

เคซีอี อิเล็คทรอนิกส์

แนะนำ switch ไปเข้า HANA...the laggard

ราคาหุ้น KCE ปรับขึ้นอย่างรวดเร็วกว่า 45% ตั้งแต่ต้นปี 2558 สูงสุดในกลุ่มชิ้นส่วนฯ ที่ศึกษา สอดคล้องกับคำแนะนำซื้อของฝ่ายวิจัยที่ผ่านมา โดยราคาหุ้นปัจจุบันสูงกว่ามูลค่าพื้นฐานปี 2558 (รวมปันผล)ราว 4% จึงลดคำแนะนำเป็นถือ

■ กำไรสุทธิ 4Q57 สูงกว่าคาด

KCE ประกาศกำไรสุทธิงวด 4Q57 เท่ากับ 580 ล้านบาท ลดลง 5.0% qoq แต่ยังเพิ่มขึ้นถึง 54.0% yoy – สูงกว่าคาดราว 8% เนื่องจากการบันทึกรายได้พิเศษจำนวน 85 ล้านบาท – สูงกว่าคาดจากการที่มูลค่าเงินลงทุนจากราคาหุ้นเป็นรายได้รวมจากการเข้าซื้อเงินลงทุนฯ รวม KCE Singapore PTE เพิ่มเติมในสัดส่วน 51% ของทุนชำระแล้ว แต่เนื่องจากในงวด 3Q57 มีการบันทึกเงินประกันชดเชยน้ำท่วมมูลค่าถึง 101 ล้านบาท จึงกดดันกำไรสุทธิงวดนี้ให้ลดลงจากงวดก่อนหน้า และหากพิจารณาเฉพาะกำไรปกติงวด 4Q57 เท่ากับ 474 ล้านบาท-ใกล้เคียงคาด ตรงตัวจากงวดก่อนหน้า (แต่เพิ่มขึ้นถึง 36.9% yoy) แม้ว่ารายได้รวมลดลง 9.9% qoq (แต่ยังเพิ่มขึ้น 8.4% yoy) สู่ 2.7 พันล้านบาท-ใกล้เคียงคาด จากการฟื้นช่วงฤดูกาลส่งออกของอุตสาหกรรมฯ แต่ถูกชดเชยด้วยปัจจัยบวกจากสัดส่วนค่าใช้จ่าย SG&A/Sales ที่ลดลงเหลือ 14.1% จาก 14.7% ในงวดก่อนหน้า ขณะที่ gross margin ตรงตัวจากงวดก่อนหน้าที่ระดับ 31.7%

■ คำสั่งซื้อทั้งใหม่และกำรร่อนทุนกำไรปี 2558

ฝ่ายวิจัยยังคงประมาณการผลการดำเนินงานปี 2558-59 โดยคาดแนวโน้มกำไรจากการดำเนินงานงวด 1Q58 จะเติบโตจากงวดก่อนหน้า จากการที่ลูกค้าผ่านการทดสอบสินค้าแล้ว จึงทยอยเพิ่มคำสั่งซื้อมากขึ้น ส่วนคาดการณ์กำไรปกติปี 2558 จะเติบโต 11.9% yoy (ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย consensus ราว 12% น่าจะเป็นผลจากความแตกต่างของแนวโน้ม gross margin ปี 2558) จากคาดการณ์รายได้รวมปี 2558 ที่จะเติบโต 20.7% yoy จากการทยอยเพิ่มคำสั่งซื้อของลูกค้าเก่าที่ผ่านการทดสอบสินค้าแล้ว และการเน้นหาลูกค้าใหม่รองรับการขยายโรงงานใหม่ตั้งแต่ 1Q58 เป็นต้นไป อย่างไรก็ตาม ฝ่ายวิจัยประเมินแนวโน้ม gross margin จะลดลงสู่ 29.6% จากผลกระทบต่อแนวโน้มอัตราของเสียในโรงงานใหม่ที่สูงขึ้น เนื่องจากกังวลว่างานยังไม่ชำนาญกับเครื่องจักรใหม่ที่มีเทคโนโลยีสูงขึ้น

