

KCE Electronics

KCE TB / KCE.BK

12 มกราคม 2561

Sector: Electronics **NEUTRAL**

คำแนะนำพื้นฐาน: ถ้อย (downgraded)
เป้าหมายพื้นฐาน: 82.00 บาท
ราคา (11/01/61): 80.50 บาท

All tomorrow's parties ...

SET เริ่มต้นปีใหม่ด้วยความร้อนแรง ปรับตัวขึ้นทะลุทำสถิติสูงสุดใหม่ที่ทำได้ตั้งแต่ 4 ม.ค. 2537 แต่ราคาหุ้น **KCE** ยังคงถูกกดดันจากปัจจัยภายนอกที่รุนแรง แม้ว่าภาพกำไรในระยะยาวเรามองว่ายังคงแข็งแกร่ง แต่ภาพระยะสั้นถูกกดดันจากทั้งราคาทองแดงที่ยังคงปรับตัวสูงขึ้น รวมถึงค่าเงินบาทที่แข็งค่าขึ้นอย่างต่อเนื่อง เรามองว่ายังไม่ถึงเวลาที่จะปรับขึ้นราคาหุ้นใหม่ของเราจะเกิดขึ้น เราปรับคำแนะนำจาก **ซื้อ** เป็น **ถือ**

คาดการณ์ไตรมาส 4/60 ปรับตัวลดลง YoY

เราประเมินกำไรไตรมาส 4/60 ที่ 575 ล้านบาท ลดลง 13% YoY (ทรงตัว QoQ) เนื่องจากการแข็งค่าขึ้นของเงินบาทเทียบกับดอลลาร์สหรัฐราว 8% และราคาแผ่นทองแดงที่ปรับตัวสูงขึ้น ซึ่งเราคาดว่าส่งผลกระทบต่อมากกว่าผลประโยชน์จากการประหยัดต่อขนาดและการประสิทธิภาพการผลิตที่ดีขึ้นที่โรงงานใหม่ ราคาทองแดงเฉลี่ยอยู่ที่ US\$6,351/ตัน ในไตรมาส 3/60 (แปลงเป็นต้นทุนในไตรมาส 4/60) เพิ่มขึ้น 34% YoY และ 12% QoQ คาดอัตรากำไรขั้นต้นจะถูกกดดันจากราคาทองแดงที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น และค่าเงินบาทที่แข็งค่าขึ้น อีกทั้งปกติแล้วไตรมาส 4 จะเป็นช่วง Low season ของยอดคำสั่งซื้อ

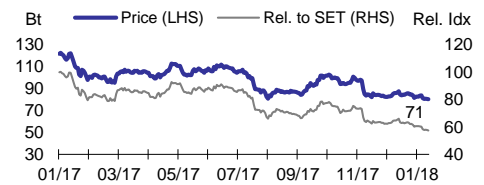
ราคาทองแดงยังคงยืนอยู่ในระดับสูง

ก่อนหน้านี้ Morgan Stanley (MS) คาดภาวะ Deficit ของทองแดงในปี 2017 ราว 200kt จะเปลี่ยนเป็นภาวะ Surplus 185kt ในปี 2018 จากอุปสงค์ที่ชะลอลงและอุปทานที่ฟื้นตัว ซึ่งจะกดดันราคาทองแดง (\$2.72/lb 2017; \$2.51/lb 2018) อย่างไรก็ตามล่าสุด MS มีการปรับประมาณการอุปทานที่ออกมาลง จากการเพิ่มกำลังการผลิตที่ช้า อีกทั้งยังมีความเสี่ยงจากสัญญาคนงานที่จะหมดลงราว 20 เหมืองของชิลีและเปรูในช่วงปีนี้ MS ปรับปริมาณ Surplus ลงมาที่ 50kt และปรับราคาทองแดงขึ้นเป็น \$2.9/lb ในปี 2018 (\$2.8/lb in 2017) เรามีการปรับสมมติฐานราคาทองแดงขึ้นจาก \$2.7/lb เป็น \$2.9/lb อย่างไรก็ตามเราคาดว่าราคาทองแดงอยู่ในช่วงขาลง

ปรับประมาณการกำไรลง

เราเชื่อว่าประเด็นกำลังการผลิตจะไม่ใช่วิธีของ KCE ไปอีก 1-2 ปี โดยบริษัทวางแผนที่จะขยายกำลังการผลิตไปที่ 2 ล้านตารางฟุตต่อเดือน (ขยายได้สูงสุดถึง 2.4 ล้าน ตารางฟุต/เดือน) ภายในกลางปีนี้ จาก 1.7 ล้านตารางฟุตต่อเดือนในช่วงปลายปี 2560 อย่างไรก็ตามค่าเงินบาทที่แข็งค่าและราคาทองแดงที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นยังคงกดดันผลประกอบการในระยะสั้น-กลาง เราประเมินทุกๆ 1 บาทที่แข็งค่าขึ้นเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐจะกระทบต่อประมาณการกำไรหลักของเรา 7.9% และทุกๆ 10% ของราคาทองแดงที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นจะกระทบต่อประมาณการกำไรหลักของเรา 1.6% เราปรับประมาณการกำไรปี 2018 ลง 8% และปรับระดับ PER ลงมาที่ 17.5 เท่า (+0.5 SD) และปรับราคาเป้าหมายลงมาจาก 106 บาทเป็น 82 บาท

Price chart

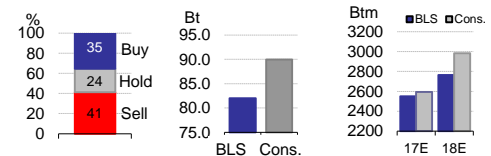


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(9.2)	(26.4)	(50.0)
Absolute	(3.6)	(21.1)	(35.1)

Key statistics

Market cap	Bt47.2bn	USD1.5bn
12-mth price range	Bt79.8/Bt126.5	
12-mth avg daily volume	Bt353m	USD11.0m
# of shares (m)	586	
Est. free float (%)	62.2	
Foreign limit (%)	49.0	

Consensus rating vs. Consensus



Financial summary

FY Ended 31 Dec	2016	2017E	2018E	2019E
Revenues (Btm)	13,797	14,263	15,971	17,881
Net profit (Btm)	3,039	2,552	2,766	3,200
EPS (Bt)	5.24	4.35	4.72	5.46
EPS growth (%)	+33%	-16.9%	+8.4%	+15.7%
Core profit (Btm)	2,935	2,382	2,748	3,182
Core EPS (Bt)	5.01	4.06	4.69	5.43
Core EPS growth (%)	+33%	-19%	+15.4%	+15.8%
PER (x)	18.1	18.5	17.1	14.8
PBV (x)	5.5	4.1	3.6	3.1
Dividend (Bt)	2.1	1.7	1.9	2.2
Dividend yield (%)	2.2	2.2	2.3	2.7
ROE (%)	33.6	23.7	22.4	22.6

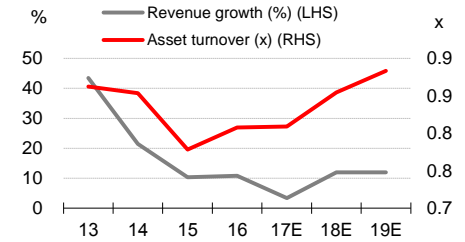
CG/Anti-Corruption  Certified

ณนงค์ ใจแสน
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน
napon.jai@bualuang.co.th
+66 2 618 1349

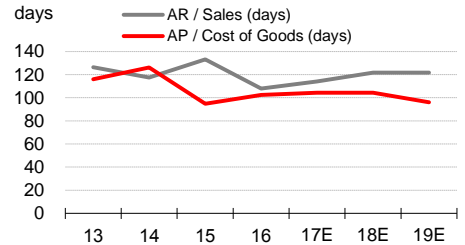
KCE: Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Revenue	12,449	13,797	14,263	15,971	17,881
Cost of sales and services	(8,535)	(8,985)	(9,927)	(11,082)	(12,328)
Gross profit	3,914	4,813	4,336	4,890	5,553
SG&A	(1,520)	(1,695)	(1,869)	(2,060)	(2,289)
EBIT	2,393	3,118	2,468	2,829	3,264
Interest expense	(153)	(171)	(106)	(91)	(78)
Other income/exp.	35	55	90	90	90
EBT	2,274	3,001	2,451	2,829	3,276
Corporate tax	(91)	(76)	(74)	(85)	(98)
After-tax net profit (loss)	2,184	2,925	2,378	2,744	3,178
Minority interest	(12)	(18)	(18)	(18)	(18)
Equity earnings from affiliates	21	28	22	22	22
Extra items	48	104	170	18	18
Net profit (loss)	2,240	3,039	2,552	2,766	3,200
Reported EPS	3.93	5.24	4.35	4.72	5.46
Fully diluted EPS	3.83	5.18	4.35	4.72	5.46
Core net profit	2,192	2,935	2,382	2,748	3,182
Core EPS	3.75	5.01	4.06	4.69	5.43
EBITDA	3,144	4,054	3,334	3,708	4,156
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	10.3	10.8	3.4	12.0	12.0
Gross margin (%)	31.4	34.9	30.4	30.6	31.1
EBITDA margin (%)	25.3	29.4	23.4	23.2	23.2
Operating margin (%)	19.5	23.0	17.9	18.3	18.8
Net margin (%)	18.0	22.0	17.9	17.3	17.9
Core profit margin (%)	17.6	21.3	16.7	17.2	17.8
ROA (%)	14.0	17.8	14.5	14.8	15.8
ROCE (%)	16.8	21.0	17.4	17.9	19.1
Asset turnover (x)	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
Current ratio (x)	1.4	1.5	1.7	1.9	2.3
Gearing ratio (x)	0.8	0.5	0.3	0.2	0.2
Interest coverage (x)	15.6	18.2	23.2	31.2	41.8
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	673	892	723	887	1,233
Accounts receivable	4,540	4,080	4,457	5,324	5,960
Inventory	1,684	2,265	2,482	2,770	3,244
PP&E-net	9,216	9,137	9,820	9,969	10,108
Other assets	717	954	457	483	509
Total assets	16,830	17,328	17,939	19,434	21,055
Accounts payable	2,215	2,520	2,836	3,166	3,244
ST debts & current portion	2,758	2,373	1,726	1,452	1,266
Long-term debt	3,554	2,155	1,566	1,348	1,157
Other liabilities	202	251	251	251	251
Total liabilities	8,730	7,300	6,380	6,218	5,919
Paid-up capital	575	586	586	586	586
Share premium	1,810	1,895	1,895	1,895	1,895
Retained earnings	5,706	7,536	9,067	10,725	12,645
Shareholders equity	8,073	9,990	11,521	13,179	15,098
Minority interests	27	37	37	37	37
Total Liab.&Shareholders' equity	16,830	17,328	17,939	19,434	21,055
CASH FLOW (Btm)					
Net income	2,240	3,039	2,552	2,766	3,200
Depreciation and amortization	716	882	776	789	801
Change in working capital	(786)	120	(280)	(833)	(1,041)
FX, non-cash adjustment & others	420	333	0	0	0
Cash flows from operating activities	2,590	4,374	3,048	2,722	2,960
Capex (Invest)/Divest	(1,835)	(860)	(960)	(958)	(958)
Others	27	(172)	0	0	0
Cash flows from investing activities	(1,808)	(1,032)	(960)	(958)	(958)
Debt financing (repayment)	183	(1,872)	(1,236)	(492)	(377)
Equity financing	110	86	0	0	0
Dividend payment	(695)	(1,171)	(1,021)	(1,108)	(1,280)
Others	27	(172)	0	0	0
Cash flows from financing activities	(584)	(3,122)	(2,257)	(1,600)	(1,657)
Net change in cash	198	219	(169)	164	346
Free cash flow (Btm)	755	3,513	2,088	1,764	2,003
FCF per share (Bt)	1.3	6.1	3.6	3.0	3.4
KEY ASSUMPTIONS	2015	2016	2017E	2018E	2019E
SIA Semiconductor growth	4%	3%	3%	3%	3%
Volume Growth	4%	8%	8%	14%	12%
Payout ratio	38%	40%	40%	40%	40%
FX	34.5	35.3	33.9	33.0	33.0

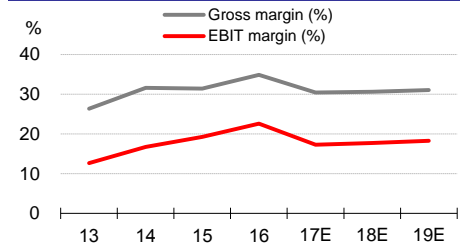
Revenue growth and asset turnover



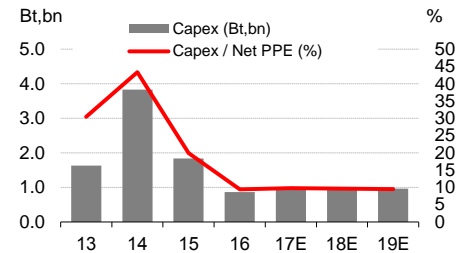
A/C receivable & A/C payable days



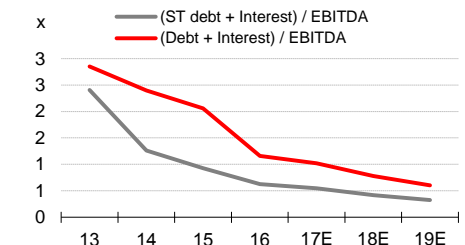
Profit margins



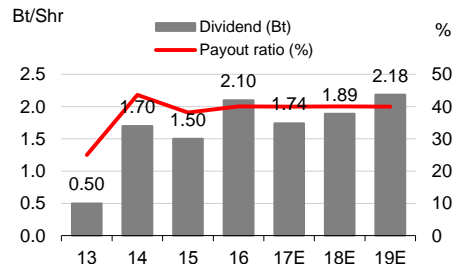
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



KCE: Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17
Revenue	3,515	3,174	3,536	3,664	3,602
Cost of sales and services	(2,251)	(2,094)	(2,452)	(2,528)	(2,519)
Gross profit	1,264	1,080	1,084	1,135	1,083
SG&A	(437)	(381)	(444)	(485)	(485)
EBIT	827	700	640	651	598
Interest expense	(42)	(37)	(30)	(33)	(32)
Other income/exp.	12	16	23	18	22
EBT	797	679	633	635	587
Corporate tax	(25)	(21)	(10)	(21)	(21)
After-tax net profit (loss)	772	658	623	614	566
Minority interest	(3.6)	(3.4)	(4.2)	(4.8)	(4.5)
Equity earnings from affiliates	9.5	6.0	4.4	6.4	5.4
Extra items	8	29	39	56	45
Net profit (loss)	786	690	662	672	612
Reported EPS	1.34	1.18	1.13	1.15	1.04
Fully diluted EPS	1.34	1.18	1.13	1.15	1.04
Core net profit	778	661	623	616	567
Core EPS	1.33	1.13	1.06	1.05	0.97
EBITDA	839	716	663	668	619

