

Earnings Preview

17 เมษายน 2557

คำแนะนำ : **ซื้อ** (ไม่เปลี่ยนแปลง)

CGR Scoring Rating



ราคาปิด (บาท): 30.25
 ราคาเป้าหมาย (บาท): 39.70 (จาก 31.60 บาท)

ฉัตรชัย จินดารัตน์

http://www.maybank-ke.co.th
 (02) 658-6300

ข้อมูลบริษัท (ณ วันที่ 16 เมษายน 2557)

Description : เป็นผู้ผลิตและจำหน่ายแผ่นพิมพ์วงจรอิเล็กทรอนิกส์ PCB ซึ่งเป็นแผ่น Epoxy Glass ที่มีสีน้ำตาลไฟฟ้า เช่น ตะกั่ว ทองแดงเคลือบอยู่ และผลิตแผ่น PCB หลายชั้น ซึ่งเป็นชิ้นส่วนพื้นฐานสำคัญในการประกอบเครื่องคอมพิวเตอร์ เครื่องมือสื่อสารโทรคมนาคม อุตสาหกรรมยานยนต์และอุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์เกือบทุกชนิด

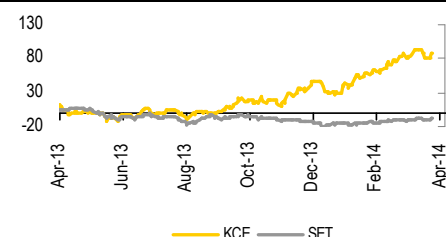
Ticker : KCE
 หุ้นที่ออกและชำระแล้ว (ล้านหุ้น) 549
 มูลค่าตลาด (ล้านบาท) 16,608
 มูลค่าตลาด (US\$ m) 515.50
 3-mth Avg Daily Turnover (ล้านบาท) 89.21
 SET INDEX 1,401.84
 Free float (%) 55.57

Major Shareholders : %
 ตระกูลวงศ์โมษิต 35.62
 บริษัท ไทยเอ็นวีดีอาร์ จำกัด 6.13

Key Indicators

ROE – annualised (%) 30.3
 Net cash (THB m): -4,028
 NTA/shr (THB): 9.4
 Interest cover (x): 9.4

Historical Chart



Performance

52-week High/Low THB 31.50/THB 13.60

	1-mth	3-mth	6-mth	1-yr	YTD
Absolute (%)	3.4	48.3	57.6	95.2	28.7
Relative (%)	1.6	35.1	65.1	111.8	19.3

บมจ. เคซีอี อิเล็คทรอนิกส์ (KCE)

30 ยังแจ๋ว

ประเด็นการลงทุน : คาดผลประกอบการ 1Q57 จะทำระดับสูงสุดใหม่ทั้งรายได้ และกำไร จากคำสั่งซื้อของลูกค้าที่ยังแน่นต่อเนื่อง และคาดว่าจะทำระดับสูงสุดใหม่อีกอย่างน้อย 2 ไตรมาสข้างหน้า และจะยังเป็นหุ้นเติบโตสูงอีกในช่วง 3-4 ปีข้างหน้า จากโรงงานใหม่ที่ทยอยสร้างรายได้ต่อเนื่อง ผลของกำไร 1Q57 ดีกว่าเราคาดไว้เดิม จึงปรับประมาณการกำไรปกติขึ้น 21% ได้ราคาเป้าหมายใหม่ที่ 39.70 บาท คงคำแนะนำ **ซื้อ** และให้เป็นหุ้น top pick ของกลุ่ม

3Q56 รายได้ New high 4Q56 กำไร New high แต่ 1Q57 New high ทั้งรายได้และกำไร : คำสั่งซื้อของลูกค้ากลับมาหนาแน่นหลังจากที่ชะลอตามผลของฤดูกาลไปในช่วง 4Q56 โดยกลุ่มหลักยังคงเป็นกลุ่มยานยนต์ที่มีชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ต่อคันมากขึ้น และยอดขายของยุโรปที่ถูกขายทั่วโลกยังเติบโตสูง และสินค้ากลุ่มอื่นเริ่มกลับมามีบทบาทมากขึ้นหลังกำลังการผลิตเพิ่มขึ้นจึงรับคำสั่งซื้อได้มากขึ้น คาดรายได้ 1Q57 ทำระดับสูงสุดใหม่ที่ 2,743 ล้านบาท ขณะที่อัตรากำไรยังทรงตัวสูงค่าที่ 28.9% เราจึงคาดกำไรปกติ 1Q57 ของ KCE จะทำระดับสูงสุดใหม่อีกครั้งต่อเนื่องเป็นไตรมาสที่ 3 ที่ 391 ล้านบาท เติบโต 14% QoQ และ 154% YoY และคาดว่าจะทำระดับสูงสุดใหม่ต่อเนื่องได้ถึง 3Q57 เป็นอย่างน้อย

ปรับประมาณการกำไรขึ้นอีกครั้ง และคาดว่าจะไม่ใช่ครั้งสุดท้าย : หากคาดการณ์กำไร 1Q57 ของเราเป็นจริงจะคิดเป็นสัดส่วนถึง 30% ของประมาณการกำไรเดิมของเรา ทั้งนี้เพราะรายได้มีแนวโน้มดีกว่าที่บริษัทตั้งเป้าไว้ที่ 10% ในแง่ของรายได้ในรูป US\$ ขณะที่เราคาดเติบโต 9% จึงปรับประมาณการขึ้นเป็นค่าเติบโต 12% และปรับสมมติฐานค่าเงินบาทเป็น 32 บาท/US\$ จากเดิม 31บาท/US\$ และอัตรากำไรขึ้นต้นเพิ่มขึ้นเป็น 28% จาก 27.1% ทำให้กำไรปกติปี 2557 เพิ่มขึ้น 21% เป็น 1,556 ล้านบาท เติบโต 48% รองจาก SVI แต่ SVI มาจากฐานที่ต่ำ ขณะที่ KCE มาจากฐานที่สูง และผลของการปรับประมาณการขึ้นทำให้ระดับ PER ลดลงเหลือเพียง 10.7 เท่าจากเดิมที่กว่า 12 เท่า ขณะที่คาดการณ์รายได้ของเราที่เติบโต 12% ค่อนข้างระมัดระวัง เพราะสูงกว่าเป้าหมายของบริษัทเพียง 2% ขณะที่ผู้บริหารระบุว่ามีความเป็นไปได้มากกว่าเป้า 5% ขึ้นไป จึงมีโอกาสที่ปรับประมาณการขึ้นได้อีก

เรายังคงให้ KCE เป็นที่ 1 ในกลุ่ม : จากผลของการปรับประมาณการขึ้น และการปรับใช้ PER ในการประเมินมูลค่าที่ 14 เท่า จากเดิม 13 เท่า เช่นเดียวกับ SVI เนื่องจากเราให้ความสำคัญฟรีเมียมกลุ่มในเรื่องของความมั่นคงของรายได้ และการเติบโตของกำไร ได้ราคาเป้าหมายใหม่ที่ 39.70 บาท มี Upside gain สูงขึ้นเป็น 31% และคาดเงินปันผลที่ 1.13 บาท คิดเป็นผลตอบแทน 3.7% เป็นหุ้นเติบโตสูงอย่างน้อยอีก 3-4 ปี ข้างหน้า จึงยังคงแนะนำ **ซื้อ** และให้เป็นหุ้นที่น่าลงทุนที่สุดในกลุ่มอิเล็กทรอนิกส์

ความเสี่ยง : ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน และเศรษฐกิจโลก

KCE – Summary Earnings Table

FYE: Dec 31 (THB m)	2011	2012	2013	2014F	2015F
Revenue	7,201	6,478	9,294	10,745	11,079
EBITDA	751	887	1,987	2,498	2,801
Recurring Net Profit	46	57	1,052	1,556	1,650
Net profit	133	712	1,174	1,556	1,650
EPS (Bt)	0.28	1.54	2.36	2.84	2.86
EPS growth (%)	-75.3	449.0	53.2	19.9	0.8
DPS (Bt)	0.20	0.55	0.75	1.13	1.14
PER	312.3	246.9	14.3	10.7	10.6
EV/EBITDA (x)	20.7	18.7	7.9	6.6	5.3
Div Yield (%)	0.7	1.8	2.5	3.7	3.8
P/BV(x)	5.7	4.6	3.5	3.2	2.8
Net Gearing (%)	212.1	179.7	123.9	105.8	90.1
ROE (%)	5.3	23.1	28.5	30.3	26.8
ROA (%)	2.1	3.9	11.8	13.0	13.3
Cons. Net Profit (THB m)	-	-	1,174	1,327	1,487

Source: Company reports and MBKET.