■ ลดคำแนะนำเป็นถือ หรือ switch ไปเข้า HANA

ลดคำแนะนำลงทุนเป็นถือเพื่อรับปันผล จากเดิมซื้อ โดยราคาหุ้นตั้งแต่ต้นปี 2558 ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วมากถึง 45% จนเริ่มแซง Fair value ปี 2558 ที่ 46.50 บาท จึงวิธี DCF (WACC 11.39%) หรืออาจ switch เข้าไปลงทุนหุ้น HANA ซึ่งเป็นเพียงบริษัทเดียวในกลุ่มฯ ที่ฝ่ายวิจัยยังแนะนำซื้อ

Key Data					
FY: ปี 31 ธ.ค.					
	FY56A	FY57A	FY58F	FY59F	FY60F
กำไรสุทธิ	1,174	2,110	2,043	2,521	2,978
Norm. Profit	1,060	1,812	2,043	2,521	2,978
EPS (บาท)	2.44	3.73	3.55	4.38	5.17
PER (เท่า)	20.3	13.3	14.0	11.3	9.6
PBV (เท่า)	5.8	4.4	3.7	3.0	2.5
DPS (บาท)	0.75	1.00	1.20	1.35	1.50
Dividend Yield	1.5%	2.0%	2.4%	2.7%	3.0%
EV/EBITDA (X)	16.7	13.7	11.8	9.9	8.5
ROE	32.6%	40.2%	28.9%	29.2%	28.2%

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ดี บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใดๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงถึงลักษณะทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมีได้เป็นการชี้แนะ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือพันธะผูกพันใดๆ กับ บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่วางกรณีใด

KCE

แนะนำ : ถือ



ราคาปัจจุบัน (บาท): 49.50

ราคาเป้าหมาย (บาท): 46.50

Upside : -6.1%

Dividend Yield : 2.4%

Total Return : -3.7%

มูลค่าตลาด (ล้านบาท): 28,140

CG Score: ▲▲▲▲

Technical Chart



เปรียบเทียบประมาณการของ ASP กับ IAA consensus			
EPS (บาท)	ASP	Cons	% diff
2558F	3.50	3.98	-12%
2559F	4.32	4.86	-11%

ที่มา : ประมาณการโดยฝ่ายวิจัย ASP, IAA consensus

อุษณีย์ ลีรัตน์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 017928

Usanee.re@asiaplus.co.th

เอนกพงศ์ พุทธาภิบาล

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

■ กำไรสุทธิ 4Q57 สูงกว่าคาด ประเมินรายได้พิเศษต่ำไป

KCE ประกาศกำไรสุทธิงวด 4Q57 เท่ากับ 580 ล้านบาท ปรับลดลง 5.0% qoq (แต่เพิ่มขึ้นถึง 54.0% yoy) – สูงกว่าคาด 8% แม้ว่าในงวดนี้มีการบันทึกรายได้พิเศษจำนวน 85 ล้านบาท - สูงกว่าคาดจากการตีมูลค่าเงินลงทุนจากราคาทุนเป็นราคายุติธรรมจากการเข้าซื้อเงินลงทุน. รวม KCE Singapore PTE (ดำเนินธุรกิจเป็นตัวแทนขายหรือ Sales Representative ของบริษัทฯ ในภูมิภาคเอเชีย) เพิ่มเติมในสัดส่วน 51% ของทุนชำระแล้ว อย่างไรก็ตามในงวด 3Q57 มีการบันทึกเงินประกันชดเชยน้ำท่วมมูลค่า 101 ล้านบาท แต่งวดนี้ไม่มีการบันทึกการดังกล่าว จึงกดดันกำไรสุทธิลดลงจากงวดก่อน และหากพิจารณาเฉพาะกำไรปกติงวด 4Q57 เท่ากับ 474 ล้านบาท-ใกล้เคียงคาด ทรงตัวจากงวดก่อนหน้า (แต่เพิ่มขึ้นถึง 36.9% yoy) แม้ว่ารายได้รวม ลดลง 9.9% qoq (แต่เพิ่มขึ้น 8.4% yoy) สู่ 2.7 พันล้านบาท-ใกล้เคียงคาด หลังพ้นช่วงฤดูกาลส่งออกของอุตสาหกรรมฯ แต่ถูกชดเชยด้วยสัดส่วนค่าใช้จ่าย SG&A/Sales ปรับลดลงสู่ระดับ 14.1% จาก 14.7% ในงวดก่อนหน้า สำหรับ gross margin ทรงตัวจากงวดก่อนหน้าที่ระดับ 31.7%

