

KCE (KCE TB)

บมจ. เคซีอี อิเล็กทรอนิกส์

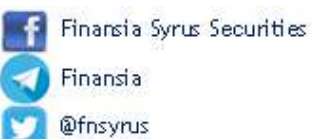
BUY

| | |
|---------------------------------|-----------------------|
| Previous | BUY |
| 2022 Target Price (Bt) | 80.0 |
| Price (16/07/2021) | 75.0 |
| up/downside (%) | +6.7 |
| SET Index | 1,574.37 |
| Sector | Electronic Components |
| Foreign limit/actual (%) | 49.00/19.72 |
| Free float (%) | 58.02 |
| Market cap (Bt m) | 88,580.50 |
| Avg daily T/O (Bt m) (2021 YTD) | 1,066.20 |
| hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD) | 79.00, 40.75, 60.14 |
| IOD 2020 | 5 |
| THAI CAC | Certified |

| Consolidated earnings | | | | |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|
| BT (mn) | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| Revenue | 11,527 | 14,186 | 16,410 | 18,379 |
| Normalized profit | 1,135 | 2,224 | 2,648 | 2,973 |
| Net profit | 1,127 | 2,224 | 2,648 | 2,973 |
| EPS (Bt) - norm | 0.97 | 1.90 | 2.26 | 2.53 |
| EPS (Bt)- reported | 0.96 | 1.90 | 2.26 | 2.53 |
| % growth y-y | 20.6 | 97.4 | 19.1 | 12.3 |
| Dividend/share (Bt) | 0.85 | 1.33 | 1.58 | 1.77 |
| BV/share (Bt) | 10.24 | 10.81 | 11.49 | 12.25 |
| EV/EBITDA (x) | 40.89 | 26.15 | 22.93 | 20.93 |
| PER (x) - norm | 77.5 | 39.5 | 33.2 | 29.6 |
| PER (x) | 78.1 | 39.5 | 33.2 | 29.6 |
| PBV (x) | 7.3 | 6.9 | 6.5 | 6.1 |
| Dividend yield (%) | 1.1 | 1.8 | 2.1 | 2.4 |
| ROE (%) | 9.4 | 17.5 | 19.7 | 20.7 |
| YE No. of shares (million) | 1,173 | 1,173 | 1,173 | 1,173 |
| Par (Bt) | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |

Source: Company data, FSS estimates

Analyst: Sureeporn Teewasuwet
 Register No.: 040694
 Tel.: +662 646 9972
 email: sureeporn.t@fnsyrus.com
 www.fnsyrus.com



เริ่มเห็น Upside จากบาทอ่อนและทองแดงลง

ระยะสั้น คาดกำไรปกติ 2Q21 จะทำจุดสูงสุดในรอบ 12 ไตรมาส จากคำสั่งซื้อที่แข็งแกร่ง และเริ่มรับรู้ราคาใหม่ที่ปรับขึ้นราว 2 เดือน และคาดว่ากำไรจะเร่งตัวขึ้นต่อใน 3Q21 เพราะนอกจากเป็นช่วง High Season ล่าสุดคำสั่งซื้อยาวไปใน 1H22 แล้ว สถานการณ์ค่าเงินบาทและทองแดงยังกลับมาเอื้อต่ออัตรากำไรของบริษัทมากขึ้น โดยค่าเงินบาทล่าสุดอ่อนค่าลง 3.6% Q-Q และราคาทองแดงปรับลง 3% Q-Q โดยเฉพาะค่าเงินบาทเฉลี่ย 2021YTD อ่อนกว่าสมมติฐานของเราราว 1.5% ถือเป็น Upside ต่อประมาณการของเรา ซึ่งทุกๆ 1 บาทที่อ่อนค่า จะเป็นบวกต่อกำไรราว 3.8% เบื้องต้นเรายังคงประมาณการกำไรปี 2021-22 เติบโต 96% Y-Y และ 19.1% ตามลำดับ และคงราคาเป้าหมายปี 2022 ที่ 80 บาท (อิง PE เดิม 35 เท่า) คงคำแนะนำซื้อ

