

Fair Value ใหม่ เท่ากับ 14 บาท...คงคำแนะนำ ซื้อ

วันที่ 13 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2556

► กำไรปกติ 4Q55 เติบโตตามคาด ผลจากธุรกิจหลักฟื้นตัวโดดเด่น

ภาพรวมธุรกิจหลักของ KCE ในงวด 4Q55 เริ่มเห็นการฟื้นตัวมากขึ้น ซึ่งเป็นไปตามที่ฝ่ายวิจัยเคยนำเสนอไว้ โดยกำไรปกติในงวดนี้ เท่ากับ 101 ล้านบาท เพิ่มขึ้นกว่า 2 เท่าจากงวดก่อนหน้า ด้วยปัจจัยสนับสนุนจาก 1) ยอดขายรวมเติบโต 6.3% qoq เนื่องจากโรงงาน KCE Technology (50% ของกำลังการผลิตรวม) เริ่มดำเนินการผลิตเชิงพาณิชย์มากขึ้นหลังจากที่ทยอยติดตั้งเครื่องจักรใหม่เสร็จแล้ว จึงสามารถรองรับคำสั่งซื้อจากลูกค้าได้เพิ่มขึ้น และ 2) Gross margin ปรับสูงขึ้นสู่ระดับ 20.5% จาก 18% ในงวด 3Q55 เป็นผลจากโรงงาน KCE Technology ประสบความสำเร็จในการลดอัตราของเสียเฉลี่ย (Scrap rate) ลงเหลือเพียง 5.14% ต่ำสุดในรอบ 3 ปีที่ผ่านมา จึงหนุนให้ประสิทธิภาพการทำกำไรของ KCE สูงขึ้น อย่างไรก็ตาม ในงวด 4Q55 บริษัทฯ มีรายได้พิเศษลดลงจากงวดก่อนหน้า อาทิ กำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน (32 ล้านบาท ลดลง 66% qoq) และเงินประกันชดเชยจากเหตุการณ์น้ำท่วม (49 ล้านบาท ลดลง 58% qoq) จึงทำให้กำไรสุทธิงวด 4Q55 เท่ากับ 213 ล้านบาท ลดลง 12.4% qoq โดยรวมแล้ว จบทั้งปี 2555 ฐานกำไรสุทธิอยู่ที่ระดับ 712 ล้านบาท ฟื้นตัวอย่างมีนัยฯ ถึง 4 เท่าตัวจากปีก่อนหน้า ใกล้เคียงกับประมาณการที่ฝ่ายวิจัยคาดไว้

► ปรับเพิ่มประมาณการกำไรปี 2556-57 สะท้อนสมมติฐานยอดขายที่ต่ำเกินไป

ฝ่ายวิจัยปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิของ KCE ในปี 2556-57 อีก 8.9% และ 7.9% จากเดิมตามลำดับ หลักๆ มาจากปรับเพิ่มสมมติฐานการเติบโตของยอดขายที่ประเมินไว้ต่ำไป และเพื่อสอดคล้องกับเป้าหมายการเติบโตเชิงรุกของบริษัทฯ ตั้งไว้ หลังจากได้เห็นแนวโน้มความต้องการใช้ PCB ในอุตสาหกรรมยานยนต์ทั่วโลกยังคงเติบโตต่อเนื่อง 4.8% yoy ผสมกับกลยุทธ์การตลาดของบริษัทฯ ที่มุ่งเน้นขยายฐานลูกค้ากลุ่มประเทศเอเชียที่มีศักยภาพการเติบโตระดับสูง จากปัจจุบันที่กระจุกตัวอยู่ในทวีปยุโรปเป็นหลัก (55% ของรายได้รวม) เช่นเดียวกับประสิทธิภาพในการทำกำไรของ KCE ในปี 2556 จะดีขึ้นอย่างมีนัยฯ ผลจากการปรับปรุงโรงงาน KCE Technology ครั้งใหญ่ ส่งผลให้อัตราของเสียในโรงงานปรับตัวลดลงต่อเนื่องจากปีที่ผ่านมา โดยรวมแล้ว ภายหลังจากปรับปรุงประมาณการ แนวโน้มกำไรสุทธิใหม่ (ไม่รวมเงินประกันชดเชย) ในปี 2556 จะเท่ากับ 593 ล้านบาท ฟื้นตัวโดดเด่นต่อเนื่องกว่าเท่าตัวจากปีก่อนหน้า ทำระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ นอกจากนี้ ฝ่ายวิจัยยังสามารถคาดหวังเงินประกันชดเชยส่วนที่เหลืออีกมูลค่ากว่า 2 พันล้านบาท ซึ่งไม่ได้รวมไว้ในประมาณการ เพราะยังไม่ชัดเจนว่าจะรับรู้ได้ทั้งจำนวนในปี 2556 หรือไม่ ถือเป็น Upside ต่อประมาณการกำไรสุทธิปี 2556 และยังทำให้ฐานะทางการเงินแข็งแกร่งขึ้น เห็นได้จากหนี้สินต่อทุนใหม่ (กรณีบริษัทฯ ได้รับเงินประกันชดเชยทั้งจำนวน) ณ สิ้นปี 2556 จะปรับตัวลดลงเหลือเพียง 1.04 เท่า จากเดิม 1.64 เท่า และช่วยให้ฝ่ายวิจัยเชื่อมั่นว่าบริษัทฯ มีแหล่งเงินทุนเพียงพอต่อการขยายธุรกิจในอนาคต

► Fair Value ใหม่ เท่ากับ 14 บาท...คงคำแนะนำ ซื้อ

ฝ่ายวิจัยกำหนดให้มูลค่าพื้นฐานใหม่ ณ สิ้นปี 2556 ด้วยวิธี DCF (WACC 11.39%) เท่ากับ 14 บาท โดยราคาหุ้น ณ ปัจจุบันยังมี Upside จากมูลค่าพื้นฐานใหม่อีกราว 25% และมีค่า PER ปี 2556 เพียง 8.7 เท่า ต่ำสุดในกลุ่มชิ้นส่วนฯ อีกทั้งยังคาดหวัง Div yield สำหรับงวด 2H55 ที่ระดับ 1.4% จึงคงคำแนะนำ ซื้อ

Key Data (ล้านบาท)					
FY: ปีที่ 31 ธ.ค.					
	FY53A	FY54A	FY55A	FY56F	FY57F
กำไรสุทธิ	535	132	712	593	679
Norm. Profit	468	45	216	593	679
EPS (บาท)	1.13	0.28	1.55	1.29	1.47
PER (เท่า)	9.87	40.07	7.20	8.70	7.62
DPS (บาท)	0.45	0.20	0.34	0.48	0.55
Dividend Yield (%)	4.0%	1.8%	3.0%	4.3%	4.9%
PBV (เท่า)	1.99	2.11	1.72	1.50	1.34
EV/EBITDA (X)	9.36	15.73	16.09	8.36	7.62
ROE (%)	20.9	5.1	25.5	18.2	18.6

ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASP

คำแนะนำการลงทุน

ซื้อ

ราคาปัจจุบัน : 11.20 บาท

Fair Value : 14 บาท

การจัดอันดับบรรษัทภิบาลปี 2554



เปรียบเทียบประมาณการของ ASP กับ SAA consensus			
EPS (บาท)	ASP	Cons	% diff
2556F	1.29	1.16	11%
2557F	1.47	1.36	8%

ที่มา: ประมาณการโดยฝ่ายวิจัย ASP, SAA consensus

สัญลักษณ์	ระดับคะแนน	ความหมาย
★★★★★	90-100	ดีเลิศ
★★★★	80-89	ดีมาก
★★★	70-79	ดี
N/R	ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน	CGR

ธิปวัช สุวรรณธำมรงค์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์ : 034124

thiptawat@asiaplus.co.th

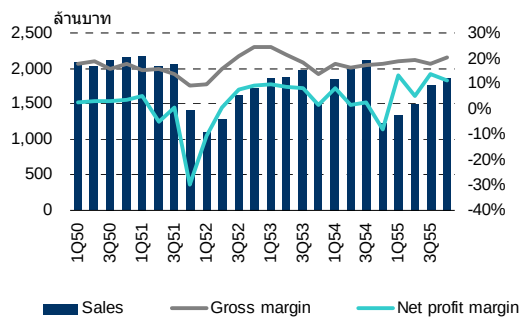
ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ดี บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใด ๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมีได้เป็นการชี้แนะ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ ของผู้อ่าน ไม่ควรจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ส่วนเป็นผลจากการใช้วารสารของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือพันธะผูกพันใด ๆ กับ บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่พาดพิงใด

ผลการดำเนินงาน 4Q55

(ล้านบาท)	2Q54	3Q54	4Q54	1Q55	2Q55	3Q55	4Q55	%qoq	%yoy	2555	2554	%yoy
รายได้จากการขาย	1,989	2,123	1,235	1,345	1,508	1,757	1,868	6.3%	51.2%	6,478	7,201	-10.0%
ต้นทุนขาย	(1,667)	(1,757)	(1,013)	(1,089)	(1,216)	(1,441)	(1,486)	3.1%	46.7%	(5,232)	(5,957)	-12.2%
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(244)	(235)	(327)	(324)	(265)	(248)	(237)	-4.4%	-27.5%	(1,075)	(1,072)	0.3%
กำไรขาดทุนจาก FX	(43)	(64)	(6)	100	(67)	94	32	-66.0%	-625.2%	159	(80)	-298.8%
กำไรสุทธิ	28	52	(100)	179	78	243	213	-12.4%	-312.0%	712	132	439.6%
กำไรจากการดำเนินงาน	78	131	(105)	(68)	26	68	145	114.1%	-238.5%	170	172	-0.9%
กำไรปกติก่อนรายการพิเศษ	71	117	(150)	(105)	(1)	34	101	196.4%	-167.6%	30	122	-75.3%
EPS (บาท)	0.06	0.11	(0.21)	0.39	0.17	0.53	0.46	-12.4%	-318.6%	1.55	0.28	456.2%
Gross margin	16.2%	17.2%	18.0%	19.0%	19.3%	18.0%	20.5%			19.2%	17.3%	
SG&A/Sales	12.3%	11.0%	26.5%	24.1%	17.6%	14.1%	12.7%			16.6%	14.9%	

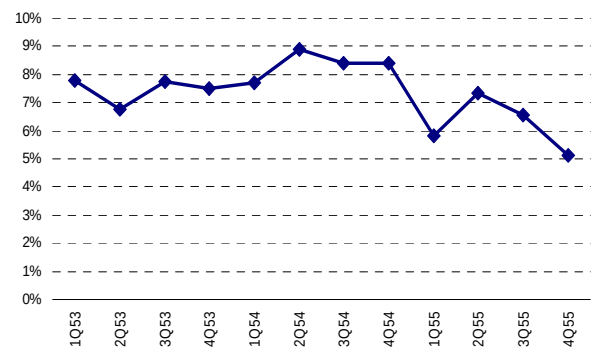
ที่มา : KCE

ประสิทธิภาพในการทำกำไรรายไตรมาส



ที่มา : KCE

อัตราของเสียของโรงงาน KCE Technology



ที่มา : ข้อมูลจาก KCE

ประมาณการกำไรสุทธิปี 2556-57 ก่อนและหลังปรับปรุง

	ประมาณการใหม่		ประมาณการเดิม		% เปลี่ยนแปลง	
หน่วย : ล้านบาท	2556F	2557F	2556F	2557F	2556F	2557F
Norm profit	593	679	544	629	8.9%	7.9%
กำไรสุทธิ	593	679	544	629	8.9%	7.9%
EPS (บาท)	1.29	1.47	1.20	1.39	7.2%	6.0%
Fair value	14.00		12.00		16.7%	

สมมติฐานในการประมาณการ

Sales growth	21.4%	6.6%	16.4%	8.0%
Gross margin	21.5%	22.0%	21.5%	21.8%
Net D/E (X)	1.64	1.39	1.51	1.28

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

Technical Chart ของหุ้น KCE



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

ประมาณการกำไรสุทธิปี 2556-57 ของ KCE

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)					งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2554	2555	2556F	2557F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2554	2555	2556F	2557F
รายได้จากการขายและบริการ	7,201	6,478	7,863	8,380	กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
ต้นทุนขายและบริการ	5,957	5,232	6,171	6,538	กำไรสุทธิ	132	717	593	679
กำไรขั้นต้น	1,244	1,246	1,693	1,842	รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด				
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	1,152	1,075	1,101	1,173	ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	552	488	644	664
รายได้อื่น	180	60	173	173	เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(1,899)	287	(593)	(218)
กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี	92	170	592	669	กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	651	1,648	644	1,125
ดอกเบี้ยจ่าย	153	159	160	150	กระแสเงินสดจากการลงทุน				
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	44	81	605	693	เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(285)	(1,121)	(380)	(680)
ภาษีเงินได้	2	20	12	14	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนอื่น	(15)	(35)	(63)	(4)
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	42	61	593	679	กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	(294)	(1,152)	(443)	(684)
กำไร/ขาดทุนจาก Fx	0	159	0	0	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
รายการพิเศษอื่น ๆ	87	497	0	0	เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	(22)	(106)	(12)	1
กำไรสุทธิ	132	712	593	679	เพิ่ม/ลด เงินกู้	(65)	1,067	389	(30)
EPS	0.28	1.55	1.29	1.47	ลด จ่ายปันผล	(185)	(142)	(221)	(254)
					อื่นๆ	0	(4)	(12)	0
การเติบโตของรายได้ (%)	-0.5%	-10.0%	21.4%	6.6%	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	35	(634)	(137)	(536)
การเติบโตของกำไรสุทธิ (%)	-75.3%	439.6%	-16.8%	14.5%	เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	392	(138)	63	(96)
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น (%)	17.3%	19.2%	21.5%	22.0%					
อัตราส่วนกำไรสุทธิ (%)	1.8%	11.0%	7.5%	8.1%					
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)					งบดุล (ล้านบาท)				
	1Q55	2Q55	3Q55	4Q55	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2554	2555	2556F	2557F
รายได้จากการขายและบริการ	1,345	1,508	1,757	1,868	เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	538	400	464	368
ต้นทุนขายและบริการ	(1,089)	(1,216)	(1,441)	(1,486)	ลูกหนี้การค้า	1,546	2,215	1,939	2,066
กำไรขั้นต้น	256	291	316	382	สินค้าคงเหลือ	1,080	1,240	1,508	1,607
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(324)	(265)	(248)	(237)	สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	1,708	840	1,383	1,473
รายได้อื่น	5	16	11	7	ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์สุทธิ	4,235	5,237	4,973	4,989
กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี	(68)	26	68	145	สินทรัพย์รวม	9,358	10,256	10,653	10,895
ดอกเบี้ยจ่าย	(40)	(39)	(38)	(42)					
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	(104)	4	40	110	เงินกู้ระยะสั้น	3,551	2,812	2,531	2,278
ภาษีเงินได้	(1)	(4)	(6)	(9)	เจ้าหนี้การค้า	1,467	1,566	1,508	1,607
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	(105)	(1)	34	101	หนี้สินหมุนเวียนอื่น	2	13	2	2
กำไร/ขาดทุนจาก Fx	100	(67)	94	32	เงินกู้ระยะยาว	1,364	1,327	1,688	1,688
รายการพิเศษอื่น ๆ	186	146	116	79	หนี้สินไม่หมุนเวียน	-	-	-	-
กำไรสุทธิ	179	78	243	213	หนี้สินรวม	6,850	7,178	7,216	7,032
EPS	0.39	0.17	0.53	0.46	ทุนที่ชำระแล้ว	472	473	461	462
					ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	1,108	1,111	1,111	1,111
การเติบโตของรายได้ (%) qoq	8.9%	12.1%	16.6%	6.3%	กำไรสะสม	992	1,532	1,904	2,328
การเติบโตของกำไรสุทธิ (%) qoq	-278.8%	-56.6%	211.5%	-12.4%	ส่วนของผู้ถือหุ้น	2,508	3,077	3,437	3,863
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น (%)	19.0%	19.3%	18.0%	20.5%					
อัตราส่วนกำไรสุทธิ (%)	13.3%	5.2%	13.8%	11.4%	หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	9,358	10,256	10,653	10,895
อัตราส่วนทางการเงิน					สมมติฐานในการทำประมาณการ				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2554	2555	2556F	2557F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2554	2555	2556F	2557F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	0.90	0.81	0.97	1.05	อัตราการเติบโตของยอดขาย	-0.5%	-10.0%	21.4%	6.6%
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า(เท่า)	4.68	3.44	3.79	4.18	Gross margin	17.3%	19.2%	21.5%	22.0%
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	4.94	4.51	4.49	4.20	SG&A/ยอดขายรวม	16.0%	16.6%	14.0%	14.0%
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	5.04	3.45	4.01	4.20	อัตราแลกเปลี่ยน (บาทต่อเหรียญสหรัฐ)	30.37	31.07	30.00	30.00
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อส่วนผู้ถือหุ้น	2.12	1.80	1.64	1.39					
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	3.2%	8.9%	7.2%	7.7%					
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	5.1%	25.5%	18.2%	18.6%					

ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP