

# เคซีอี อีเลคโทรนิคส์

ตามคาด

Electronic  
Overweight

คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อเก็งกำไร**  
เป้าหมายพื้นฐาน: 8.05 บาท  
ราคา (07/08/12): 6.30 บาท

## Key Ratios & Statistics

Market cap	Bt3.55bn		
12-mth price range	Bt3.36/Bt7.80		
12-mth avg daily volume	Bt18.79m		
# of shares (m)	464.1		
Est. free float (%)	60.3		
Foreign limit (%)	49.0		
<b>Share price perf. (%)</b>	<b>1M</b>	<b>3M</b>	<b>12M</b>
Relative to SET	20.6	214	(2.6)
Absolute	22.4	214	13.3

## Financial summary

FY Ended 31 Dec	2011	2012E	2013E	2014E
Revenues (Btm)	7,201	6,908	8,060	8,680
Net profit (Btm)	132	1,177	436	530
EPS (Bt)	0.28	2.50	0.93	1.12
BLS/Consensus (x)	0.41	5.68	1.04	1.20
EPS growth (%)	-75.4%	793.6%	-62.9%	21.4%
Core profit (Btm)	45	202	422	516
Core EPS (Bt)	0.10	0.43	0.90	1.09
Core EPS growth (%)	+91.0%	+348.9%	+109.4%	+22.1%
PER (x)	22.4	3.0	8.2	6.8
Core PER (x)	65.8	17.8	8.5	6.9
EV/EBITDA (x)	10.3	7.2	5.3	4.8
PBV (x)	1.1	1.0	0.9	0.8
Dividend (Bt)	0.20	0.25	0.28	0.34
Dividend yield (%)	3.2	3.3	3.7	4.4
ROE (%)	4.9	37.1	11.3	12.6
Net gearing (x)	1.8	1.0	0.7	0.5

CGRating - 2011



EARNINGS RESULTS

**ตามคาด:** KCE รายงานกำไรสุทธิไตรมาส 2/55 ที่ 79 ล้านบาทเพิ่มขึ้น 19% YoY เนื่องจากเงินประกันจากความเสียหายทางธุรกิจอันเป็นผลจากน้ำท่วมในไตรมาส 4/54 อย่างไรก็ตามผลประกอบการปรับตัวลดลง 56% QoQ เนื่องจากผลขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทใหญ่ ผลประกอบการเป็นไปตามที่เราคาดแต่สูงกว่าที่ตลาดคาด 5% ทั้งนี้บริษัทประกาศจ่ายปันผลระหว่างกาลที่ 0.2 บาทต่อหุ้น

**ประเด็นหลักจากผลประกอบการ:** รายได้เพิ่มขึ้น 12% QoQ แต่ลดลง 24% YoY ซึ่งต่ำกว่าที่เราคาด 6% อัตรากำไรขั้นต้นอยู่ที่ 19.3% (สูงกว่าที่เราคาดไว้ 0.3%) เพิ่มขึ้น 3.12% จากปีก่อน ทั้งนี้อัตรากำไรขั้นต้นที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างน่าประทับใจเป็นผลมาจากการปรับรูปแบบแผนพีซีบีใหม่ซึ่งใช้วัตถุดิบน้อยลง อัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายอยู่ที่ 18% ลดลง 6% QoQ (แต่เพิ่มขึ้น 5% YoY เนื่องจากมีค่าใช้จ่ายจากน้ำท่วมที่ยังบันทึกเข้ามาอยู่ในไตรมาส 2/55) ผลขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนอยู่ที่ 93 ล้านบาท สูงกว่าที่เราคาดไว้ที่ 73 ล้านบาท แต่ผลขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนนั้นน้อยกว่ารายได้จากเงินชดเชยประกันที่ 146 ล้านบาท

