

บมจ. เคซีอี อิเล็กทรอนิกส์ (KCE)

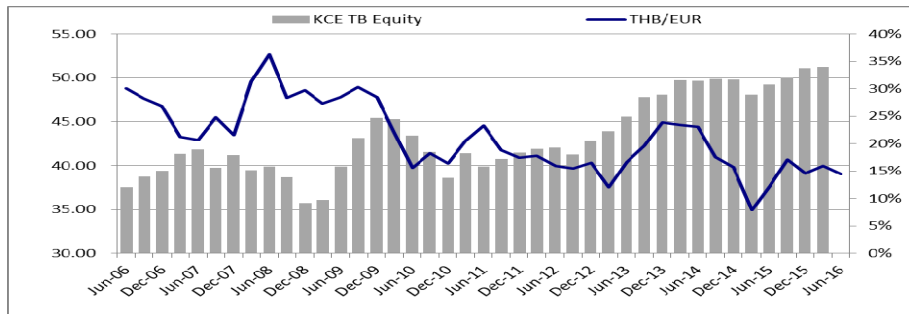
แนวโน้มกำไรสุทธิสดใส

หลังจากที่เราได้เข้าร่วมการประชุมกับ KCE ยิ่งตอกย้ำมุมมองของเราที่คาดว่าเงินยูโรที่อ่อนค่าลงจะมีผลกระทบต่อเชิงลบที่จำกัดต่อสุทธิของบริษัทฯ เราคาดว่ากำไรสุทธิของ KCE จะขยายตัวขึ้นแข็งแกร่งในอีก 3 ปีข้างหน้าและคาดการณ์การเติบโตจะสูงมากพอที่จะช่วยหนุนราคาหุ้นให้สูงขึ้น นอกจากนี้ เราคาดว่าผลประกอบการของบริษัทฯ ในไตรมาส 2/59-3/59 จะทำสถิติสูงสุดใหม่อย่างต่อเนื่อง คงคำแนะนำซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 105.00 บาท

เหตุการณ์ใหม่

- ได้รับผลกระทบเล็กน้อยจากเงินยูโรที่อ่อนค่าลง จากการที่ตลาดกังวลว่าเงินยูโรที่อ่อนค่าลงจะส่งผลกระทบต่อด้านลบกับ gross profit margin ของ KCE จากการศึกษาของเราพบว่าเงินยูโรที่อ่อนค่าลงจะส่งผลกระทบต่อบริษัทฯ แค่น้อยเท่านั้น จากตารางด้านล่างแสดงให้เห็นถึงค่าสหสัมพันธ์เชิงลบระหว่างเงินยูโรที่อ่อนค่าลงและ gross profit margin ของ KCE (-29%) - 29%) ซึ่งหมายความว่า KCE สามารถรักษา gross profit margin ให้อยู่ในระดับที่ดีในช่วง 4-5 ปีที่ผ่านมาแม้เงินยูโรอ่อนค่าลงก็ตาม ดังนั้น เราคงมุมมองเดิมที่คาดว่าความผันผวนของค่าเงินยูโรจะส่งผลกระทบต่อแนวโน้มกำไรสุทธิของ KCE

THB/EUR VS KCE'S GROSS PROFIT MARGIN



Source: Bloomberg, UOB Kay Hian

- Sensitivity analysis ของเงินยูโรกับกำไรสุทธิ** จากการที่ 20% ของรายได้ของ KCE อยู่ในสกุลเงินยูโรและไม่มีต้นทุนที่อยู่ในสกุลเงินยูโรจึงทำให้ KCE น่าจะได้รับผลกระทบจากความเคลื่อนไหวของเงินบาทเทียบกับเงินยูโร จากการทำ sensitivity analysis ของเราแสดงให้เห็นว่าเงินบาทที่อ่อนค่าลงทุก 1% เทียบกับเงินยูโรจะลดให้ bottom-line อ่อนตัวลงน้อยกว่า 0.7% (ในกรณีนี้ base case อยู่ที่ 39.00 บาท/ยูโร) เราคาดว่าในความเป็นจริงกำไรสุทธิของ KCE จะได้รับผลกระทบน้อยมากเนื่องจากบริษัทฯ ลด forex risk ด้วยการทำ forward contracts โดยมีการทำ hedging สูงถึง 80% ของส่วนเปิดความเสี่ยงทั้งหมด

KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Net turnover	11,284	12,449	14,811	16,790	18,905
EBITDA	2,518	3,112	4,042	4,564	5,147
Operating profit	1,943	2,428	3,353	3,845	4,397
Net profit (rep./act.)	2,110	2,240	3,149	3,634	4,177
Net profit (adj.)	1,798	2,192	3,149	3,634	4,177
EPS (Bt)	3.1	3.8	5.5	6.3	7.3
PE (x)	26.6	21.8	15.2	13.2	11.5
P/B (x)	7.5	5.9	4.5	3.7	3.0
EV/EBITDA (x)	20.5	16.5	12.7	11.3	10.0
Dividend yield (%)	1.1	1.5	1.5	2.3	3.1
Net margin (%)	18.7	18.0	21.3	21.6	22.1
Net debt/(cash) to equity (%)	84.5	69.4	31.8	10.2	(5.4)
Interest cover (x)	21.1	20.3	29.3	34.3	40.1
ROE (%)	40.2	30.9	33.8	30.8	28.9
Consensus net profit	-	-	3,087	3,566	4,058
UOBKH/Consensus (x)	-	-	1.02	1.02	1.03

เราขอแนะนำ KCE ให้ถือครองโดย UOB KayHian เพื่อถือถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำของสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณั้ต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆที่ปรากฏในรายงาน

ซื้อ

(Maintained)

ราคาปัจจุบัน	83.25 บาท
ราคาเป้าหมายปี'60	105.00 บาท
Upside	+26.1%
(ราคาเป้าหมายเดิม)	91.00 บาท)

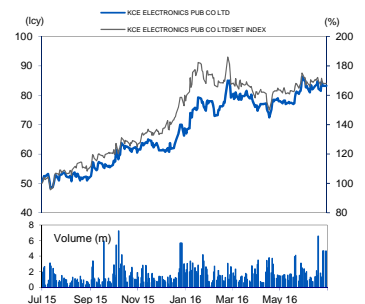
รายละเอียดบริษัท

บริษัทเคซีอี อิเล็กทรอนิกส์ผลิตและจัดจำหน่าย printed circuit board ภายใต้เครื่องหมายการค้า KCE และมุ่งเน้นไปยังกลุ่ม PCB ยานยนต์

Stock Data

GICS sector	Information Technology			
Bloomberg ticker:	KCE TB			
Shares issued (m):	576.6			
Market cap (Btm):	48,144.8			
Market cap (US\$m):	1,369.1			
3-mth avg daily t'over (US\$m):	4.2			
Price Performance (%)				
52-week high/low	Bt86.25/Bt48.50			
1mth	3mth	6mth	1yr	YTD
2.8	5.7	19.3	50.5	19.3
Major Shareholders	%			
Ongkosit Family	34.0			
CIMB SECURITIES (SINGAPORE)	7.7			
STATE STREET BANK EUROPE LIMITED	2.7			
FY16 NAV/Share (Bt)	18.36			
FY16 Net Cash/Share (Bt)	5.84			

Price Chart



Source: Bloomberg

นักวิเคราะห์

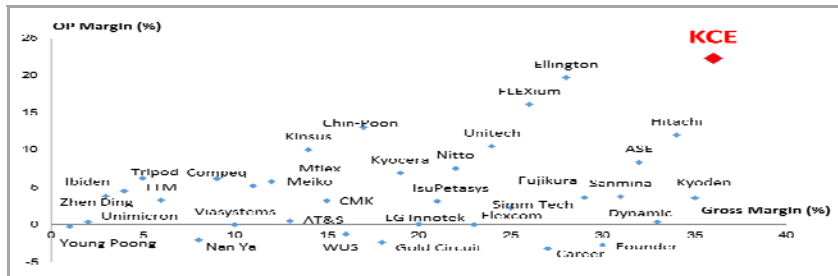
ณภัทร วรรณรายวงศ์

02-659-8033

napat@uobkayhian.co.th

- ผู้บริหารมีมุมมองบวกถึงผลประกอบการของบริษัทฯ ในปี 59-61 ซึ่งใกล้เคียงกับประมาณการของเรา ผู้บริหารไม่ได้กังวลเป็นพิเศษเกี่ยวกับเรื่องความผันผวนของค่าเงินและคาดว่าผลประกอบการในไตรมาส 2/59-3/59 จะทำสถิติสูงสุดใหม่อย่างต่อเนื่องจากความต้องการ PCB สำหรับยานยนต์ที่แข็งแกร่งประกอบกับการขยายกำลังการผลิตเพื่อรองรับการเติบโตในระยะยาว
- ได้เปรียบเรื่องต้นทุนเมื่อเทียบกับคู่แข่งรายอื่นในระดับภูมิภาคในไตรมาส 1/59 อ้างอิงจากผลประกอบการของผู้ผลิต PCB จำนวน 40 อันดับแรกทั่วโลกในไตรมาส 1/59 พบว่าประสิทธิภาพในการทำกำไรของ KCE ยังอยู่ในระดับสูงสุดจาก operating profit margin ที่ 22.3% เทียบกับค่าเฉลี่ยของทั่วโลกที่ 5.2% เราคาดว่า KCE จะรักษา gross margin ให้ทรงตัวอยู่เหนือ 34% ไปจนถึงสิ้นปีนี้

MARGINS COMPARISON AMONG REGIONAL PEERS (AS OF 1Q16)



Source: Bloomberg, UOB Kay Hian

ผลกระทบในอนาคต

- **อยู่ท่ามกลางตลาดที่เติบโต** เราคาดว่ากลุ่ม PCB ที่น่าจะเติบโตขึ้นเร็วที่สุดในปี 59-63 ได้แก่กลุ่ม PCB สำหรับยานยนต์ที่หนุนจากต้นทุนอิเล็กทรอนิกส์ที่โตขึ้นโดย Prisma คาดว่ายอดขายของกลุ่ม PCB สำหรับยานยนต์จะสูงที่สุดเทียบกับยอดขายของ PCB ทั่วโลกโดยคาดการณ์การเติบโตจะอยู่ที่ปีละ 4.5% เทียบกับอัตราการเติบโตเฉลี่ยของตลาดที่ 2.4% เราคาดว่า top-line ของ KCE จะเติบโตขึ้นสูงกว่าอัตราการเติบโตของอุตสาหกรรมด้วยปัจจัยหนุนจาก 1) การขยายกำลังการผลิต (+10% ในช่วง 2H59) ซึ่งจะสามารถรองรับ pent-up demand ได้อย่างรวดเร็วและ 2) ส่วนแบ่งทางการตลาดที่มากขึ้นจากข้อได้เปรียบทางการแข่งขัน
- **คาด D/E ratio ลดลงต่อเนื่อง** แม้ D/E ratio ของ KCE สูงที่สุดในกลุ่มฯ ภายในประเทศที่อยู่ใน coverage ของเรา แต่ก็ได้ลดลงจาก 2.1 เท่าในปี 54 มาอยู่ที่ 0.8 เท่าในปี 58 และคาดว่าจะอ่อนตัวลงมาอยู่ที่ 0.5 เท่าในช่วงสิ้นปี 59 จาก operating cash flow ที่อยู่ในระดับสูง
- **แนวโน้มกำไรสุทธิในปี 60** เราคาดว่ากำไรหลักจะขยายตัวขึ้น 15% yoy อยู่ที่ 3,634 ล้านบาทในปี 60 โดยคาด 1) top-line จะโตขึ้น 13% yoy จากความต้องการ PCB สำหรับยานยนต์ที่สูงขึ้นและ 2) gross margin ที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่อง 30bp yoy อยู่ที่ 34.4% จากความประหยัดต่อขนาด เราคาดว่าประมาณการในขณะนี้ของเรายังมี upside จาก gross profit margin ที่อาจจะออกมาสูงกว่าคาด

การปรับกำไรสุทธิ/ปัจจัยเสี่ยง

- ไม่มี

คำแนะนำ

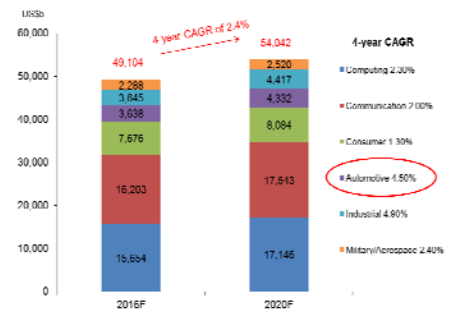
- **คงคำแนะนำซื้อ และปรับราคาเป้าหมายออกไปเป็นปี 60** หุ่น KCE เป็น top pick ของเราในกลุ่มอิเล็กทรอนิกส์จากกำไรสุทธิที่โตแข็งแกร่งด้วย CAGR ที่ 24% ระหว่างปี 59-61 (เทียบกับของกลุ่มฯ ที่ 8%) ราคาหุ้น KCE ในขณะนี้ซื้อขายด้วย 2017F PE ที่ 13.2 เท่าหรือมากกว่า -1SD ต่ำกว่าของคู่แข่งในระดับภูมิภาค เราคงคำแนะนำซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายในปี 60 ที่ 105.00 บาท คำนวณด้วย 2017F PE ที่ 16.5 เท่าหรือ +1SD ต่อค่าเฉลี่ย 5 ปีของคู่แข่งในระดับภูมิภาค เรามองว่า valuation ที่สูงของ KCE ค่อนข้างสมเหตุสมผลหนุนจากกำไรสุทธิที่โตแข็งแกร่งและส่วนแบ่งทางการตลาดทั่วโลกที่มากขึ้น

เหตุการณ์สำคัญที่อาจส่งผลต่อราคาหุ้น

- เงินบาทที่อ่อนค่าลงเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ

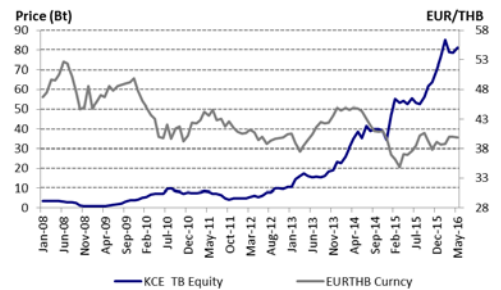
รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

GLOBAL PCB OUTLOOK



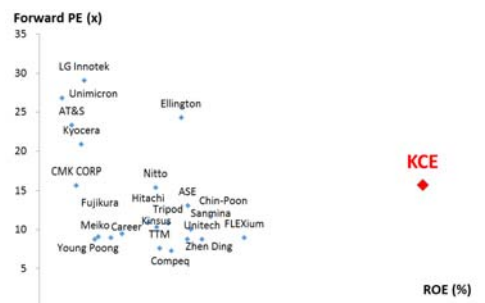
Source: Prisma

KCE'S SHARE PRICE VS EUR/THB



Source: Bloomberg, UOB Kay Hian

FORWARD PE VS ROE OF REGIONAL PEERS



Source: Bloomberg, UOB Kay Hian

REGIONAL PEERS' PE BAND



Source: Bloomberg, UOB Kay Hian