โดยรวมแล้ว กำไรสุทธิปี 2557 เท่ากับ 2.1 พันล้านบาท ทำระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์เป็นปีที่ 3 ติดต่อกัน เพิ่มขึ้นถึง 79.8% yoy สูงกว่าประมาณการปี 2557 ที่ฝ่ายวิจัยประเมินไว้ถึง 12%

■ หนุนด้วยคำสั่งซื้อทั้งใหม่และเก่าในปี 2558

ฝ่ายวิจัยยังคงประมาณการผลการดำเนินงานปี 2558-59 โดยแนวโน้มกำไรจากการดำเนินงานงวด 1Q58 จะเติบโตจากงวดก่อนหน้า จากการที่ลูกค้าผ่านการทดสอบสินค้าแล้ว จึงทยอยเพิ่มคำสั่งซื้อมากขึ้น ส่วนคาดการณ์กำไรปกติปี 2558 จะเติบโต 11.9% yoy (ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย consensus รว 12% น่าจะเป็นผลจากความแตกต่างของแนวโน้ม gross margin ปี 2558) จากแนวโน้มรายได้รวมปี 2558 เติบโต 20.7% yoy สู่ระดับ 1.36 หมื่นล้านบาท (ใกล้เคียงเป้าที่บริษัทฯ ตั้งไว้ที่ 1.35 หมื่นล้านบาท) โดยคาดการณ์รายได้รวมปี 2558 ที่จะเพิ่มขึ้น 2.4 พันล้านบาทจากปี 2557 จะมาจากการทยอยเพิ่มคำสั่งซื้อของลูกค้าเก่าที่ผ่านการทดสอบสินค้าแล้วราว 1.2 พันล้านบาท และคำสั่งซื้อที่เพิ่มขึ้นผ่านการเน้นหาลูกค้าใหม่ราว 1.2 พันล้านบาท รองรับการขายโรงงานใหม่ตั้งแต่ 1Q58 เป็นต้นไป โดยในเบื้องต้น บริษัทฯ จะทยอยย้ายสินค้าที่ไม่ใช่กลุ่มยานยนต์ (non-auto) ซึ่งได้ผ่านการรับรองจากลูกค้าแล้ว ไปผลิตที่โรงงานใหม่ และผลิตสินค้ากลุ่มยานยนต์ที่โรงงานเดิม (เนื่องจากสินค้ากลุ่มยานยนต์ต้องใช้เวลาตรวจสอบโรงงานใหม่นานราว 1 ปี) อย่างไรก็ตาม ฝ่ายวิจัยประเมินแนวโน้ม gross margin จะลดลงสู่ 29.6% จากผลกระทบต่อแนวโน้มอัตราของเสียในโรงงานใหม่ที่สูงขึ้น เนื่องจากกังวลว่าคอนกรีตยังไม่เข้ากันกับเครื่องจักรใหม่ที่มีเทคโนโลยีสูงขึ้น โดยฝ่ายวิจัยได้รวมประเด็นดังกล่าวไว้ในประมาณการปัจจุบันแล้ว

สำหรับประเด็นค่าเงินบาทที่แข็งค่าต่อเนื่อง โดยค่าเงินบาทเฉลี่ยตั้งแต่ต้นปี 2558 ถึงปัจจุบัน อยู่ที่ 32.70 บาท/ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่ำกว่าสมมติฐานที่ฝ่ายวิจัยกำหนดไว้ที่ 33 บาท/ดอลลาร์สหรัฐฯ ยังส่งผลกระทบต่อกำไรสุทธิค่อนข้างจำกัด หรือเพียง 1.7% จากคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2558 ที่ประเมินไว้ในปัจจุบัน ซึ่งจากการศึกษาพบว่าทุกๆ 1 บาท ที่แข็งค่าจะทำให้กำไรสุทธิปี 2558 ของ KCE ลดลง 5.5% จากคาดการณ์ปัจจุบัน (มากเป็นอันดับ 3 ของกลุ่ม รองจาก HANA และ DELTA) และ Fair Value ลดลง 6.9% จากคาดการณ์ปัจจุบัน

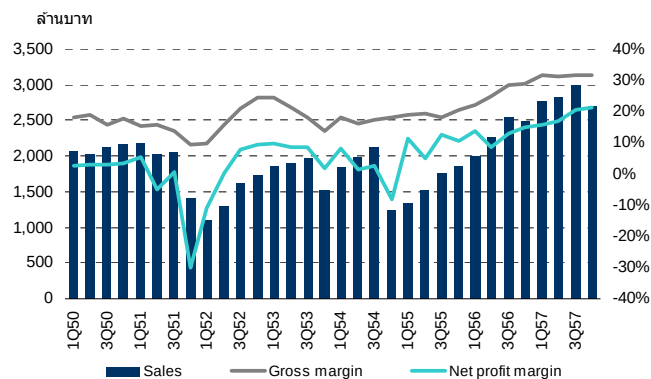
ผลการดำเนินงานงวด 4Q57 และปี 2557 ของ KCE

(ล้านบาท)	2Q56	3Q56	4Q56	1Q57	2Q57	3Q57	4Q57	%qoq	%yoy	2557	2556	%yoy
รายได้จากการขาย	2,262	2,540	2,493	2,765	2,819	2,999	2,702	-9.9%	8.4%	11,284	9,294	21.4%
ต้นทุนขาย	-1,698	-1,816	-1,774	-1,893	-1,932	-2,047	-1,846	-9.8%	4.1%	-7,718	-6,843	12.8%
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	-302	-361	-344	-443	-417	-441	-382	-13.3%	11.0%	-1,683	-1,275	32.0%
กำไรขาดทุนจาก FX	-40	10	0	29	34	14	19	36.6%	n.a.	95	89	6.9%
กำไรสุทธิ	197	327	377	439	479	611	580	-5.0%	54.0%	2,110	1,174	79.8%
กำไรจากการดำเนินงาน	261	363	375	429	469	512	474	-7.4%	26.2%	1,884	1,177	60.1%
กำไรปกติก่อนรายการพิเศษ	239	319	347	414	449	474	474	0.1%	36.9%	1,812	1,060	71.0%
EPS (บาท)	0.41	0.68	0.78	0.80	0.87	1.11	1.06	-5.0%	34.8%	3.84	2.44	57.3%
Gross margin	24.9%	28.5%	28.9%	31.5%	31.4%	31.8%	31.7%			31.6%	26.4%	
SG&A/Sales	13.4%	14.2%	13.8%	16.0%	14.8%	14.7%	14.1%			14.9%	13.7%	

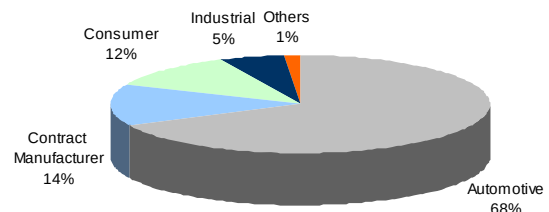
ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP

ประสิทธิภาพการทำการกำไรไตรมาส

โครงสร้างรายได้รวมของ KCE แบ่งตามอุตสาหกรรม



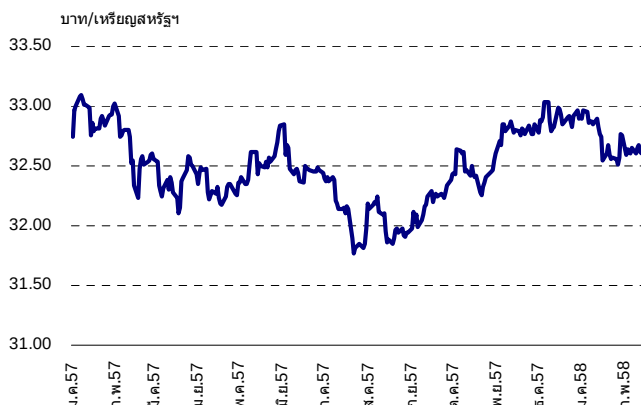
ที่มา : รวบรวมโดยฝ่ายวิจัย ASP



ที่มา : ข้อมูลจาก KCE

ทิศทางค่าเงินบาท/ดอลลาร์สหรัฐฯ

ประเด็นความเสี่ยงที่สำคัญ



ที่มา : รวบรวมโดยฝ่ายวิจัย ASP

1. การอ่อนค่าของเงินบาท/ดอลลาร์สหรัฐฯ จากคาดการณ์ปัจจุบันที่ 33 บาท/ดอลลาร์สหรัฐฯ โดยทุกๆ 1 บาท ที่แข็งค่าจะทำคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2558 ลดลง 5.5% จากคาดการณ์ปัจจุบัน และ FV ปี 2558 ลดลง 6.9% จากคาดการณ์ปัจจุบัน
2. แนวโน้ม gross margin ต่ำกว่าที่คาดการณ์ไว้ จากคาดการณ์ปัจจุบันที่ 29.6% โดยทุกๆ 1% ที่ gross margin เปลี่ยนแปลงลดลง จะทำให้กำไรสุทธิปี 2558 ลดลง 6.8% และ FV ปี 2558 ลดลง 8.5% จากคาดการณ์ปัจจุบัน

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

ประมาณการกำไรสุทธิปี 2558-60 ของ KCE

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)					งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2557	2558F	2559F	2560F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2557	2558F	2559F	2560F
รายได้จากการขายและบริการ	11,284	13,622	15,368	17,468	กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
ต้นทุนขายและบริการ	7,718	9,590	10,620	11,980	กำไรสุทธิ	2,123	2,043	2,521	2,978
กำไรขั้นต้น	3,567	4,033	4,748	5,488	รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด				
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	1,683	1,866	2,105	2,393	ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	554	676	676	676
รายได้อื่น	93	70	70	70	เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	-1	-551	-686	-748
กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี	1,884	2,167	2,643	3,095	กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	2,971	2,168	2,512	2,905
ดอกเบี้ยจ่าย	119	152	140	127	กระแสเงินสดจากการลงทุน				
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	1,858	2,084	2,573	3,038	เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	-3,729	-1,380	-1,400	-1,400
ภาษีเงินได้	46	42	51	61	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนอื่น	-199	71	-13	-15
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	1,812	2,043	2,521	2,978	กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	-3,928	-1,309	-1,413	-1,415
กำไร/ขาดทุนจาก Fx	95	0	0	0	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
รายการพิเศษอื่น ๆ	131	0	0	0	เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	0	11	0	0
กำไรสุทธิ	2,110	2,043	2,521	2,978	เพิ่ม/ลด เงินกู้	1,531	285	-157	-208
EPS	3.73	3.55	4.38	5.17	ลด จ่ายปันผล	-509	-691	-778	-864
Norm EPS	3.20	3.55	4.38	5.17	อื่นๆ	7	341	245	200
การเติบโตของรายได้ (%)	21.4%	20.7%	12.8%	13.7%	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	1,018	-657	-895	-1,057
การเติบโตของกำไรสุทธิ (%)	79.8%	-3.2%	23.4%	18.1%	เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	61	202	204	434
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น (%)	31.6%	29.6%	30.9%	31.4%					
อัตราส่วนกำไรสุทธิ (%)	18.7%	15.0%	16.4%	17.0%					
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)					งบดุล (ล้านบาท)				
	1Q57	2Q57	3Q57	4Q57	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2557	2558F	2559F	2560F
รายได้จากการขายและบริการ	2,765	2,819	2,999	2,702	เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	467	666	870	1,303
ต้นทุนขายและบริการ	-1,893	-1,932	-2,047	-1,846	ลูกหนี้การค้า	3,632	3,919	4,337	4,929
กำไรขั้นต้น	872	886	952	856	สินค้าคงเหลือ	1,470	1,703	2,049	2,329
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	-443	-417	-441	-382	สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	54	65	74	84
รายได้อื่น	24	28	22	19	ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์สุทธิ	8,843	9,247	9,671	10,095
กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี	429	469	512	474	สินทรัพย์รวม	15,160	16,223	17,636	19,392
ดอกเบี้ยจ่าย	-32	-34	-29	-23					
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	421	463	504	469	เงินกู้ระยะสั้น	2,652	2,050	1,845	1,660
ภาษีเงินได้	-7	-14	-30	5	เจ้าหนี้การค้า	2,669	2,650	2,737	2,871
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	414	449	474	474	หนี้สินหมุนเวียนอื่น	35	3	3	3
กำไร/ขาดทุนจาก Fx	29	34	14	19	เงินกู้ระยะยาว	2,849	3,133	2,977	2,768
รายการพิเศษอื่น ๆ	0	0	127	5	หนี้สินไม่หมุนเวียน	77	-	-	-
กำไรสุทธิ	439	479	611	580	หนี้สินรวม	8,772	8,473	8,143	7,785
EPS	0.80	0.87	1.11	1.06	ทุนที่ชำระแล้ว	566	576	576	576
					ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	1,686	1,686	1,686	1,686
การเติบโตของรายได้ (%) qoq	10.9%	1.9%	6.4%	-9.9%	กำไรสะสม	4,149	5,501	7,244	9,357
การเติบโตของกำไรสุทธิ (%) qoq	16.6%	9.0%	27.6%	-5.0%	ส่วนของผู้ถือหุ้น	6,388	7,750	9,493	11,607
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น (%)	31.5%	31.4%	31.8%	31.7%					
อัตราส่วนกำไรสุทธิ (%)	15.9%	17.0%	20.4%	21.5%	หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	15,160	16,223	17,636	19,392
อัตราส่วนทางการเงิน					สมมติฐานในการทำประมาณการ				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2557	2558F	2559F	2560F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2557	2558F	2559F	2560F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	0.98	1.21	1.44	1.75	อัตราการเติบโตของยอดขาย	21.4%	20.7%	12.8%	13.7%
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า(เท่า)	3.30	3.61	3.72	3.77	Gross margin	31.6%	29.6%	30.9%	31.4%
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	5.48	6.05	5.66	5.47	SG&A/ยอดขายรวม	14.9%	13.7%	13.7%	13.7%
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	3.19	3.61	3.94	4.27	อัตราแลกเปลี่ยน (บาทต่อเหรียญสหรัฐ)	32.48	33.00	33.00	33.00
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อส่วนผู้ถือหุ้น	0.93	0.74	0.56	0.42					
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	16.9%	14.0%	15.7%	16.8%					
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	40.2%	28.9%	29.2%	28.2%					

ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP