

KCE Electronics

KCE TB / KCE.BK

26 สิงหาคม 2563

ถึงเวลาเปลี่ยนหมากแล้ว

หุ้นกลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ที่มีสัดส่วนยอดขายในกลุ่มยานยนต์จำนวนมาก ราคาหุ้นปรับตัวได้น้อยกว่าหุ้นอิเล็กทรอนิกส์กลุ่มอื่นอย่างมีนัยสำคัญในช่วงที่ผ่านมา เปิดโอกาสในการเข้าสะสมก่อนที่ตลาดจะรับรู้ปัจจัยพื้นฐานที่ปรับตัวดีขึ้น เราแนะนำให้ลงทุนกลุ่มลงทุนจากกลุ่มที่มีสัดส่วนยอดขายใน Cloud มากกลุ่มที่เป็น "Cyclical rebound" อย่างกลุ่มยานยนต์ ปัจจุบัน KCE อยู่ในช่วงเทิร์นอะราวด์และอัปเดตต่อการปรับเพิ่มประมาณการกำไรเปิดกว้าง ดังนั้นมูลค่าหุ้นสมควรที่จะเทรดบนพรีเมียม เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อ KCE

อุตสาหกรรมยานยนต์กำลังปรับตัวดีขึ้น...

ยอดขายรถยนต์โดยสารในประเทศจีนปรับตัวเพิ่มขึ้น 8.5% YoY ในเดือนก.ค. เดิมโต YoY สามเดือนติดต่อกัน หลังจาก que ปรับตัวลดลง YoY มา 22 เดือน (และเดิมโตดีที่สุด YoY ในรอบมากกว่า 2 ปี) อิงตัวเลขจากสมาคมผู้ผลิตรถยนต์แห่งประเทศไทย (CAAM) US SAAR อยู่ที่ 14.5 ล้านคันในเดือนก.ค. ลดลง 14.2% YoY แต่เพิ่มขึ้น 10.7% MoM สูงกว่าที่ตลาดคาดการณ์ที่ 14.3 ล้านคัน รายงานยอดขายในตลาดยุโรป 5 ประเทศเดือนก.ค. ทรงตัว YoY (ลดลง 1% ก่อนการปรับวันหยุด) ดัชนี PMI โลกปรับตัวเพิ่มขึ้น MoM จาก 47.8 มาอยู่ที่ 50.3 ซึ่งเข้าสู่ช่วงการขยายตัวหลังจากที่ปรับตัวลดลงมา 5 เดือนติดต่อกัน ยอดการผลิตยานยนต์และชิ้นส่วนประกอบรถยนต์เป็นกลุ่มที่มีอัตราการเติบโตแข็งแกร่งที่สุด โดยมียอดขายการผลิตปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างแข็งแกร่งที่สุดนับตั้งแต่เดือนพ.ย. 2560

IHS ได้ปรับลดคาดการณ์ยอดขายการผลิตยานยนต์โลกปี 2563 ลงอย่างต่อเนื่อง โดยคาดการณ์ 1% ในเดือนม.ค. มาอยู่ที่ลดลง 12% ในปลายเดือนมี.ค., ลดลง 21% ในปลายเดือนเม.ย. และ 23% ในเดือนพ.ค. อย่างไรก็ตาม ได้มีการปรับเพิ่มคาดการณ์ขึ้น 20bps ในเดือนมิ.ย.

...รวมทั้งแนวโน้มการเทิร์นอะราวด์ของ KCE

ราคาหุ้นของ KCE ปรับตัวช้ากว่ากลุ่มในปีที่ 20% YTD เทียบกับ HANA ที่ 27% และ DELTA ที่ 219% โดยปัจจัยที่ใหญ่ที่สุด คือการที่บริษัทมีสัดส่วนในกลุ่มยานยนต์สูง ซึ่งกลุ่มยานยนต์เป็นตลาดปลายทางที่ได้รับผลกระทบมากที่สุดของบริษัทอิเล็กทรอนิกส์ เราเชื่อว่าไตรมาส2/63 จะเป็นจุดต่ำสุดของรายได้, อัตรากำไรขั้นต้นและกำไรต่อหุ้นของ KCE ในทางตรงกันข้ามไตรมาส2/63 น่าจะเป็นจุด Peak ของกำไรสำหรับ DELTA ซึ่งตลาดได้มีการปรับเพิ่มประมาณการกำไรต่อหุ้นปี 2564 ถึง 6 ครั้ง นับตั้งแต่เดือนพ.ค. จาก 2.59 บาท มาอยู่ที่ 5.53 บาท (เพิ่มขึ้น211%) ในขณะที่ตลาดปรับเพิ่มประมาณการกำไรต่อหุ้นของ KCE 5 ครั้ง จาก 1.14 บาท มาอยู่ที่ 1.55 บาท (เพิ่มขึ้น 36%) เราเชื่อว่าอัปเดตต่อประมาณการกำไรของ DELTA มีจำกัดแต่เปิดกว้างสำหรับ KCE

...มูลค่าหุ้นสมควรปรับตัวสูงขึ้น

ภายใต้สถานการณ์ปกติ KCE จะซื้อขายอยู่บน PER ในระดับเดียวกันกับ DELTA จากประมาณการกำไรต่อหุ้นของตลาด ปัจจุบัน KCE เทรดอยู่ที่ PER ปี 2564 ที่ 23 เท่า เทียบกับ 25 เท่าของ DELTA ในแง่ของ PEG สัดส่วนของ DELTA ในปี 2564 อยู่ที่ 2.9 เท่า เทียบกับ KCE ที่ 0.5 เท่า เราเชื่อว่า KCE อยู่ในช่วงการเทิร์นอะราวด์และยังมีอัปเดตต่อประมาณการกำไรที่เปิดกว้างกว่า DELTA ดังนั้นมูลค่าหุ้นสมควรเทรดบนระดับที่สูงขึ้น เราปรับเพิ่มมูลค่า PER ขึ้นจาก 24 เท่า มาอยู่ที่ 26 เท่า (PER สูงที่สุดเป็นอันดับสองของ KCE) ดังนั้นเราจึงปรับเพิ่มราคาเป้าหมายขึ้นจาก 31 บาท เป็น 33 บาท

Sector: Electronics

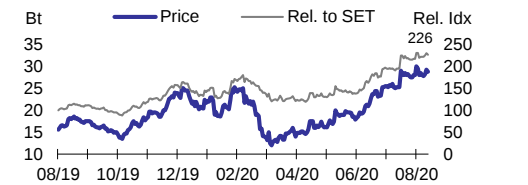
NEUTRAL

คำแนะนำพื้นฐาน: ชื้อ

เป้าหมายพื้นฐาน: 33.00 บาท

ราคา (25/8/63): 28.75 บาท

Price chart

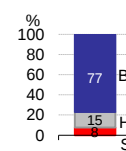


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	15.7	75.7	105.6
Absolute	13.9	74.2	86.7

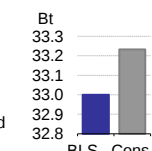
Key statistics

Market cap	Bt33.7bn	USD1.1bn
12-mth price range	Bt11.9/Bt32.3	
12-mth avg daily volume	Bt604m	USD19.2m
# of shares (m)	1,173	
Est. free float (%)	58.1	
Foreign limit (%)	49.0	

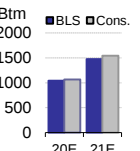
Consensus rating



BLS target price vs. Consensus



Consensus earnings



Financial summary

FY Ended 31 Dec	2019	2020E	2021E	2022E
Revenues (Btm)	12,097	12,057	13,263	14,589
Net profit (Btm)	934	1,041	1,473	1,759
EPS (Bt)	0.80	0.89	1.26	1.50
EPS growth (%)	-21%	+11.4%	+41.5%	+19.4%
Core profit (Btm)	892	1,025	1,456	1,742
Core EPS (Bt)	0.76	0.87	1.24	1.49
Core EPS growth (%)	-25%	+15%	+42.1%	+19.6%
PER (x)	26.3	32.4	22.9	19.2
PBV (x)	2.1	2.8	2.6	2.5
Dividend (Bt)	0.4	0.6	0.8	1.0
Dividend yield (%)	1.9	2.0	2.8	3.3
ROE (%)	7.9	8.7	11.9	13.5

CG/Anti-corruption



Certified

ณนต ใจแสน

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน

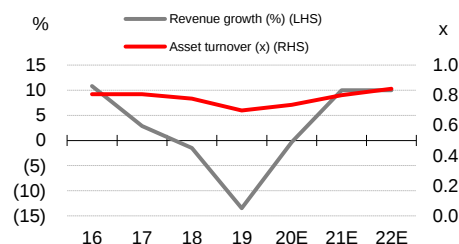
napon.jai@bualuang.co.th

+66 2 618 1349

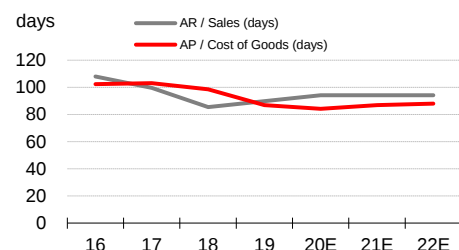
KCE: Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)					
Revenue	13,982	12,097	12,057	13,263	14,589
Cost of sales and services	(10,351)	(9,644)	(9,499)	(10,141)	(11,009)
Gross profit	3,631	2,454	2,558	3,122	3,580
SG&A	(1,804)	(1,556)	(1,543)	(1,671)	(1,838)
EBIT	1,827	898	1,015	1,450	1,741
Interest expense	(110)	(61)	(62)	(58)	(57)
Other income/exp.	92	92	89	89	89
EBT	1,809	929	1,041	1,482	1,774
Corporate tax	(49)	(41)	(21)	(30)	(35)
After-tax net profit (loss)	1,760	888	1,021	1,452	1,738
Minority interest	(19)	(15)	(15)	(15)	(15)
Equity earnings from affiliates	22	19	19	19	19
Extra items	252	42	17	17	17
Net profit (loss)	2,015	934	1,041	1,473	1,759
Reported EPS	1.72	0.80	0.89	1.26	1.50
Fully diluted EPS	1.72	0.80	0.89	1.26	1.50
Core net profit	1,763	892	1,025	1,456	1,742
Core EPS	1.50	0.76	0.87	1.24	1.49
EBITDA	2,836	2,005	1,979	2,397	2,671
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	(1.5)	(13.5)	(0.3)	10.0	10.0
Gross margin (%)	26.0	20.3	21.2	23.5	24.5
EBITDA margin (%)	20.3	16.6	16.4	18.1	18.3
Operating margin (%)	13.7	8.2	9.2	11.6	12.5
Net margin (%)	14.4	7.7	8.6	11.1	12.1
Core profit margin (%)	12.6	7.4	8.5	11.0	11.9
ROA (%)	11.2	5.4	6.4	8.9	10.2
ROCE (%)	13.5	6.5	7.6	10.6	12.2
Asset turnover (x)	0.8	0.7	0.7	0.8	0.8
Current ratio (x)	1.6	1.5	2.2	2.4	2.5
Gearing ratio (x)	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1
Interest coverage (x)	16.6	14.7	16.3	25.2	30.8
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	1,383	957	1,315	1,641	2,150
Accounts receivable	3,273	2,973	3,112	3,423	3,766
Inventory	3,192	2,622	2,010	2,210	2,432
PP&E-net	9,364	8,918	9,621	9,418	9,232
Other assets	910	1,030	171	175	181
Total assets	18,121	16,501	16,229	16,869	17,760
Accounts payable	2,796	2,293	2,192	2,411	2,653
ST debts & current portion	2,374	1,329	727	667	733
Long-term debt	664	731	717	667	617
Other liabilities	280	385	385	385	385
Total liabilities	6,114	4,739	4,022	4,131	4,389
Paid-up capital	586	586	586	586	586
Share premium	1,907	1,907	1,907	1,907	1,907
Retained earnings	9,507	9,290	9,665	10,195	10,829
Shareholders equity	11,951	11,712	12,158	12,688	13,322
Minority interests	56	50	50	50	50
Total Liab.&Shareholders' equity	18,121	16,501	16,229	16,869	17,760
CASH FLOW (Btm)					
Net income	2,015	934	1,041	1,473	1,759
Depreciation and amortization	917	1,015	875	857	841
Change in working capital	(356)	192	372	(302)	(332)
FX, non-cash adjustment & others	198	208	0	0	0
Cash flows from operating activities	2,774	2,349	2,289	2,029	2,268
Capex (Invest)/Divest	(750)	(634)	(650)	(650)	(650)
Others	120	48	0	0	0
Cash flows from investing activities	(630)	(586)	(650)	(650)	(650)
Debt financing (repayment)	(498)	(976)	(616)	(110)	16
Equity financing	0	0	0	0	0
Dividend payment	(1,313)	(1,136)	(666)	(942)	(1,125)
Others	120	48	0	0	0
Cash flows from financing activities	(1,915)	(2,169)	(1,282)	(1,053)	(1,109)
Net change in cash	229	(405)	357	326	509
Free cash flow (Btm)	2,024	1,715	1,639	1,379	1,618
FCF per share (Bt)	1.7	1.5	1.4	1.2	1.4
KEY ASSUMPTIONS					
Volume Growth	3%	-10%	-5%	10%	10%
Payout ratio	64%	138%	64%	64%	64%
FX	32.0	31.0	32.5	32.5	32.5

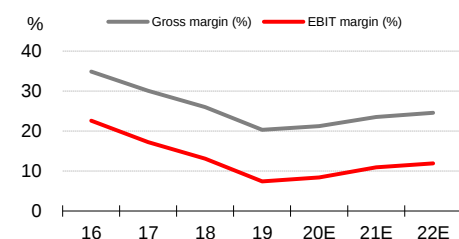
Revenue growth and asset turnover



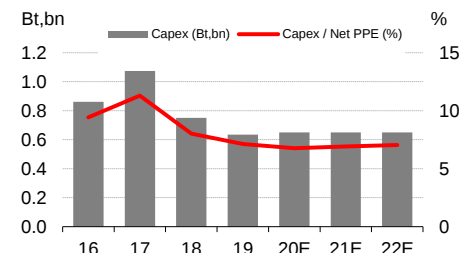
A/C receivable & A/C payable days



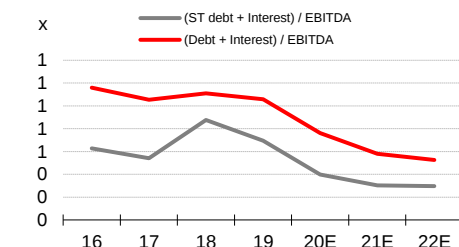
Profit margins



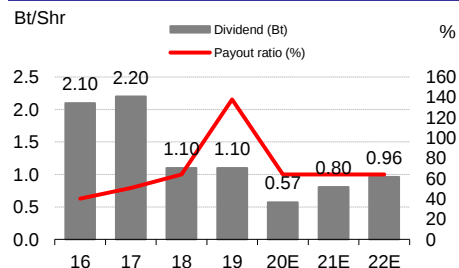
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



KCE: Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
Revenue	3,114	2,993	3,088	2,902	3,260
Cost of sales and services	(2,457)	(2,425)	(2,450)	(2,311)	(2,478)
Gross profit	657	568	638	591	782
SG&A	(403)	(358)	(422)	(373)	(430)
EBIT	254	210	216	218	352
Interest expense	(16)	(16)	(15)	(14)	(12)
Other income/exp.	20	21	23	28	22
EBT	258	214	224	232	363
Corporate tax	(12)	(2)	(8)	(18)	(15)
After-tax net profit (loss)	246	212	216	214	348
Minority interest	(3.0)	(4.1)	(3.9)	(4.1)	(4.5)
Equity earnings from affiliates	5.4	5.0	5.0	3.8	3.7
Extra items	20	(54)	38	38	78
Net profit (loss)	269	159	255	252	425
Reported EPS	0.23	0.14	0.22	0.21	0.36
Fully diluted EPS	0.23	0.14	0.22	0.21	0.36
Core net profit	248	213	217	214	347
Core EPS	0.21	0.18	0.19	0.18	0.30
EBITDA	527	486	496	246	636