คำสั่งซื้อจากลูกค้ายังคงแน่นขนัด

รายได้หลักของ KCE ยังคงมาจากกลุ่มยานยนต์มากกว่า 65% และด้วยกำลังการผลิตในอดีตที่มีอยู่อย่างจำกัดทำให้ต้องรักษาลูกค้ากลุ่มยานยนต์ไว้จนไม่สามารถรับคำสั่งซื้อจากลูกค้ากลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ ได้ หรือต้องยกเลิกการผลิตไปเนื่องจากกำลังการผลิตไม่เพียงพอ แต่เมื่อ KCE ปรับปรุงโรงงานให้มีประสิทธิภาพมากขึ้น มีพื้นที่ว่างมากขึ้น จึงมีช่องว่างให้กับการผลิตสินค้ากลุ่มอื่นได้ และเมื่อ KCE มีแผนขยายโรงงานแห่งใหม่ จึงกลับมารับคำสั่งซื้อของลูกค้าในกลุ่ม Networking ได้มากขึ้นจากที่เคยยกเลิกผลิตไปแล้ว ซึ่งกลุ่มนี้ได้انسักเชิงบวกจากการเปลี่ยนแปลงเทคโนโลยีในตลาดโลกเข้าสู่ยุค 3จี, 4จี และ WiFi และเป็นสินค้าอัตรากำไรสูง

ผู้บริหารค่อนข้างมั่นใจถึงคำสั่งซื้อที่มี ณ เวลานั้นที่อาจทำได้ดีกว่าเป้าหมายของบริษัทที่เติบโต 10% ในแง่ของรายได้ในรูป US\$ ลูกค้าปัจจุบันบางรายได้ส่งจดหมายแจ้งให้บริษัทเตรียมพร้อมสำหรับคำสั่งซื้อที่จะแน่นขึ้นอีกในช่วง 2H57 ทั้งนี้นอกจากปัจจัยทางเศรษฐกิจโลกที่เป็นตัวหนุนอุปสงค์แล้ว KCE ยังสามารถผลิตสินค้าที่มีคุณภาพที่ดีกว่าคู่แข่ง แต่ขายได้ในราคาต่ำกว่า เนื่องจากประสิทธิภาพการผลิตที่สูงกว่า และต้นทุนแรงงานที่ต่ำกว่า จึงแย่งส่วนแบ่งทางการตลาดของคู่แข่งได้อย่างต่อเนื่อง ทำให้เราเชื่อว่าการประกอบกิจการของ KCE จะดีกว่าที่เราคาดการณ์ไว้เดิม

บริษัทผลิตรถยนต์ยุโรปรายงานยอดขายเติบโตสูง

จากรายงานยอดขายของหลายบริษัทพบว่ายังคงมีเม็ดเงินโตขึ้นเรื่อยๆ เช่น

1. Volkswagen รายงานยอดขายเดือน มี.ค. เติบโต 15.4% YoY และยอดขาย 1Q57 เพิ่มขึ้น 11.7% YoY
2. Porsche รายงานยอดขายใน 1Q57 ในยุโรปลดลง 0.2% YoY ขณะที่ในสหรัฐฯ เพิ่มขึ้น 9.2% ในจีนเพิ่มขึ้น 14.2% และยอดขายในกลุ่มประเทศเอเชียแปซิฟิก แอฟริกา และตะวันออกกลางเพิ่มขึ้น 11.9%
3. Daimler ผู้ผลิตรถยนต์ Mercedes Benz รายงานยอดขายเดือน มี.ค. เพิ่มขึ้น 13.3% YoY และ 1Q57 เพิ่มขึ้น 13.5% YoY
4. BMW รายงานยอดขายเดือน มี.ค. เพิ่มขึ้น 16.9% YoY

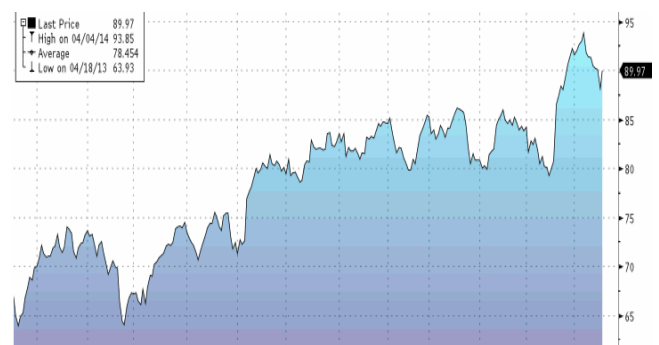
ลูกค้ารายใหญ่ในกลุ่มยานยนต์ของ KCE เป็นผู้ผลิตชิ้นส่วนยานยนต์ให้กับผู้ผลิตรถยนต์ High-end ของยุโรป การเติบโตของยอดขายดังกล่าวมีผลมาจากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลก และราคาต่อหน่วยที่ทำให้คนหลากหลายกลุ่มหาซื้อได้มากขึ้น และจำนวนรถ 1 คันมีการใช้อุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์ หรืออุปกรณ์ไฟฟ้าภายในรถเพิ่มมากขึ้นกว่าในอดีตค่อนข้างมาก จึงเป็นเหตุผลสำคัญที่ทำให้คำสั่งซื้อจากลูกค้าของ KCE ในกลุ่มยานยนต์ยังคงหนาแน่นอย่างมาก

Figure 1 : Daimler (DAI GY EQUITY) share price 1 year



Source: Bloomberg

Figure 2 : BMW (BMW GY EQUITY) share price 1 year



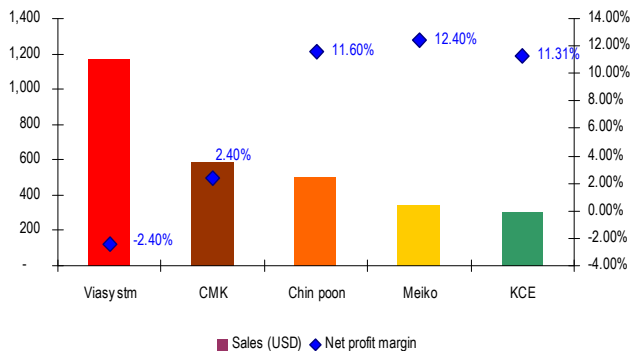
Source: Bloomberg

KCE รายได้เป็นที่ 5 แต่อัตรากำไรกำลังจะเป็นที่ 1

แม้ว่าปัจจุบัน KCE ถือว่าเป็นอันดับ 5 ของโลกในแง่ของยอดขายแผ่น PCB กลุ่มยานยนต์ แต่ถือได้ว่า KCE เป็นคู่แข่งที่น่ากลัวสำหรับผู้ผลิตรายใหญ่อีก 4 รายที่เหลือ เนื่องจากทิศทางการความสามารถในการทำกำไรของ 4 บริษัทนั้นอยู่ในทิศทางขาลง ทรงแท่ง หรือเพิ่งฟื้นตัวจากการขาดทุน ขณะที่ KCE อัตรากำไรอยู่ในทิศทางขยายตัวแบบก้าวกระโดด หากพิจารณาความสามารถในการทำกำไรขึ้นมาอยู่ใกล้เคียงกับ Chin poon ได้แล้วมีเพียง Meiko ที่มีอัตรากำไรสุทธิสูงสุด 12.40% ณ สิ้นปี 2556

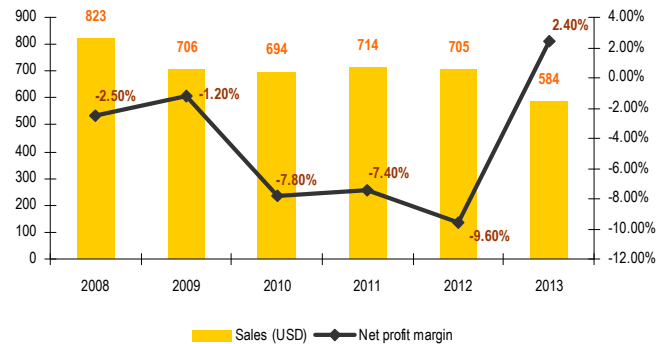
อย่างไรก็ตามเราคาดว่ารายได้ของ KCE จะสูงติด 3 อันดับแรกภายหลังจากที่โรงงานใหม่ทั้ง 3 เฟสแล้วเสร็จ ขณะที่ปี 2557 เราคาดว่า KCE จะเป็นอันดับ 1 ในแง่ของอัตรากำไรสุทธิ เราคาดว่าที่ 14.5% ด้วยความที่มีอัตรากำไรสูงจะทำให้ KCE ใช้กลยุทธ์การแข่งขันด้านราคา แต่ให้คุณภาพที่สูงกว่า เพื่อเพิ่มส่วนแบ่งทางการตลาดได้มากขึ้นเรื่อยๆ หรือคู่แข่งที่ยังขาดทุนจะเน้นเรื่องการบริหารต้นทุนภายในเพื่อเพิ่มความสามารถในการทำกำไร มากกว่าที่จะมาแข่งด้านรายได้เป็นโอกาสให้กับ KCE เช่น CMK เคยมีรายได้สูงที่สุด แต่ปี 2556 กลายเป็นลำดับที่ 2 แต่อัตรากำไรสุทธิดีขึ้นจาก -9.6% เป็น 2.4% ในปี 2556 หรือ Viasystem ที่ปัจจุบันแม้จะมียอดขายสูงที่สุดแต่กลับขาดทุนจากที่เคยมีกำไรเป็นต้น

Figure 3 : Top 5 PCB for automotive performance



Source: Company reports, Bloomberg

Figure 4 : CMK sales and net margin history



Source: Bloomberg

ค่าเสื่อมโรงงานใหม่ไม่ใช่สิ่งที่น่ากังวลมากนัก

แม้ว่าการสร้างโรงงานใหม่จะทำให้มีค่าเสื่อมราคาเพิ่มขึ้น เป็นความเสี่ยงว่าค่าเสื่อมที่เพิ่มขึ้นนั้นอาจสูงกว่ารายได้ที่เพิ่มขึ้นในช่วง 1 - 2 ไตรมาสแรก ด้วยมูลค่าเงินลงทุนทั้งหมดของเฟสแรกๆที่ 2,862 ล้านบาท แต่คาดว่าจะเริ่มรับรู้ค่าเสื่อมราคาใน 4Q57 หากพิจารณาที่อายุสินทรัพย์ 10 ปี จะทำให้ มีค่าเสื่อมเพิ่มขึ้นอย่างมากราว 72 ล้านบาท/ไตรมาส คิดเป็นสัดส่วนเพียง 5% ของประมาณการกำไรของเรา ซึ่งในทางปฏิบัติการรับรู้ค่าเสื่อมเครื่องจักรจะรับรู้เฉพาะในส่วนที่เริ่มเปิดดำเนินงาน และทำรายได้แล้วเท่านั้น เราคาดว่าค่าเสื่อมราคาของโรงงานใหม่ที่รับรู้จริงจะต่ำกว่า 72 ล้านบาท ซึ่งกระทบผลประกอบการจำกัด

กำไร 1Q57 คาด New high ทั้งรายได้และกำไร

ใน 3Q56 รายได้ทำ New high แต่ในแง่กำไรทำ New high ไว้ใน 4Q56 เพราะแม้รายได้จะลดลงตามฤดูกาลแต่ด้วยอัตรากำไรที่เป็นขาขึ้นจึงทำให้กำไรสามารถทำสถิติสูงสุดใหม่ได้

แต่สำหรับ 1Q57 เราคาดว่าทั้งรายได้ และกำไรจะทำสถิติสูงสุดใหม่ได้ คาดรายได้ 2,743 ล้านบาท เติบโต 10% QoQ และ 37% YoY และเป็นระดับรายได้สูงสุดใหม่ของบริษัท จากปัจจัยหนุนดังกล่าวข้างต้น ขณะที่อัตรากำไรขึ้นต้นคาบไตรมาสจาก 28.9% ใน 4Q56 แต่เพิ่มขึ้นจาก 22.2% ใน 1Q56 ขณะที่ค่าใช้จ่ายอื่นๆ ยังอยู่ในระดับปกติ ทำให้เราคาดว่ากำไรปกติ 1Q57 จะทำระดับสูงสุดใหม่ที่ 391 ล้านบาท เติบโต 14% QoQ และ 154% YoY ซึ่งเราคาดว่าผลประกอบการจะทำระดับสูงสุดใหม่ได้ต่อเนื่องถึง 3Q57 เป็นอย่างน้อย ทำให้ประมาณการเดิมของเราอาจต่ำเกินไป

KCE เหมาะสำหรับนักลงทุนที่เน้นการเติบโตสูง โดยเราเชื่อว่ากำไรปกติของ KCE จะเติบโตด้วยเลข 2 หลักช่วงสูงต่อเนื่องอีก 3-4 ปี ข้างหน้า เนื่องจากโรงงานใหม่จะทยอยสร้างเสร็จต่อเนื่อง และจะสร้างรายได้เต็มในปี 2560 ซึ่งจะทำให้ฐานกำไรของบริษัทสูงขึ้นต่างจากปัจจุบันอย่างมาก แม้ว่าจะมีความเสี่ยงเรื่องเศรษฐกิจโลกที่ยังมีความไม่แน่นอน แต่ทุกครั้งที่เกิดวิกฤติเศรษฐกิจผลกระทบของการของ KCE มักจะไม่หลุดตัวหนักในทิศทางเดียวกับเศรษฐกิจโลก เพราะด้วยเวลาที่สินค้าของลูกค้าเป็นสินค้าที่ถูกจำหน่ายทั่วโลก ทำให้ผลิตภัณฑ์ของลูกค้าอาจแยกในตลาดหนึ่ง แต่จะฟื้นตัวได้เร็ว หรือเติบโตได้ในอีกตลาดหนึ่ง

สำหรับประเด็นอัตราแลกเปลี่ยนที่กลับมาแข็งค่าขึ้นในช่วง 1Q57 แต่ยังคงถือว่าเป็นระดับที่อ่อนกว่าช่วงต้นปี 2556 ที่ต่ำกว่า 30 บาท/US\$ ซึ่งเวลานั้นผลกระทบของการของ KCE ไม่ได้รับผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญ และการเปลี่ยนแปลงแบบค่อยเป็นค่อยไป ทำให้อยู่ในวิสัยที่บริษัทสามารถควบคุมได้ ปัจจุบันเรายังไม่เห็นความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนที่มีนัยสำคัญต่อบริษัท

Figure 5 : KCE - 1Q14 earnings Preview

(Btmn)	1Q14F	4Q13	QoQ	1Q13	YoY
Revenues	2,743	2,493	10.0%	2,000	37.2%
COGs	1,950	1,774	10.0%	1,555	25.4%
Gross profits	793	719	10.2%	445	78.3%
Gross margin (%)	28.9%	28.9%	0.1%	22.2%	30.0%
SG&A	331	344	-3.7%	267	23.9%
Operating profit	461	375	22.9%	177	160.2%
Operating margin (%)	16.82%	15.06%	11.7%	8.87%	89.7%
EBITDA	586	498	17.8%	304	92.7%
EBITDA margin (%)	21.37%	19.96%	7.1%	15.22%	40.5%
Profit from associated	0	-1	n.m.	4	n.m.
Interest expense	43	43	0.2%	39	11.5%
Normalised earning	391	344	13.6%	153	154.4%
Extra ordinary gain (loss)					
- Forex gain (loss)	0	0	n.m.	118	n.m.
- Insurance claims	0	33	n.m.	0	n.m.
Net profit	391	377	3.7%	272	43.7%
EPS (Bt) before extra item	0.71	0.63	13.6%	0.28	154.4%
EPS (Bt)	0.71	0.69	3.7%	0.50	43.7%

Source: MBKET

ปรับประมาณการกำไรขึ้น 20% และเชื่อว่ายังไม่ใช้ครั้งสุดท้าย

ด้วยรายได้ที่เติบโตแรงกว่าที่เราคาดไว้เดิมและกำไร 1Q57 คิดเป็นสัดส่วนถึง 30% ของประมาณการเดิม เราจึงปรับประมาณการรายได้ในรูป US\$ ขึ้น 3% เป็น US\$339 (+12% YoY) และปรับประมาณการสมมติฐานค่าเงินบาทเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐจาก 31 บาท เป็น 32 บาท ทำให้รายได้รูปเงินบาทเพิ่มขึ้น 6% จากประมาณการเดิม ปรับเพิ่มประมาณการอัตรากำไรขั้นต้นจาก 27% เป็น 28% ซึ่งนับว่ายังเป็นตัวเลขที่ระมัดระวังเนื่องจากยังคงต่ำกว่า 4Q56 ที่ 28.9% ทำให้อัตรากำไรจากการดำเนินงานเพิ่มขึ้นจากประมาณการเดิมเป็น 16% และกำไรสุทธิเพิ่มขึ้นจากประมาณเดิม 21% เป็น 1,556 ล้านบาท เติบโต 48% ซึ่งประมาณการนี้ยังไม่รวมรายได้ที่จะเกิดขึ้นจากโรงงานใหม่ คาดว่าจะเริ่มเข้ามาใน 4Q57 แต่จะมีนัยสำคัญในปี 2558

ประมาณการกำไรของเรามีโอกาสในการปรับประมาณการขึ้นได้อีกจาก 1) รายได้ที่อาจดีกว่าที่เราคาดที่ US\$339 (+12% YoY) และ 2) อัตรากำไรขั้นต้นที่สูงกว่าคาดปัจจุบันขาดที่เพียง 28% เทียบกับ 4Q56 ที่ 28.9% อย่างไรก็ตามอาจเร็วเกินไปที่จะรวมปัจจัยบวกต่างๆ เข้าไปเต็มที่ เนื่องจากช่วงเวลาที่เหลืออีก 9 เดือนของปี 2557 อาจมีปัจจัยลบที่เห็นความคาดหมายเกิดขึ้นได้ทั้งจากเรื่องของอัตราแลกเปลี่ยน และเศรษฐกิจโลก

