the external site or for that of subsequent links. RELIANCE – ESG Book makes no representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the information contained herein, and accepts no liability for any loss, of whatever kind, howsoever arising, in relation thereto, and nothing contained herein should be relied upon. CONFIDENTIALITY. This document contains highly confidential information regarding ESG Book's strategy and organization. Your acceptance of this document constitutes your agreement to keep confidential all the information contained in this document, as well as any information derived by you from the information contained in this document and not disclose any such information to any other person. This document may not be copied, reproduced, in any way used or disclosed or transmitted, in whole or in part, to any other person.

MSCI ESG Research LLC

"Certain information @2021 MSCI ESG Research LLC. Reproduced by permission"

"Although information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages."

Score range	Description
CCC - B	LAGGARD: A company lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
BB - BBB - A	AVERAGE : A company with a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers
AA - AAA	LEADER: A company leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) are a family of best-in-class benchmarks for investors who have recognized that sustainable business practices are critical to generating long-term shareholder value and who wish to reflect their sustainability convictions in their investment portfolios. The family was launched in 1999 as the first global sustainability benchmark and tracks the stock performance of the world's leading companies in terms of economic, environmental and social criteria. Created jointly by S&P Dow Jones Indices and SAM, the DJSI combine the experience of an established index provider with the expertise of a specialist in Sustainable Investing to select the most sustainable companies from across 61 industries. The indices serve as benchmarks for investors who integrate sustainability considerations into their portfolios, and provide an effective engagement platform for investors who wish to encourage companies to improve their corporate sustainability practices.

CG Report : by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD), Established in December 1999, the Thai IOD is a membership organization that strives to promote professionalism in directorship. The Thai IOD offers directors certification and professional development courses, provides a variety of seminars, forums and networking events, and conducts research on board governance issues and practices. Membership comprises board members from companies ranging from large publicly listed companies to small private firms.

90-100	▲▲▲▲▲	Excellent
80-89	▲▲▲▲	Very Good
70-79	▲▲▲	Good
60-69	▲▲	Satisfactory
50-59	▲	Pass
Below		N/A

General Disclaimers And Disclosures:

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

This report is prepared by analysts who are employed by the research department of ttb wealth. While the information is from sources believed to be reliable, neither the information nor the forecasts shall be taken as a representation or warranty for which ttb wealth or TTB or its group companies or any of their employees incur any responsibility. This report is provided to you for informational purposes only and it is not, and is not to be construed as, an offer or an invitation to make an offer to sell or buy any securities. Neither ttb wealth, TTB nor its group companies accept any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of this report or its contents.

The information and opinions contained herein have been compiled or arrived at from sources believed reliable. However, ttb wealth, TTB and its group companies make no representation or warranty, express or implied, as to their accuracy or completeness. Expressions of opinion herein are subject to change without notice. The use of any information, forecasts and opinions contained in this report shall be at the sole discretion and risk of the user.

ttb wealth, TTB and its group companies perform and seek to perform business with companies covered in this report. ttb wealth, TTB, its group companies, their employees and directors may have positions and financial interest in securities mentioned in this report. ttb wealth, TTB or its group companies may from time to time perform investment banking or other services for, or solicit investment banking or other business from, any entity mentioned in this report. Therefore, investors should be aware of conflict of interest that may affect the objectivity of this report.

Note: ttb wealth securities public company limited (ttb wealth) acts as an underwriter of "Debentures of IRPC Public Co. Ltd. No. 1/2026 (B.E. 2569), therefore investors need to be aware that there could be conflicts of interest in this research.

Note: ttb wealth securities public company limited (ttb wealth) acts as an underwriter of "Debentures of CPF (Thailand) Public Company Limited No. 1/2026 (B.E. 2569), therefore investors need to be aware that there could be conflicts of interest in this research.

Note: ttb wealth securities public company limited (ttb wealth) acts as an underwriter of "Debentures of Sansiri Pcl. No. 3/2026 (B.E. 2569), therefore investors need to be aware that there could be conflicts of interest in this research.

Disclosure of Interest of ttb wealth securities public company limited**Investment Banking Relationship**

Within the preceding 12 months, ttb wealth has lead-managed public offerings and/or secondary offerings (excluding straight bonds) of the securities of the following companies: -

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.

ttb wealth securities public company limited.

Research Team

18 Floor, MBK Tower

444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330

Tel: 662 - 779-9119

Email: research@ttbwealth.co.th

Pimpaka Nichgaroon, CFA

Head of Research, Strategy
pimpaka.nic@ttbwealth.co.th

Nuttapop Prasitsuksant

Food & Beverage, Telecom, Utilities
nuttapop.pra@ttbwealth.co.th

Rawisara Suwanumphai

Bank, Finance
rawisara.suw@ttbwealth.co.th

Yupapan Polpornprasert

Energy, Petrochemical
yupapan.pol@ttbwealth.co.th

Sittichet Rungrassameeaphat

Analyst, Retail Market Strategy
sittichet.run@ttbwealth.co.th

Adisak Phupiphathirungul, CFA

Retail Market Strategy
adisak.phu@ttbwealth.co.th

Pattadol Bunnak

Electronics, Retail, Shipping
pattadol.bun@ttbwealth.co.th

Saksid Phadthananarak

Construction, Transportation
saksid.pha@ttbwealth.co.th

Chod Reankittiwat, CFA

Assistant Analyst
chod.rea@ttbwealth.co.th

Thaloengsak Kucharoenpaisan

Analyst, Retail Market Strategy
thaloengsak.kuc@ttbwealth.co.th

Pattarawan Wangmingmat

Senior Technical Analyst
pattarawan.wan@ttbwealth.co.th

Rata Limsuthiwanpoom

Auto, Industrial Estate, Media, Property, REITs
rata.lim@ttbwealth.co.th

Siriporn Arunothai

Small Cap, Healthcare, Hotel
siriporn.aru@ttbwealth.co.th

Nariporn Klangpremchitt, CISA

Analyst, Retail Market Strategy
nariporn.kla@ttbwealth.co.th

Witchanan Tambamroong

Technical Analyst
witchanan.tam@ttbwealth.co.th