KEY RATIOS

Gross margin (%)	21.1	19.0	20.7	20.4	24.0
EBITDA margin (%)	16.9	16.2	16.1	8.5	19.5
Operating margin (%)	8.8	7.7	7.7	8.5	11.5
Net margin (%)	8.6	5.3	8.3	8.7	13.0
Core profit margin (%)	8.0	7.1	7.0	7.4	10.6
BV (Bt)	10.5	10.0	9.9	10.0	10.4
ROE (%)	8.9	5.3	8.8	8.7	14.2
ROA (%)	6.0	3.7	6.0	6.1	10.0
Current ratio (x)	1.6	1.6	1.6	1.8	1.8
Gearing ratio (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Interest coverage (x)	33.0	29.6	33.1	18.0	53.3

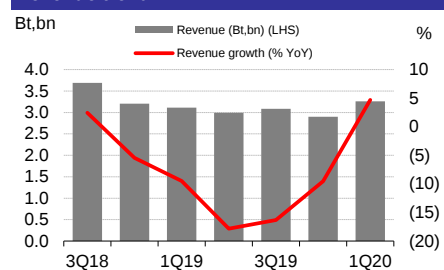
QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	1,183	1,080	1,112	957	1,383
Accounts receivable	3,319	2,994	3,019	2,973	3,326
Inventory	3,020	2,759	2,588	2,622	2,811
PP&E-net	9,306	9,245	9,068	8,918	8,716
Other assets	946	936	978	1,031	1,135
Total assets	17,775	17,015	16,766	16,501	17,370
Accounts payable	2,658	2,075	2,284	2,293	2,734
ST debts & current portion	1,975	2,297	1,919	1,329	1,313
Long-term debt	578	536	699	731	673
Other liabilities	287	333	318	385	441
Total liabilities	5,498	5,241	5,221	4,739	5,161
Paid-up capital	586	586	586	586	586
Share premium	1,907	1,907	1,907	1,907	1,907
Retained earnings	9,775	9,289	9,075	9,290	9,714
Shareholders equity	12,217	11,715	11,499	11,712	12,157
Minority interests	60	58	45	50	53
Total Liab.&Shareholders' equity	17,775	17,015	16,766	16,501	17,370

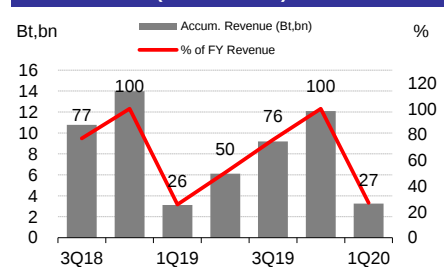
KEY STATS

Sale (USD term)	98	96	101	96	104
FX	32	31	31	30	31
Gain loss from FX	20	3	38	38	78

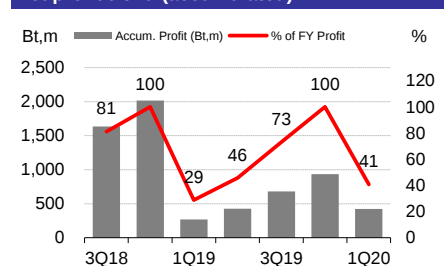
Revenue trend



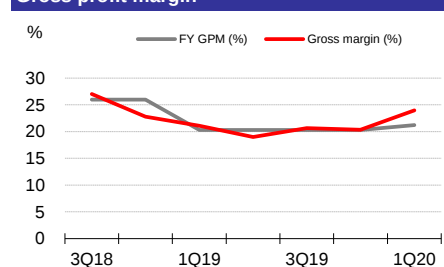
Revenue trend (accumulated)



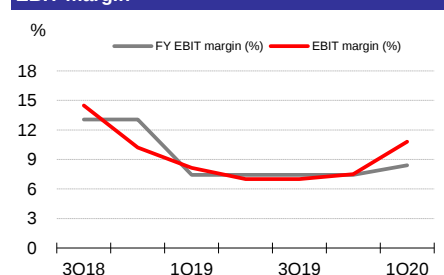
Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



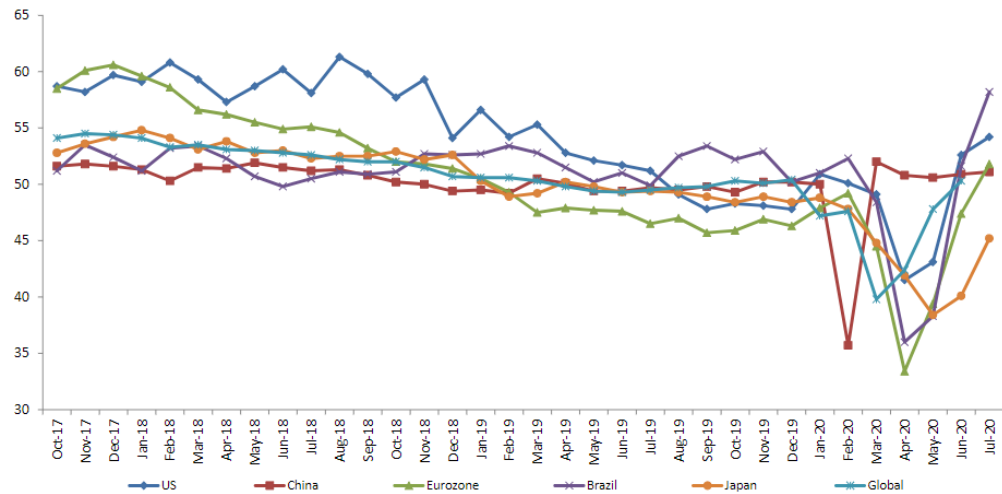
EBIT margin



Company profile

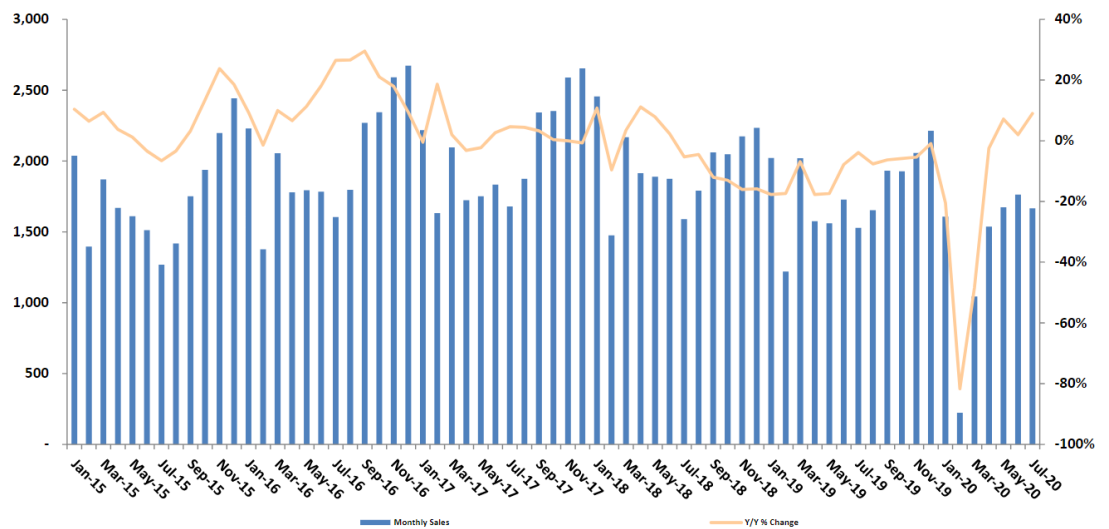
KCE Electronics Plc (KCE) and its subsidiaries manufacture and export single-layered, multi-layered and double-sided Printed Circuit Boards (PCBs). More than 70% of its production is sold to the automotive industry; the remainder to telecoms manufacturers and computer equipment makers. KCE's main customers are headquartered in the EU.

