เคซีอี อิเลคโทรนิคส์ (KCE)

Equity Talk

วันพุธที่ 20 มีนาคม พ.ศ. 2556

ราคาหุ้น KCE สะท้อนมูลค่าพื้นฐานแล้ว...แนะ Switch ไปลงทุนหุ้น SVI

▸ จ่ายเงินปันผล 0.35 บาท/หุ้น พร้อมแจกวอร์แรนต์ฟรี 4 หุ้นเดิมต่อ 1 หน่วย

จากที่ประชุมคณะกรรมการ KCE วานนี้ บริษัทฯ แจ้งมติที่สำคัญซึ่งสรุปได้ดังนี้ 1) **จ่ายเงินปันผลสำหรับผลการดำเนินงาน 2H55 ในอัตรา 0.35 บาท/หุ้น** หรือคิดเป็น Div yield ที่ระดับ 1.9% สำหรับงวดครึ่งปี โดยขึ้นเครื่องหมาย XD ในวันที่ 1 เม.ย.56 และจ่ายปันผลในวันที่ 15 พ.ค.56 (ทั้งนี้ KCE ได้จ่ายเงินปันผลระหว่างกาลเป็นเงินสดสำหรับผลการดำเนินงาน 1H55 ไปแล้วเท่ากับ 0.2 บาท/หุ้น) 2) **การตัดหุ้นสามัญที่ยังไม่ได้จำหน่าย** (Treasury Stock) **จำนวน 14.9 ล้านหุ้น** หรือคิดเป็นสัดส่วน 3% ของทุนที่ชำระแล้ว ซึ่งจะส่งผลให้จำนวนหุ้นทั้งหมดของ KCE ปรับตัวลดลง 3% จากเดิม แต่ฝ่ายวิจัยได้รวมผลกระทบดังกล่าวไว้ในประมาณการแล้ว และ 3) **การออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นสามัญ** (Warrant) **แก่ผู้ถือหุ้นเดิมของ KCE** ในอัตราส่วน 4 หุ้นสามัญต่อ 1 หน่วยใบสำคัญแสดงสิทธิ กำหนดราคาใช้สิทธิ 5 บาทต่อหุ้น (อัตราการใช้สิทธิ เท่ากับ ใบสำคัญแสดงสิทธิ 1 หน่วย : หุ้นสามัญ 1 หุ้น) และมีอายุ 3 ปี นับตั้งแต่วันที่ออกใบสำคัญแสดงสิทธิ โดยขึ้นเครื่องหมาย XW ในวันที่ 7 พ.ค.56 และออก Warrant ในวันที่ 20 มิ.ย.56 โดยมติที่ประชุมคณะกรรมการฯ หลักๆ ทั้ง 3 วาระที่กล่าวมานี้ จะมีการนำเข้าที่ประชุมผู้ถือหุ้นในวันที่ 29 เม.ย.56

▸ ผลกระทบ Dilution Effect ไม่น่ากังวล...กำไรปี 2556 ที่โดดเด่นช่วยหักล้าง

ฝ่ายวิจัยปรับลดประมาณการ EPS ในปี 2556-57 ลงราว 6% และ 11% จากเดิม ตามลำดับ เพื่อสะท้อนผลกระทบการแปลงสภาพ Warrant ที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในช่วงปี 2556-59 ภายใต้สมมติฐานผู้ถือหุ้นแปลงสภาพ Warrant ทั้งหมดด้วยจำนวนที่เท่ากันในแต่ละปี ผลจากราคาหุ้น ณ ปัจจุบันที่อยู่สูงกว่าราคาใช้สิทธิ ในขณะที่ประมาณการกำไรสุทธิของ KCE ในปี 2556-57 ยังไม่เปลี่ยนแปลงไปจากเดิม โดยฝ่ายวิจัยยังมีมุมมองบวกต่อแนวโน้มธุรกิจปี 2556 ของ KCE ซึ่งจะเติบโตโดดเด่น เป็นผลจาก 1) แนวโน้มยอดขายรวมในปี 2556 จะปรับตัวเพิ่มขึ้น 21% yoy จากกลยุทธ์การตลาดที่เป็นไปในเชิงรุก ด้วยวิธีการเจาะตลาดญี่ปุ่นมากขึ้น เพื่อขยายฐานลูกค้าจากปัจจุบันที่เน้นทวีปยุโรปไปยังกลุ่มประเทศเอเชียที่มีศักยภาพการเติบโตระดับสูง ขณะที่การฟื้นฟูโรงงาน KCE Technology (50% ของรายได้รวม) ที่เริ่มกลับมาเดินเครื่องมากขึ้น ด้วยอัตราการใช้กำลังการผลิต ณ ปัจจุบันที่ 70% ของกำลังการผลิตเต็มที่ก่อนเกิดวิกฤติน้ำท่วม และคาดว่าจะเดินเครื่องเต็มที่ 100% ได้ในตั้งแต่งวด 3Q56 และ 2) ประสิทธิภาพในการทำกำไรที่ดีขึ้นอย่างมีนัยฯ หลังจากที่บริษัทฯ มีการปรับปรุงโรงงาน KCE Technology ครั้งใหญ่ จึงทำให้อัตราของเสียในโรงงานปรับตัวลดลงต่อเนื่องจากปีที่ผ่านมา โดยรวมแล้ว ประมาณการใหม่ Norm EPS ในปี 2556-57 จะเท่ากับ 1.21 บาท และ 1.31 บาท ตามลำดับ ยังเติบโตอย่างมีนัยฯ ถึง 163% yoy และ 15% yoy ตามลำดับ อย่างไรก็ตาม ประมาณการดังกล่าว ยังไม่ได้รวมเงินประกันชดเชยที่เหลืออีกมูลค่ากว่า 2 พันล้านบาท หรือคิดเป็น 4 บาท/หุ้น เพราะยังไม่ชัดเจนเกี่ยวกับจำนวนเงิน และช่วงเวลาที่ได้รับ ซึ่งถือเป็น Upside ที่จะทำให้ผลการดำเนินงานปี 2556

▸ ราคาหุ้น KCE สะท้อนมูลค่าพื้นฐานแล้ว...ปรับลดคำแนะนำเป็นถือ

ภายหลังจากปรับปรุงประมาณการ มูลค่าพื้นฐานใหม่ของ KCE ณ สิ้นปี 2556 อิงวิธี DCF (หลัง XW) เท่ากับ 13.3 บาท/หุ้น (จากเดิม 14 บาท) ซึ่งหากรวมกับมูลค่า Warrant ใหม่อีก 2.6 บาท/หุ้น และเงินปันผลสำหรับงวดครึ่งปี 0.35 บาท/หุ้นแล้ว ถือว่าใกล้เคียงกับราคาหุ้นปัจจุบัน KCE ดังนั้น ฝ่ายวิจัยจึงปรับลดคำแนะนำลงทุนเป็น ถือ จากเดิม ซื้อ หรือแนะนำให้นักลงทุน Switch ไปลงทุนในหุ้น SVI (ซื้อ FV @ 6 บาท) ซึ่งเป็น Top pick ของกลุ่มชิ้นส่วนฯ

Key Data (ล้านบาท) *FY: ปิด 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	1.51	1.21	1.31
PER (เท่า)	14.80	60.11	11.15	13.85	12.84
DPS (บาท)	0.45	0.20	0.55	0.48	0.55
Dividend Yield (%)	2.7%	1.2%	3.3%	2.9%	3.3%
PBV (เท่า)	2.99	3.16	2.58	2.38	2.25
EV/EBITDA (X)	11.82	19.86	20.17	10.82	10.27
ROE (%)	20.9	5.1	25.5	18.2	18.5

ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASP

คำแนะนำการลงทุน

ถือ

ราคาปัจจุบัน : 16.8 บาท

Fair Value ก่อน XW : 15.9 บาท

Fair Value หลัง XW : 13.3 บาท

การจัดอันดับบรรษัทภิบาลปี 2555

▲▲▲▲

เปรียบเทียบประมาณการของ ASP กับ SAA consensus

EPS (บาท)	ASP	Cons	% diff
2556F	1.21	1.55	-22%
2557F	1.31	1.91	-31%

ที่มา : ประมาณการโดยฝ่ายวิจัย ASP, SAA consensus

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

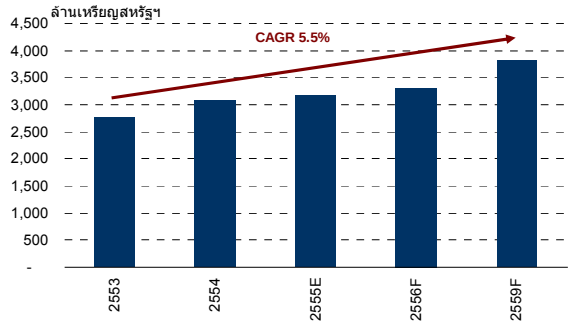
ธิปธวัช สุวรรณธำมรงค์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์ : 034124

thiptawat@asiaplus.co.th

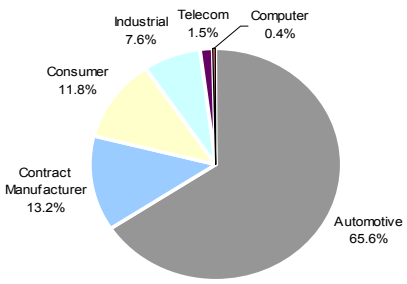
ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ดี บมจ. หลักทรัพย์ เอเซีย พลัส ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใด ๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมิได้เป็นการชี้นำ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องหรือพันธะผูกพันใด ๆ กับ บมจ. หลักทรัพย์ เอเซีย พลัส ไม่ว่ากรณีใด

แนวโน้มอุตสาหกรรม PCB ในตลาดยานยนต์ทั่วโลก



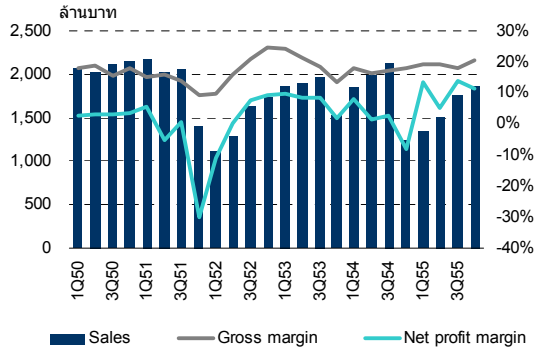
ที่มา : Prismark

ยอดขายรวมของ KCE แบ่งตามอุตสาหกรรม



ที่มา : ข้อมูลจาก KCE

ประสิทธิภาพในการทำกำไรรายไตรมาส



ที่มา : รวบรวมโดยฝ่ายวิจัย ASP

การประเมินมูลค่าใบสำคัญแสดงสิทธิฯ ของ KCE

S	18.1	ราคาหุ้น ณ เวลาปัจจุบัน (บาท)
E	8	ราคาใช้สิทธิแลกซื้อหุ้นใหม่ได้ (Exercise price) (บาท)
σ	50.00%	Volatility ของหุ้น (%)
T	3	อายุของ warrant ที่เหลืออยู่ (ปี)
r	2.70%	อัตราดอกเบี้ยไม่มีความเสี่ยง
δ	1.12%	อัตราเงินปันผลจ่าย (%)
N	476,853,769	จำนวนหุ้นจดทะเบียนทั้งหมด ไม่นับส่วนที่จะเกิดขึ้นจากการใช้สิทธิของ Warrant (หุ้น)
n	115,567,813	จำนวน Warrant ทั้งหมด (สัญญา)
N(.)		Cumulative Normal Distribution Function
ln(.)		Natural Logarith
e		Exponent = 2.71828182

d1	1.973237758
d2	1.107212354
N(d1)	0.97576576
N(d2)	0.865898936
W	10.53255023
หักราคาเสนอขาย (บาท)	0
ราคา warrant หลังหักราคาเสนอขาย	10.53255023
อัตราส่วนหุ้นใหม่ต่อ 1 W	4
ราคา warrant ต่อ 1 หุ้น	2.633137557

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

การประเมินมูลค่าของใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะหุ้นสามัญ

	ประมาณการใหม่		ประมาณการเดิม		% เปลี่ยนแปลง	
หน่วย : ล้านบาท	2556F	2557F	2556F	2557F	2556F	2557F
กำไรสุทธิ	593	679	593	679	0.0%	0.0%
EPS (บาท)	1.21	1.31	1.29	1.47	-6.0%	-11.0%
Fair value	13.30		14.00		-5.0%	

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

Technical Chart ของหุ้น KCE

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

ประมาณการกำไรสุทธิปี 2556-57 ของ KCE

งบกำไรขาดทุน *(ล้านบาท)*				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2554	2555	2556F	2557F
รายได้จากการขายและบริการ	7,201	6,478	7,863	8,380
ต้นทุนขายและบริการ	5,957	5,232	6,171	6,538
กำไรขั้นต้น	1,244	1,246	1,693	1,842
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	1,152	1,075	1,101	1,173
รายได้อื่น	180	60	173	173
กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี	92	170	592	669
ดอกเบี้ยจ่าย	153	159	160	150
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	44	81	605	693
ภาษีเงินได้	2	20	12	14
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	42	61	593	679
กำไร/ขาดทุนจาก Fx	0	159	0	0
รายการพิเศษอื่น ๆ	87	497	0	0
กำไรสุทธิ	132	712	593	679
EPS	0.28	1.51	1.21	1.31
การเติบโตของรายได้ (%)	-0.5%	-10.0%	21.4%	6.6%
การเติบโตของกำไรสุทธิ (%)	-75.3%	439.6%	-16.8%	14.5%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น (%)	17.3%	19.2%	21.5%	22.0%
อัตราส่วนกำไรสุทธิ (%)	1.8%	11.0%	7.5%	8.1%

งบกระแสเงินสด *(ล้านบาท)*				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2554	2555	2556F	2557F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
กำไรสุทธิ	132	717	593	679
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด				
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	552	488	644	664
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(1,899)	287	(593)	(218)
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	**651**	**1,648**	**644**	**1,125**
กระแสเงินสดจากการลงทุน				
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(285)	(1,121)	(380)	(680)
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนอื่น	(15)	(35)	(63)	(4)
กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	**(294)**	**(1,152)**	**(443)**	**(684)**
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	(22)	(106)	16	30
เพิ่ม/ลด เงินกู้	(65)	1,067	389	(30)
ลด จ่ายปันผล	(185)	(142)	(235)	(285)
อื่นๆ	0	(4)	(12)	0
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	**35**	**(634)**	**(123)**	**(538)**
เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	**392**	**(138)**	**78**	**(98)**

งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส *(ล้านบาท)*				
	1Q55	2Q55	3Q55	4Q55
รายได้จากการขายและบริการ	1,345	1,508	1,757	1,868
ต้นทุนขายและบริการ	(1,089)	(1,216)	(1,441)	(1,486)
กำไรขั้นต้น	256	291	316	382
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(324)	(265)	(248)	(237)
รายได้อื่น	5	16	11	7
กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี	(68)	26	68	145
ดอกเบี้ยจ่าย	(40)	(39)	(38)	(42)
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	(104)	4	40	110
ภาษีเงินได้	(1)	(4)	(6)	(9)
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	(105)	(1)	34	101
กำไร/ขาดทุนจาก Fx	100	(67)	94	32
รายการพิเศษอื่น ๆ	186	146	116	79
กำไรสุทธิ	179	78	243	213
EPS	0.38	0.16	0.51	0.45
การเติบโตของรายได้ (%) qoq	**8.9%**	**12.1%**	**16.6%**	**6.3%**
การเติบโตของกำไรสุทธิ (%) qoq	-278.8%	-56.6%	211.5%	-12.4%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น (%)	19.0%	19.3%	18.0%	20.5%
อัตราส่วนกำไรสุทธิ (%)	13.3%	5.2%	13.8%	11.4%

งบดุล *(ล้านบาท)*				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2554	2555	2556F	2557F
เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	538	400	478	380
ลูกหนี้การค้า	1,546	2,215	1,939	2,066
สินค้าคงเหลือ	1,080	1,240	1,508	1,607
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	**1,708**	**840**	**1,383**	**1,473**
ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์สุทธิ	4,235	5,237	4,973	4,989
สินทรัพย์รวม	**9,358**	**10,256**	**10,667**	**10,907**
เงินกู้ระยะสั้น	3,551	2,812	2,531	2,278
เจ้าหนี้การค้า	1,467	1,566	1,508	1,607
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	2	13	2	2
เงินกู้ระยะยาว	1,364	1,327	1,688	1,688
หนี้สินไม่หมุนเวียน	-	-	-	-
หนี้สินรวม	6,850	7,178	7,216	7,032
ทุนที่ชำระแล้ว	472	473	489	519
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	1,108	1,111	1,111	1,111
กำไรสะสม	992	1,532	1,890	2,284
ส่วนของผู้ถือหุ้น	**2,508**	**3,077**	**3,451**	**3,875**
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	**9,358**	**10,256**	**10,667**	**10,907**

อัตราส่วนทางการเงิน				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2554	2555	2556F	2557F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	0.90	0.81	0.97	1.05
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า(เท่า)	4.68	3.44	3.79	4.18
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	4.94	4.51	4.49	4.20
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	5.04	3.45	4.01	4.20
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อส่วนผู้ถือหุ้น	2.12	1.80	1.63	1.38
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	3.2%	8.9%	7.2%	7.7%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	5.1%	25.5%	18.2%	18.5%

สมมติฐานในการทำประมาณการ				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2554	2555	2556F	2557F
อัตราการเติบโตของยอดขาย	-0.5%	-10.0%	21.4%	6.6%
Gross margin	17.3%	19.2%	21.5%	22.0%
SG&A/ยอดขายรวม	16.0%	16.6%	14.0%	14.0%
อัตราแลกเปลี่ยน (บาทต่อเหรียญสหรัฐ)	30.37	31.07	30.00	30.00

ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP