

น้ำหนักปัจจัยบวกยังเบา...แนะนำให้ Switch ไปเข้า DELTA

วันพฤหัสบดีที่ 9 สิงหาคม พ.ศ. 2555

▶ กำไรสุทธิ 2Q55 ตามคาด...ธุรกิจหลักขาดทุนเล็กน้อย แต่มีรายได้พิเศษหนุน

KCE ประกาศกำไรสุทธิ 2Q55 เท่ากับ 78 ล้านบาท ปรับตัวลดลง 57% qoq ซึ่งเป็นไปตามคาดด้วยสาเหตุหลัก ดังนี้ 1) **เงินประกันขาดเสียหายจากการหยุดชะงักทางธุรกิจจำนวน 146 ล้านบาท** ปรับตัวลดลงจาก 186 ล้านบาทใน 1Q55 และ 2) **ขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนสูงถึง 67 ล้านบาท** เทียบกับกำไร 100 ล้านบาทใน 1Q55 ขณะที่ในส่วนของธุรกิจหลักของ KCE เริ่มฟื้นตัวมากขึ้น แต่ยังคงขาดทุนเล็กน้อย 1 ล้านบาทในงวดนี้ (ดีขึ้นเมื่อเทียบกับขาดทุนถึง 105 ล้านบาทใน 1Q55) เนื่องจากกำไรขั้นต้นที่เริ่มปรับตัวสูงขึ้น และครอบคลุมค่าใช้จ่ายดำเนินงานได้เกือบทั้งหมด อย่างไรก็ตาม ปัจจัยบวกจากการฟื้นตัวของธุรกิจหลักยังไม่สามารถชดเชยกับการลดลงของรายได้พิเศษใน 2Q55 จึงทำให้บริษัทฯ มีกำไรสุทธิหดตัวจากงวดก่อนหน้า โดยรวมแล้ว กำไรสุทธิ 1H55 เท่ากับ 257 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 43% จากช่วงเดียวกันของปีก่อนหน้า และคิดเป็นสัดส่วน 28% ของประมาณการกำไรสุทธิทั้งปี 2555 โดยฝ่ายวิจัยคาดว่าผลการดำเนินงาน 2H55 จะปรับตัวเพิ่มขึ้นจาก 1H55 จากการเพิ่มอัตราการผลิตของโรงงาน KCE Technology ผนวกกับเงินประกันจากทั้งค่าเสียหายโรงงาน เครื่องจักร และสินค้าคงคลัง รวมถึงเงินชดเชยจากการหยุดชะงักทางธุรกิจ

▶ แผนการลงทุนต่อยอดกิจการบวกต่อกำไรไม่มาก แต่กลับยิ่งเพิ่มภาระหนี้สิน

ฝ่ายวิจัยมีมุมมอง Neutral ต่อการเข้าซื้อกิจการ Chemtronic Technology (CT) เนื่องจากแผนการลงทุนต่อยอดกิจการ คาดว่าไม่มีผลบวกต่อกำไรมากนัก แต่กลับยิ่งเพิ่มภาระหนี้สินของ KCE ในระยะยาว ทั้งนี้ KCE ใช้เงินลงทุนจำนวน 228 ล้านบาท โดยมีแหล่งที่มาเงินทุนจากเงินทุนหมุนเวียน 40 ล้านบาท ส่วนที่เหลือจากเงินกู้ยืมจากสถาบันการเงิน โดย CT ดำเนินธุรกิจรีไซเคิลน้ำยาเคมีที่ใช้แล้ว มีผลิตภัณฑ์หลักคือ คอปเปอร์ซิลิเกต ซึ่งส่วนใหญ่ใช้เป็นวัตถุดิบในการผลิตอาหารสัตว์ โดยปัจจุบัน CT จัดหาวัตถุดิบของเสียจาก KCE ทั้งหมด และกำหนดราคาขายผลิตภัณฑ์ของ CT อ้างอิงกับราคาทองแดงในตลาดโลก จึงช่วยลดความเสี่ยงจากความผันผวนราคาวัตถุดิบของ KCE ไปได้ในระดับหนึ่ง โดยรวมแล้ว ฝ่ายวิจัยได้ปรับปรุงประมาณการกำไรสุทธิของ KCE เพื่อสะท้อนการเข้าซื้อกิจการ CT ในครั้งนี้ โดยปรับลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2555 เล็กน้อย 1.4% จากเดิม ผลจากดอกเบี้ยจ่ายที่ปรับตัวสูงขึ้นจากการกู้ยืมเงินเพิ่มเติม ขณะที่รายได้จากกิจการใหม่คาดว่าจะเริ่มรับรู้ในปี 2556 (ประมาณการรายได้ของ CT ในปี 2556 ที่ระดับ 256 ล้านบาท และมีอัตรากำไรขั้นต้นที่ระดับ 32% ภายใต้สมมติฐาน Utilisation rate ที่เท่ากับ 67% ของกำลังการผลิตทั้งหมด ซึ่งเป็นระดับที่ใกล้เคียงกับปัจจุบัน) ส่งผลให้ประมาณการกำไรสุทธิปี 2556 เพิ่มขึ้น 9.5% จากเดิม อย่างไรก็ตาม สัดส่วนหนี้สินสุทธิ/ทุน ณ สิ้นปี 2555 คาดว่าปรับตัวสูงที่ระดับ 1.67 เท่า (จากเดิม 1.57 เท่า) จึงทำให้ความกังวลเกี่ยวกับสภาพคล่องทางการเงินมีแนวโน้มสูงขึ้น ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อการจัดหาเงินลงทุนในโครงการใหม่ๆ ซึ่งเป็นประเด็นเสี่ยงที่ฝ่ายวิจัยยังคงต้องติดตามใกล้ชิด เพราะหากคาดการณ์ผิดพลาดจะทำให้บริษัทฯ ต้องแบกรับภาระการลงทุนโดยเฉพาะดอกเบี้ยจ่าย

▶ แนะนำเพียงถือรับปันผล หรือให้ Switch ไปลงทุนใน DELTA

ภายหลังจากการปรับปรุงประมาณการ ส่งผลให้มูลค่าพื้นฐานใหม่ ณ สิ้นปี 2555 อิงวิธี DCF เท่ากับ 7.3 บาท (จากเดิม 6.60 บาท) ซึ่งเป็นระดับที่ใกล้เคียงกับราคาหุ้นปัจจุบันของ KCE แม้ว่า PER ปี 2555 จะอยู่ในระดับต่ำเพียง 3.88 เท่า (มีรายการพิเศษจากเงินประกันนำท่วม) แต่จะปรับตัวสูงขึ้นไปที่ระดับ 8.7 เท่าในปี 2556 จึงยังคงแนะนำ ถือรับเงินปันผล โดยบริษัทฯ ประกาศจ่ายเงินปันผลงวด 1H55 ที่ระดับ 0.20 บาท/หุ้น คิดเป็น Div yield 2.7% สำหรับครึ่งปีขึ้นเครื่องหมาย XD วันที่ 16 ส.ค.55 และจ่ายเงินปันผลวันที่ 7 ก.ย.55

Key Data (ล้านบาท)	FY52A	FY53A	FY54A	FY55F	FY56F
FY: ปีที่ 31 ธ.ค.					
ยอดขาย	5,752	7,236	7,201	6,664	7,758
กำไรสุทธิ	172	535	132	890	397
EPS (บาท)	0.37	1.13	0.28	1.91	0.85
Norm. Profit	80	444	42	170	397
PER (เท่า)	19.97	6.52	26.48	3.88	8.70
DPS (บาท)	0.15	0.45	0.20	0.34	0.34
Dividend Yield (%)	2.0%	6.1%	2.7%	4.6%	4.6%
PBV (เท่า)	1.38	1.32	1.39	1.07	1.00
ROE (%)	7.2	20.9	5.1	31.0	11.8

ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASP

คำแนะนำการลงทุน

ถือ

ราคาปัจจุบัน : 7.4 บาท

Fair Value : 7.3 บาท

มูลค่าตลาด : 3,491 ล้านบาท

การจัดอันดับบริษัทปี 2554



เปรียบเทียบประมาณการของ ASP กับ SAA consensus

EPS (บาท)	ASP	Cons	% diff
2555F	1.91	1.52	26%
2556F	0.85	0.96	-11%

ที่มา : ประมาณการโดยฝ่ายวิจัย ASP, SAA consensus

สัญลักษณ์	ระดับคะแนน	ความหมาย
★★★★★	90-100	ดีเลิศ
★★★★	80-89	ดีมาก
★★★	70-79	ดี
na.	<70	ไม่มีสัญลักษณ์

ธิปวัช สุวรรณธำมรงค์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์ : 034124

thiptawat@asiaplus.co.th

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ตาม บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใด ๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมีได้เป็นการชี้แนะ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือพันธะผูกพันใด ๆ กับ บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่ว่ากรณีใด

ผลการดำเนินงาน 2Q55

(ล้านบาท)	4Q53	1Q54	2Q54	3Q54	4Q54	1Q55	2Q55	%qoq	%yoy	1H55	1H54	%yoy
รายได้จากการขาย	1,518	1,854	1,989	2,123	1,235	1,345	1,508	12.1%	-24.2%	2,853	3,843	-25.8%
ต้นทุนขาย	(1,312)	(1,521)	(1,667)	(1,757)	(1,013)	(1,089)	(1,216)	11.7%	-27.0%	(2,305)	(3,187)	-27.7%
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(214)	(266)	(244)	(235)	(327)	(324)	(265)	-18.3%	8.7%	(590)	(510)	15.6%
กำไรขาดทุนจาก FX	17	34	(43)	(64)	(6)	100	(67)	-166.9%	54.4%	33	(9)	-448.5%
กำไรสุทธิ	28	152	28	52	(100)	179	78	-56.6%	181.6%	257	180	43.0%
กำไรจากการดำเนินงาน	(8)	67	78	131	(105)	(68)	26	-138.1%	-66.7%	(42)	145	-129.1%
กำไรปกติก่อนรายการพิเศษ	1	84	71	117	(150)	(105)	(1)	N.A.	-100.7%	(105)	155	N.A.
EPS (บาท)	0.06	0.32	0.06	0.11	(0.21)	0.38	0.17	-56.6%	185.4%	0.55	0.38	45.0%
Gross margin	13.6%	18.0%	16.2%	17.2%	18.0%	19.0%	19.3%			19.2%	17.1%	
SG&A/Sales	14.1%	14.4%	12.3%	11.0%	26.5%	24.1%	17.6%			20.7%	13.3%	

ที่มา : KCE

ประมาณการกำไรสุทธิปี 2555-56 ก่อนและหลังปรับปรุง

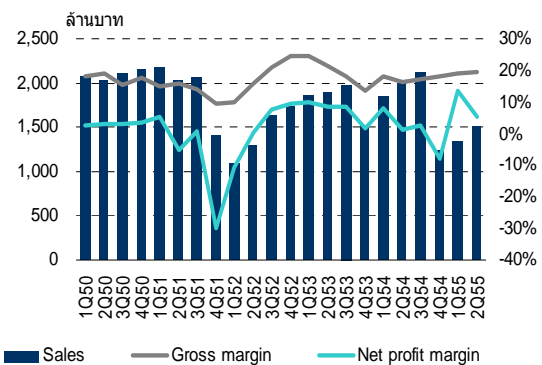
หน่วย : ล้านบาท	ประมาณการใหม่		ประมาณการเดิม		% เปลี่ยนแปลง	
	2555F	2556F	2555F	2556F	2555F	2556F
ยอดขาย	6,664	7,758	6,664	7,498	0.0%	3.5%
ต้นทุนขาย	5,446	6,241	5,434	6,053	0.2%	3.1%
ดอกเบี้ยจ่าย	(225)	(214)	(224)	(205)	0.6%	4.2%
กำไรสุทธิ	890	397	902	363	-1.4%	9.5%
EPS (บาท)	1.91	0.85	1.94	0.78	-1.4%	9.5%
Fair value	7.30	6.60			10.6%	

สมมติฐานในการประมาณการ

Sales growth	-7.5%	16.4%	-7.5%	12.5%
Gross margin	18.3%	19.6%	18.4%	19.3%
SG&A/Sales	15.0%	14.0%	15.0%	14.0%
Net Profit Margin	13.4%	5.1%	13.5%	4.8%
Net D/E (X)	1.67	1.46	1.57	1.38

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

ประสิทธิภาพในการทำกำไรรายไตรมาส



ที่มา : KCE

สรุปคำแนะนำหุ้นขึ้นส่วนฯ ในไทย และต่างประเทศ

	Rec. / BB Rating	ราคาปัจจุบัน	ราคาเป้าหมาย	Upside (%)	PBV		PER		
					2555F	2556F	2555F	2556F	
HANA	HOLD	20.80	21.50	3	1.11	1.05	9.14	8.89	
DELTA	BUY	23.70	28.00	18	1.37	1.25	8.40	7.69	
COET	SELL	2.60	1.85	(29)	0.61	0.59	11.18	10.16	
SVI	BUY	3.62	4.15	15	1.94	1.75	2.58	8.58	
KCE	HOLD	7.40	7.30	(1)	1.05	0.98	3.88	8.70	
SMT	SELL	8.85	5.00	(44)	3.34	3.09	21.85	20.77	
VENTURE CORP LTD		4.17	7.77	8.64	11	1.13	1.12	13.30	11.81
FOXCONN TECHNOLO		4.00	105.00	119.42	14	1.92	1.66	16.70	11.08
FLEXTRONICS INTL		4.00	6.65	8.39	26	1.67	1.33	6.90	5.85
LITE-ON TECHNOLO		3.80	35.90	40.00	11	1.17	1.13	10.44	9.76
QUANTA COMPUTER		3.50	76.20	76.65	1	2.22	2.02	11.65	10.31
CELESTICA INC		3.43	7.77	8.93	15	1.09	0.99	8.95	8.43
PLEXUS CORP		3.18	30.47	31.71	4	1.64	1.44	12.91	11.21
COMPAL ELECTRON		3.04	27.60	29.79	8	1.02	0.96	9.97	8.06
BENCHMARK ELECTR		2.50	16.11	15.54	(4)	0.79	0.72	13.33	11.31

ที่มา : ข้อมูลจากฝ่ายวิจัย ASP

Historical PER Ratio ของหุ้น KCE



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

ประมาณการกำไรสุทธิปี 2555-56 ของ KCE

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)					งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
รายได้จากการขายและบริการ	7,236	7,201	6,664	7,758	กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
ต้นทุนขายและบริการ	5,815	5,957	5,446	6,241	กำไรสุทธิ	535	132	890	397
กำไรขั้นต้น	1,422	1,244	1,218	1,517	รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด				
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	949	1,152	1,000	1,086	ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	598	552	646	664
รายได้อื่น	155	180	180	188	เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(243)	(1,899)	(356)	(112)
กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี	472	92	218	431	กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	876	651	1,179	950
ดอกเบี้ยจ่าย	200	153	225	214	กระแสเงินสดจากการลงทุน				
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	445	44	173	405	เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(168)	(285)	(1,228)	(280)
ภาษีเงินได้	2	2	3	8	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนอื่น	(27)	(15)	6	8
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	444	42	170	397	กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	(473)	(294)	(1,222)	(272)
กำไร/ขาดทุนจาก Fx	33	0	0	0	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
รายการพิเศษอื่น ๆ	67	87	720	0	เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	58	(22)	(6)	1
กำไรสุทธิ	535	132	890	397	เพิ่ม/ลด เงินกู้	(188)	(65)	420	0
EPS	1.13	0.28	1.91	0.85	ลด จ่ายปันผล	(143)	(185)	(158)	(159)
					อื่นๆ	0	0	(0)	(0)
การเติบโตของรายได้ (%)	25.8%	-0.5%	-7.5%	16.4%	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	(417)	35	(100)	(477)
การเติบโตของกำไรสุทธิ (%)	211.6%	-75.3%	573.9%	-55.3%	เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	(14)	392	(143)	200
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น (%)	19.6%	17.3%	18.3%	19.6%					
อัตราส่วนกำไรสุทธิ (%)	7.4%	1.8%	13.4%	5.1%					
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)					งบดุล (ล้านบาท)				
	3Q54	4Q54	1Q55	2Q55	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
รายได้จากการขายและบริการ	2,123	1,235	1,345	1,508	เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	145	538	395	595
ต้นทุนขายและบริการ	(1,757)	(1,013)	(1,089)	(1,216)	ลูกหนี้การค้า	1,531	1,546	1,643	1,913
กำไรขั้นต้น	366	223	256	291	สินค้าคงเหลือ	1,332	1,080	1,278	1,488
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(235)	(327)	(324)	(265)	สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	181	1,708	1,580	1,422
รายได้อื่น	21	(8)	5	16	ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์สุทธิ	5,308	4,235	4,817	4,433
กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี	131	(105)	(68)	26	สินทรัพย์รวม	8,753	9,358	9,959	10,089
ดอกเบี้ยจ่าย	(35)	(37)	(40)	(39)	เงินกู้ระยะสั้น	3,169	3,551	3,196	2,876
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	117	(150)	(104)	4	เจ้าหนี้การค้า	895	1,467	1,278	1,488
ภาษีเงินได้	0	(0)	(1)	(4)	หนี้สินหมุนเวียนอื่น	235	2	2	2
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	117	(150)	(105)	(1)	เงินกู้ระยะยาว	1,245	1,364	1,688	1,688
กำไร/ขาดทุนจาก Fx	(64)	(6)	100	(67)	หนี้สินไม่หมุนเวียน	-	-	-	-
รายการพิเศษอื่น ๆ	0	54	186	146	หนี้สินรวม	6,108	6,850	6,726	6,616
กำไรสุทธิ	52	(100)	179	78	ทุนที่ชำระแล้ว	471	472	466	467
EPS	0.11	(0.21)	0.38	0.17	ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	1,062	1,108	1,108	1,108
					กำไรสะสม	1,139	992	1,723	1,962
การเติบโตของรายได้ (%) qoq	6.7%	-41.8%	8.9%	12.1%	ส่วนของผู้ถือหุ้น	2,645	2,508	3,233	3,473
การเติบโตของกำไรสุทธิ (%) qoq	89.7%	-291.1%	-278.8%	-56.6%	หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	8,753	9,358	9,959	10,089
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น (%)	17.2%	18.0%	19.0%	19.3%					
อัตราส่วนกำไรสุทธิ (%)	2.5%	-8.1%	13.3%	5.2%	สมมติฐานในการทำประมาณการ				
อัตราส่วนทางการเงิน					สิ้นสุด 31 ธ.ค.				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	0.66	0.90	0.98	1.11	อัตราการเติบโตของยอดขาย	25.8%	-0.5%	-7.5%	16.4%
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า(เท่า)	4.68	4.68	4.18	4.36	Gross margin	19.6%	17.3%	18.3%	19.6%
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	4.67	4.94	4.62	4.51	SG&A/ยอดขายรวม	13.1%	16.0%	15.0%	14.0%
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	6.57	5.04	3.97	4.51	อัตราแลกเปลี่ยน (บาทต่อเหรียญสหรัฐ)	31.57	30.00	30.00	30.00
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อส่วนผู้ถือหุ้น	1.86	2.12	1.67	1.46					
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	8.4%	3.2%	11.5%	6.1%					
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	20.9%	5.1%	31.0%	11.8%					

ที่มา : งบการเงิน/ฝ่ายวิจัย ASP