คาดการณ์กำไรปกติ 2Q21 ทำจุดสูงสุดในรอบ 12 ไตรมาส

ระยะสั้น แนวโน้มกำไร 2Q21 จะยังเติบโตได้ดี +19.3% Q-Q, +189.9% Y-Y เป็น 513 ลบ. แม้จะมีการหยุดโรงงานที่อยู่ชวคราว ช่วงปลายเดือน มิ.ย. แต่ผลกระทบจำกัดมาก เราคาดการณ์รวมจะเติบโต +5% Q-Q, +68.6% Y-Y สะท้อนคำสั่งซื้อที่แข็งแกร่ง และคาดการณ์กำไรขั้นต้นจะฟื้นตัวได้ดีมาอยู่ที่ 25.5% จาก 25% ใน 1Q21 และ 18.2% ใน 2Q20 มาจากทั้งการใช้กำลังการผลิตเต็มทุกโรงงานทำให้ได้ประโยชน์จาก Economies of Scale และเริ่มรับรู้ราคาสินค้าที่ปรับขึ้น 5% Q-Q ตั้งแต่เดือน พ.ค. สามารถหักล้างผลกระทบราคาทองแดงที่ปรับขึ้น +14.3% Q-Q, +80% Y-Y มาอยู่ที่ US\$9,706 ต่อตัน ได้ทั้งหมด และคาดสัดส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้จะทรงตัวอยู่ที่ 11.7% ใกล้เคียง 11.8% ใน 1Q21 และต่ำกว่า 15.1% ใน 2Q20 มาจากรายได้ที่เติบโตได้มากกว่า

สถานการณ์บาทอ่อนค่าและทองแดงเริ่มลงจะเป็นบวกต่อ 3Q21 มากขึ้น

แนวโน้มกำไร 3Q21 น่าจะสดใสต่อเนื่อง จากทั้งคำสั่งซื้อที่ยังแข็งแกร่งและมีล่วงหน้ายาวไปใน 1H22 แล้ว ในขณะที่ทุกโรงงานกลับมาดำเนินการผลิตได้ปกติ และได้มีการขยายกำลังการผลิตส่วนเพิ่มราว 15%-20% เตรียมเข้ามารองรับคำสั่งซื้อที่สูงขึ้นในช่วง 2H21 ได้ทัน และคาดว่าจะเห็นการเร่งตัวขึ้นของอัตรากำไรขั้นต้นจากค่าเงินบาทที่อ่อนค่าลงอย่างมากในเดือน ก.ค. โดยเฉลี่ยอยู่ที่ 32.47 บาท/USD อ่อนค่าลง 3.6% Q-Q และ Y-Y ถือว่าอ่อนค่าเร็วกว่าที่เราคาดไว้ โดยค่าเงินบาทเฉลี่ย 2021YTD อยู่ที่ 30.96 บาท/USD อ่อนกว่าสมมติฐานของเราในปีที่ใช้ 30.5 บาท/USD โดยทุกๆ 1 บาทที่อ่อนค่า จะเป็นบวกต่อกำไรของ KCE ราว 3.8% ในขณะที่ราคาทองแดงก็อยู่ในภาวะที่เอื้อต่อต้นทุนของบริษัทมากขึ้น ล่าสุดราคาเฉลี่ยเดือน ก.ค. อยู่ที่ US\$9,408 ต่อตัน (-3% Q-Q) แม้ยังเป็นระดับราคาที่สูงกว่าปีก่อน แต่ราคาที่เริ่มอ่อนตัวลงได้ช่วยลดแรงกดดันด้านต้นทุนอีกครั้ง ทั้งนี้ต้นทุนทองแดงคิดเป็นสัดส่วนราว 13%-15% ของต้นทุนรวม โดยราคาทองแดงที่เปลี่ยนแปลงทุกๆ 10% จะกระทบต่ออัตรากำไรขั้นต้นของบริษัทราว 0.8% และจะยังเป็นบวกต่ออัตรากำไรขั้นต้นใน 3Q21 มากขึ้น เพราะจะรับรู้ราคาขายที่ปรับขึ้นได้เต็มไตรมาส ซึ่งสวนทางกับต้นทุนทองแดงที่ปรับลง

EV Car จะเป็นตัวหนุนให้ตลาด PCB เติบโตต่อเนื่องในระยะยาว

เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อการเติบโตระยะกลางยาว เพราะแนวโน้มความต้องการใช้ PCB ยังสูงขึ้นต่อเนื่อง และน่าจะเร่งตัวขึ้นไปอีก 3-5 ปี เป็นอย่างน้อย จากช่วงเปลี่ยนผ่านของรถยนต์สันดาปไปสู่รถยนต์ EV ที่จำเป็นต้องใช้ PCB ในรถยนต์มากขึ้น โดยคาดมูลค่า PCB ในรถยนต์ EV จะเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ราว US\$120-150 ต่อคัน จาก US\$50-60 ต่อคันกรณีรถยนต์สันดาป ในขณะที่ KCE ถือเป็นหนึ่งในผู้ผลิต PCB รายใหญ่ของโลก และมีรายได้ขายไปยังกลุ่ม Automotive กว่า 70% ซึ่งเป็นตลาดที่มีการแข่งขันต่ำกว่า Non-Automotive และมีอุปสรรคสูงสำหรับคู่แข่งรายใหม่ เรายังคงประมาณการกำไรปกติปี 2021-22 ไว้ที่ 2,224 ลบ. (+96% Y-Y) และ 2,648 ลบ. (+19.1% Y-Y) และคงราคาเป้าหมายปี 2022 ที่ 80 บาท (อิง PE เดิม 35 เท่า)