ปรับราคาเป้าหมายขึ้น ยังคงเป็น Top pick ของกลุ่ม

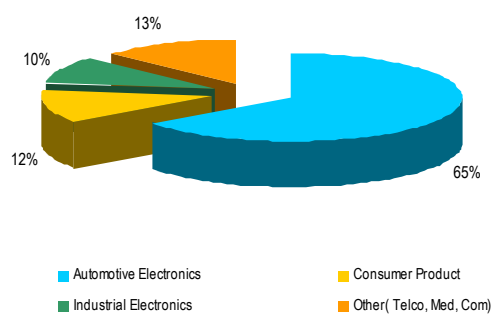
จากผลของการปรับประมาณการกำไรขึ้นทำให้ทำให้กำไรต่อหุ้นเพิ่มขึ้นเป็น 2.84 บาท จากเดิม 2.43 บาท เพิ่มขึ้น 17% (เพิ่มขึ้นน้อยกว่ากำไรที่ปรับเพิ่มขึ้นจากผลของจำนวนหุ้นที่เพิ่มขึ้นจากการใช้สิทธิ Warrant) และเราเพิ่มตัวคูณในการประเมินมูลค่าในระดับพรีเมียมกลุ่มจาก PER 13 เท่า เป็น 14 เท่า ซึ่งเท่ากับ SVI ที่เราปรับประมาณการขึ้นในช่วงก่อนหน้านี้เนื่องจากเป็น 2 หุ้นที่มีการเติบโตสูง SVI กำไรปกติเติบโต 66% สูงที่สุด แต่ส่วนหนึ่งเป็นผลจากฐานกำไรปี 2556 ที่ต่ำ ขณะที่ KCE กำไรปกติเติบโต 48% แม้จะมาจากฐานที่สูงในปี 2556 แล้วก็ตาม ได้ราคาเป้าหมายใหม่ที่ 39.70 บาท มี Upside gain 31% จึงแนะนำ ซื้อ และยังคงให้เป็นหุ้นที่น่าสนใจที่สุดในกลุ่ม ปัจจุบันซื้อขายที่ PER เพียง 10.7 เท่า และคาดเงินปันผลทั้งปี 2556 ที่ 1.13 บาท (จ่ายทุกครึ่งปี) คิดเป็นผลตอบแทน 3.7%

Figure 6 : KCE - 1Q14 earnings Preview

	New	2014F Old	Changed
Revenue	10,745	10,145	5.9%
Gross margin	3,010	2,753	9.3%
GPM	28.0%	27.1%	
SG&A	1,326	1,341	-1.1%
SG&A/Sales	12.3%	1.0%	
Operating profit	1,684	1,412	19.2%
OPM	15.7%	13.9%	
Interest expense	191	185	3.0%
Taxes	16	13	20.4%
Insurance claim	0	0	109.7%
Recurring profit	1,556	1,292	20.4%
Net profit	1,556	1,292	20.5%
Norm EPS	2.84	2.43	16.7%
DPS	1.13	0.97	16.5%
Dividend yield	3.8%	3.3%	
Revenue growth	15.6%	9.2%	
Recurring profit growth	48.0%	22.9%	
PE multiple	14.0	13.0	7.7%
Target price	39.7	31.6	25.6%

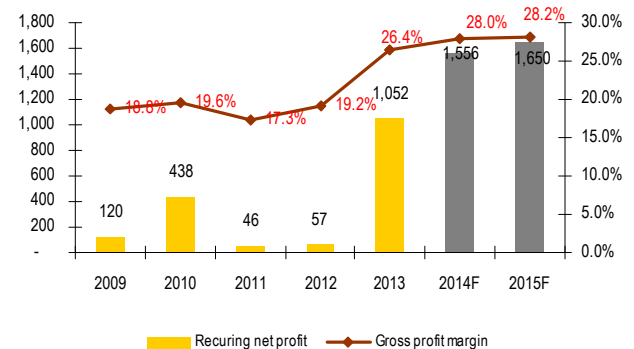
Source: MBKET

Figure 7 : KCE product mixed



Source: Company reports

Figure 8 : Recurring profit and Gross profit margin



Source: Company reports, MBKET

INCOME STATEMENT (THB mn)

FY December	2012	2013	2014F	2015F
Revenue	6,478	9,294	10,745	11,079
EBITDA	658	1,828	2,391	2,690
Depreciation & Amortisation	488	651	707	936
Operating Profit (EBIT)	399	1,349	1,791	1,865
Interest (Exp)/Inc	159	-171	-191	-168
Associates	(3)	(13)	-	-
One-offs	656	33	0	0
Pre-Tax Profit	240	1,165	1,601	1,697
Tax	20	-16	-16	-17
Minority Interest	4	-8	-28	-30
Net Profit	712	1,174	1,556	1,650
Recurring Net Profit	57	1,052	1,556	1,650
Revenue Growth %	-10.0	43.5	15.6	3.1
EBITDA Growth (%)	2.1	177.7	30.8	12.5
EBIT Growth (%)	101.0	234.9	34.1	4.1
Net Profit Growth (%)	436.6	64.7	32.6	6.0
Recurring Net Profit Growth (%)	23.7	1,759.2	48.0	6.0
Tax Rate %	8.3	1.0	1.0	1.0

BALANCE SHEET (THB mn)

FY December	2012	2013	2014F	2015F
Fixed Assets	5,398	5,539	6,325	5,984
Other LT Assets	163	277	105	106
Cash/ST Investments	400	405	1,411	3,183
Other Current Assets	4,295	5,063	5,972	4,787
Total Assets	10,256	11,284	13,814	14,059
ST Debt	4,205	4,069	5,386	5,255
Other Current Liabilities	1,580	2,206	2,570	2,281
LT Debt	1,327	783	644	292
Other LT Liabilities	67	116	74	72
Minority Interest	13	20	0	1
Shareholders' Equity	3,064	4,091	5,140	6,158
Total Liabilities-Capital	10,256	11,284	13,814	14,059
Share Capital (m)	462	496	549	577
Gross Debt/(Cash)	5,531	5,092	5,439	5,548
Net Debt/(Cash)	5,131	4,687	4,028	2,365
Working Capital	-1,089	-807	-573	434
BVPS	6.51	8.55	9.36	10.67

CASH FLOW (THB mn)

FY December	2012	2013	2014F	2015F
Profit before taxation	240	1,165	1,601	1,697
Depreciation	488	651	707	936
Net interest receipts/(payments)	-159	-171	-191	-168
Working capital change	-685	-500	-1,432	883
Cash tax paid	-20	-16	-16	-17
Others (incl'd exceptional items)	1,788	1,002	391	118
Cash flow from operations	1,651	2,131	1,060	3,449
Capex	-986	-1,624	-1,095	-595
Disposal/(purchase)	0	0	0	1
Others	-166	8	171	0
Cash flow from investing	-1,152	-1,616	-924	-594
Debt raised/(repaid)	212	-188	1,178	-482
Equity raised/(repaid)	109	118	69	29
Dividends (paid)	-142	-278	-378	-630
Interest payments	-159	-171	-191	-168
Others	-654	9	191	169
Cash flow from financing	-634	-509	869	-1,082
Change in cash	-135	5	1,006	1,773

RATES & RATIOS

FY December	2012	2013	2014F	2015F
Gross margin %	19.2	26.4	28.0	28.2
EBITDA Margin %	10.2	19.7	22.2	24.3
Op. Profit Margin %	2.6	12.7	15.7	15.8
Net Profit Margin %	11.0	12.6	14.5	14.9
ROE %	23.1	28.5	30.3	26.8
ROA %	3.9	11.8	13.0	13.3
Net Margin Ex. EI %	0.9	11.3	14.5	14.9
Dividend Cover (x)	2.8	3.2	2.5	2.5
Interest Cover (x)	-2.5	7.9	9.4	11.1
Asset Turnover (x)	0.6	0.8	0.8	0.8
Asset/Debt (x)	1.4	1.6	1.6	1.8
Debtors Turn (days)	124.8	125.9	121.7	91.3
Creditors Turn (days)	88.3	73.0	73.0	60.8
Inventory Turn (days)	69.9	81.1	81.1	66.4
Net Gearing %	180.5	124.5	105.8	90.1
Debt/ EBITDA (x)	10.9	3.9	3.6	2.9
Debt/ Market Cap (x)	0.5	0.5	0.5	0.5

Source: Company reports and MBKET

APPENDIX I: TERMS FOR PROVISION OF REPORT, DISCLOSURES AND DISCLAIMERS

รายงานนี้ ถูกจัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ และเพื่อเป็นการให้ข้อมูลเท่านั้น มิใช่การชักจูงให้ซื้อหรือขายหุ้นที่กล่าวถึงในรายงานนี้ นักลงทุนควรพึงตระหนักไว้เสมอว่า มูลค่าของหุ้นอาจมีความผันผวน มีการเพิ่มขึ้นและลดลงได้ตลอดเวลา ความเห็น หรือคำแนะนำต่างๆ จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของเทคนิค และปัจจัยพื้นฐาน ซึ่งอาจมีความแตกต่างกัน การประเมินมูลค่าที่เหมาะสมทางเทคนิค อาจใช้วิธีการที่แตกต่างจากการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐาน โดยขึ้นอยู่กับปัจจัยทางด้านราคา และมูลค่าการซื้อขาย ซึ่งแตกต่างไปจากการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐาน ดังนั้นผลตอบแทนของนักลงทุนจึงอาจต่ำกว่าต้นทุนได้ และผลตอบแทนจากการลงทุนในอดีตไม่สามารถสะท้อนถึงผลตอบแทนในอนาคตได้ บทวิเคราะห์นี้ไม่ได้มีจุดประสงค์เพื่อแนะนำการลงทุนเพื่อบุคคลใดเป็นการเฉพาะ และเพื่อวัตถุประสงค์เฉพาะเจาะจงต่อการลงทุน ฐานะทางการเงิน และความต้องการส่วนบุคคลของนักลงทุนที่ได้รับหรืออ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เพราะฉะนั้น นักลงทุนจึงควรใช้วิจารณญาณ ในการอ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

การจัดทำรายงานฉบับนี้ ได้อ้างอิงมาจากแหล่งข้อมูลที่ได้รับการยอมรับว่ามีความน่าเชื่อถือ แต่ไม่ได้เป็นการรับรองจาก Maybank Investment Bank Berhad และบริษัทย่อยและในเครือ) รวมเรียก “Maybank Kim Eng”) ผลที่ตามมาทั้งในส่วนของความแม่นยำ หรือเรียบร้อยสมบูรณ์จึงไม่ได้เป็นความรับผิดชอบจากทาง Maybank Kim Eng ดังนั้น Maybank Kim Eng และ เจ้าหน้าที่ ,กรรมการ ,บริหารร่วม และหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง และ/หรือพนักงาน) รวมเรียกว่า “Representatives”) จะไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อการสูญเสียต่างๆ ที่เกิดขึ้นทั้งทางตรงหรือทางอ้อมจากการใช้รายงานฉบับนี้ ข้อมูล , ความเห็น และคำแนะนำที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ตลอดเวลา โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า

บทวิเคราะห์นี้อาจมีการคาดการณ์ผลการดำเนินงานล่วงหน้า ซึ่งส่วนใหญ่จะเห็นได้จากการใช้คำต่างๆ เหล่านี้ เช่น “คาดว่า” “เชื่อว่า” “คาดการณ์ว่า” “มีแนวโน้มว่า” “มีแผนว่า” “ประมาณการ” หรือ การอธิบายว่า เหตุการณ์นี้ “อาจ” เกิดขึ้น หรือ เหตุการณ์นี้ “เป็นไปได้” ที่จะเกิดขึ้น เป็นต้น การคาดการณ์ล่วงหน้า จะอยู่บนพื้นฐานของสมมติฐานที่ตั้งขึ้นและอ้างอิงบนข้อมูลในปัจจุบัน และยังขึ้นอยู่กับความเสี่ยงและความไม่แน่นอนที่จะทำให้เกิดผลการดำเนินงานที่แท้จริงแตกต่างไปจากที่คาดการณ์ได้อย่างมีนัยยะสำคัญ นักลงทุนจึงไม่ควรใช้การคาดการณ์ล่วงหน้านี้เป็นหลักในการตัดสินใจลงทุนหลังจากวันที่บทวิเคราะห์ถูกเผยแพร่ออกไป Maybank Kim Eng ไม่ถือเป็นการผูกพันในการปรับประมาณการ หากมีข้อมูลใหม่หรือเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิดขึ้น

Maybank Kim Eng รวมถึงเจ้าหน้าที่ ,กรรมการ และพนักงาน ซึ่งรวมถึงหน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับการจัดทำ หรือการเผยแพร่บทวิเคราะห์นี้ อาจมีส่วนร่วม หรือมีสิทธิลงทุนในหุ้นตัวนี้ หรือ มีส่วนได้เสียต่างๆ กับผู้ที่ออกหลักทรัพย์นี้ นอกจากนี้ราคานั้นอาจเคลื่อนไหวไปตามสิ่งที่เสนอในบทวิเคราะห์นี้ Maybank Kim Eng มีสิทธิใช้ข้อมูลในรายงานนี้ ก่อนที่รายงานนี้จะถูกเผยแพร่ออกไปภายใต้ขอบเขตที่กฎหมายรับรองเท่านั้น กรรมการ ,เจ้าหน้าที่ และ/หรือพนักงานของ Maybank Kim Eng ท่านหนึ่งท่านใด หรือมากกว่าหนึ่งท่าน สามารถเป็นกรรมการในบริษัทจดทะเบียนนี้ได้

บทวิเคราะห์นี้ถูกทำขึ้นมาเพื่อลูกค้าของ Maybank Kim Eng และห้ามนำไปแก้ไข ดัดแปลง แจกจ่าย และนำไปจัดทำใหม่ ไม่ว่าจะบางส่วน หรือเต็มฉบับ หากไม่ได้รับอนุญาตจาก Maybank Kim Eng เป็นการล่วงหน้า ทั้งนี้ Maybank Kim Eng และตัวแทนที่เกี่ยวข้อง จะไม่รับผิดชอบต่อผลที่ตามมาจากการกระทำของบุคคลที่ 3 ที่กระทำการที่ถูกละเมิดดังกล่าว

บทวิเคราะห์นี้ไม่ได้ทำขึ้นมาโดยตรง หรือมีจุดประสงค์เพื่อการแจกจ่าย หรือถูกใช้โดยสาธารณะชนทั่วไป หรือประชาชนทั้งหมดที่อาศัยในประเทศท้องถิ่นที่ออกหลักทรัพย์นี้ หรือในท้องถิ่น เมือง หรือ ประเทศอื่นๆ ที่กฎหมายในประเทศนั้นไม่อนุญาต บทวิเคราะห์นี้ทำขึ้นมาเพื่อการใช้ในประเทศที่กฎหมายอนุญาตเท่านั้น หลักทรัพย์นี้อาจจะไม่ได้ถูกรับรองการซื้อขายโดยกฎหมายทุกกฎหมาย หรือทำการซื้อขายได้สำหรับนักลงทุนทุกประเภท นักลงทุนควรใช้วิจารณญาณอย่างยิ่งในการนำคำแนะนำ หรือคำแนะนำต่างๆ ที่ได้กล่าวไว้ข้างต้นมาใช้ เนื่องจากความแตกต่างทางด้านภูมิศาสตร์ของแต่ละบุคคล และระยะเวลาในการได้รับบทวิเคราะห์นี้

มาเลเซีย

ความเห็นหรือคำแนะนำที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้เป็นผลการประเมินจากด้านเทคนิค และปัจจัยพื้นฐาน โดยความเห็นทางด้านเทคนิคอาจมีความแตกต่างจากปัจจัยพื้นฐาน เนื่องจากการประเมินด้านเทคนิคได้ใช้วิธีที่ต่างกัน โดยมุ่งเน้นข้อมูลด้านราคา และปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ที่ Bursa Malaysia Securities Berhad วิเคราะห์หลักทรัพย์

สิงคโปร์

รายงานฉบับนี้จะทำขึ้นบนวันและข้อมูลที่เกิดขึ้น ซึ่งอาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ บริษัท Maybank Kim Eng Research จำกัด (“Maybank KERPL”) ในสิงคโปร์ไม่มีเจตนาที่จะต้องปรับปรุงข้อมูลต่างๆ ให้แก่ผู้รับข้อมูลนี้ การเผยแพร่ในสิงคโปร์ ผู้รับรายงานฉบับนี้จะติดต่อกับ Maybank KERPL ในสิงคโปร์ ทั้งในแง่ของการแนะนำหรือเกี่ยวข้องกับรายงานฉบับนี้ หากผู้รับรายงานฉบับนี้ไม่ได้เป็นนักลงทุน, ผู้เชี่ยวชาญทางการเงิน หรือนักลงทุนประเภทสถาบัน (จำกัดความใน Section 4A ตามกฎหมาย Singapore Securities and Futures) ทั้งนี้ Maybank KERPL จะรับผิดชอบบนเนื้อหาที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ แต่เป็นการรับผิดชอบต่อจำกัดความเขตตามกฎหมายที่กำหนด

ไทย

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการทำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูล ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลให้ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายใน ในการประเมิน

อนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าว เป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการ บริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจ จึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ เมย์แบงก์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของ ผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

สหรัฐอเมริกา

บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นโดย MKE เพื่อเผยแพร่ในสหรัฐฯ ("US") สำหรับลูกค้าสถาบันในสหรัฐฯ เป็นสำคัญ (ตามคำนิยามใน Rule 15a-6 ภายใต้กฎหมาย Securities Exchange Act of 1934) โดย Maybank Kim Eng Securities USA Inc ("Maybank KESUSA") เท่านั้น ซึ่งถือเป็น Broker-Dealer ที่ได้จดทะเบียนในสหรัฐฯ (ตามกฎหมาย Section 15 ของ Securities Exchange Act of 1934) ทั้งนี้ความรับผิดชอบในการเผยแพร่รายงานฉบับนี้ อยู่ภายใต้ Maybank KESUSA ในสหรัฐฯ เท่านั้น รายงานฉบับนี้ไม่สามารถจัดส่งถึงท่านได้ หาก MKE ไม่อนุญาต หรือภายใต้ข้อจำกัดของกฎหมายหรือหลักเกณฑ์ที่ไม่สามารถจัดส่งถึงท่านได้ ทั้งนี้ผู้ได้รับรายงานฉบับนี้จะต้องทำความเข้าใจด้วยว่า Maybank KESUSA ได้นำเสนอบทวิเคราะห์นี้ภายใต้หลักเกณฑ์ของการลงทุนที่เกี่ยวข้องกับกฎหมาย และหลักเกณฑ์การกำกับ

อังกฤษ

เอกสารฉบับนี้ได้ถูกเผยแพร่โดย บริษัท Maybank Kim Eng Securities (London) จำกัด ("Maybank KESL") ซึ่งได้รับอนุญาตและอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Financial Services Authority และ Informational Purposes เท่านั้น เอกสารฉบับนี้ไม่ได้มีเจตนาที่จะเผยแพร่แก่บุคคลที่ถูกจำกัดความเป็นนักลงทุนรายย่อย (Retail Client) ตามความหมายของ The Financial Services and Markets Act 2000 ภายในประเทศอังกฤษ ข้อสรุปใดๆ ที่เกิดจากบุคคลที่ 3 เพื่อเป็นความสะดวกแก่ผู้ได้รับเอกสารฉบับนี้เท่านั้น ทั้งนี้บริษัทฯ ไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อความเห็น หรือความถูกต้องดังกล่าว และการเข้าถึงข้อมูลดังกล่าวเป็นความเสี่ยงของผู้รับเอกสารเท่านั้น นอกจากนี้ผู้รับเอกสารฉบับนี้ควรปรึกษาที่ปรึกษาทางภาษีของตนเองเพื่อให้เกิดความถูกต้องในการแนวทางดังกล่าว เพราะเอกสารฉบับนี้ไม่ได้ประเมินถึงกฎหมายเฉพาะทาง, บัญชี หรือที่ปรึกษาทางด้านภาษี

DISCLOSURES

Legal Entities Disclosures

มาเลเซีย: เอกสารฉบับนี้ได้จัดทำและเผยแพร่ในประเทศมาเลเซีย โดย Maybank Investment Bank Berhad (15938-H) ซึ่งเป็นในกลุ่มเดียวกับ Bursa Malaysia Berhad และเป็นผู้ถือใบอนุญาต Capital Market and Services ที่ออกโดย The Securities Commission ในประเทศมาเลเซีย

สิงคโปร์: เอกสารฉบับนี้ได้จัดทำขึ้นและเผยแพร่ในประเทศสิงคโปร์ โดย Maybank KERPL (จดทะเบียนเลขที่ 197201256N) ภายใต้การกำกับดูแล Monetary Authority of Singapore

อินโดนีเซีย: PT Kim Eng Securities ("PTKES") (จดทะเบียนเลขที่ KEP-251/PM/1992) เป็นสมาชิกของ Indonesia Stock Exchange และอยู่ภายใต้การกำกับของ BAPEPAM LK

ไทย: MBKET (จดทะเบียนเลขที่ 0107545000314) เป็นสมาชิกของ The Stock Exchange of Thailand และอยู่ภายใต้การกำกับของกระทรวงการคลัง และกต.

ฟิลิปปินส์: MATRKES (จดทะเบียนเลขที่ 01-2004-00019) เป็นสมาชิกของ The Philippines Stock Exchange และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Securities and Exchange Commission

เวียดนาม: บริษัท Kim Eng Vietnam Securities จำกัด ("KEVS") (ใบอนุญาตเลขที่ 71/UBCK-GP) ซึ่งใบอนุญาตอยู่ภายใต้ The State Securities Commission of Vietnam

ฮ่องกง: KESHK (Central Entity No: AAD284) ภายใต้กำกับโดย The Securities and Futures Commission

อินเดีย: บริษัท Kim Eng Securities India Private จำกัด ("KESI") เป็นส่วนหนึ่งของ The National Stock Exchange of India Limited (จดทะเบียนเลขที่: INF/INB 231 452435) และ Bombay Stock Exchange (จดทะเบียนเลขที่ INF/INB 011452431) ซึ่งอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ Securities and Exchange Board of India ทั้งนี้ KESI ได้จดทะเบียนกับ SEBI ประเภท 1 Merchant Broker (จดทะเบียนเลขที่ INM 000011708)

สหรัฐฯ: Maybank KESUSA เป็นสมาชิกที่ได้รับอนุญาต และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ FINRA – Broker ID 27861

อังกฤษ: Maybank KESL (จดทะเบียนเลขที่ 2377538) เป็นสมาชิกที่ได้รับอนุญาต และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Financial Services Authority

Disclosure of Interest

มาเลเซีย: MKE และตัวแทนที่เกี่ยวข้อง อาจมีสถานะหรือมีความเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ในเวลาใดเวลาหนึ่ง และอาจมีกิจกรรมที่มากขึ้นในฐานะ market maker หรือ อาจเป็นผู้รับประกันการจำหน่าย หรือเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้ และอาจเป็นผู้ให้บริการด้านวาณิชธนกิจ, ให้คำปรึกษา หรือบริการอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้

สิงคโปร์: ณ วันที่ 17 เมษายน 2557, Maybank KERPL และนักวิเคราะห์ที่วิเคราะห์หลักทรัพย์นี้ไม่มีส่วนได้เสียกับการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

ไทย: MBKET อาจมีธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับ หรือ มีความเป็นไปได้ที่จะเป็นผู้ออกตราสารอนุพันธ์ Derivatives Warrants บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ ดังนั้นนักลงทุนควรใช้วิจารณญาณพิจารณาถึงประเด็นนี้ ก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ MBKET หน่วยงานที่เกี่ยวข้อง กรรมการ และ/หรือ พนักงาน อาจมีส่วนเกี่ยวข้อง และ/หรือ การเป็นผู้รับประกันการจำหน่ายในหลักทรัพย์ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้

ฮ่องกง: KESHK อาจมีความสนใจด้านการลงทุนที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้ หรือเป็นหลักทรัพย์ใหม่ที่ยังอิงบน Paragraph 16.5 (a) ของ Hong Kong Code of Conduct for Persons Licenses โดยการกำกับของ The Securities and Futures Commission

ณ วันที่ 17 เมษายน 2557, KESHK และนักวิเคราะห์ที่ได้รับอนุญาต ไม่มีส่วนได้เสีย ในการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

ช่วง 3 ปีที่ผ่านมา MKE อาจมี หรือให้บริการแก่ผู้จัดการ หรือ ผู้ร่วมจัดการในการเสนอขายหลักทรัพย์ดังกล่าว หรือ ณ ปัจจุบัน อาจให้บริการแก่หลักทรัพย์ในตลาดแรก หรือหน่วยงานที่ได้มีการอ้างถึงในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ หรืออาจให้บริการดังกล่าวภายใน 12 เดือนข้างหน้า ซึ่งเป็นการให้คำปรึกษา หรือบริการด้านการลงทุนที่มีนัยยะสำคัญ ที่อาจเกี่ยวเนื่องกับการลงทุนทางตรงหรือทางอ้อมได้

OTHERS

Analyst Certification of Independence

ความถูกต้องของมุมมองที่ผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เป็นการสะท้อนถึงแนวความคิด และมุมมองของนักวิเคราะห์ และรวมถึงหลักทรัพย์หรือผู้ออกหลักทรัพย์เท่านั้น ผลตอบแทนของนักวิเคราะห์ทั้งทางตรงหรือทางอ้อมของนักวิเคราะห์ ไม่ได้ขึ้นอยู่กับ การให้คำแนะนำ หรือมุมมองผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

คำเตือน

Structure Securities ซึ่งเป็นตราสารที่มีความซับซ้อน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในส่วนของความเสี่ยงที่สูงขึ้นนั้น มีวัตถุประสงค์ที่จะเสนอขายให้แก่นักลงทุนที่มีความรู้ความเข้าใจ รวมถึงสามารถรับความเสี่ยงได้เป็นอย่างดี ทั้งนี้มูลค่าตลาดของตราสารประเภทนี้ อาจเปลี่ยนแปลงไปตามสภาพเศรษฐกิจ ตลาดเงินตลาดทุน การเมือง (รวมถึงอัตราดอกเบี้ย Spot / สว่งหน้า และอัตราแลกเปลี่ยน), Time to Maturity, ภาวะตลาด และความผันผวน รวมถึงคุณภาพ/ ความน่าเชื่อถือของผู้ออก หรือหลักทรัพย์อ้างอิงอื่นๆ นักลงทุนที่ให้ความสนใจในการลงทุนตราสารประเภทนี้ จะต้องเข้าใจและวิเคราะห์ถึงตราสารประเภทนี้ด้วยตนเอง และปรึกษากับผู้เชี่ยวชาญของตนในส่วนของความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากการลงทุนในตราสารประเภทนี้

ทั้งนี้ไม่ว่าส่วนใดส่วนหนึ่งของรายงานฉบับนี้ ไม่อนุญาตให้มีการคัดลอก, จัดทำสำเนา, ลอกเลียน หรือในความหมายที่ใกล้เคียง หรือการเผยแพร่ด้วยตนเอง โดยไม่ได้รับความเห็นชอบจาก MKE

Definition of Ratings (For MayBank Kim Eng Thailand)

Maybank Kim Eng Research uses the following rating system:

BUY	Return is expected to be above 10% in the next 12 months (excluding dividends)
TRADING BUY/TAKE PROFIT	Return is expected to be between - 10% to +10% in the next 12 months (excluding dividends).
SELL	Return is expected to be below -10% in the next 12 months (excluding dividends)

Applicability of Ratings

The respective analyst maintains a coverage universe of stocks, the list of which may be adjusted according to needs. Investment ratings are only applicable to the stocks which form part of the coverage universe. Reports on companies which are not part of the coverage do not carry investment ratings as we do not actively follow developments in these companies.

Some common terms abbreviated in this report (where they appear):

Adex = Advertising Expenditure	FCF = Free Cashflow	PE = Price Earnings
BV = Book Value	FV = Fair Value	PEG = PE Ratio To Growth
CAGR = Compounded Annual Growth Rate	FY = Financial Year	PER = PE Ratio
Capex = Capital Expenditure	FYE = Financial Year End	QoQ = Quarter-On-Quarter
CY = Calendar Year	MoM = Month-On-Month	ROA = Return On Asset
DCF = Discounted Cashflow	NAV = Net Asset Value	ROE = Return On Equity
DPS = Dividend Per Share	NTA = Net Tangible Asset	ROSF = Return On Shareholders' Funds
EBIT = Earnings Before Interest And Tax	P = Price	WACC = Weighted Average Cost Of Capital
EBITDA = EBIT, Depreciation And Amortisation	P.A. = Per Annum	YoY = Year-On-Year
EPS = Earnings Per Share	PAT = Profit After Tax	YTD = Year-To-Date
EV = Enterprise Value	PBT = Profit Before Tax	

สาขากรุงเทพฯ

สำนักงานใหญ่

อาคารสำนักงาน ดี ออฟฟิศเคส แอท เซ็นทรัลเวิลด์
ชั้น 20-21, 24 เลขที่ 999/9 ถนนพระราม 1
แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน กรุงเทพฯ 10330
โทร 0-2658-6300 โทรสาร 0-2658-6301

สาขาพาหนุต์

125 อาคารดิโอลด์สยามพลาซ่า
ชั้น 3 ถนนพาหนุต์ แขวงวังบูรพาภิรมย์
เขตพระนคร กรุงเทพฯ 10200
โทร 0-2225-0242 โทรสาร 0-2225-0523

สาขาเชียงใหม่

622 อาคารดิเอ็มโพเรียม ชั้น 14
ถนนสุขุมวิท แขวงคลองตัน
เขตคลองเตย กรุงเทพฯ 10110
โทร 0-2664-9800 โทรสาร 0-2664-9811

สาขาเยาวราช

215 อาคารแกรนด์สยาม ชั้น 5
ถนนเยาวราช แขวงสัมพันธวงศ์
เขตสัมพันธวงศ์ กรุงเทพฯ 10100
โทร 0-2622-9412 โทรสาร 0-2622-9383

สาขางบงกช

3105 อาคารเกษมการค้า พลาซ่า
ชั้น3 ถนนลาดพร้าว แขวงคลองจั่น
เขตบางกะปิ กรุงเทพฯ 10240
โทร 0-2378-1144 โทรสาร 0-2378-1323

สาขาประตูนํ้า

553 อาคารเดอะพาลาเดียม อาคารเอ ชั้น 14
ถนนราชมรรคา แขวงมีนกะสัน
เขตราชเทวี กรุงเทพฯ 10400
โทร 0-2250-6192 โทรสาร 0-2250-6199

สาขามหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ บางเขน

50 ชั้น 1 อาคารการเรียนรู้การสอน
คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์
50 ถนนงามวงศ์วาน แขวงลาดยาว
เขตจตุจักร กรุงเทพฯ 10900
โทร 0-2579-9880 โทรสาร 0-2579-9840

สาขาทองหล่อ

อาคารเกษมการค้า เลขที่ 154ชั้น 3 ห้อง C
ถนนสุขุมวิท) 55ซอยทองหล่อ (แขวงคลองตันเหนือ
เขตวัฒนา กรุงเทพมหานคร 10110
โทร 0-2714- 9222 โทรสาร 0-2726- 3901

สาขาดังจังหวัด

สาขาเชียงใหม่ 1

244 อาคารสำนักงาน ชั้น 2-3
ถนนวิภาวดี ตำบลหายยา อำเภอเมืองเชียงใหม่
จังหวัดเชียงใหม่ 50100
โทร (053) 284-000 โทรสาร (053) 284-019

สาขาลำปาง

319 ศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ชั้น3
ถนนไธสง-ยาว ตำบลสวนดอก
อำเภอเมือง จังหวัดลำปาง 52100
โทร (054) 817 - 811 โทรสาร (054) 816 - 811

สาขาพระยอง

180/1-2 อาคารสมาพันธ์ ชั้น 2
ถนนสุขุมวิท ตำบลเชิงเนิน
อำเภอเมืองระยอง จังหวัดระยอง 21000
โทร (038) 862-022-9 โทรสาร (038) 862-043

สาขาสุมทรวงคราม

74/27-28 ซ.บางะเกร็ง 4
ถนนพระราม 2 ต.แม่กลอง อ.เมือง
จ.สมุทรสงคราม 75000
โทร (034) 724-062-4 โทรสาร (034)-724-068

สาขายะลา

18 ถนนสงพูน้อย ตำบลสะเตง
อำเภอเมือง จังหวัดยะลา 95000
โทร (073) 255-494-6 โทรสาร (073) 255-498

สาขาโศภ

159 อาคารเสริมมิตร ชั้น 25
ซอยสุขุมวิท 21 ถนนโศภ แขวงคลองเตยเหนือ
เขตวัฒนา กรุงเทพฯ 10110
โทร 0-2665-7000 โทรสาร 0-2665-7050

สาขาศรีนครินทร์

1145 หมู่ที่ 5 อาคารเอกโพธิ์นาทวเวอร์ ชั้น 3
ถนนศรีนครินทร์ ตำบลลำโพงเหนือ อำเภอเมือง
จังหวัดสมุทรปราการ 10270
โทร 0-2758-7003 โทรสาร 0-2758-7248

สาขาพิวเจอร์ พาร์ค รังสิต

94 หมู่ 2 ศูนย์การค้า พิวเจอร์พาร์ค รังสิต ห้อง 091-92
ชั้น G F อ.พหลโยธิน ต.ประชาธิปัตย์
อ.ธัญบุรี จ.ปทุมธานี 12130
ทีม 1 โทร 0-2958-0592 โทรสาร 0-2958-0420
ทีม 2 โทร 02-958-0992 โทรสาร 02-958-0590 ต่อ 400

สาขายอนยะ

52 อาคารธนิยะพลาซ่า ชั้น 20
ถนนสีลม แขวงสุริยวงศ์ เขตบางรัก
กรุงเทพฯ 10500
โทร 0-2231-2700 โทรสาร 0-2231-2130

สาขาแฟชั่นไอส์แลนด์

เลขที่ 587, 589 ศูนย์การค้าแฟชั่นไอส์แลนด์ ห้อง B001 A
ชั้น บีเอ ถนนรามอินทรา แขวงคันนายาว
เขตคันนายาว กรุงเทพฯ 10230
โทร 0-2947-5800-5 โทรสาร 0-2519-5040

สาขาอัมรินทร์

496-502 อาคารอัมรินทร์พลาซ่า ชั้น 8
ห้องที่ 6 ถนนพหลิมจิต แขวงลุมพินี
เขตปทุมวัน กรุงเทพฯ 10330
โทร 0-2256-9373 โทรสาร 0-2256-9374

สาขามหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต

110/1-4 อาคาร 10 ชั้น 1 เลขที่ 110/1-4
ถนนประชาชื่น แขวงทุ่งสองห้อง
เขตหลักสี่ กรุงเทพมหานคร 10210
โทร 0-2831-4600 โทรสาร 0-2580- 3643

สาขาอลล ซีซั่นส์

อาคาร All Seasons Place Retail Center
ชั้น3 ห้อง311 เลขที่ 87/2 ถนนวิญู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน
กรุงเทพ 10330
โทร 0-2654-0084 โทรสาร 0-2654-0094

สาขาเชียงใหม่ 2

201/3 ถนนเมติล ตำบลหายยา
อำเภอเมืองเชียงใหม่
จังหวัดเชียงใหม่ 50100
โทร (053) 284-138-47 โทรสาร (053) 202-695

สาขาสุรินทร์

137/5-6 ถนนศิริรัฐ
ตำบลในเมือง อำเภอเมือง
จังหวัดสุรินทร์ 32000
โทร (044) 531-600-3 โทรสาร (044) 519-378

สาขาระยอง2

โครงการ TSK PARK ชั้น1 เลขที่ 351-351/1
ถนนสุขุมวิท ตำบลเนินพระ อำเภอเมือง
จังหวัดระยอง 21000
โทร (038) 807-459 โทรสาร (038) 807-841

สาขานาดใหญ่

1,3,5 ซอยจตุทิศ 3 ถนนสุโขทัย
ตำบลนาดีใหญ่ อำเภอหาดใหญ่
จังหวัดสงขลา 90110
โทร (074) 346-400-5 โทรสาร (074) 239-509

สาขาหัวหิน

16/11 ถนนเพชรเกษม ตำบลหัวหิน
อำเภอหัวหิน ประจวบคีรีขันธ์ 77110
โทร (032) 531-193 โทรสาร (032) 531-221

สาขาฉะวดา

56 อาคารฉะวดา ชั้น 5
ถนนสีลม แขวงสุริยวงศ์ เขตบางรัก
กรุงเทพฯ 10500
โทร 0-2632-8341 โทรสาร 0-2632-8395

สาขางามวงศ์วาน

30/39-50 อาคารสำนักงานเดอะมอลล์งามวงศ์วาน
ชั้น 14 ถนนงามวงศ์วาน ตำบลบางเขน
อำเภอเมืองนนทบุรี จังหวัดนนทบุรี 11000
โทร 0-2550-0577 โทรสาร 0-2550-0566

สาขาท่าพระ

99 อาคารสำนักงานเดอะมอลล์ ท่าพระ ชั้น 12
ถนนรัชดาภิเษก-ท่าพระ แขวงจตุศโต
เขตธนบุรี กรุงเทพฯ 10600
โทร 0-2876-6500 โทรสาร 0-2876-6531

สาขาปิ่นเกล้า

7/129 อาคารเซ็นทรัลปิ่นเกล้า ชั้น 3 ห้อง 302
ถนนบรมราชชนนี แขวงจตุรรมย์วินทร์
เขตบางกอกน้อย กรุงเทพฯ 10700
โทร 0-2884-9847 โทรสาร 0-2884-6920

สาขาสีลม

62 อาคารธนิยะ ชั้น 4
ถนนสีลม แขวงสุริยวงศ์
เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500
โทร 0-2231-2700 โทรสาร 0-2231-2418

สาขาฟอร์จูนทาวน์

5 อาคารฟอร์จูนทาวน์ ชั้นใต้ดิน
ถนนรัชดาภิเษก แขวงดินแดง
เขตดินแดง กรุงเทพฯ 10400
โทร 0-2641-0977 โทรสาร 0-2641-0966

สาขาแจ้งวัฒนะ

99/9 หมู่ที่ 2 อาคารเซ็นทรัลพลาซ่า แจ้งวัฒนะ
ซอยพิต พาวเวอร์ ชั้น 14 ห้อง 1401
ถนนแจ้งวัฒนะ ตำบลบางตลาด
อำเภอปากเกร็ด จังหวัดนนทบุรี 11120
โทรศัพท์ 02-835- 3283 โทร 02-835- 3280

สาขาพญาไท

อาคารโกลเด้นทาวน์ ชั้น 4
ถนนพญาไท เขตราชเทวี
กรุงเทพฯ 10400
โทร 0-2251-4099 โทรสาร 0-2251-4098

สาขานครราชสีมา

1242/2 อาคารศูนย์การค้าเดอะ มอลล์ ห้อง เอ3
ชั้น 7 ถนนมิตรภาพ ตำบลในเมือง
อำเภอเมือง นครราชสีมา 30000
โทร. (044) 288-455 (โทรสาร) 044) 288-466

สาขาลุบลราชธานี

อาคารโกลเด้นทาว์น ห้อง G3 ชั้น G
เลขที่ 311 หมู่ 7 ตำบลแวงเม
อำเภอเมือง จังหวัดอุบลราชธานี 34000
โทร (045) 265-633 โทรสาร (045) 265-639

สาขาจันทบุรี

351/8 ถนนท่าฉลอม ตำบลตลาด
อำเภอเมือง
จังหวัดจันทบุรี 22000
โทร (039) 332-111 โทรสาร (039) 332-444

สาขาสวราษฎร์ธานี

216/3 หมู่ที่ 4 ถนนเกษม
ตำบลมะขามเตี้ย อำเภอเมืองสุราษฎร์ธานี
จังหวัดสุราษฎร์ธานี 84000
โทร (077) 205-460 โทรสาร (077) 205-475

สาขาขอนแก่น

163/1-2 ถนนกลางเมือง ตรงข้ามตลาดสดเทศบาล1
อำเภอเมือง จังหวัด ขอนแก่น 40000
โทร. (043) 225-355 (โทรสาร) 043) 225-356

สาขาชิดอนสแควร์

55 อาคารชิดอนสแควร์ ชั้น G ห้อง 1005
ถนนศรีนครินทร์ แขวงหนองบอน
เขตประเวศ กรุงเทพฯ 10260
โทร 0-2320-3600 โทรสาร 0-2320-3610

สาขาลาดพร้าว

1693 อาคารสำนักงานศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว
ชั้น 11 ถนนพหลโยธิน แขวงลาดพร้าว
เขตจตุจักร กรุงเทพฯ 10900
โทร 0-2541-1411 โทรสาร 0-2541-1108

สาขาบางแค

275 หมู่ที่ 1 เดอะมอลล์บางแค ชั้น 8 ถนนเพชรเกษม
แขวงบางแคเหนือ เขตบางแค
กรุงเทพฯ 10160
โทร 0-2804-4235 โทรสาร 0-2804-4251

สาขาสาทร

10/92 อาคารสาทรธานี 2 ชั้น 7 ถนนสาทรเหนือ
แขวงสีลม เขตบางรัก
กรุงเทพมหานคร 10500
โทร 0-2636-7550-5 โทรสาร 0-2636-7565

สาขาเดอะไนน์

เลขที่ 999 / 3 โครงการ เดอะ ไนน์ ชั้น 3
ถนนพระราม 9 แขวงสวนหลวง เขตสวนหลวง
กรุงเทพ 10250
โทร 02-716-7816 โทรสาร 02-716-7815

สาขาอยู่ในเด็ค เซ็นเตอร์

323 อาคาร ยูไนเด็ค เซ็นเตอร์ ชั้น 17
ถนนสีลม เขตบางรัก
กรุงเทพ 10500
โทร 0-26800-4340 โทรสาร 0-2680-4355

สาขาศักดิ์ยະ พาร์ค

735/5 อัญญะ ซึมบีบีง พาร์ค อาคาร E ชั้น 2
ถนนศรีนครินทร์ แขวงสวนหลวง (คลองประเวศฝั่งเหนือ)
เขตพระโสมง กรุงเทพฯ 10260
โทร 0-2108-6300 ,โทรสาร 0-2108-6301

สาขาเซ็นเวิลด์

อาคาร เซ็นเวิลด์ ชั้น 15 ห้อง 1501
เลขที่ 4/4/5 ถนนราชดำริ แขวงปทุมวัน
เขตปทุมวัน กรุงเทพฯ 10330
โทร 0-2658-6300

สาขาชลบุรี

55/60 หมู่ที่1 ซอยลุงสง
หลังศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่าชลบุรี
ตำบลเสม็ด อำเภอเมือง ชลบุรี 20000
โทร (038) 053-950 โทรสาร (038) 053-966

สาขาสุมทรวงคร

322/91 ถนนเอกชัย
ตำบลห้วยหย อำเภอเมืองสมุทรสาคร
จังหวัดสมุทรสาคร 74000
โทร (034) 837-190 โทรสาร (034) 837-610

สาขาภูเก็ต

เลขที่ 1, 1/1 ถนนทุ่งคา ตำบลตลาดใหญ่
อำเภอเมือง จังหวัดภูเก็ต 83000
โทร (076) 355-730 โทรสาร (076) 355-730 ต่อ 119

สาขาอรัญประเทศ

ห้าง เทสโก้ โลตัส สาขาอรัญ ชั้น2
เลขที่ 559 หมู่ 1 ตำบลบ้านใหม่หนองไทร
อำเภออรัญประเทศ จังหวัดสระแก้ว
โทร (037) 226-347-8 โทรสาร (037) 226-346

สาขานครสวรรค์

เลขที่ 1/15-16 ถนนสุชาดา ตำบลปากน้ำโพ
อำเภอเมือง จังหวัดนครสวรรค์ 60000
โทร (056) 314-150 โทรสาร (056) 314-151