

เคซีอี อีเล็คทรอนิกส์ KCE TB / KCE.BK

9 สิงหาคม 2556

กำไรสุทธิไตรมาส 2/56 สูงกว่าทุกคาดการณ์; ไตรมาสข้างหน้ายังแข็งแกร่ง

สูงกว่าทุกคาดการณ์

KCE รายงานกำไรสุทธิไตรมาส 2/56 197 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 174% YoY แต่ลดลง 28% QoQ ผลประกอบการสูงกว่าที่เราคาด 6% และสูงกว่าตลาด 9% เนื่องจากขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนน้อยกว่าที่คาด ไม่รวมรายการพิเศษ กำไรหลักจะอยู่ที่ 237 ล้านบาท (สอดคล้องกับประมาณการของเรา) เพิ่มขึ้น 1,148% YoY และ 53% QoQ คณะกรรมการบริหารของ KCE ได้อนุมัติให้จ่ายเงินปันผลต่อหุ้นระหว่างกาล 0.25 บาท

ประเด็นหลักจากผลประกอบการ

รายได้เติบโต 13% QoQ และ 50% YoY เป็น 2.3 พันล้านบาท รายได้เติบโตก้าวกระโดด YoY หนุนโดยกำไรจาก KCE Technology (อยุธยา) และเพิ่มขึ้น QoQ จากปัจจัยทางฤดูกาล อัตรากำไรขั้นต้นเติบโต 693 bps และ 267 bps QoQ เป็น 24.9% (มากกว่าสมมติฐานของเราที่ 24%) ในไตรมาส 2/56 จากอัตรากำไรขั้นต้นการผลิตเพิ่มขึ้นที่ KCET เป็น 92% จาก 85% ในไตรมาส 1/56 และประมาณ 40% ในไตรมาส 2/55 และต้นทุนวัตถุดิบต่ำลง อัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายอยู่ที่ 15% ลดลงจาก 16% ในไตรมาส 2/55 (ค่าใช้จ่ายจากความเสียหายของน้ำท่วมในไตรมาส 4/54 บันทึกในช่วงไตรมาส 2/55) แต่เพิ่มขึ้นจาก 13.5% ในไตรมาส 1/56 ทั้งนี้ KCE รายงานผลขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน 40 ล้านบาท ดังนั้นกำไรอยู่ที่ 197 ล้านบาท

แนวโน้ม

โดยปกติไตรมาสที่ 3 จะเป็นช่วงไฮซีซั่นสำหรับผู้ประกอบการอิเล็กทรอนิกส์ เราคาดว่า KCE มีแนวโน้มรายงานกำไรหลักแข็งแกร่งสำหรับไตรมาส 3/56 (เพิ่มขึ้น 13% QoQ) ผู้บริหารแนะนำยอดขายสั่งซื้อรองรับเป้าหมายยอดขาย PCB สำหรับไตรมาสที่ 75 ล้านเหรียญไปแล้วถึง 93% อัตรากำไรขั้นต้นมีแนวโน้มทรงตัวในระดับสูงที่ประมาณ 25% จากการประหยัดของธุรกิจหนุนโดยกำไรการผลิตที่สูงขึ้นของ KCET รายได้ไตรมาส 4/56 มีแนวโน้มอ่อนแอลง QoQ จากปัจจัยทางฤดูกาล ดังนั้นเราตั้งสมมติฐานกำไรหลักไตรมาส 4/56 จะเติบโต YoY แต่ลดลง QoQ เราคาดว่า KCE จะบรรลุเป้าหมายยอดขายทั้งปีที่ 270 ล้านเหรียญและรายงานกำไรหลักเติบโตปี 2556 1,216% เป็น 799 ล้านบาท

สิ่งที่เปลี่ยนแปลง

กำไรหลักครั้งแรกของปี 2556 คิดเป็น 49% ของประมาณการกำไรทั้งปีของเราและคิดเป็น 53% ของประมาณการของตลาด เรายังคงประมาณการปี 2556 และราคาเป้าหมาย ณ สิ้นปี 2556 ไม่เปลี่ยนแปลง

คำแนะนำ

KCE ยังคงเป็นหุ้นที่เราชอบในกลุ่มอิเล็กทรอนิกส์สำหรับแนวโน้มค่าส่งซื้อเติบโตเหนือกว่ากลุ่มและอัตรากำไรขั้นต้นมีแนวโน้มขยายตัว จากอัตราเติบโตเฉลี่ยสะสมต่อปีของกำไรหลักในช่วงปี 2557-58 17% เราคิดว่าขณะนี้ PER หลักอยู่ที่ 12.2 เท่าในปี 2556 ยังถือเป็นจุดที่น่าเข้าซื้อ เรายังคงคำแนะนำซื้อ ด้วยราคาเป้าหมาย ณ สิ้นปี 2556 18.4 บาท

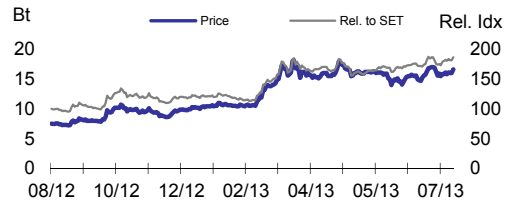
Sector: Electronics Underweight

คำแนะนำพื้นฐาน: ซื้อ

เป้าหมายพื้นฐาน: 18.40 บาท

ราคา (8/08/13): 16.60 บาท

Price chart

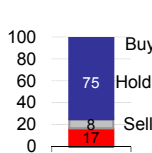


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	7.9	17.8	105.5
Absolute	11.4	7.1	124.3

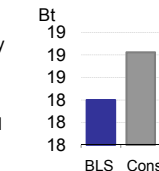
Key statistics

Market cap	Bt7.7bn	USD0.2bn
12-mth price range	Bt7.2/Bt19.2	
12-mth avg daily volume	Bt73m	USD2.3m
# of shares (m)	462	
Est. free float (%)	55.6	
Foreign limit (%)	49.0	

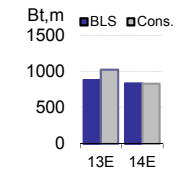
Consensus rating



BLS Target price vs. Consensus



BLS earnings vs. Consensus



Financial summary

FY Ended 31 Dec	2012	2013E	2014E	2015E
Revenues (Btm)	6,478	8,261	8,915	10,104
Net profit (Btm)	717	883	836	1,105
EPS (Bt)	1.52	1.50	1.42	1.88
EPS growth (%)	+442%	-0.9%	-5.3%	+32.2%
Core profit (Btm)	61	799	824	1,093
Core EPS (Bt)	0.13	1.36	1.40	1.86
Core EPS growth (%)	+34.8%	+959%	+3.1%	+32.6%
PER (x)	10.9	11.0	11.7	8.8
PBV (x)	2.4	2.2	1.9	1.7
Dividend (Bt)	0.6	0.5	0.4	0.6
Dividend yield (%)	3.3	2.7	2.6	3.4
ROE (%)	24.4	23.1	17.7	20.5

CG rating



จินดารัตน์ เล้าทวีรุ่งสวัสดิ์
+66 2 618 1000

KCE : Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Revenue	7,201	6,478	8,261	8,915	10,104
Cost of sales and services	(5,957)	(5,232)	(6,279)	(6,900)	(7,729)
Gross profit	1,244	1,246	1,983	2,015	2,374
SG&A	(1,152)	(1,075)	(1,181)	(1,204)	(1,313)
EBIT	92	170	801	811	1,061
Interest expense	(153)	(159)	(179)	(179)	(182)
Other income/exp.	106	72	194	209	236
EBT	45	83	816	841	1,115
Corporate tax	(2)	(20)	(16)	(17)	(22)
After-tax net profit (loss)	42	63	799	824	1,093
Minority interest	3	0	0	0	0
Equity earnings from affiliates	(0)	(3)	0	0	0
Extra items	87	656	84	12	12
Net profit (loss)	132	717	883	836	1,105
Reported EPS	0.28	1.52	1.50	1.42	1.88
Fully diluted EPS	0.28	1.52	1.50	1.42	1.88
Core net profit	45	61	799	824	1,093
Core EPS	0.10	0.13	1.36	1.40	1.86
EBITDA	750	730	1,692	1,920	2,163

KEY RATIOS

Revenue growth (%)	(0.6)	(10.0)	27.5	7.9	13.3
Gross margin (%)	17.3	19.2	24.0	22.6	23.5
EBITDA margin (%)	10.4	11.3	20.5	21.5	21.4
Operating margin (%)	2.8	3.7	12.0	11.4	12.8
Net margin (%)	1.8	11.1	10.7	9.4	10.9
Core profit margin (%)	0.6	0.9	9.7	9.2	10.8
ROA (%)	1.5	7.3	8.4	7.3	8.9
ROCE (%)	1.7	8.6	10.2	9.2	11.3
Asset turnover (x)	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8
Current ratio (x)	0.9	0.8	0.8	0.9	1.1
Gearing ratio (x)	2.0	1.7	0.9	0.9	0.7
Interest coverage (x)	0.6	1.1	4.5	4.5	5.8

BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	536	397	604	545	683
Accounts receivable	1,546	2,215	2,402	2,592	2,937
Inventory	1,080	1,240	1,792	2,021	2,291
PP&E-net	4,235	5,237	5,551	6,469	6,216
Other assets	1,961	1,166	427	535	561
Total assets	9,358	10,256	10,775	12,162	12,688
Accounts payable	1,467	1,566	2,395	2,584	2,929
ST debts & current portion	3,955	4,205	3,529	3,267	2,546
Long-term debt	1,364	1,327	495	1,369	1,498
Other liabilities	64	81	81	81	81
Total liabilities	6,850	7,178	6,499	7,301	7,053
Paid-up capital	472	473	592	592	592
Share premium	1,108	1,111	1,572	1,572	1,572
Retained earnings	1,062	1,637	2,256	2,841	3,614
Shareholders equity	2,642	3,225	4,423	5,009	5,782
Minority interests	(12)	13	13	13	13
Total Liab.&Shareholders' equity	9,480	10,417	10,936	12,323	12,849

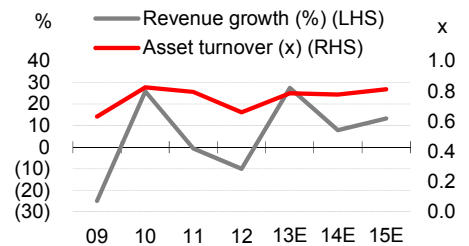
CASH FLOW (Btm)

Net income	132	717	883	836	1,105
Depreciation and amortization	552	488	697	900	866
Change in working capital	(1,899)	129	90	(237)	(282)
FX, non-cash adjustment & others	1,866	156	757	0	0
Cash flows from operating activities	651	1,490	2,427	1,500	1,689
Capex (Invest)/Divest	(294)	(982)	(1,029)	(1,919)	(628)
Others	0	(170)	0	0	0
Cash flows from investing activities	(294)	(1,152)	(1,029)	(1,919)	(628)
Debt financing (repayment)	243	(290)	(1,507)	612	(592)
Equity financing	(30)	(41)	580	0	0
Dividend payment	(185)	(142)	(265)	(251)	(332)
Others	0	(170)	0	0	0
Cash flows from financing activities	35	(476)	(1,191)	361	(923)
Net change in cash	392	(138)	207	(59)	138
Free cash flow (Btm)	357	508	1,398	(420)	1,061
FCF per share (Bt)	0.8	1.1	2.4	(0.7)	1.8

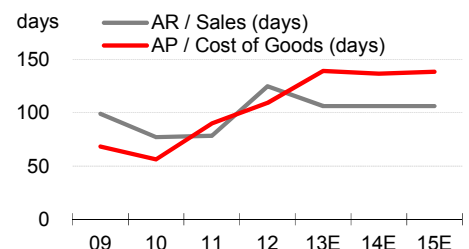
KEY ASSUMPTIONS

SIA Semiconductor growth	3%	5%	6%	6%	6%
Volume Growth	4%	-12%	33%	8%	13%
Utilization rate	90%	65%	83%	89%	101%
Payout ratio	72%	36%	30%	30%	30%
FX	30.5	30.9	29.7	29.7	29.7
LME Copper Price (US\$/t)	8,838	7,946	8,322	7,826	7,055

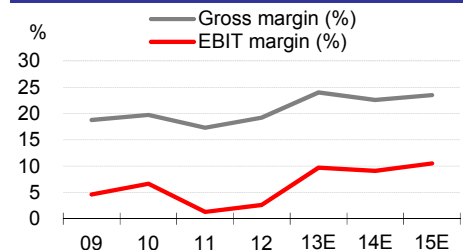
Revenue growth and asset turnover



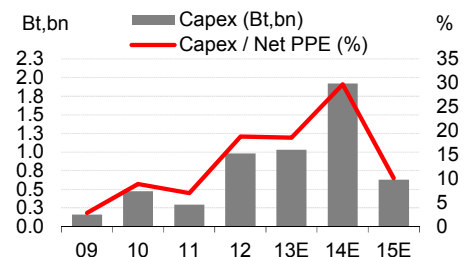
A/C receivable & A/C payable days



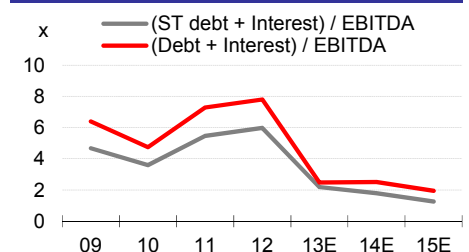
Profit margins



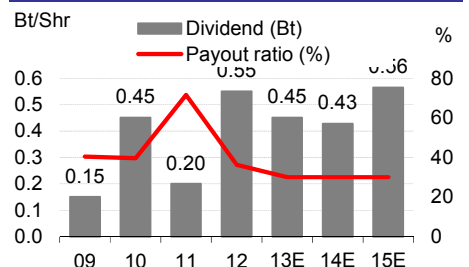
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



KCE : Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13
Revenue	1,508	1,757	1,868	2,000	2,262
Cost of sales and services	(1,216)	(1,441)	(1,486)	(1,555)	(1,698)
Gross profit	291	316	382	445	563
SG&A	(239)	(248)	(263)	(267)	(342)
EBIT	52	68	119	177	221
Interest expense	(39)	(38)	(42)	(39)	(44)
Other income/exp.	18	10	36	15	51
EBT	32	39	113	153	228
Corporate tax	(10)	(6)	(3)	(2)	6
After-tax net profit (loss)	22	34	110	151	234
Minority interest	(0.9)	0.0	0.0	0.0	(1.6)
Equity earnings from affiliates	(1.9)	0.6	2.0	3.6	4.3
Extra items	53	210	107	118	(40)
Net profit (loss)	72	244	218	273	197
Reported EPS	0.15	0.52	0.46	0.58	0.42
Fully diluted EPS	0.15	0.52	0.46	0.58	0.42
Core net profit	19	34	112	155	237
Core EPS	0.04	0.07	0.24	0.33	0.50
EBITDA	70	78	154	192	272

KEY RATIOS

Gross margin (%)	19.3	18.0	20.5	22.2	24.9
EBITDA margin (%)	4.7	4.4	8.3	9.6	12.0
Operating margin (%)	4.7	4.4	8.3	9.6	12.0
Net margin (%)	4.8	13.9	11.7	13.7	8.7
Core profit margin (%)	1.3	1.9	6.0	7.7	10.5
BV (Bt)	5.9	6.3	6.9	7.5	7.3
ROE (%)	10.4	33.8	28.1	32.4	22.7
ROA (%)	2.9	9.6	8.5	10.3	7.1
Current ratio (x)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
Gearing ratio (x)	2.0	1.9	1.7	1.6	0.0
Interest coverage (x)	1.8	2.0	3.7	5.0	6.2

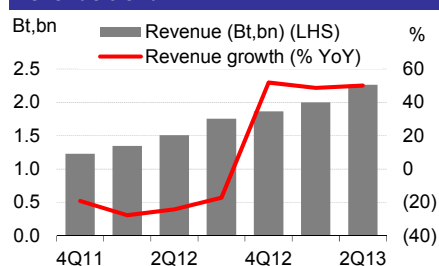
QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	348	536	397	369	286
Accounts receivable	1,880	2,095	2,215	2,540	3,009
Inventory	1,213	1,288	1,240	1,420	1,371
PP&E-net	5,056	5,102	5,237	5,367	5,459
Other assets	1,426	1,349	1,166	1,183	1,237
Total assets	9,923	10,369	10,256	10,880	11,363
Accounts payable	1,483	1,701	1,566	1,823	1,891
ST debts & current portion	4,395	4,720	4,205	4,474	0
Long-term debt	1,238	1,027	1,327	1,099	0
Other liabilities	76	80	81	113	6,059
Total liabilities	7,193	7,528	7,178	7,508	7,950
Paid-up capital	464	469	473	475	461
Share premium	1,046	1,086	1,111	1,129	1,037
Retained earnings	1,285	1,432	1,637	1,915	0
Shareholders equity	2,795	2,987	3,225	3,521	3,450
Minority interests	(14)	(12)	13	14	15
Total Liab.&Shareholders' equity	9,974	10,503	10,417	11,043	11,415

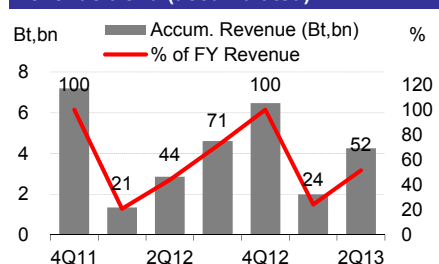
KEY STATS

	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13
Sale (USD term)	48	56	61	67	76
FX	32	31	31	30	30
Gain loss from FX	(93)	94	58	118	(40)
Insurance payout	146	116	49	0	0

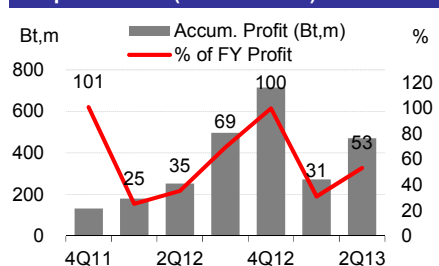
Revenue trend



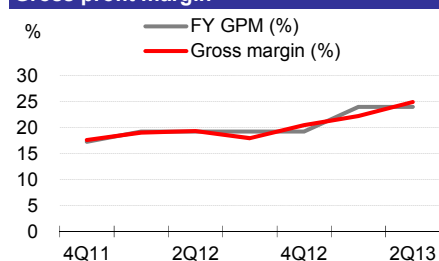
Revenue trend (accumulated)



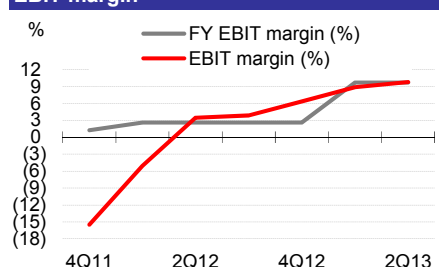
Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin



Company profile

KCE Electronics Plc and its subsidiaries manufacture and export single-layered, multi-layered and double-sided PCBs. More than 60% of its production is sold to the automotive industry; the remainder is sold to telecoms manufacturers or computer equipment makers. KCE's main customers are headquartered in the EU.

Figure 1 : 2Q13 results

FY Ended 31 Dec (Btm)	2Q13	2Q12	YoY %	1Q13	QoQ %	6M13	6M12	YoY %	6M13 vs. FY13E
Income Statement									
Revenue	2,262	1,508	50	2,000	13	4,261	2,853	49	52
Cost of sales and services	(1,698)	(1,216)	40	(1,555)	9	(3,253)	(2,305)	41	52
EBITDA	272	70	286	192		464	10		27
EBIT	221	52	324	177	25	399	(16)	nm	50
Interest expense	(44)	(39)	12	(39)	13	(82)	(79)	4	46
Other income/exp.	51	18	176	15	245	65	26	148	34
Equity earnings from affiliates	4	(2)	nm	4	18	8	(5)	nm	nm
Extra items	(40)	53	(175)	118	(134)	79	339	(77)	94
EBT	228	32	622	153	49	382	(69)	nm	47
Corporate tax	6	(10)	(163)	(2)	nm	4	(11)	(137)	(25)
Minority interest	(2)	(1)	nm	0	nm	(2)	(1)	nm	nm
Net profit (loss)	197	72	174	273	(28)	471	253	86	53
Reported EPS	0.42	0.15	174	0.6	(28)	1.00	0.54	86	66
Core net profit	237	19	1,148	155	53	392	(86)	nm	49
Key ratios									
Gross margin (%)	24.9	19.3		22.2		23.7	19.2		5.588
EBITDA margin (%)	12.0	4.7		9.6		10.9	0.4		
EBIT margin (%)	9.8	3.5		8.9		9.4	(0.6)		
Tax rate (%)	(2.7)	31.0		1.4		(1.1)	(15.9)		
Net margin (%)	8.7	4.8		13.7		11.0	8.9		
Current ratio (x)	0.8	0.8		0.8		0.8	0.8		
Gearing ratio (x)	0.0	2.0		1.6		0.0	2.0		
Interest coverage (x)	6.2	1.8		5.0		4.8	(0.2)		
Balance Sheet									
Cash & Equivalent	286	348	(18)	369	(23)				
Total assets	11,363	9,923	15	10,880	4				
ST debts & current portion	0	4,395	(100)	4,474	(100)				
Long-term debt	0	1,238	(100)	1,099	(100)				
Total liabilities	7,950	7,193	11	7,508	6				
Retained earnings	0	1,285	(100)	1,915	(100)				
Shareholders equity	3,450	2,795	23	3,521	(2)				
Minority interests	15	(14)	nm	14	6				
BV (Bt)	7.3	5.9	25	7.5	(2)				

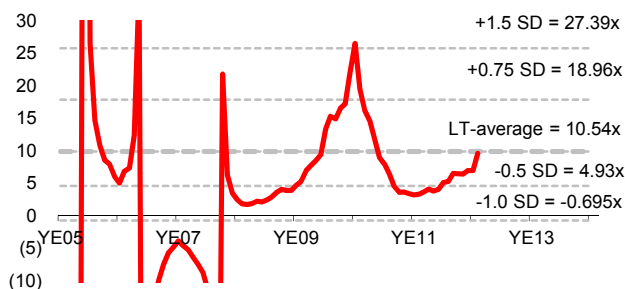
- Sales rose strongly, driven by a higher contribution from KCE Technology (Ayutthaya)
- GM jumped to 24.9% (record high) on a higher utilization rate at KCET
- There was an FX loss of 40m booked during the quarter

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

Regional Comparisons

	Bloomberg	Price	Market Cap	PER (x)		EPS Growth (%)		PBV (x)		ROE (%)		Div Yield (%)	
	Code	(local curr.)	equivalent (US\$)	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E
Edison Opto Corp	3591TT	TWD35.6	138	n.a.	36.6	-100.0	n.a.	12	12	0.7	3.2	0.6	1.7
Hon Hai Precisio	2317 TT	TWD76.6	30,317	9.7	8.7	-2.3	9.8	n.a.	n.a.	13.8	15.2	2.1	2.22
Flextronics Intl	FLEX US	USD9.1	5,503	10.8	8.7	75.7	36.9	2.4	19	21.0	21.0	0.0	0.0
Jabil Circuit	JBL US	USD23.4	4,738	10.4	8.7	-10.1	32.8	2.1	18	19.8	21.4	1.4	14.1
Delta Electronics (Thailand)	DELTA TB	THB48.25	1930	11.4	10.5	216	8.5	2.4	2.1	22.2	21.6	3.2	3.5
Hana Microelectronics	HANA TB	THB20.60	532	7.1	10.0	414	-29.2	10	10	15.3	10.4	8.5	7.3
KCE Electronics	KCE TB	THB 16.60	246	11.0	11.7	-0.9	-5.3	2.2	19	23.1	17.7	2.7	2.6
SVI	SVI TB	THB3.62	262	9.2	11.6	-29.9	-20.6	2.6	2.3	31.4	21.0	2.6	3.4
Simple average				9.9	13.3	-0.5	4.7	2.0	1.8	18.4	16.4	2.6	2.7

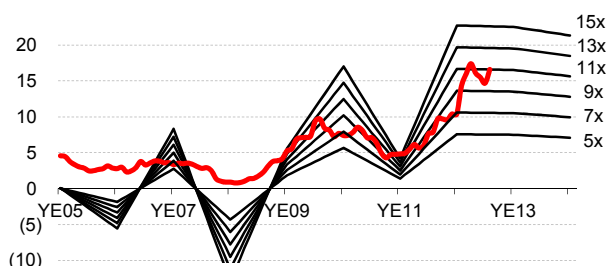
PER band versus SD (next 12 months)



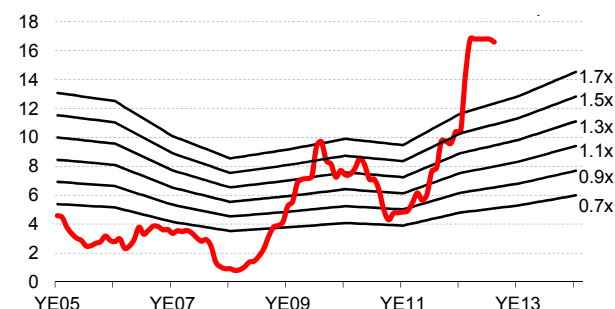
PBV band versus SD (next 12 months)



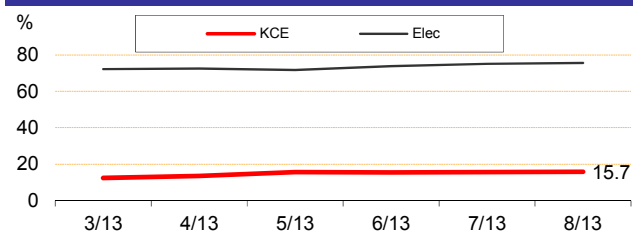
PER band and share price



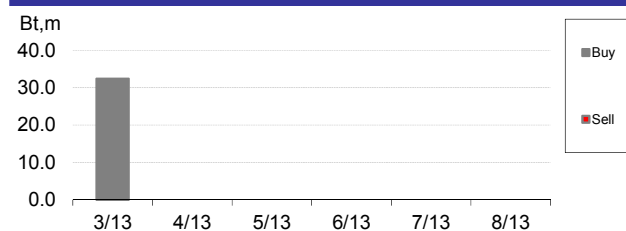
PBV band and share price



Foreign holding



Management trading activities during past six months



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 ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF DWs UNDERLYING STOCKS. Investors should carefully read the details of the derivative warrants in the prospectus before making investment decisions.

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

DWs Underlying Stocks	Financial Advisor	Joint lead underwriter/ Underwriter/ Co-underwriter
ADVANC, AOT, BANPU, BAY, BCP, BEC, BGH, BH, BIGC, BJC, BLA, BTS, CPALL, CPF, CPN, DTAC, EGCO, ESSO, GLOW, HMPRO, HEMRAJ, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, KBANK, KK, KTB, LH, MAKRO, MINT, PS, PTT, PTTEP, PTTGC, ROBINS, SCB, SCC, SPALI, TCAP, THAI, TISCO, TOP, TMB, TPIPL, TRUE, TUF		CKP, M, PACE

Score Range

90 – 100
80 – 89
70 – 79
60 – 69
50 – 59
Below 50

Score Range


No logo given

Description

Excellent
Very Good
Good
Satisfactory
Pass
N/A

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 survey of the IOD 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 does not conform nor certify the accuracy of such survey 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.