Company Overview

KCE ประกอบธุรกิจเป็นผู้ผลิตและจำหน่ายแผ่นพิมพ์วงจรอิเล็กทรอนิกส์ (Printed Circuit Board หรือ PCB) ซึ่งเป็นแผ่น Epoxy Glass ที่มีสีอ่อน ไฟฟ้า เช่น ตะกั่ว ทองแดง เคลือบอยู่ ภายใต้เครื่องหมายการค้า KCE ในช่วงแรกของธุรกิจบริษัทผลิตได้เฉพาะ PCB ชนิด 2 หน้า (Double Sided PCB) ต่อมาได้มีการพัฒนาต่อเนื่องจนสามารถผลิต PCB ชนิดหลายชั้น (Multilayer PCB) ตั้งแต่ 2-24 ชั้น ทั้งนี้รายได้เกือบทั้งหมดเป็นการผลิตเพื่อการส่งออก ไปยังหลายประเทศทั่วโลก ทั้งยุโรป สหรัฐ และ เอเชีย รวมถึงจีนด้วย

กลุ่มลูกค้าหลักได้แก่ Automotive, Telecom, Computer รวมถึงกลุ่มลูกค้าภาค Industrial, Medical และ Consumer Product

| รายได้ | ปี 2563 | | ปี 2562 | | ปี 2561 | |
|-------------------------|-----------|--------|-----------|--------|-----------|--------|
| | ล้านบาท | ร้อยละ | ล้านบาท | ร้อยละ | ล้านบาท | ร้อยละ |
| รายได้จากการขาย* | | | | | | |
| - แผ่นพิมพ์วงจรไฟฟ้า | | | | | | |
| DOUBLE SIDED | 1,280.63 | 10.91 | 1,641.36 | 13.36 | 2,003.17 | 13.98 |
| MULTI-LAYER | 9,105.17 | 77.55 | 9,956.41 | 81.10 | 11,512.77 | 80.37 |
| - ธุรกิจพิเศษและอามิเนต | 756.75 | 6.44 | 174.53 | 1.42 | 74.84 | 0.52 |
| - ธุรกิจอื่น | 384.61 | 3.27 | 315.07 | 2.56 | 391.72 | 2.73 |
| รวมรายได้จากการขาย | 11,527.16 | 98.17 | 12,097.37 | 98.44 | 13,982.50 | 97.60 |

ปัจจุบันบริษัทมีโรงงาน 2 แห่งตั้งอยู่ที่ลาดกระบัง และอยุธยา ส่วนโรงงานที่บางปูได้ปิดดำเนินการผลิตตั้งแต่กลางปี 2020 เป็นต้นมา ล่าสุดได้เข้าซื้อที่ดินที่สวนอุตสาหกรรมโรจนะ 67 ไร่ เตรียมขยายเป็นโรงงานแห่งใหม่ แห่งที่ 3 คาดจะแล้วเสร็จและเริ่มรับรู้อยู่ได้ใน 2022-2023

Valuation Methodology

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ KCE โดยอิง Target PE ที่ 35 เท่า เทียบเคียง PE เฉลี่ย +2.5SD แม้สูงกว่าค่าเฉลี่ยในอดีต แต่ถือว่าใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยของบริษัทผู้ผลิต PCB และสะท้อนถึงคำสั่งซื้อที่แข็งแกร่ง

ESG

Environment

- KCE ให้ความสำคัญและรักษาระบบมาตรฐานสิ่งแวดล้อมไว้อย่างเคร่งครัด มีนโยบายการผลิตที่ใช้พลังงานและทรัพยากรธรรมชาติอย่างเต็มประสิทธิภาพ ลงทุนระบบการบำบัดมลพิษทางน้ำและทางอากาศ อีกทั้งโรงงานทุกแห่งตั้งอยู่ในเขตนิคมอุตสาหกรรมที่มีมาตรการป้องกันมลพิษและลดผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม
- เนื่องจากกระบวนการผลิต PCB มีสารเคมีหลายชนิด และมีของเสีย รวมถึงเศษซากจากการผลิตอยู่มาก บริษัทจึงได้จ้างบริษัทที่รับกำจัดของเสียที่ได้รับอนุญาตจากกรมโรงงาน เพื่อนำไปกำจัด ในขณะที่ของเสียที่บำบัดได้จะถูกนำส่งเข้าสู่ระบบบำบัดของเสียของบริษัท จนสุดท้ายได้น้ำที่มีค่ามาตรฐานไม่เกินกำหนด จึงปล่อยลงสู่ทางระบายของนิคมฯต่อไป

Social

- บริษัทได้จัดการฝึกอบรมพนักงานให้มีความรู้ความสามารถ และมีศักยภาพในด้านต่างๆ เช่น ด้านคุณภาพ ระบบการผลิต การลดของเสีย ด้านความปลอดภัยในที่ทำงาน รวมถึงด้านสิ่งแวดล้อม และเปิดโอกาสให้พนักงานได้ศึกษาด้วยตนเอง หรือศึกษาต่อในระดับสูง ถือเป็นสร้างแรงงานที่มีประสิทธิภาพให้กับองค์กรและสังคมต่อไป
- บริษัทเข้าร่วมเป็นสมาชิก GLOBAL COMPACT ซึ่งก่อตั้งโดย UN ตั้งแต่ปี 2007 ในการดำเนินธุรกิจภายใต้หลักการ 10 ประการ ด้านการทำงาน การป้องกันปัญหาสิ่งแวดล้อม การรับผิดชอบต่อสังคม และการต่อต้านการคอร์รัปชัน

Governance

- ปัจจุบันบริษัทมีคณะกรรมการ 9 คน ประกอบด้วย กรรมการที่เป็นผู้บริหาร 3 คน และกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร 6 คน ซึ่งเป็นกรรมการอิสระ 3 คน ถือว่าไม่น้อยกว่า 1 ใน 3 ของจำนวนกรรมการทั้งหมด สอดคล้องตามเกณฑ์ เพื่อเป็นการถ่วงดุลอำนาจของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในการออกเสียง และสอบทานการบริหารของฝ่ายบริหารอย่างโปร่งใส
- บริษัทห้ามไม่ให้กรรมการ ผู้บริหาร รวมถึงผู้บริหารที่พ้นจากตำแหน่งในช่วงเวลา 6 เดือน ซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทก่อนประกาศงบการเงินเป็นเวลา 30 วัน และหลังประกาศเป็นเวลา 1 วัน
- ปี 2019 บริษัทได้รับการจัดอันดับการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามหลักเกณฑ์ของตลท.และกต.ในระดับ ดีเลิศ ต่อเนื่องเป็นปีที่ 5 โดยมีสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย IOD เป็นผู้ประเมิน

2Q21E Earnings Preview

| (Bt=mn) | 2Q21E | 1Q21 | %Q-Q | 2Q20 | %Y-Y |
|--------------------|-------|-------|------|-------|-------|
| Sales revenue | 3,586 | 3,415 | 5.0 | 2,127 | 68.6 |
| Costs | 2,671 | 2,560 | 4.3 | 1,741 | 53.4 |
| Gross profit | 914 | 855 | 6.9 | 387 | 136.2 |
| SG&A costs | 420 | 402 | 4.5 | 322 | 30.4 |
| Interest charge | 11 | 10 | 10.0 | 16 | -31.3 |
| Norm profit | 513 | 430 | 19.3 | 177 | 189.8 |
| Net profit | 513 | 503 | 2.0 | 71 | 622.5 |
| Gross margin % | 25.5 | 25.0 | 0.5 | 18.2 | 7.3 |
| SG&A as % of Sales | 11.7 | 11.8 | -0.1 | 15.1 | -3.4 |
| Norm margin % | 14.3 | 12.6 | 1.7 | 8.3 | 6.0 |