Figure 1 : Monthly PMIs (by region)



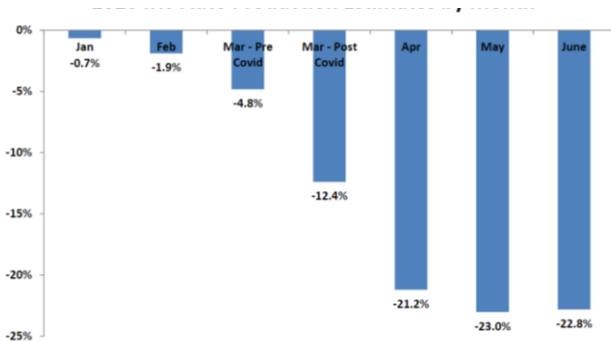
Sources: Bloomberg, Morgan Stanley Research

Figure 2 : Monthly PMIs (by region)



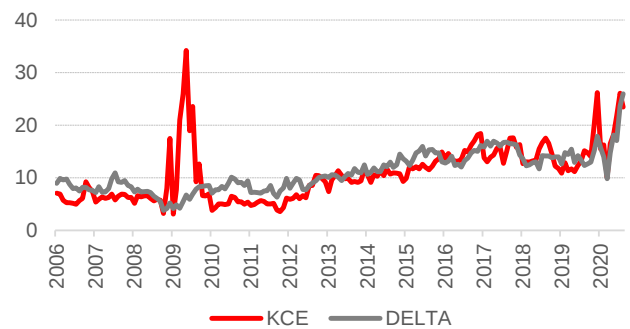
Sources: CAAM, Morgan Stanley Research

Figure 3 : 2020 IHS auto production estimates by month



Sources: Morgan Stanley Research, IHS

Figure 4 : Historical PERs of KCE and DELTA

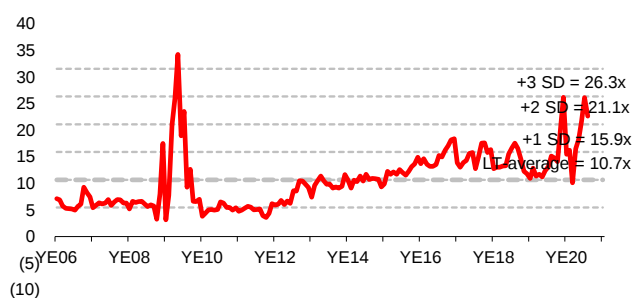


Sources: Bualuang Research

Regional Comparisons

	Bloomberg	Price	Market Cap	PER (x)		EPS Growth (%)		PBV (x)		ROE (%)		Div Yield (%)	
	Code	(local curr.)	(US\$ equivalent)	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
Hon Hai Precisio	2317 TT	TWD78.3	36,908	10.6	8.7	-10.2	22.0	0.8	0.8	7.9	9.3	5.0	5.6
Flextronics Intl	FLEX US	USD10.6	5,289	9.3	8.0	307.6	56.3	1.7	1.6	18.8	20.1	0.0	0.0
Jabil Circuit	JBL US	USD34.3	5,163	13.2	9.6	-83.4	788.3	3.2	2.9	22.6	31.1	1.0	0.9
Hana Microelectronics	HANA TB	THB40.75	1,043	18.7	16.0	-10.4	23.4	1.5	1.5	8.1	9.4	3.0	4.1
Delta Electronics (Thailand)	DELTA TB	THB114.00	4,524	24.1	23.0	-42.4	99.2	4.0	3.8	17.1	16.9	2.9	3.0
KCE Electronics	KCE TB	THB28.75	1,073	32.4	22.9	-53.6	11.4	2.8	2.6	8.7	11.9	2.0	2.8
SVI	SVI TB	THB3.52	241	13.3	13.8	-53.7	64.1	2.1	1.9	16.6	14.3	2.1	2.5
Simple average				17.4	14.6	7.7	152.1	2.3	2.1	14.3	16.1	2.3	2.7

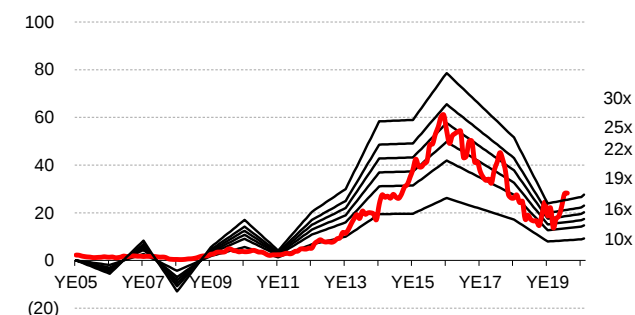
PER band versus SD (next 12 months)



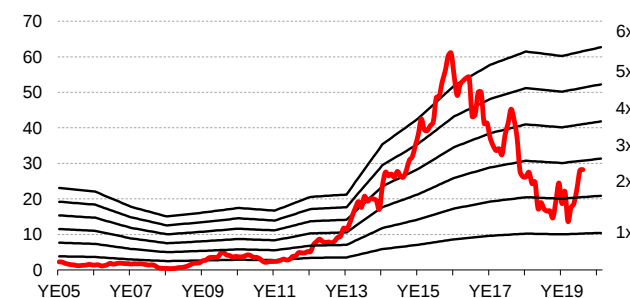
PBV band versus SD (next 12 months)



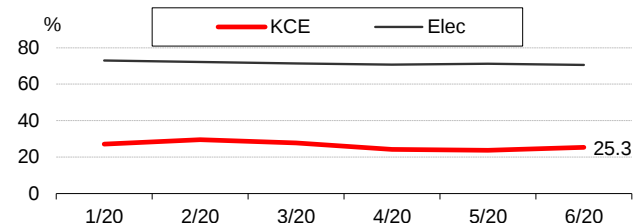
PER band and share price



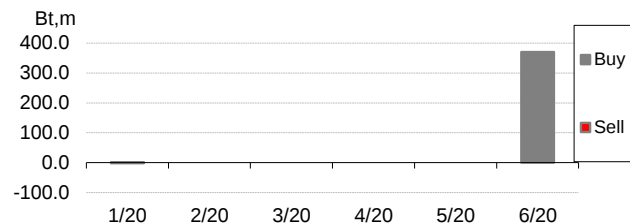
PBV band and share price



Foreign holdings



Management trading activities during past six months



Bualuang Securities Public Company Limited

DISCLAIMER

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 MAY ACT AS MARKET MAKER AND ISSUER OF DWs, AND ISSUER OF STRUCTURED NOTES ON THESE SECURITIES. The company may prepare the research reports on those underlying securities. Investors should carefully read the details of the derivative warrants and structured notes in the prospectus before making investment decisions.

ADVANC	AMATA	AOT	BCPG	BDMS	BJC	CBG	CENTEL	CPALL	DTAC	EGCO	GLOBAL	GPSC	IRPC	KBANK
KCE	KTG	KTC	MINT	PTG	PTT	PTTEP	PTTGC	SCB	SPRC	TASCO	TKN	TOP	WHA	ESSO
CKP	STA	BGRIM	GULF	MTC	AWC	TCAP	CRC	AP	CPF	CPN	GUNKUL	HANA	HMPRO	IVL
OSP	SAWAD	THANI												

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

Financial Advisor	Lead underwriter/ Underwriter/ Co-underwriter

CG Rating

Score Range

90 – 100
80 – 89
70 – 79
60 – 69
50 – 00359
Below 50

Score Range



No logo given

Description

Excellent
Very Good
Good
Satisfactory
Pass
N/A

Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors

- companies that have **declared** their intention to join CAC, and
- companies **certified** by CAC.

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 IOD survey 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 neither confirms nor certifies the accuracy of such survey results.

"Disclaimer: The disclosure of the Anti-Corruption Progress Indicators of a listed company on the Stock Exchange of Thailand, which is assessed by the relevant institution as disclosed by the Office of the Securities and Exchange Commission, is made in order to comply with the policy and sustainable development plan for the listed companies. The relevant institution made this assessment based on the information received from the listed company, as stipulated in the form for the assessment of Anti-corruption which refers to the Annual Registration Statement (Form 56-1), Annual Report (Form 56-2), or other relevant documents or reports of such listed company. The assessment result is therefore made from the perspective of a third party. It is not an assessment of operation and is not based on any inside information. Since this assessment is only the assessment result as of the date appearing in the assessment result, it may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, Bualuang Securities Public Company Limited neither confirms, verifies, nor certifies the accuracy and completeness of the assessment 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.