

เคซีอี อีเล็คโทรนิคส์ KCE TB / KCE.BK

13 พฤศจิกายน 256
กำไรสุทธิไตรมาส 3/56 สูงกว่าคาด 3%

สูงกว่าคาดการณ์ทุกสำนัก

KCE รายงานกำไรหลักทำสถิติสูงสุดใหม่ในไตรมาส 3/56 ที่ 319 ล้านบาท เติบโต 833% YoY และ 35% QoQ ผลประกอบการที่ออกมาสูงกว่าประมาณการของเราและตลาด 3% เนื่องจากกำไรขั้นต้นที่สูงกว่าคาด ทั้งนี้มีการบันทึกกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยนจำนวน 10 ล้านบาทในไตรมาสที่สาม ดังนั้นกำไรสุทธิอยู่ที่ 330 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 35% YoY และ 627% QoQ

ประเด็นหลักจากผลประกอบการ

รายได้เติบโต 12% QoQ และ 45% YoY มาอยู่ที่ 2.5 พันล้านบาท ปัจจัยหนุนรายได้เติบโตก้าวกระโดด YoY มาจากรายได้จาก KCE Technology (อยุธยา) ในขณะที่รายได้ที่เพิ่มสูงขึ้น QoQ เนื่องจากปัจจัยทางฤดูกาล อัตรากำไรขั้นต้นขยายตัว 10.5% YoY และ 3.6% QoQ เป็น 28.5% ซึ่งสูงกว่าสมมติฐานของเราที่ 27.1% อัตรากำไรขั้นต้นทำสถิติสูงสุดใหม่โดยมีปัจจัยหนุนมาจากราคาเงินบาทที่อ่อนค่าและผลจากประหยัดต่อขนาดที่เพิ่มขึ้น เนื่องจากอัตราการใช้กำลังการผลิตรวมของกลุ่มอยู่ที่ 95% ในช่วงไตรมาสดังกล่าว อัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายอยู่ที่ 14.2% ลดลงจาก 15% ในไตรมาส 2/56 แต่เพิ่มขึ้นจาก 14% ในไตรมาส 3/55 KCE ยังรายงานกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยนจำนวน 10 ล้านบาทด้วย ดังนั้นกำไรสุทธิอยู่ที่ 330 ล้านบาท

แนวโน้ม

หากเทียบจากไตรมาส 3/56 กำไรหลักจะอ่อนตัวลง QoQ ในไตรมาส 4/56 เนื่องจากไตรมาสที่สี่เป็นช่วงโลว์ซีซั่นของยอดขายและอัตรากำไรขั้นต้นมีแนวโน้มปรับตัวลดลงในช่วงไตรมาสดังกล่าว แต่หากเทียบจากปีที่แล้ว เราคาดว่ากำไรหลักจะปรับตัวดีขึ้น 113% จากยอดขายและอัตรากำไรขั้นต้นที่ขยายตัว แม้ว่าในขณะนี้ KCE จะดำเนินการผลิตที่ระดับเกือบเต็มกำลังการผลิต ผู้บริหารระบุว่าโครงการขยายกำลังการผลิตจะเพิ่มกำลังการผลิตเพียง 5% ของกำลังการผลิตรวม นอกจากนี้โรงงานแห่งใหม่มีกำหนดเริ่มดำเนินการผลิตในเดือนก.ย. 2557 เราคาดการณ์ยอดขายเติบโต 12% และกำไรหลักปรับตัวสูงขึ้น 14% ในปี 2557

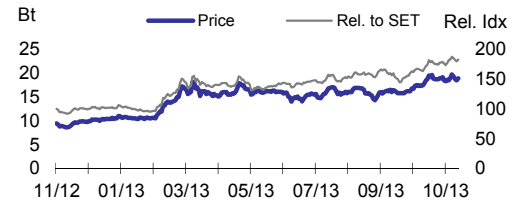
สิ่งที่เปลี่ยนแปลงไป

ประมาณการกำไรปี 2556 และปี 2557 ของเรายังคงเดิม กำไรหลักในช่วง 9 เดือนแรกของปี 2556 คิดเป็น 76% ของประมาณการกำไรทั้งปีของเรา แต่คิดเป็น 85% ของประมาณการตลาดสำหรับปี 2556 ดังนั้นเราคาดว่าตลาดจะมีการปรับเพิ่มประมาณการกำไรปี 2556 ตามมา

Sector: Electronics Overweight

คำแนะนำพื้นฐาน: ซื้อ
เป้าหมายพื้นฐาน: 21.40 บาท
ราคา (12/11/13): 18.90 บาท

Price chart

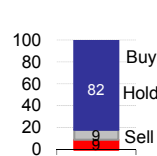


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	5.9	15.0	91.4
Absolute	2.7	11.8	101.1

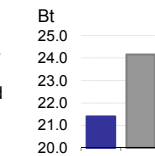
Key statistics

Market cap	Bt8.9bn	USD0.3bn
12-mth price range	Bt8.6/Bt20.0	
12-mth avg daily volume	Bt68m	USD2.2m
# of shares (m)	469	
Est. free float (%)	55.6	
Foreign limit (%)	49.0	

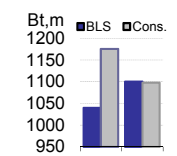
Consensus rating



BLS Target price vs. Consensus



BLS earnings vs. Consensus



Financial summary

FY Ended 31 Dec	2013E	2014E	2015E	2016E
Revenues (Btm)	9,256	10,335	11,849	13,542
Net profit (Btm)	1,040	1,100	1,225	1,390
EPS (Bt)	1.77	1.87	2.08	2.37
EPS growth (%)	+17%	+5.8%	+11.3%	+13.5%
Core profit (Btm)	949	1,083	1,207	1,373
Core EPS (Bt)	1.61	1.84	2.05	2.34
Core EPS growth (%)	+1,157%	+14%	+11.5%	+13.7%
PER (x)	10.7	10.1	9.1	8.0
PBV (x)	2.4	2.1	1.8	1.6
Dividend (Bt)	0.5	0.6	0.6	0.7
Dividend yield (%)	2.8	3.0	3.3	3.8
ROE (%)	26.8	22.4	21.4	20.9

CG rating



จินดารัตน์ เล้าทวีรุ่งสวัสดิ์
+66 2 618 1000

คำแนะนำ

KCE ยังคงเป็นหุ้นที่เราชอบในกลุ่มอิเล็กทรอนิกส์ด้วยแนวโน้มการเติบโตของยอดขายในระยะยาวและอัตรากำไรขั้นต้นที่ขยายตัว กำลังการผลิตใหม่จะเริ่มส่งผลกดดันต่ออัตรากำไรขั้นต้นของไตรมาส 4/57 แต่จะส่งผลกระทบเพียงชั่วคราวเท่านั้น อัตรากำไรขั้นต้นจะกลับมาสู่ระดับปกติเมื่อโรงงานใหม่ถึงจุดคุ้มทุน (เราให้สมมติฐานว่าเป็นไตรมาส 2/58) จากอัตราการเติบโตของกำไรหลักเฉลี่ยสะสมต่อปีในช่วงปี 2557-59 ที่ 13% เราคิดว่า PER หลัก ในขณะนี้ที่ 10.3 เท่า สำหรับปี 2557 ยังเป็นจุดเข้าซื้อที่ดี เราคงคำแนะนำ ซื้อ ด้วยราคาเป้าหมาย ณ สิ้นปี 2557 ที่ 21.40 บาท

KCE : Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
Revenue	6,478	9,256	10,335	11,849	13,542
Cost of sales and services	(5,232)	(6,886)	(7,859)	(9,152)	(10,502)
Gross profit	1,246	2,370	2,476	2,697	3,039
SG&A	(1,075)	(1,324)	(1,416)	(1,540)	(1,760)
EBIT	170	1,046	1,060	1,157	1,279
Interest expense	(159)	(198)	(197)	(201)	(193)
Other income/exp.	72	102	241	276	315
EBT	83	949	1,105	1,232	1,401
Corporate tax	(20)	(19)	(22)	(25)	(28)
After-tax net profit (loss)	63	930	1,083	1,207	1,373
Minority interest	0	(2)	0	0	0
Equity earnings from affiliates	(3)	20	0	0	0
Extra items	656	91	17	18	18
Net profit (loss)	717	1,040	1,100	1,225	1,390
Reported EPS	1.52	1.77	1.87	2.08	2.37
Fully diluted EPS	1.52	1.77	1.87	2.08	2.37
Core net profit	61	949	1,083	1,207	1,373
Core EPS	0.13	1.61	1.84	2.05	2.34
EBITDA	730	1,845	2,202	2,304	2,530

KEY RATIOS

Revenue growth (%)	(10.0)	42.9	11.7	14.7	14.3
Gross margin (%)	19.2	25.6	24.0	22.8	22.4
EBITDA margin (%)	11.3	19.9	21.3	19.4	18.7
Operating margin (%)	3.7	12.4	12.6	12.1	11.8
Net margin (%)	11.1	11.2	10.6	10.3	10.3
Core profit margin (%)	0.9	10.3	10.5	10.2	10.1
ROA (%)	7.3	9.5	8.8	8.9	9.4
ROCE (%)	8.6	11.7	11.3	11.5	12.3
Asset turnover (x)	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9
Current ratio (x)	0.8	0.9	1.0	1.1	1.1
Gearing ratio (x)	1.7	1.0	1.0	0.7	0.7
Interest coverage (x)	1.1	5.3	5.4	5.7	6.6

BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	397	929	1,022	1,133	1,284
Accounts receivable	2,215	2,691	3,004	3,445	3,937
Inventory	1,240	2,007	2,343	2,687	3,070
PP&E-net	5,237	5,551	6,469	6,246	6,698
Other assets	1,166	438	552	582	652
Total assets	10,256	11,617	13,390	14,092	15,641
Accounts payable	1,566	2,683	2,996	3,435	3,925
ST debts & current portion	4,205	3,940	3,722	2,982	3,405
Long-term debt	1,327	527	1,437	1,581	1,244
Other liabilities	81	81	81	81	81
Total liabilities	7,178	7,231	8,235	8,079	8,655
Paid-up capital	473	592	592	592	592
Share premium	1,111	1,572	1,572	1,572	1,572
Retained earnings	1,637	2,365	3,135	3,993	4,966
Shareholders equity	3,225	4,533	5,303	6,161	7,134
Minority interests	13	13	13	13	13
Total Liab.&Shareholders' equity	10,417	11,778	13,551	14,253	15,802

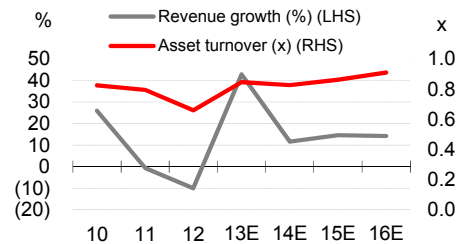
CASH FLOW (Btm)

Net income	717	1,040	1,100	1,225	1,390
Depreciation and amortization	488	698	900	871	936
Change in working capital	129	(127)	(347)	(360)	(402)
FX, non-cash adjustment & others	156	747	0	0	0
Cash flows from operating activities	1,490	2,358	1,653	1,736	1,924
Capex (Invest)/Divest	(982)	(1,030)	(1,921)	(663)	(1,441)
Others	(170)	0	0	0	0
Cash flows from investing activities	(1,152)	(1,030)	(1,921)	(663)	(1,441)
Debt financing (repayment)	(290)	(1,064)	691	(595)	86
Equity financing	(41)	580	0	0	0
Dividend payment	(142)	(312)	(330)	(367)	(417)
Others	(170)	0	0	0	0
Cash flows from financing activities	(476)	(795)	361	(962)	(331)
Net change in cash	(138)	532	93	111	152
Free cash flow (Btm)	508	1,327	(268)	1,073	483
FCF per share (Bt)	1.1	2.3	(0.5)	1.8	0.8

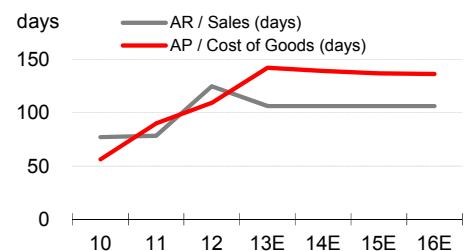
KEY ASSUMPTIONS

	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
SIA Semiconductor growth	5%	2%	5%	4%	6%
Volume Growth	-12%	43%	5%	13%	15%
Utilization rate	65%	86%	90%	102%	117%
Payout ratio	36%	30%	30%	30%	30%
FX	30.9	30.7	32.9	33.2	33.1
LME Copper Price (US\$/t)	7,946	8,322	7,826	7,055	6,614

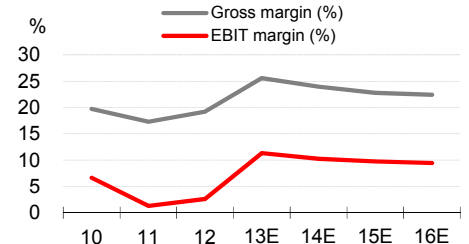
Revenue growth and asset turnover



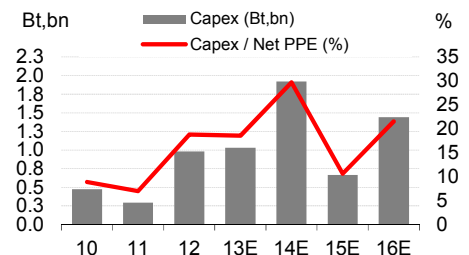
A/C receivable & A/C payable days



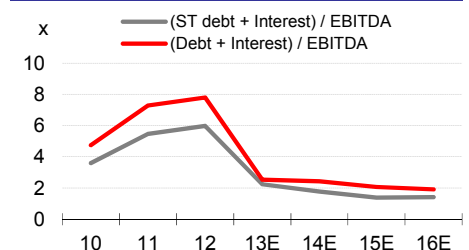
Profit margins



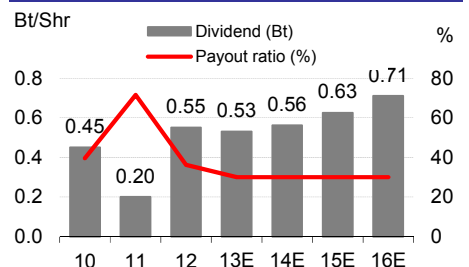
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



KCE : Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13
Revenue	1,757	1,868	2,000	2,262	2,540
Cost of sales and services	(1,441)	(1,486)	(1,555)	(1,698)	(1,816)
Gross profit	316	382	445	563	724
SG&A	(248)	(263)	(267)	(342)	(361)
EBIT	68	119	177	221	363
Interest expense	(38)	(42)	(39)	(44)	(45)
Other income/exp.	10	36	15	51	16
EBT	39	113	153	228	334
Corporate tax	(6)	(3)	(2)	6	(21)
After-tax net profit (loss)	34	110	151	234	313
Minority interest	0.0	0.0	0.0	(1.6)	0.0
Equity earnings from affiliates	0.6	2.0	3.6	4.3	6.3
Extra items	210	107	118	(40)	10
Net profit (loss)	244	218	273	197	330
Reported EPS	0.52	0.46	0.46	0.34	0.56
Fully diluted EPS	0.52	0.46	0.46	0.34	0.56
Core net profit	34	112	155	237	319
Core EPS	0.07	0.24	0.26	0.40	0.54
EBITDA	78	154	192	272	379

KEY RATIOS

Gross margin (%)	18.0	20.5	22.2	24.9	28.5
EBITDA margin (%)	4.4	8.3	9.6	12.0	14.9
Operating margin (%)	4.4	8.3	9.6	12.0	14.9
Net margin (%)	13.9	11.7	13.7	8.7	13.0
Core profit margin (%)	1.9	6.0	7.7	10.5	12.6
BV (Bt)	6.3	6.9	6.0	5.9	6.3
ROE (%)	33.8	28.1	32.4	22.7	36.8
ROA (%)	9.6	8.5	10.3	7.1	11.4
Current ratio (x)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
Gearing ratio (x)	1.9	1.7	1.6	1.7	1.6
Interest coverage (x)	2.0	3.7	5.0	6.2	8.3

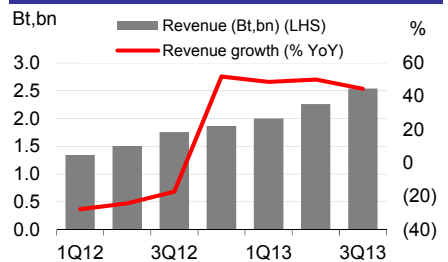
QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	536	397	369	286	252
Accounts receivable	2,095	2,215	2,540	3,009	3,421
Inventory	1,288	1,240	1,420	1,371	1,460
PP&E-net	5,102	5,237	5,367	5,459	5,497
Other assets	1,349	1,166	1,183	1,237	1,211
Total assets	10,369	10,256	10,880	11,363	11,842
Accounts payable	1,701	1,566	1,823	1,891	1,940
ST debts & current portion	4,720	4,205	4,474	4,940	5,243
Long-term debt	1,027	1,327	1,099	995	858
Other liabilities	80	81	113	123	128
Total liabilities	7,528	7,178	7,508	7,950	8,169
Paid-up capital	469	473	475	461	469
Share premium	1,086	1,111	1,129	1,037	1,073
Retained earnings	1,432	1,637	1,915	1,951	2,163
Shareholders equity	2,987	3,225	3,521	3,450	3,707
Minority interests	(12)	13	14	15	17
Total Liab.&Shareholders' equity	10,503	10,417	11,043	11,415	11,893

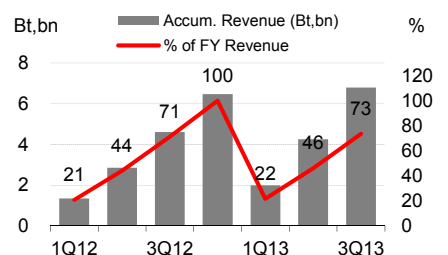
KEY STATS

	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13
Sale (USD term)	56	61	67	76	81
FX	31	31	30	30	31
Gain loss from FX	94	58	118	(40)	10
Insurance payout	116	49	0	0	0

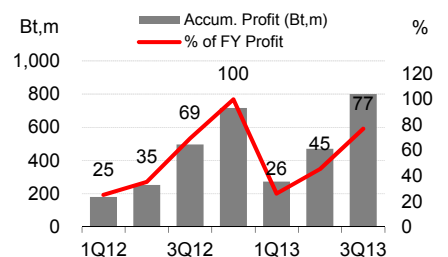
Revenue trend



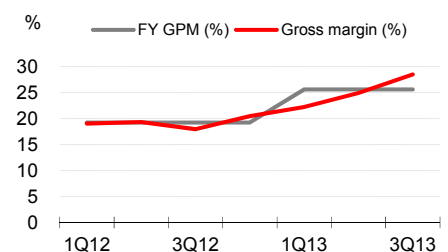
Revenue trend (accumulated)



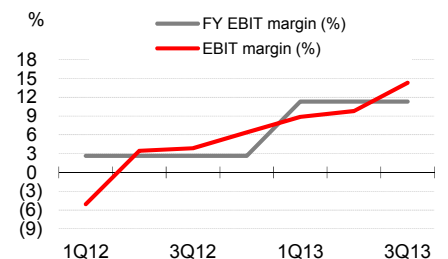
Net profit trend (accumulated)



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)	3Q13	3Q12	YoY %	2Q13	QoQ %	9M13	9M12	YoY %	9M13 vs. FY13E
Income Statement									
Revenue	2,540	1,757	45	2,262	12	6,801	4,610	48	75
Cost of sales and services	(1,816)	(1,441)	26	(1,698)	7	(5,069)	(3,747)	35	75
EBITDA	379	78	387	272		843	88		45
EBIT	363	68	436	221	64	762	52	1,379	79
Interest expense	(45)	(38)	18	(44)	4	(128)	(118)	9	65
Other income/exp.	16	10	60	51	(68)	82	36	124	38
Equity earnings from affiliates	6	1	1,013	4	47	14	(5)	nm	nm
Extra items	10	210	(95)	(40)	nm	89	549	(84)	98
EBT	334	39	748	228	46	715	(30)	nm	73
Corporate tax	(21)	(6)	262	6	(436)	(17)	(17)	(0)	85
Minority interest	0	0	nm	(2)	nm	(2)	(1)	nm	nm
Net profit (loss)	330	244	35	197	67	800	497	61	76
Reported EPS	0.56	0.52	8	0.3	67	1.36	1.05	29	76
Core net profit	319	34	833	237	35	711	(52)	nm	74
Key ratios									
Gross margin (%)	28.5	18.0		24.9		25.5	18.7		
EBITDA margin (%)	14.9	4.4		12.0		12.4	1.9		
EBIT margin (%)	14.3	3.9		9.8		11.2	1.1		
Tax rate (%)	6.2	14.5		(2.7)		2.3	(56.3)		
Net margin (%)	13.0	13.9		8.7		11.8	10.8		
Current ratio (x)	0.8	0.8		0.8		0.8	0.8		
Gearing ratio (x)	1.6	1.9		1.7		1.6	1.9		
Interest coverage (x)	8.3	2.0		6.2		6.0	0.4		
Balance Sheet									
Cash & Equivalent	252	536	(53)	286	(12)				
Total assets	11,842	10,369	14	11,363	4				
ST debts & current portion	5,243	4,720	11	4,940	6				
Long-term debt	858	1,027	(16)	995	(14)				
Total liabilities	8,169	7,528	9	7,950	3				
Retained earnings	2,163	1,432	51	1,951	11				
Shareholders equity	3,707	2,987	24	3,450	7				
Minority interests	17	(12)	nm	15	11				
BV (Bt)	6.3	6.3	1	5.9	7				

• Sales rose strongly, driven by high season and a bigger contribution from KCET

• GM jumped to 28.5% (a record high) on a higher mean utilization rate for KCE as a whole

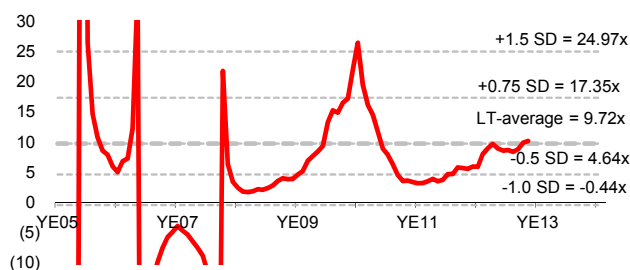
• An FX gain of 10m was booked for the quarter

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

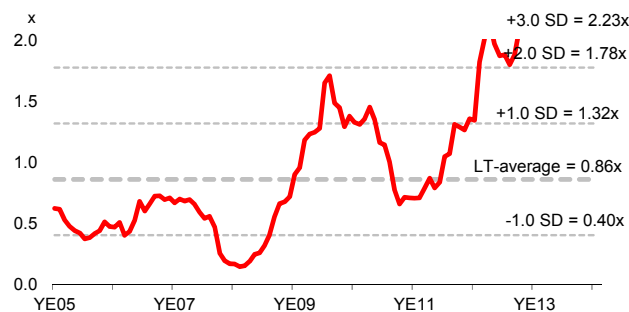
Regional Comparisons

	Bloomberg	Price	Market Cap	PER (x)		EPS Growth (%)		PBV (x)		ROE (%)		Div Yield (%)	
	Code	(local curr.)	(US\$ equivalent)	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E
Edison Opto Corp	3591TT	TWD32.6	28	382.9	53.8	-67.3	6118	11	11	0.7	2.9	0.6	12
Hon Hai Precisio	2317 TT	TWD74.5	33,048	10.4	9.3	-0.9	10.8	13	11	13.2	13.0	2.0	2.2
Flextronics Intl	FLEXUS	USD7.5	4,583	9.4	7.9	617	311	2.1	16	20.9	19.0	0.0	0.0
Jabil Circuit	JBL US	USD20.8	4,228	8.6	7.5	-13.1	44.3	17	15	18.0	18.5	16	16
Delta Electronics (Thailand)	DELTA TB	THB46.00	1814	10.7	9.6	23.9	115	2.3	2.0	22.6	22.5	4.7	5.2
Hana Microelectronics	HANA TB	THB23.20	590	7.4	8.7	516	-14.6	12	11	16.2	12.9	6.5	6.9
KCE Electronics	KCE TB	THB 18.90	280	10.7	10.1	16.7	5.8	2.4	2.1	26.8	22.4	2.8	3.0
SVI	SVI TB	THB3.68	263	10.2	10.7	-35.2	-5.4	2.5	2.2	27.7	21.4	2.4	3.7
Simple average				56.3	14.7	4.7	86.9	1.8	1.6	18.3	16.6	2.6	3.0

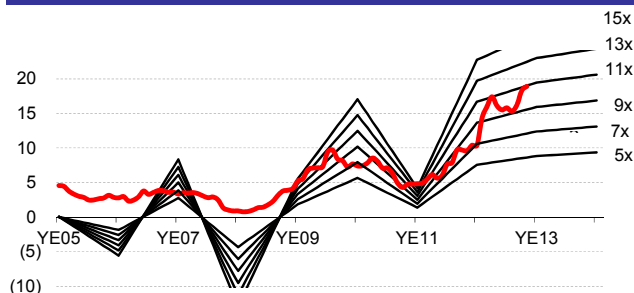
PER band versus SD (next 12 months)



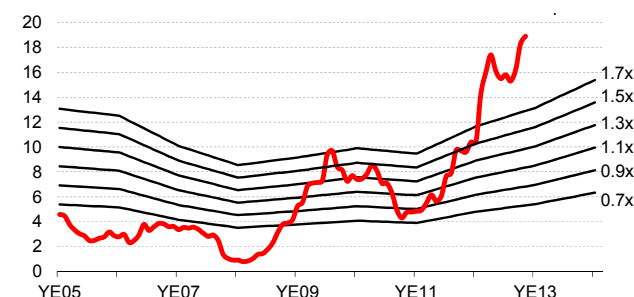
PBV band versus SD (next 12 months)



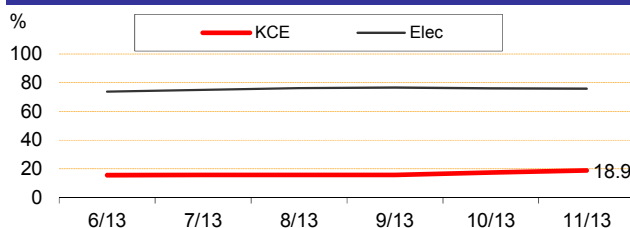
PER band and share price



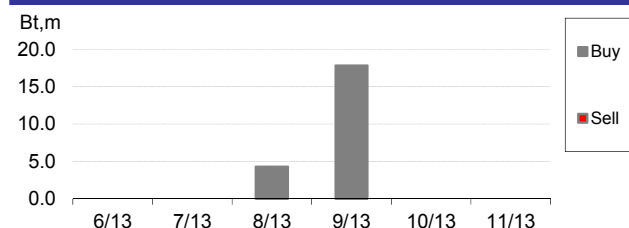
PBV band and share price



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. (Please file information: www.blswarrant.com)

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.

Financial Advisor	Lead underwriter/ Underwriter/ Co-underwriter
	BJCHI, ICHI, MEGA, NYT, PCSGH

Score Range

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

Score Range

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.