Source: FSS Estimates

ค่าเงินบาทอ่อนค่าลงต่อเนื่อง จะเป็นบวกต่อกำไรมากขึ้นใน 3Q21



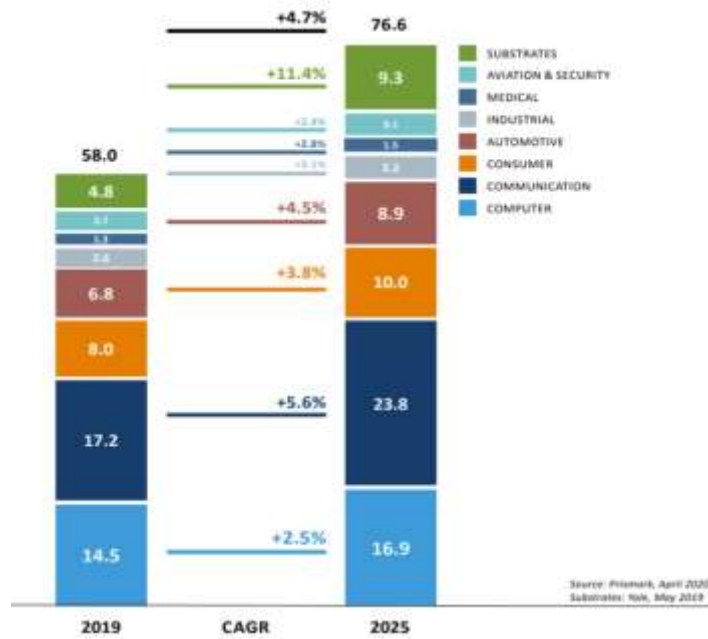
Source: Bloomberg, FSS Research

ราคาทองแดงเริ่มปรับลดลงตั้งแต่เดือน มิ.ย. 21 จะเป็นบวกต่อมาร์จิ้นตั้งแต่ 3Q21



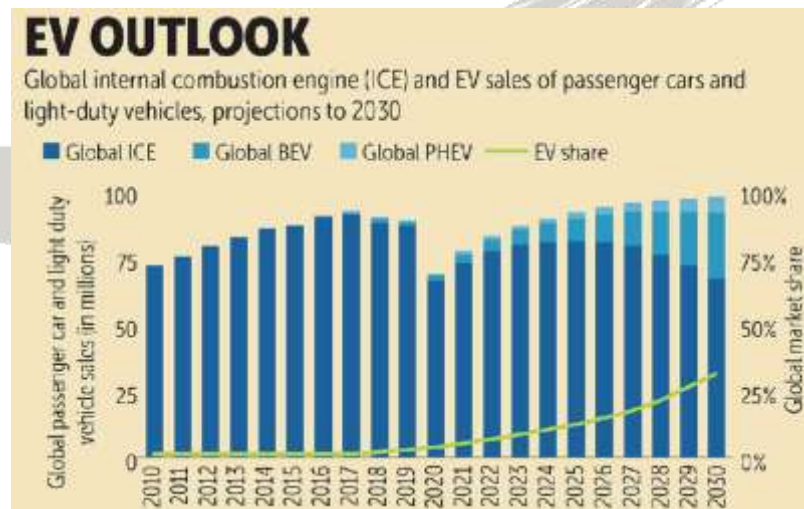
Source: Bloomberg, FSS Research

คาดการณ์มูลค่าตลาด PCB ของโลกจะเติบโตปีละ 4.7%



Source: FSS Research, Google (Prismark)

คาดการณ์ส่วนแบ่งตลาด EV Car ของโลกจะเร่งตัวขึ้นในช่วง 10 ปีข้างหน้า



Source: Deloitte Analysis (IHS Markit, EV-volumes.com)

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงด้านการตลาดและการแข่งขัน

เนื่องจากลูกค้าหลักของบริษัทคือผู้จัดจำหน่ายชิ้นส่วนให้กับอุตสาหกรรมยานยนต์ ซึ่งเป็นสินค้าที่มีมูลค่าสูง และถือเป็นสินค้าฟุ่มเฟือย อาจได้รับผลกระทบหากกำลังซื้อชะลอตัว หรือได้รับผลกระทบจากสงครามทางการค้า นอกจากนี้ยังมีความเสี่ยงอาจเผชิญกับการแข่งขันที่รุนแรงทางด้านราคา เพราะลูกค้าบางรายของบริษัทกำหนดนโยบายในการซื้อวัตถุดิบจากผู้ขายที่ให้ราคาต่ำสุด แต่คุณภาพต้องได้มาตรฐาน ซึ่งอาจกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทได้

ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของเทคโนโลยี

อุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์ในอนาคตจะมีขนาดเล็กลง มีประสิทธิภาพสูงขึ้น และมีความละเอียดซับซ้อนเพิ่มขึ้น ทำให้มีความต้องการใช้ PCB ที่มีขนาดเล็กลง และมีจำนวนชั้นของแผ่นวงจรเพิ่มขึ้น หมายถึงการเปลี่ยนแปลงทางเทคนิคการผลิตที่ต้องการทักษะในการผลิตสูง ทำให้บริษัทต้องปรับตัวให้ทันกับเทคโนโลยี และมีการลงทุนเครื่องจักรและอุปกรณ์เพิ่มขึ้นเพื่อรับมือให้กับความต้องการของลูกค้าที่เปลี่ยนแปลง มิเช่นนั้นอาจนำไปสู่การสูญเสียลูกค้าหรือส่วนแบ่งการตลาดได้

ความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน

บริษัทมีรายได้ส่วนใหญ่อยู่ในรูปเงินตราต่างประเทศ แม้จะมี Natural Hedge จากการนำเข้าวัตถุดิบในรูปสกุลเงินต่างประเทศได้ส่วนหนึ่ง แต่ไม่สามารถครอบคลุมรายได้ทั้งหมด ทำให้บริษัทมีความเสี่ยง ในกรณีที่ค่าเงินบาทเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางแข็งค่าขึ้น กรณีที่ค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้นทุก 1% จะกระทบอัตรากำไรขั้นต้นราว 0.5%

ความเสี่ยงจากปัญหาขาดแคลนวัตถุดิบ หรือราคาวัตถุดิบปรับตัวสูงขึ้น

บริษัทอาจประสบปัญหากรณี Suppliers ไม่สามารถจัดส่งวัตถุดิบได้อย่างต่อเนื่อง และทันเวลา รวมถึงไม่สามารถหาวัตถุดิบได้ตรงตามข้อกำหนด อีกทั้งผลกระทบจากการหยุดชะงักของ Supply Chain อาจกระทบต่อกระบวนการผลิตและผลการดำเนินงานของบริษัทได้ ทั้งนี้วัตถุดิบหลักของบริษัทประกอบด้วย แผ่นลามิเนต พรีเพก ทองแดง และทองคำ สำหรับในปีนี้ ราคาทองแดงได้ปรับตัวสูงขึ้นอย่างมากทำจุดสูงสุดใหม่ทะลุระดับ US\$1 หมื่นต่อตันแล้ว โดยทองแดงเป็นต้นทุนของบริษัทราว 12% ของต้นทุนรวม กรณีที่ราคาทองแดงปรับขึ้นทุก 10% จะกระทบอัตรากำไรขั้นต้น 1%-1.2%

ความเสี่ยงจากภัยพิบัติ

การเกิดอัคคีภัย อุทกภัย และแผ่นดินไหว อาจส่งผลให้เกิดความเสียหายกับกลุ่มบริษัท โดยเฉพาะความเสียหายรุนแรงต่อโรงงานและสายการผลิต ดังเช่นน้ำท่วมหนักในปี 2011 ทำให้บริษัทต้องใช้ระยะเวลาหลายเดือนถึงเป็นปีในการปรับปรุงซ่อมแซม และติดตั้งเครื่องจักรใหม่

Income Statement (Consolidated)

| (Bt mn) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Revenue | 12,097 | 11,527 | 14,186 | 16,410 | 18,379 |
| Cost of sales | 9,644 | 9,015 | 10,243 | 11,782 | 13,196 |
| Gross profit | 2,454 | 2,512 | 3,944 | 4,628 | 5,183 |
| SG&A | 1,613 | 1,449 | 1,702 | 1,969 | 2,205 |
| Operating profit | 841 | 1,063 | 2,241 | 2,658 | 2,977 |
| Other income | 92 | 106 | 113 | 131 | 129 |
| EBIT | 933 | 1,169 | 2,355 | 2,790 | 3,106 |
| EBITDA | 1,954 | 2,224 | 3,510 | 4,045 | 4,436 |
| Interest charge | 61 | 57 | 62 | 58 | 58 |
| Tax on income | 41 | 87 | 73 | 87 | 98 |
| Earnings after tax | 831 | 1,024 | 2,219 | 2,644 | 2,951 |
| Minority interest | 15.1 | 16.1 | 14.2 | 16.4 | 0.0 |
| Normalized earnings | 885 | 1,135 | 2,224 | 2,648 | 2,973 |
| Extraordinary items | 50 | -8 | 0 | 0 | 0 |
| Net profit | 934 | 1,127 | 2,224 | 2,648 | 2,973 |

Cash Flow Statement (Consolidated)

| (Bt mn) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------------------|--------|-------|--------|--------|--------|
| Net profit | 934 | 1,127 | 2,224 | 2,648 | 2,973 |
| Deprec. & amortization | 1,021 | 1,055 | 1,155 | 1,255 | 1,330 |
| Change in working capital | 494 | 189 | -274 | -546 | -526 |
| Other adjustments | -119 | -119 | -19 | -21 | -22 |
| Cash flow from operations | 2,331 | 2,252 | 3,086 | 3,337 | 3,755 |
| Capital expenditure | -575 | -243 | -2,000 | -2,000 | -1,500 |
| Others | -155 | -143 | -124 | -22 | 111 |
| Cash flow from investing | -730 | -386 | -2,124 | -2,022 | -1,389 |
| Free cash flow | 1,601 | 1,866 | 962 | 1,314 | 2,365 |
| Net borrowings | -847 | 346 | 98 | 278 | -127 |
| Equity capital raised | 0 | 146 | 0 | 0 | 0 |
| Dividends paid | -1,152 | -982 | -1,557 | -1,854 | -2,081 |
| Others | -28 | 9 | -1 | -1 | -1 |
| Cash flow from financing | -2,026 | -481 | -1,460 | -1,577 | -2,208 |
| Net change in cash | -425 | 1,385 | -498 | -263 | 157 |