**แนวโน้ม:** ผลการดำเนินงานของ KCE เริ่มกลับสู่ภาวะปกติแล้ว แนวโน้มครึ่งหลังของปียังคงปรับตัวดีขึ้นจากการรับรู้กำไรจากการดำเนินงานของ KCE Tech อย่างเต็มไตรมาสเริ่มตั้งแต่ไตรมาส 3/55 ปีข้างหน้าจะมาจากการเพิ่มขึ้นของอัตรากำไรขั้นต้นและยอดคำสั่งซื้อของ KCE Tech ที่เพิ่มขึ้น โดยเรามองว่าอัตรากำไรขั้นต้นมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นจากปีก่อนอย่างต่อเนื่องและมีอ้าไหล่จากการเพิ่มสัดส่วนของแผนพีซีบีดีไซน์ใหม่

นอกจากนี้เราคาดว่าจะมียอดคำสั่งซื้อจากลูกค้าใหม่ (SAGEM) ในไตรมาส 4/55 นอกจากนี้ยังมีแนวโน้มที่กำไรสุทธิจะมากกว่าที่เราประมาณการในปี 2556 จากการซื้อกิจการ (ตามที่เราได้กล่าวไปแล้วในรายงานฉบับก่อน วันที่ 3 ส.ค.)

**สิ่งที่เปลี่ยนแปลงไป:** กำไรสุทธิไตรมาส 2/55 คิดเป็น 22% ของประมาณการเต็มปีของเราและคิดเป็น 30% ของประมาณการของตลาด เรายังคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2555 และราคาเป้าหมายเท่าเดิม

**คำแนะนำ:** โดยพื้นฐานแล้วเรายังคงชอบ KCE เนื่องจากการแนวโน้มการขายตัวของอัตรากำไรขั้นต้นและยอดคำสั่งซื้อที่เพิ่มขึ้นในครึ่งหลังของปี 2555 และปี 2556 เรายังคงคำแนะนำ ซื้อเก็งกำไร ด้วยราคาเป้าหมาย 8.05 บาท อ้างอิงจาก 0.4 SD เหนือค่าเฉลี่ยระยะยาวของ EV/EBITDA

**Figure 1: 2Q12 results**

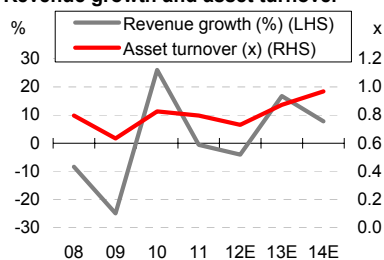
FY Ended 31 Dec (Btm)	2Q12	2Q11	YoY %	1Q12	QoQ %	6M12	6M11	YoY %	6M12 vs. FY12E
<b>Income Statement</b>									
Revenue	1,508	1,989	(24)	1,345	12	2,853	3,849	(26)	41
Cost of sales and services	(1,216)	(1,667)	(27)	(1,089)	12	(2,305)	(3,187)	(28)	41
EBITDA	70	112	(37)	(60)		10	277		1
EBIT	25	78	(68)	(68)	nm	(43)	151	(129)	(21)
Interest expense	(39)	(36)	7	(40)	(3)	(79)	(81)	(2)	48
Other income/exp.	45	34	34	8	467	53	126	(58)	33
Equity earnings from affiliates	(2)	0	nm	(3)	nm	(5)	0	nm	nm
Extra items	53	(48)	nm	286	(81)	339	(16)	nm	35
<b>EBT</b>	<b>32</b>	<b>76</b>	<b>(58)</b>	<b>(101)</b>	<b>nm</b>	<b>(69)</b>	<b>196</b>	<b>(135)</b>	<b>(33)</b>
Corporate tax	(4)	(0)	968	(1)	nm	(5)	(2)	172	128
Minority interest	0	(0)	nm	0	nm	0	1	(100)	nm
<b>Net profit (loss)</b>	<b>79</b>	<b>28</b>	<b>186</b>	<b>181</b>	<b>(56)</b>	<b>260</b>	<b>180</b>	<b>45</b>	<b>22</b>
Reported EPS	0.17	0.06	186	0.4	(56)	0.55	0.38	44	22
<b>Core net profit</b>	<b>26</b>	<b>75</b>	<b>(66)</b>	<b>(105)</b>	<b>nm</b>	<b>(79)</b>	<b>196</b>	<b>(141)</b>	<b>(39)</b>
<b>Key ratios</b>									
Gross margin (%)	19.3	16.2		19.0		19.2	17.2		
EBITDA margin (%)	4.7	5.6		(4.5)		0.4	7.2		
EBIT margin (%)	1.7	3.9		(5.1)		(1.5)	3.9		
Tax rate (%)	13.1	0.5		(1.1)		(7.6)	1.0		
Net margin (%)	5.2	1.4		13.5		9.1	4.7		
Current ratio (x)	0.0	0.0		0.0		0.0	0.0		
Gearing ratio (x)	2.0	1.9		2.0		2.0	1.9		
Interest coverage (x)	1.8	3.1		(1.5)		(0.5)	1.9		
<b>Balance Sheet</b>									
Cash & Equivalent	348	222	57	441	(21)				
<b>Total assets</b>	<b>9,923</b>	<b>9,440</b>	<b>5</b>	<b>9,994</b>	<b>(1)</b>				
ST debts & current portion	4,395	3,919	12	4,041	9				
Long-term debt	1,238	1,162	7	1,418	(13)				
<b>Total liabilities</b>	<b>7,193</b>	<b>6,838</b>	<b>5</b>	<b>7,296</b>	<b>(1)</b>				
Retained earnings	1,285	1,196	7	1,242	4				
<b>Shareholders equity</b>	<b>2,795</b>	<b>2,737</b>	<b>2</b>	<b>2,764</b>	<b>1</b>				
Minority interests	(14)	(10)	nm	(10)	nm				
BV (Bt)	5.9	5.8	2	5.8	1				

- Revenue was 6% below our estimate
- GM increased 312 bps, due to lower raw material costs
- Earnings were in line with our model

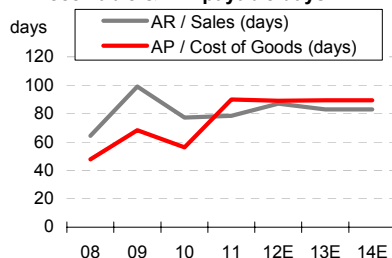
Source: Company data

## Financial tables

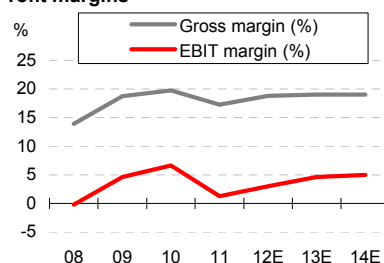
## Revenue growth and asset turnover



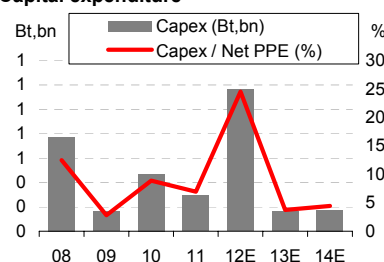
## A/C receivable &amp; A/C payable days



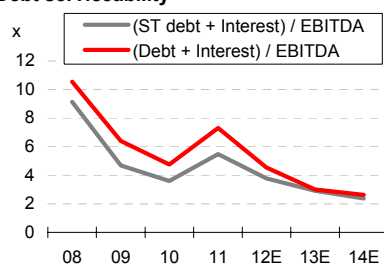
## Profit margins



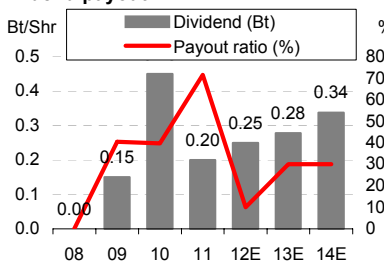
## Capital expenditure



## Debt serviceability



## Dividend payout



	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>PROFIT &amp; LOSS (Btm)</b>					
Revenue	7,245	7,201	6,908	8,060	8,680
Cost of sales and services	(5,815)	(5,957)	(5,609)	(6,529)	(7,031)
<b>Gross profit</b>	<b>1,430</b>	<b>1,244</b>	<b>1,299</b>	<b>1,531</b>	<b>1,649</b>
SG&A	(949)	(1,152)	(1,091)	(1,161)	(1,215)
<b>EBIT</b>	<b>481</b>	<b>92</b>	<b>207</b>	<b>371</b>	<b>434</b>
Interest expense	(200)	(153)	(164)	(129)	(111)
Other income/exp.	228	106	162	189	203
<b>EBT</b>	<b>509</b>	<b>45</b>	<b>206</b>	<b>431</b>	<b>526</b>
Corporate tax	(2)	(2)	(4)	(9)	(11)
<b>After-tax net profit (loss)</b>	<b>508</b>	<b>42</b>	<b>202</b>	<b>422</b>	<b>516</b>
Minority interest	(9)	3	0	0	0
Equity earnings from affiliates	3	(0)	0	0	0
Extra items	33	87	975	14	14
<b>Net profit (loss)</b>	<b>535</b>	<b>132</b>	<b>1,177</b>	<b>436</b>	<b>530</b>
Reported EPS	1.13	0.28	2.50	0.93	1.12
Fully diluted EPS	1.13	0.28	2.50	0.93	1.12
<b>Core net profit</b>	<b>502</b>	<b>45</b>	<b>202</b>	<b>422</b>	<b>516</b>
Core EPS	1.06	0.10	0.43	0.90	1.09
<b>EBITDA</b>	<b>1,079</b>	<b>750</b>	<b>1,038</b>	<b>1,166</b>	<b>1,191</b>

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>KEY RATIOS</b>					
Revenue growth (%)	25.9	(0.6)	(4.1)	16.7	7.7
Gross margin (%)	19.7	17.3	18.8	19.0	19.0
EBITDA margin (%)	14.9	10.4	15.0	14.5	13.7
Operating margin (%)	9.8	2.8	5.4	6.9	7.3
Net margin (%)	7.4	1.8	17.0	5.4	6.1
Core profit margin (%)	6.9	0.6	2.9	5.2	5.9
ROA (%)	6.1	1.5	12.4	4.7	5.9
ROCE (%)	7.0	1.7	14.5	5.6	7.2
Asset turnover (x)	0.8	0.8	0.7	0.9	1.0
Current ratio (x)	0.7	0.9	0.9	0.9	1.1
Gearing ratio (x)	1.8	2.0	1.2	0.8	0.7
Interest coverage (x)	2.4	0.6	1.3	2.9	3.9

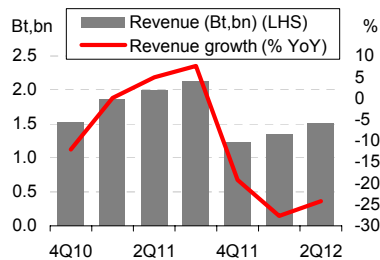
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>BALANCE SHEET (Btm)</b>					
<b>Cash &amp; Equivalent</b>	<b>143</b>	<b>536</b>	<b>679</b>	<b>734</b>	<b>885</b>
Accounts receivable	1,531	1,546	1,645	1,832	1,973
Inventory	1,332	1,080	1,371	1,568	1,757
PP&E-net	5,308	4,235	4,731	4,287	3,908
Other assets	438	1,961	1,121	493	512
<b>Total assets</b>	<b>8,753</b>	<b>9,358</b>	<b>9,547</b>	<b>8,915</b>	<b>9,035</b>
Accounts payable	895	1,467	1,369	1,598	1,721
ST debts & current portion	3,684	3,955	3,750	3,276	2,729
Long-term debt	1,245	1,364	796	104	278
Other liabilities	284	64	64	64	64
<b>Total liabilities</b>	<b>6,108</b>	<b>6,850</b>	<b>5,980</b>	<b>5,042</b>	<b>4,791</b>
Paid-up capital	471	472	472	472	472
Share premium	1,101	1,108	1,108	1,108	1,108
Retained earnings	1,179	1,062	2,121	2,427	2,798
<b>Shareholders' equity</b>	<b>2,751</b>	<b>2,642</b>	<b>3,701</b>	<b>4,007</b>	<b>4,378</b>
Minority interests	(8)	(12)	(12)	(12)	(12)
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>8,851</b>	<b>9,480</b>	<b>9,669</b>	<b>9,037</b>	<b>9,157</b>

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>CASH FLOW (Btm)</b>					
Net income	535	132	1,177	436	530
Depreciation and amortization	598	552	668	606	553
Change in working capital	(436)	(1,899)	353	470	(226)
FX, non-cash adjustment & others	179	1,866	0	0	0
<b>Cash flows from operating activities</b>	<b>876</b>	<b>651</b>	<b>2,198</b>	<b>1,513</b>	<b>857</b>
Capex (Invest)/Divest	(473)	(294)	(1,163)	(161)	(174)
Others	0	0	0	0	0
<b>Cash flows from investing activities</b>	<b>(473)</b>	<b>(294)</b>	<b>(1,163)</b>	<b>(161)</b>	<b>(174)</b>
Debt financing (repayment)	(332)	243	(773)	(1,166)	(374)
Equity financing	58	(30)	0	0	0
Dividend payment	(143)	(185)	(118)	(131)	(159)
Others	(0)	8	0	0	0
<b>Cash flows from financing activities</b>	<b>(417)</b>	<b>35</b>	<b>(891)</b>	<b>(1,297)</b>	<b>(532)</b>
Net change in cash	(14)	392	144	54	151

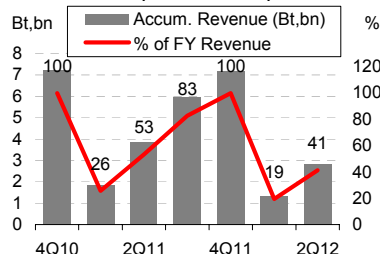
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>Free cash flow (Btm)</b>	<b>404</b>	<b>357</b>	<b>1,034</b>	<b>1,351</b>	<b>684</b>
<b>FCF per share (Bt)</b>	<b>0.86</b>	<b>0.76</b>	<b>2.20</b>	<b>2.87</b>	<b>1.45</b>

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

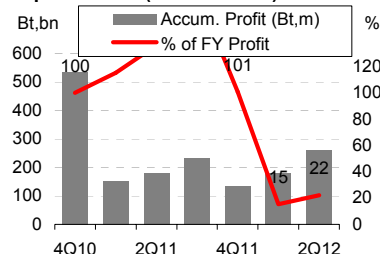
### Revenue trend



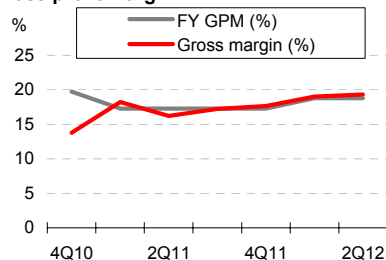
### Revenue trend (accumulated)



### Net profit trend (accumulated)



### Gross profit margin



### Financial tables

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12
Revenue	1,989	2,123	1,230	1,345	1,508
Cost of sales and services	(1,667)	(1,757)	(1,013)	(1,089)	(1,216)
<b>Gross profit</b>	<b>322</b>	<b>366</b>	<b>217</b>	<b>256</b>	<b>291</b>
SG&A	(244)	(235)	(407)	(324)	(266)
<b>EBIT</b>	<b>78</b>	<b>131</b>	<b>(190)</b>	<b>(68)</b>	<b>25</b>
Interest expense	(36)	(35)	(37)	(40)	(39)
Other income/exp.	34	(18)	(3)	8	45
<b>EBT</b>	<b>76</b>	<b>79</b>	<b>(230)</b>	<b>(101)</b>	<b>32</b>
Corporate tax	(0)	0	0	(1)	(4)
<b>After-tax net profit (loss)</b>	<b>75</b>	<b>79</b>	<b>(230)</b>	<b>(102)</b>	<b>27</b>
Minority interest	(0)	(0)	2	0	0
Equity earnings from affiliates	0	0	0	(3)	(2)
Extra items	(48)	(26)	130	286	53
<b>Net profit (loss)</b>	<b>28</b>	<b>52</b>	<b>(99)</b>	<b>181</b>	<b>79</b>
Reported EPS	0.06	0.11	(0.21)	0.38	0.17
Fully diluted EPS	0.06	0.11	(0.21)	0.38	0.17
<b>Core net profit</b>	<b>75</b>	<b>79</b>	<b>(228)</b>	<b>(105)</b>	<b>26</b>
Core EPS	0.16	0.17	(0.48)	(0.22)	0.05
<b>EBITDA</b>	<b>112</b>	<b>114</b>	<b>(193)</b>	<b>(60)</b>	<b>70</b>

KEY RATIOS	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12
Gross margin (%)	16.2	17.2	17.6	19.0	19.3
EBITDA margin (%)	5.6	5.4	(15.7)	(4.5)	4.7
Operating margin (%)	5.6	5.4	(15.7)	(4.5)	4.7
Net margin (%)	1.4	2.5	(8.0)	13.5	5.2
Core profit margin (%)	3.8	3.7	(18.6)	(7.8)	1.7
BV (Bt)	5.77	5.79	5.57	5.83	5.89
ROE (%)	3.9	7.7	(14.7)	26.8	11.3
ROA (%)	1.2	2.2	(4.2)	7.5	3.2
Current ratio (x)	1.9	1.9	2.0	2.0	2.0
Gearing ratio (x)	3.1	3.2	(5.2)	(1.5)	1.8
Interest coverage (x)					

QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12
<b>Cash &amp; Equivalent</b>	<b>222</b>	<b>208</b>	<b>536</b>	<b>441</b>	<b>348</b>
Accounts receivable	1,950	2,216	1,546	1,563	1,880
Inventory	1,683	1,585	1,080	1,105	1,213
PP&E-net	5,113	5,085	4,235	5,070	5,056
Other assets	472	442	1,961	1,817	1,426
<b>Total assets</b>	<b>9,440</b>	<b>9,536</b>	<b>9,358</b>	<b>9,994</b>	<b>9,923</b>
Accounts payable	1,439	1,257	1,467	1,775	1,483
ST debts & current portion	3,919	3,952	3,955	4,041	4,395
Long-term debt	1,162	1,236	1,364	1,418	1,238
Other liabilities	320	483	64	62	76
<b>Total liabilities</b>	<b>6,838</b>	<b>6,927</b>	<b>6,850</b>	<b>7,296</b>	<b>7,193</b>
Paid-up capital	472	472	472	464	464
Share premium	1,108	1,108	1,108	1,058	1,046
Retained earnings	1,196	1,202	1,062	1,242	1,285
<b>Shareholders equity</b>	<b>2,737</b>	<b>2,743</b>	<b>2,642</b>	<b>2,764</b>	<b>2,795</b>
Minority interests	(10)	(10)	(12)	(10)	(14)
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>9,565</b>	<b>9,659</b>	<b>9,480</b>	<b>10,049</b>	<b>9,974</b>

Sources: Company data, Bualuang Research

## 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 ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF DERIVATIVE WARRANTS on the securities ADVANC, AOT, BANPU, BAY, BCP, BEC, BGH, BH, BIGC, BJC, BLA, BTS, CPALL, CPF, DTAC, EGCO, ESSO, GLOW, HMPRO, HEMRAJ, INTUCH, IRPC, IVL, KBANK, KTB, LH, MINT, PS, PTT, PTTEP, PTTGC, SCB, SCC, SPALI, STA, TCAP, THAI, TISCO, TOP, TMB, TPIPL, TRUE, TUF. Before making an investment decision over a derivative warrant, a potential investor should carefully read the prospectus for the details of the said derivative warrant.

This research report was prepared by Bualuang Securities Public Company Limited and refers to research prepared by Morgan Stanley. Morgan Stanley does not warrant or guarantee the accuracy or completeness of its research reports. Morgan Stanley reserves copyright and other proprietary rights in the material reproduced in this report. Morgan Stanley is under no obligation to inform Bualuang Securities or you if the views or information referred to or reproduced in this research report change.

### Corporate Governance Report disclaimer

The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not base on inside information.

The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. Bualuang Securities Public Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

Score Range	Number of Logo	Description
90 – 100	▲▲▲▲▲	Excellent
80 – 89	▲▲▲▲	Very Good
70 – 79	▲▲▲	Good
60 – 69	▲▲	Satisfactory
50 – 59	▲	Pass
Below 50	No logo given	N/A

## 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.