KEY RATIOS

Gross margin (%)	36.0	34.0	30.7	31.0	30.1
EBITDA margin (%)	23.9	22.5	18.8	18.2	17.2
Operating margin (%)	23.9	22.5	18.8	18.2	17.2
Net margin (%)	22.4	21.7	18.7	18.4	17.0
Core profit margin (%)	22.1	20.8	17.6	16.8	15.7
BV (Bt)	15.9	17.1	18.2	18.3	18.2
ROE (%)	34.2	28.6	25.7	25.2	23.0
ROA (%)	18.3	16.0	15.2	15.3	13.9
Current ratio (x)	1.6	1.5	1.6	1.6	1.5
Gearing ratio (x)	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
Interest coverage (x)	19.8	19.4	21.9	20.4	19.2

QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	817	892	988	748	994
Accounts receivable	4,493	4,080	4,025	4,257	4,054
Inventory	1,982	2,265	2,365	2,373	2,268
PP&E-net	9,056	9,137	9,233	9,225	9,310
Other assets	805	954	947	940	960
Total assets	17,152	17,328	17,558	17,544	17,587
Accounts payable	2,562	2,520	2,844	2,571	2,518
ST debts & current portion	2,079	2,373	1,863	2,166	2,240
Long-term debt	2,957	2,155	1,900	1,843	1,919
Other liabilities	230	251	257	249	232
Total liabilities	7,829	7,300	6,864	6,828	6,909
Paid-up capital	586	586	586	586	586
Share premium	1,895	1,895	1,907	1,907	1,907
Retained earnings	6,847	7,536	8,199	8,226	8,193
Shareholders equity	9,291	9,990	10,652	10,675	10,637
Minority interests	33	37	41	40	41
Total Liab.&Shareholders' equity	17,152	17,328	17,558	17,544	17,587

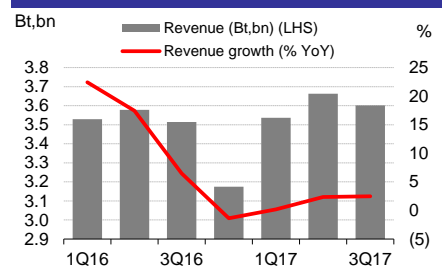
KEY STATS

Sale (USD term)	102	88	101	107	107
FX	35	36	35	34	34
Gain loss from FX	30	29	39	56	45

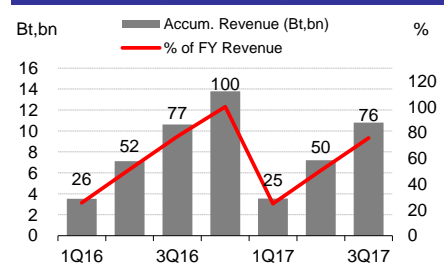
Company profile

KCE Electronics Plc (KCE) and its subsidiaries manufacture and export single-layered, multi-layered and double-sided Printed Circuit Boards (PCBs). More than 70% of its production is sold to the automotive industry; the remainder to telecoms manufacturers and computer equipment makers. KCE's main customers are headquartered in the EU.

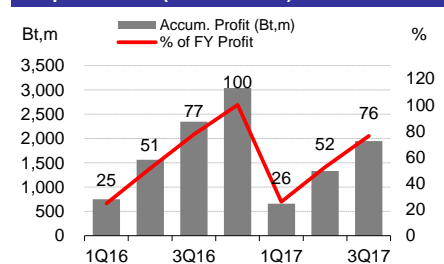
Revenue trend



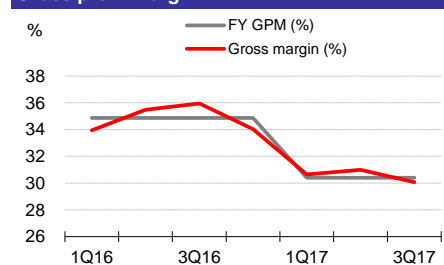
Revenue trend (accumulated)



Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin

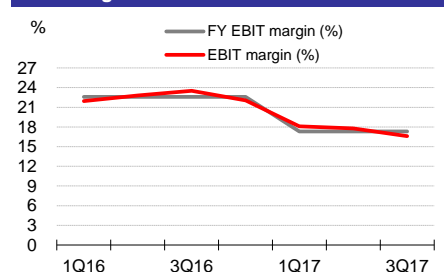


Figure 1 : GM sensitivity analysis

THB/USD	Copper price				
	+20%	+10%	\$6382/ton	-10%	-20%
30	28.3%	28.6%	28.6%	29.2%	29.4%
31	28.9%	29.2%	29.3%	29.8%	30.0%
32	29.5%	29.8%	30.0%	30.3%	30.6%
*33	30.1%	30.3%	*30.6%	30.9%	31.2%
34	30.6%	30.9%	31.2%	31.4%	31.7%

Source: Bualuang Research estimates

Figure 2 : Core profit sensitivity analysis (%change)

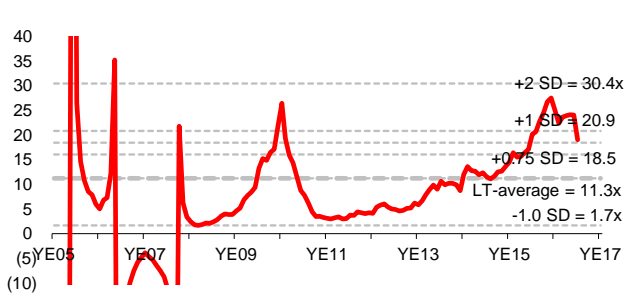
THB/USD	Copper price				
	+20%	+10%	\$6382/ton	-10%	-20%
30	-25.2%	-23.7%	-23.7%	-20.8%	-19.3%
31	-17.9%	-16.4%	-15.8%	-13.3%	-11.8%
32	-10.6%	-9.0%	-7.9%	-5.8%	-4.3%
*33	-3.3%	-1.6%	0.0%	1.6%	3.3%
34	5.7%	4.1%	7.9%	9.1%	10.8%

Source: Bualuang Research estimates

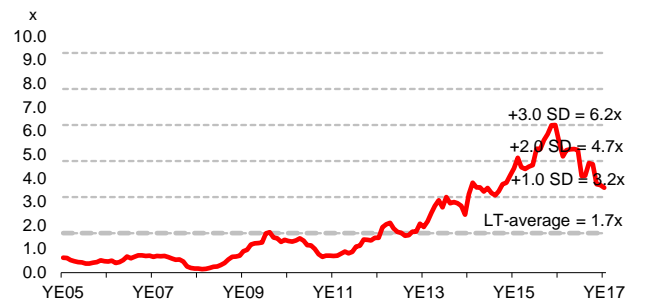
Regional Comparisons

	Bloomberg Code	Price (local curr.)	Market Cap (US\$ equivalent)	PER (x)		EPS Growth (%)		PBV (x)		ROE (%)		Div Yield (%)	
				2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
Hon Hai Preciso	2317 TT	TWD91.4	53,501	12.4	9.3	-14.5	33.3	1.4	1.3	11.2	13.5	4.5	5.2
Flextronics Intl	FLEX US	USD18.8	9,914	17.1	13.4	64.4	18.6	3.3	2.9	19.8	21.3	0.0	0.0
Jabil Circuit	JBL US	USD27.4	4,808	10.7	9.5	111.0	45.3	2.1	1.9	19.7	21.3	1.2	1.2
Hana Microelectronics	HANA TB	THB43.00	1,082	13.1	12.5	33.0	-1.2	1.7	1.6	13.4	13.0	5.1	5.2
Delta Electronics (Thailand)	DELTA TB	THB76.25	2,973	18.6	14.6	-7.3	27.1	2.8	2.6	15.6	18.7	3.5	4.4
Cal-Comp Electronics (Thailand)	CCET TB	THB2.88	410	10.5	7.3	6.5	43.4	0.7	0.7	6.8	9.3	3.7	5.3
KCE Electronics	KCE TB	THB80.50	1,475	18.5	17.1	-16.0	8.4	4.1	3.6	23.7	22.4	2.2	2.3
Stars Microelectronics (Thailand)	SMT TB	THB2.02	53	6.0	4.8	203.6	24.3	0.8	0.7	17.9	19.9	16.2	20.1
SVI	SVI TB	THB4.28	296	20.2	14.8	-69.7	36.1	1.3	1.2	6.7	8.6	1.4	2.1
Simple average				14.1	11.5	34.6	26.2	2.0	1.8	15.0	16.5	4.2	5.1

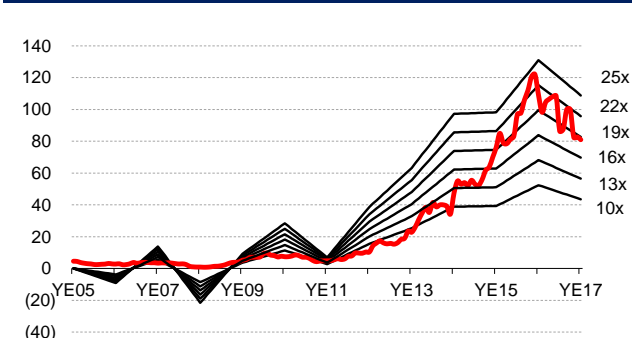
PER band versus SD (next 12 months)



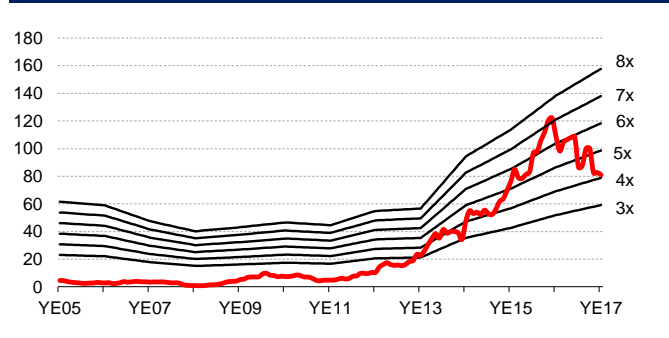
PBV band versus SD (next 12 months)



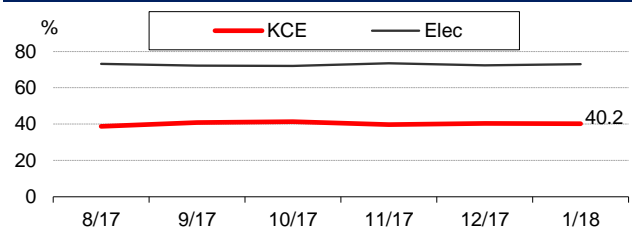
PER band and share price



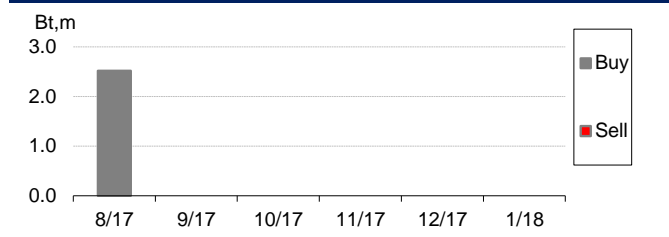
PBV band and share price



Foreign holdings



Management trading activities during past six months



DISCLAIMER

Bualuang Securities Public Company Limited

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED (BLS) is a subsidiary of BANGKOK BANK PUBLIC COMPANY LIMITED (BBL). This document is produced based upon sources believed to be reliable but their accuracy, completeness or correctness is not guaranteed. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration to use as information for investment. Expressions of opinion contained herein are subject to change without notice. This document is not, and should not be construed as, an offer or the solicitation of an offer to buy or sell any securities. The use of any information shall be at the sole discretion and risk of the user.






BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED MAY BE IN RELATIONSHIP WITH THE SECURITIES IN THIS REPORT. "Opinions, projections and other information contained in this report are based upon sources believed to be accurate including the draft prospectus, but no responsibility is accepted for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. Bualuang Securities Public Company Limited may from time to time perform investment, advisory or other services for companies mentioned in this report, as well as dealing (as principal or otherwise) in, or otherwise being interested in, any securities mentioned herein. This report does not constitute a solicitation to buy or sell any securities". Investors should carefully read details in the prospectus before making investment decision.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED MAY ACT AS MARKET MAKER AND ISSUER OF DWs, AND ISSUER OF STRUCTURED NOTES ON THESE SECURITIES. The company may prepare the research reports on those underlying securities. Investors should carefully read the details of the derivative warrants and structured notes in the prospectus before making investment decisions.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED IS OR MAY BE AN UNDERWRITER/CO-UNDERWRITER/JOINT LEAD IN RESPECT OF THE INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO) OF SECURITIES.

Financial Advisor	Lead underwriter/ Underwriter/ Co-underwriter
SCCC, MILL, SDC, GULF	DDD, GULF, HUMAN, THG

CG Rating

Score Range	Score Range	Description
90 – 100		Excellent
80 – 89		Very Good
70 – 79		Good
60 – 69		Satisfactory
50 – 00359		Pass
Below 50	No logo given	N/A

Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors

- companies that have **declared** their intention to join CAC, and
- companies **certified** by CAC.

CORPORATE GOVERNANCE REPORT DISCLAIMER

This research report was prepared by Bualuang Securities Public Company Limited and refers to research prepared by Morgan Stanley. Morgan Stanley does not warrant or guarantee the accuracy or completeness of its research reports. Morgan Stanley reserves copyright and other proprietary rights in the material reproduced in this report. Morgan Stanley is under no obligation to inform Bualuang Securities or you if the views or information referred to or reproduced in this research report change.

Corporate Governance Report disclaimer

The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association (IOD) regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The IOD survey is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information.

The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. Bualuang Securities Public Company Limited neither confirms nor certifies the accuracy of such survey results.

“Disclaimer: The disclosure of the Anti-Corruption Progress Indicators of a listed company on the Stock Exchange of Thailand, which is assessed by the relevant institution as disclosed by the Office of the Securities and Exchange Commission, is made in order to comply with the policy and sustainable development plan for the listed companies. The relevant institution made this assessment based on the information received from the listed company, as stipulated in the form for the assessment of Anti-corruption which refers to the Annual Registration Statement (Form 56-1), Annual Report (Form 56-2), or other relevant documents or reports of such listed company. The assessment result is therefore made from the perspective of a third party. It is not an assessment of operation and is not based on any inside information. Since this assessment is only the assessment result as of the date appearing in the assessment result, it may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, Bualuang Securities Public Company Limited neither confirms, verifies, nor certifies the accuracy and completeness of the assessment result.”

BUALUANG RESEARCH – RECOMMENDATION FRAMEWORK

STOCK RECOMMENDATIONS

BUY: Expected positive total returns of 15% or more over the next 12 months.

HOLD: Expected total returns of between -15% and +15% over the next 12 months.

SELL: Expected negative total returns of 15% or more over the next 12 months.

TRADING BUY: Expected positive total returns of 15% or more over the next 3 months.

SECTOR RECOMMENDATIONS

OVERWEIGHT: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to outperform the relevant primary market index over the next 12 months.

NEUTRAL: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to perform in line with the relevant primary market index over the next 12 months.

UNDERWEIGHT: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to underperform the relevant primary market index over the next 12 months.