Balance Sheet (Consolidated)

| (Bt mn) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Cash | 957 | 2,342 | 1,845 | 1,582 | 1,739 |
| Accounts receivable | 2,973 | 3,174 | 3,498 | 4,046 | 4,532 |
| Inventory | 2,622 | 2,594 | 2,806 | 3,228 | 3,615 |
| Other current assets | 88 | 74 | 85 | 98 | 153 |
| Total current assets | 6,640 | 8,185 | 8,234 | 8,955 | 10,039 |
| Investments | 431 | 561 | 630 | 630 | 630 |
| Plant, property & equipment | 8,918 | 8,107 | 8,952 | 9,697 | 9,867 |
| Other assets | 512 | 524 | 579 | 601 | 491 |
| Total assets | 16,501 | 17,377 | 18,394 | 19,882 | 21,026 |
| Short-term loans | 1,067 | 1,283 | 1,095 | 1,200 | 1,550 |
| Accounts payable | 2,293 | 2,458 | 2,806 | 3,228 | 3,615 |
| Current maturities | 263 | 392 | 300 | 300 | 300 |
| Other current liabilities | 29 | 84 | 99 | 115 | 129 |
| Total current liabilities | 3,651 | 4,216 | 4,300 | 4,843 | 5,594 |
| Long-term debt | 731 | 680 | 855 | 927 | 358 |
| Other non-current liab. | 357 | 419 | 511 | 591 | 662 |
| Total non-current liab. | 1,088 | 1,099 | 1,366 | 1,518 | 1,020 |
| Total liabilities | 4,739 | 5,315 | 5,666 | 6,361 | 6,614 |
| Registered capital | 591 | 591 | 591 | 591 | 591 |
| Paid up capital | 586 | 589 | 589 | 589 | 589 |
| Share premium | 1,907 | 2,050 | 2,050 | 2,050 | 2,050 |
| Legal reserve | 59 | 59 | 59 | 59 | 59 |
| Retained earnings | 9,160 | 9,311 | 9,979 | 10,773 | 11,665 |
| Minority Interests | 50 | 52 | 51 | 50 | 49 |
| Shareholders' equity | 11,762 | 12,062 | 12,728 | 13,522 | 14,412 |

Key Ratios

| | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Growth (%) | | | | | |
| Revenue | -13.5 | -4.7 | 23.1 | 15.7 | 12.0 |
| EBITDA | -32.9 | 13.8 | 57.8 | 15.2 | 9.7 |
| Net profit | -53.6 | 20.6 | 97.4 | 19.1 | 12.3 |
| Normalized earnings | -49.8 | 28.3 | 96.0 | 19.1 | 12.3 |
| Profitability (%) | | | | | |
| Gross profit margin | 20.3 | 21.8 | 27.8 | 28.2 | 28.2 |
| EBITDA margin | 16.1 | 19.3 | 24.7 | 24.6 | 24.1 |
| EBIT margin | 7.7 | 10.1 | 16.6 | 17.0 | 16.9 |
| Normalized profit margin | 7.3 | 9.8 | 15.7 | 16.1 | 16.2 |
| Net profit margin | 7.7 | 9.8 | 15.7 | 16.1 | 16.2 |
| Normalized ROA | 5.4 | 6.5 | 12.1 | 13.3 | 14.1 |
| Normalized ROE | 7.6 | 9.4 | 17.5 | 19.7 | 20.7 |
| Normalized ROCE | 7.3 | 8.9 | 16.7 | 18.5 | 20.1 |
| Risk (x) | | | | | |
| D/E | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.5 | 0.5 |
| Net D/E | 0.3 | 0.2 | 0.3 | 0.4 | 0.3 |
| Net debt/EBITDA | 1.9 | 1.3 | 1.1 | 1.2 | 1.1 |
| Per share data (Bt) | | | | | |
| Reported EPS | 0.80 | 0.96 | 1.90 | 2.26 | 2.53 |
| Normalized EPS | 0.75 | 0.97 | 1.90 | 2.26 | 2.53 |
| EBITDA | 1.67 | 1.90 | 2.99 | 3.45 | 3.78 |
| Book value | 9.99 | 10.24 | 10.81 | 11.49 | 12.25 |
| Dividend | 0.80 | 0.85 | 1.33 | 1.58 | 1.77 |
| Par | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| Valuations (x) | | | | | |
| P/E | 94.1 | 78.1 | 39.5 | 33.2 | 29.6 |
| Norm P/E | 99.4 | 77.5 | 39.5 | 33.2 | 29.6 |
| P/BV | 7.5 | 7.3 | 6.9 | 6.5 | 6.1 |
| EV/EBITDA | 47.0 | 40.9 | 26.1 | 22.9 | 20.9 |
| Dividend yield (%) | 1.1 | 1.1 | 1.8 | 2.1 | 2.4 |

Source: Company data, FSS research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

| | | | | |
|--|---|--|---|--|
| สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-658-9000, 02-658-9500 | สำนักงานอัลมาลิ่งค์ 25 อาคารอัลมาลิ่งค์ ชั้น 9,14,15 ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-646-9600, 02-646-9999 | สาขา เซ็นทรัลพลาซ่า 1 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล พลาซ่า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อนุสาวรีย์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร 02-878-5999 | สาขา บางกระบือ 3105 อาคารเอ็มมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ จ.กรุงเทพมหานคร 02-378-4545 | สาขา ประชาชื่น 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร 02-580-9130 |
| สาขา บางนา 589 หมู่ 12 อาคารชุดทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 589/105 (เดิม 1093/105) ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา เขตบางนา จ.กรุงเทพมหานคร 02-740-7100 | สาขา มินท์ ทาวเวอร์ ชั้น 6 (ห้องเลขที่ 601), 7, 8 และ 9 อาคาร มินท์ ทาวเวอร์ เลขที่ 719 ถนนบรมราชตัดทอง แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-680-0700 | สาขา สีลม 1 130-132 อาคารสีลม ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100 | สาขา เคียนหวน (สีลม 2) 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-254-1717 | สาขา สาทร เลขที่ 48/32 ชั้น 16 อาคารทีเอสโก้ทาวเวอร์ ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก จ.กรุงเทพมหานคร 02-036-4859 |
| สาขา รังสิต 1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17 ซอยพหลโยธิน 60 ถนนพหลโยธิน ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี 02-993-8180 | สาขา รัตนาธิเบศร์ 576 ถ.รัตนาธิเบศร์ ต.บางกระสอ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี 02-831-8300 | สาขา แจ้งวัฒนะ 99, 99/9 เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ ยูนิตเลขที่ 1904 ชั้น 19 หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี 02-005-4193 | | |
| สาขา ขอนแก่น 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่งแก่นนคร) ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น 043-058-925 | สาขา อุดรธานี 197/29, 213/3 ถ.อุดรธานี ต.หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี 042-245-589 | สาขา เชียงใหม่ 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่ 053-235-889, 053-204-711 | สาขา เชียงราย 353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย 053-750-120 | สาขา สมุทรสาคร เลขที่ 813/30 ถนนนเรศวร ตำบลมหาชัย อำเภอเมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร 034-428-045 |
| สาขา แม่สาย 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย 053-640-599 | สาขา นครราชสีมา 198/1 ตรอกสมอราย ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา 044-288-700, 044-014-322, 044-014-323 | สาขา ออนไลน์ภูเก็ต 22/18 ถ.หลวงพ่อดำ ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต 076-210-499 | สาขา หาดใหญ่ 106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา 074-243-777 | สาขา สุราษฎร์ธานี 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี 077-222-595 |
| สาขา ดรง 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง 075-211-219 | สาขา ปัตตานี 300/69-70 หมู่ 4 ต.สุตะมิแล อ.เมือง จ.ปัตตานี 073-350-140-4 | | | |

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน

| | |
|-------------|--|
| BUY | "ซื้อ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 10% |
| HOLD | "ถือ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 0% - 10% |
| SELL | "ขาย" เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน |
| TRADING BUY | "ซื้อเก็งกำไรระยะสั้น" เนื่องจากมีประเด็นที่มีผลบวกต่อราคาหุ้นในระยะสั้น แม้ว่าราคาปัจจุบันจะสูงกว่ามูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน |
| OVERWEIGHT | "ลงทุนมากกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ สูงกว่า ตลาด |
| NEUTRAL | "ลงทุนเท่ากับตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ เท่ากับ ตลาด |
| UNDERWEIGHT | "ลงทุนน้อยกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ ต่ำกว่า ตลาด |

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

DISCLAIMER: รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เราเชื่อหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ตัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ AAV, ADVANC, AEONTS, AMATA, ANAN, AOT, AP, BANPU, BBL, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEAUTY, BEC, BEM, BGRIM, BH, BJC, BLAND, BPP, BTS, CBG, CENTEL, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DTAC, EA, EGCO, EPG, ERW, ESSO, GFPT, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMT, KBANK, KCE, KKP, KTB, KTC, LI, MAJOR, MBK, MEGA, MINT, MTC, ORI, OSP, PLANB, PRM, PSH, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, RATCH, ROBINS, RS, SAWAD, SCB, SCC, SGP, SRI, SPALI, SPRC, STA, STEC, SUPER, TASCOS, TCAP, THAI, THANI, TISCO, TKN, TMB, TOA, TOP, TPIPP, TRUE, TTW, TU, TVO, WHA และ SET50 Future โดยบริษัทฯ อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

Thai Institute of Directors Association (IOD) – Corporate Governance Report Rating 2020

| ช่วงคะแนน | สัญลักษณ์ | ความหมาย |
|-----------|---|----------|
| 100-90 |  | ดีเลิศ |
| 80-89 |  | ดีมาก |
| 70-79 |  | ดี |
| 60-69 |  | ดีพอใช้ |
| 50-59 |  | ผ่าน |
| <50 | no logo given | n/a |

สัญลักษณ์ N/R หมายถึง "ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR"

IOD (IOD Disclaimer)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟิลินเซีย ไชรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)

- ข้อมูล CG Score ประจำปี 2563 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 24 มิถุนายน 2562) มี 2 กลุ่ม คือ
 - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
 - ได้รับการรับรอง CAC