

บมจ.กุลธรเคอร์บี้

4 มกราคม 2556

ธุรกิจหลังการเปลี่ยนแปลง

สัญญาณการฟื้นตัวทางธุรกิจในปี

เราแนะนำ "ซื้อลงทุน" KKC โดยคาดว่าบริษัทจะมียอดขายได้ที่ขยายตัวได้ในราว 12% ในปี 2556 พร้อมสายการผลิตที่สามารถกลับมาดำเนินการได้เต็มที่ในปีนี้ ส่งผลให้บริษัทจะสามารถสร้างกำไรสุทธิกลับสู่ระดับปกติได้ที่ระดับ 562 ล้านบาท หรือ คิดเป็นกำไรดำเนินการจริงเพิ่มขึ้น 165% จากปีก่อน ส่งผลให้มูลค่าบริษัทควรปรับเพิ่มขึ้นจากปัจจุบันที่ซื้อขายบนค่าราคาเทียบกับกำไร (forward PER) ที่ระดับ 7.64 เท่าและอัตราเงินปันผลคาดการณ์ที่ 5.3% สำหรับปี 2556 เพื่อสะท้อนการดำเนินธุรกิจ และ กำไรที่ฟื้นตัวกลับเข้าสู่ภาวะปกติ โดยทางบล.บัวหลวงประเมินมูลค่าบริษัทเหมาะสมที่ระดับ 7 บาทโดยอ้างอิงกับค่าพีอีที่ระดับ 10.6 เท่าบนประมาณการกำไรปีนี้

ปัจจัยแห่งผลสำเร็จ การเปลี่ยนแปลง

บริษัทได้มีการปรับโครงสร้างองค์กรเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพสายการผลิตสินค้า และ ลดต้นทุนการผลิตลง โดยบริษัทได้พัฒนานวัตกรรมบอลลูนัม (ซึ่งมีราคาเพียงหนึ่งในสามของราคาทองแดง) มาทดแทนวัตถุดิบทองแดงที่มีราคาสูง และ มีความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาทองแดงในตลาดซื้อขายล่วงหน้าสูง ผลคือส่วนต่างราคาขายสินค้าของเครื่องปรับอากาศประเภทลูกสูบเทียบกับประเภทโรตารีลดลงเหลือ 10% จากเดิมที่เคยสูงกว่าราว 20% ส่งผลให้บริษัทประเมินว่าคำสั่งซื้อล่วงหน้าจะเพิ่มขึ้นจากลูกค้าญี่ปุ่นที่แต่เดิมได้ลดคำสั่งซื้อลง เนื่องจากต้องการลดต้นทุนขายสินค้าลง แม้ว่าเครื่องปรับอากาศประเภทลูกสูบจะมีอายุการใช้งานนานกว่า และทนทานต่ออากาศร้อนในเขตเอเชียก็ตาม

นอกจากนี้ บริษัทยังได้มีการขยายตลาดในเอเชียเพิ่มเติมโดยตลาดเครื่องปรับอากาศทางตะวันออกกลาง ยุโรป และอินเดียถือว่าเป็นตลาดที่มีการขยายตัวสูง และมีช่องว่างสำหรับด้านการตลาด และการแข่งขัน รวมถึงปริมาณความต้องการของตลาดยังมีแนวโน้มขยายตัวได้ดี โดยบริษัทได้มีการทดสอบมาตรฐานสินค้าผลิต และ ขั้นตอนการผลิตกับลูกค้าอย่างต่อเนื่องมานานกว่า 20 เดือน ซึ่งผลการทดสอบจากกลุ่มบริษัทผู้สั่งซื้อ และนำเข้าจากพื้นที่ดังกล่าวถือว่าน่าพอใจ ผู้บริหารคาดว่าบริษัทเหล่านี้จะเริ่มสั่งซื้อสินค้าบริษัทได้ในปีนี้

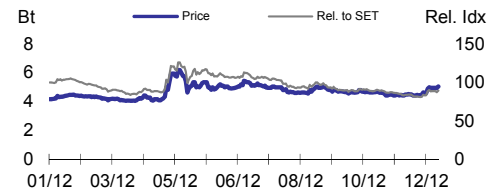
บริษัทได้มีการปรับโครงสร้างการเงินให้กับบริษัทในเครือ และบริษัทที่เกี่ยวข้องส่งผลให้งบการเงินของบริษัทลูกมีความแข็งแกร่งมากขึ้นพร้อมลดค่าใช้จ่ายการเงินของบริษัทภายในกลุ่ม โดยการกู้ยืมเงินจะใช้เครดิตของบริษัทเคอร์บี้แทน ส่งผลให้ค่าใช้จ่ายการเงินในปีนี้อาจจะยังอยู่ในระดับต่ำ

บริษัทได้รับผลกระทบจากภาวะน้ำท่วมในไตรมาสสี่ปี 2554 และ ไตรมาสแรกของปี 2555 ทางอ้อม เนื่องจากห่วงโซ่อุปทาน หรือ supply chains มีปัญหาและส่งผลให้การผลิตของบริษัทหยุดดำเนินการ ผลกระทบต่อบริษัทคือ อัตราการใช้กำลังผลิตที่ต่ำกว่าระดับเหมาะสม ทำให้อัตรากำไรของบริษัทต่ำกว่าระดับความจริง เราคาดว่าหลังจากที่บริษัทสามารถกลับมาผลิตได้เต็มที่ รวมถึงการปรับเปลี่ยนต้นทุนการผลิต อัตราการทำกำไรบริษัทน่าจะฟื้นตัวกลับเข้าสู่ภาวะปกติ

Sector: Industrial and Machinery

คำแนะนำพื้นฐาน: ซื้อลงทุน
เป้าหมายพื้นฐาน: 7.00 บาท
ราคา (03/01/13): 5.05 บาท

Price chart



Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	8.1	(1.2)	(13.9)
Absolute	13.7	6.5	22.0

Key Statistics

Market cap	Bt4.29bn	USD0.1bn
12-mth price range	Bt4.0/Bt6.7	
12-mth avg daily volume	Bt15.14m	
# of shares (m)	850.0	
Est. free float (%)	41.7	
Foreign limit (%)	49.0	

Financial Summary

FY Ended 31 Dec	2011	2012E	2013E	2014E
Revenues (Btm)	11,842	11,843	13,264	14,591
Net profit (Btm)	84	211	562	643
EPS (Bt)	0.10	0.25	0.66	0.76
EPS grow th (%)	-89.8%	+151.2%	+166.4%	+14.4%
Core profit (Btm)	84	211	562	643
Core EPS (Bt)	0.10	0.25	0.66	0.76
Core EPS grow th (%)	-89.8%	+151.2%	+166.4%	+14.4%
PER (x)	53.0	19.3	7.6	6.6
PBV (x)	2.1	1.7	1.5	1.3
Dividend (Bt)	0.0	0.1	0.3	0.3
Dividend yield (%)	0.0	2.1	5.3	6.1
ROE (%)	3.8	9.4	21.6	21.1

CG Rating

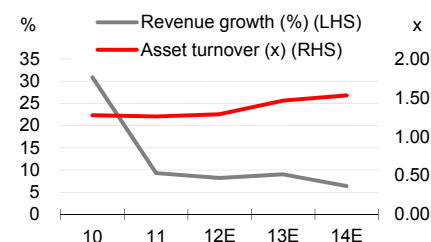


ชัยพร น้อมพิทักษ์เจริญ
Chaiyaporn@bualuang.co.th
+66 2 618 1330

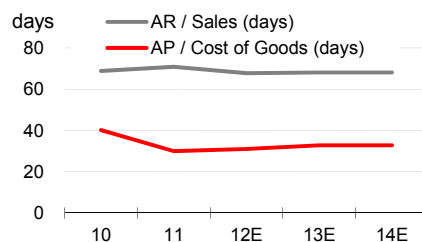
KKC : Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Revenue	11,861	11,842	11,843	13,264	14,591
Cost of sales and services	(10,956)	(11,362)	(11,309)	(12,336)	(13,569)
Gross profit	905	480	534	928	1,021
SG&A	(484)	(510)	(514)	(570)	(627)
EBIT	421	(30)	20	358	394
Interest expense	(220)	(257)	(267)	(250)	(247)
Other income/exp.	678	394	478	531	584
EBT	879	107	231	639	731
Corporate tax	(59)	(23)	(20)	(77)	(88)
After-tax net profit (loss)	820	84	211	562	643
Minority interest	0	0	0	0	0
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	0	0	0	0	0
Net profit (loss)	820	84	211	562	643
Reported EPS	1.65	1.77	2.31	2.65	2.90
Fully diluted EPS	0.96	0.10	0.25	0.66	0.76
Core net profit	820	84	211	562	643
Core EPS	0.41	0.04	0.11	0.28	0.32
EBITDA	1,072	597	615	981	1,000
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	30.9	9.3	8.2	9.0	6.4
Gross margin (%)	7.6	4.1	4.5	7.0	7.0
EBITDA margin (%)	9.0	5.0	5.2	7.4	6.9
Operating margin (%)	3.5	(0.3)	0.2	2.7	2.7
Net margin (%)	6.9	0.7	1.8	4.2	4.4
Core profit margin (%)	6.9	0.7	1.8	4.2	4.4
ROA (%)	8.8	0.9	2.3	6.2	6.7
ROCE (%)	10.4	1.0	2.6	7.2	8.0
Asset turnover (x)	1.3	1.3	1.3	1.5	1.5
Current ratio (x)	3.5	3.0	3.5	3.7	3.8
Gearing ratio (x)	2.4	2.8	2.3	1.8	1.5
Interest coverage (x)	1.9	n.m.	0.1	1.4	1.6
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	146	246	127	171	204
Accounts receivable	2,238	2,300	2,200	2,475	2,725
Inventory	2,229	2,356	2,300	2,500	3,000
PP&E-net	4,548	4,458	4,106	3,901	3,706
Other assets	149	142	165	180	210
Total assets	9,310	9,502	8,898	9,227	9,844
Accounts payable	1,207	933	963	1,110	1,221
ST debts & current portion	3,790	6,091	4,250	4,450	4,950
Long-term debt	1,800	0	1,100	550	0
Other liabilities	43	96	1	34	148
Total liabilities	7,016	7,355	6,540	6,391	6,591
Paid-up capital	850	850	850	850	850
Share premium	350	350	350	350	350
Retained earnings	1,094	947	1,158	1,636	2,054
Shareholders equity	2,294	2,147	2,358	2,836	3,254
Minority interests	0	0	0	0	0
Total Liab.&Shareholders' equity	9,310	9,502	8,898	9,227	9,844
CASH FLOW (Btm)					
Net income	820	84	211	562	643
Depreciation and amortization	592	604	575	546	519
Change in working capital	(820)	(238)	154	(322)	(644)
FX, non-cash adjustment & others	(108)	(5)	34	1	2
CF from operating activities	484	445	974	787	519
Capex (Invest)/Divest	(834)	(651)	(300)	(300)	(300)
Others	0	0	0	0	0
CF from investing activities	(834)	(651)	(300)	(300)	(300)
Debt financing (repayment)	52	391	(741)	(350)	(50)
Equity financing	300	0	0	0	0
Dividend payment	(170)	(98)	(63)	(190)	(249)
Others	0	0	0	0	0
CF from financing activities	182	293	(804)	(540)	(299)
Net change in cash	(168)	87	(130)	(53)	(80)
Free cash flow (Btm)	(350)	(206)	674	487	219
FCF per share (Bt)	(0.4)	(0.2)	0.8	0.6	0.3

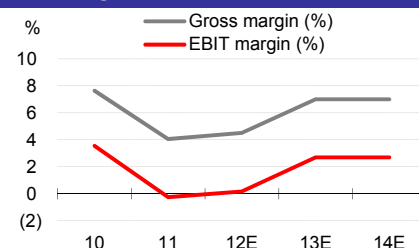
Revenue growth and asset turnover



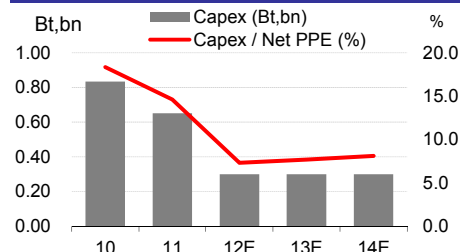
A/C receivable & A/C payable days



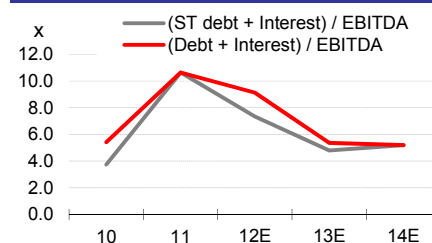
Profit margins



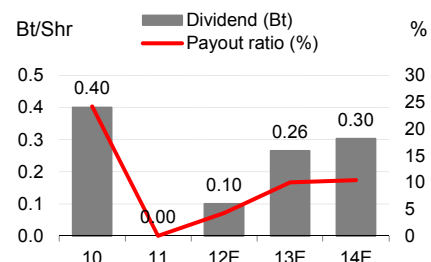
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout








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 DWs UNDERLYING STOCKS. Investors should carefully read the details of the derivative warrants in the prospectus before making investment decisions.

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

DWs Underlying Stocks	Financial Advisor	Underwriter/ Co-underwriter
ADVANC, AOT, BANPU, BAY, BCP, BEC, BGH, BH, BIGC, BJC, BLA, BTS, CPALL, CPF, CPN, DTAC, EGCO, ESSO, GLOW, HMPRO, HEMRAJ, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, KBANK, KK, KTB, LH, MAKRO, MINT, PS, PTT, PTTEP, PTTGC, ROBINS, SCB, SCC, SPALI, STA, TCAP, THAI, TISCO, TOP, TMB, TPIPL, TRUE, TUF		

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

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 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.

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.