Thanachart Securities

Small Cap Research

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 68.00 (From: Bt 64.00)

Upside : 20.4% **14 JUNE 2021**

MK Restaurant Group (M TB)

มีแนวโน้มที่ดีขึ้น



PATTADOL BUNNAK
662 – 483 8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

แม้จะยังคงมีการระบาดของโควิดระลอก 3 แต่ M เริ่มเห็นการดำเนินงานที่ดีขึ้น เนื่องจากการผ่อนคลายข้อจำกัดในเรื่องการรับประทานอาหารในร้านในเดือนพ.ค. และเราคาดว่า 2Q21F จะเป็นไตรมาสที่แย่สุดของปี เราแนะนำ "ซื้อ" M ด้วยมีแนวโน้มฟื้นตัว และได้ประโยชน์จากการฉีดวัคซีนมากขึ้นใน 2H21F M ยังไม่แพง ซื้อขายที่ PE ต่ำกว่าระดับเฉลี่ยในอดีต

ฟื้นตัวอย่างรวดเร็ว

แม้จะยังคงมีการระบาดของโควิด-19 ระลอก 3 แต่รัฐบาลได้ผ่อนคลายข้อจำกัดในเรื่องการรับประทานในร้านตั้งแต่ปลายเดือนพ.ค.2021 และการดำเนินงานของ M ดีขึ้นในทันที รัฐบาลสั่งห้ามรับประทานอาหารในร้านตั้งแต่เดือนพ.ค. และได้ผ่อนคลายข้อจำกัดในปลายเดือนพ.ค. โดยอนุญาตให้รับประทานอาหารในร้านได้ 25% ยอดขายของ M ในช่วงครึ่งหลังของเดือนพ.ค. สูงกว่าช่วงครึ่งแรกของเดือนพ.ค. ราว 40% ซึ่งบ่งชี้ว่า 1) การดำเนินงานของ M มีความอ่อนไหวอย่างมากต่อการกลับมาเปิดประเทศอีกครั้ง และการฉีดวัคซีน และ 2) 2Q21F คาดว่าจะเป็นไตรมาสที่ต่ำที่สุดและฟื้นตัวใน 2H21F ซึ่งทำให้ M ฟื้นตัวได้เร็วกว่าหุ้นกลุ่มท่องเที่ยว การปรับลดกำไรลง 23% ในปี 2021F เพื่อสะท้อนผลกระทบจากโควิด-19 ระลอก 3 แต่เราปรับกำไรปี 2022-23F เพียงเล็กน้อย ด้วยปรับมาใช้ปีฐาน 2022F ราคาเป้าหมายจึงปรับมาอยู่ที่ 68 บาท (จาก 64 บาท)

2Q21F เป็นไตรมาสต่ำสุด

M ซึ่งมีร้านอาหาร 713 แห่งในไทย ได้รับผลกระทบจากการระบาดของโรค โดยยอดขายลดลง 23% ในปี 2020 และลดลงอย่างมากใน 2Q20 ที่ -55% y-y ซึ่งมีการล็อกดาวน์เต็มรูปแบบ M มีผลขาดทุน 247 ลบ. ใน 2Q20 และในช่วงการระบาดระลอก 3 ใน 2Q21 M มียอดขายในเดือนเม.ย.-พ.ค. ต่ำกว่าช่วงเดียวกันของปี 2019 ถึง 50% ดังนั้นเราจึงคาดว่า M จะกลับมามีผลขาดทุน 130 ลบ. ใน 2Q21F เราคาดว่าผลขาดทุนจะน้อยกว่าใน 2Q20 เนื่องจาก 1) แม้จะมีข้อจำกัดในการรับประทานในร้าน แต่ผู้คนยังสามารถซื้ออาหารของ M เพื่อนำกลับบ้านได้ เทียบกับใน 2Q20 ที่มีการปิดศูนย์การค้า 2) แม้จะมีผู้ติดเชื้อสูงขึ้นมาก แต่ผู้คนสามารถปรับตัวได้ และออกจากบ้านมากกว่าช่วงเกิดระลอกแรกใน 2Q20

ฟื้นตัวแข็งแกร่ง เนื่องจากมี leverage สูง

M ทำกำไรได้ 907 ลบ. ในปี 2020 และเราคาดว่าจะมีกำไร 838 ลบ. ในปี 2021F ซึ่งยังคงเป็นปีที่มีโควิด เราคาดว่าจะฟื้นตัวเต็มปีในปี 2022F ด้วยคาดว่า EPS เติบโต 158% ซึ่งจะทำให้กำไรกลับมาเกือบเท่ากับปี 2019 M เป็นบริษัทที่มี operating leverage สูง โดยมีต้นทุนคงที่จาก 713 ร้านอาหาร ร้านแหลมเจริญ (ถือหุ้น 65%) น่าจะเป็นปัจจัยหนุนเพิ่มเติมในปีหน้า เนื่องจากได้ประโยชน์จากการฟื้นตัวของการท่องเที่ยว ด้วย 50% ของรายได้ปี 2019 มาจากการท่องเที่ยว เราสมมติให้ยอดขายเติบโต 22%, EBIT margin ที่ 15% (เทียบกับ 16% ในปี 2019) และการขยายร้านอาหาร 3% (หรือ 24 สาขา) เป็นปัจจัยหนุน EPS ปี 2022F

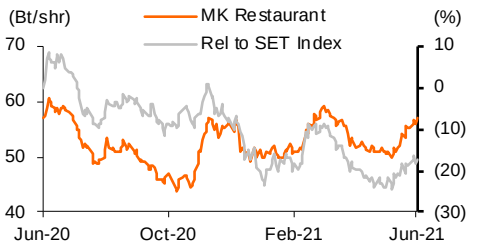
มูลค่าไม่แพง

เรามองว่า M ไม่แพง ที่ 24 เท่า PE หรือต่ำกว่า PE เฉลี่ยตั้งแต่เข้าตลาดฯ ที่ 28 เท่า อีกทั้งยังถูกเมื่อเทียบกับแนวโน้มการเติบโตของ EPS ที่ 158% ในปี 2022F และอีก 26% ในปี 2023F สำหรับ ROE เราคาดว่าจะเพิ่มขึ้นกลับไปที่ระดับปี 2019 ที่ 18% ในปี 2023F (19%) นอกจากนี้ M เป็นหนึ่งในแบรนด์ร้านอาหารที่แข็งแกร่งที่สุดในประเทศไทยด้วยราคาที่เหมาะสมสำหรับตำแหน่งทางการตลาดที่แข็งแกร่งซึ่งเป็นร้านอาหารรับประทานนอกบ้านสำหรับครอบครัว ด้วยเป็นบริษัทที่เป็นที่รู้จักมานานกว่า 58 ปี เราจึงมองว่าซื้อขายที่ PE ที่ 24 เท่า นั้นไม่แพง คงคำแนะนำ "ซื้อ"

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	13,361	13,449	16,415	18,680
Net profit	907	838	2,164	2,730
Consensus NP	—	1,440	2,129	2,404
Diff frm cons (%)	—	*(41.8)*	*1.6*	*13.6*
Norm profit	907	838	2,164	2,730
Prev. Norm profit	—	1,083	2,233	2,812
Chg frm prev (%)	—	*(22.7)*	*(3.1)*	*(2.9)*
Norm EPS (Bt)	1.0	0.9	2.3	3.0
Norm EPS grw (%)	(65.1)	(7.7)	158.3	26.2
Norm PE (x)	57.3	62.1	24.0	19.1
EV/EBITDA (x)	14.9	16.1	10.2	8.9
P/BV (x)	3.8	3.9	3.7	3.6
Div yield (%)	1.8	1.6	4.2	4.9
ROE (%)	6.5	6.2	15.7	19.0
Net D/E (%)	(55.2)	(60.1)	(59.0)	(57.9)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price *as of* 14-Jun-21 (Bt)	56.50
Market Cap (US$ m)	1,671.6
Listed Shares (m shares)	920.9
Free Float (%)	45.1
Avg Daily Turnover (US$ m)	5.0
12M Price H/L (Bt)	60.50/43.75
Sector	FOOD
Major Shareholder	Group of Thirakomen 70.4%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

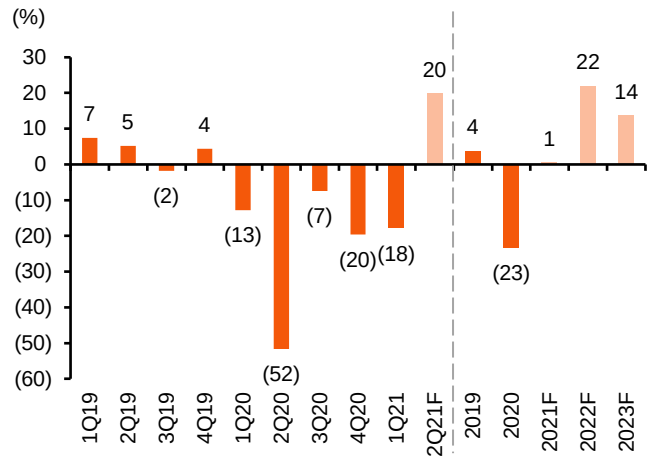
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Earnings Revisions

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Sales-store-sales (% growth)					
New	(2)	(28)	(1.0)	18.0	15.0
Old			6.2	13.7	11.0
Change (pp)			*(7.2)*	*4.3*	*4.0*
Outlets					
New	706	722	740	764	790
Old			740	764	790
Change			*0*	*0*	*0*
Revenues (Bt m)					
New	17,409	13,361	13,449	16,415	18,680
Old			14,353	16,612	18,905
Change (%)			*(6.3)*	*(1.2)*	*(1.2)*
Gross margin (%)					
New	68.5	65.7	65.4	66.5	66.8
Old			65.9	66.6	66.9
Change (pp)			*(0.5)*	*(0.1)*	*(0.1)*
SG&A to sales (%)					
New	52.7	59.5	59.4	51.9	50.2
Old			57.6	51.6	50.2
Change (pp)			*1.8*	*0.3*	*0.0*
Normalized profit (Bt m)					
New	2,604	907	838	2,164	2,730
Old			1,083	2,233	2,812
Change (%)			*(22.7)*	*(3.1)*	*(2.9)*

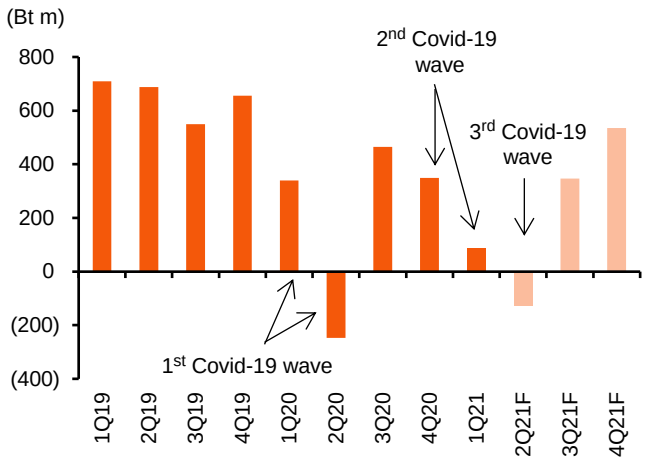
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Sales Momentum



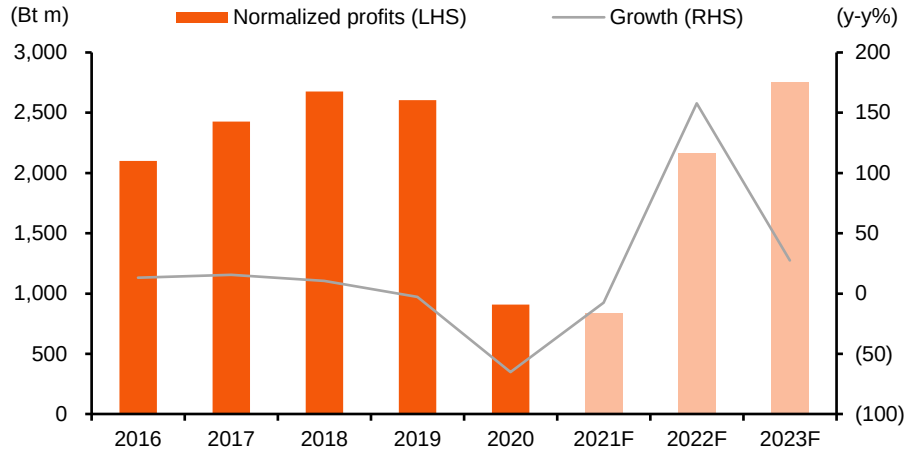
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Quarterly Profit Momentum



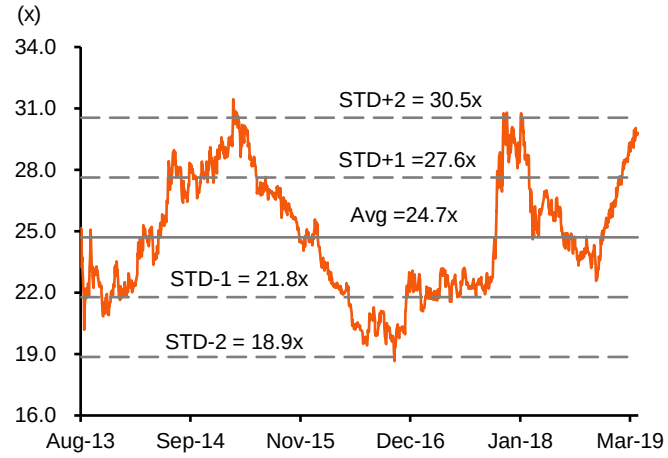
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: 2022F A Normalized Year



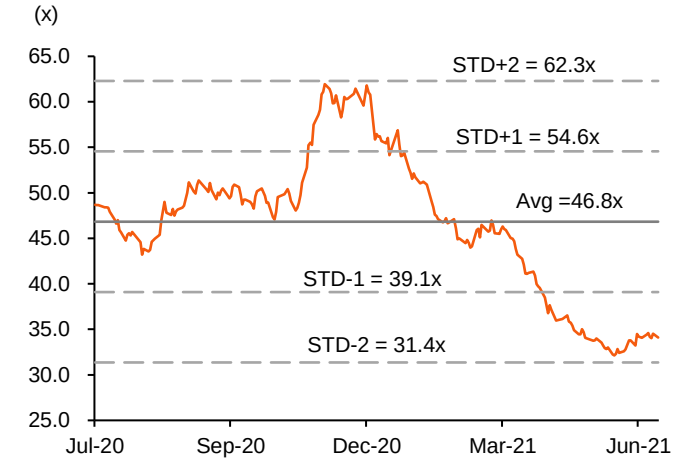
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Pre-COVID-19 PE



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 6: During COVID-19 PE



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 7: M's Share Price



Source: Bloomberg

Ex 8: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2022F

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal Value
EBITDA	3,135	3,841	4,163	4,346	4,749	4,944	5,141	5,463	5,722	5,957	6,202	—
Free cash flow	2,571	3,060	3,335	3,525	3,768	3,973	4,147	4,550	4,842	5,108	5,316	75,637
PV of free cash flow	2,564	2,616	2,635	2,574	2,486	2,412	2,317	2,339	2,290	2,224	2,024	28,802

Risk-free rate (%)	2.5
Market risk premium (%)	8.0
Beta	0.7
WACC (%)	8.2
Terminal growth (%)	2.0
Enterprise value - add investments	55,283
Net debt (2020)	(7,642)
Minority interest	324
Equity value	62,601
# of shares (m)	921
Equity value/share (Bt)	**68.0**

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: EBITDA excludes the new TFRS16 accounting standard's financial lease impact

Valuation Comparison

Ex 9: Valuation Comparison With Regional Peers

			EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div. yield	
Name	**BBG code**	**Country**	**21F (%)**	**22F (%)**	**21F (x)**	**22F (x)**	**21F (x)**	**22F (x)**	**21F (x)**	**22F (x)**	**21F (%)**	**22F (%)**
Max's Group Inc	MAXS PM	Philippines	na	(31.8)	18.0	26.4	1.1	1.2	11.2	9.2	1.7	1.7
Jollibee Foods Corp	JFC PM	Philippines	na	53.4	59.2	38.6	3.9	3.6	13.7	10.1	0.7	1.0
Kura Corp	2695 JP	Japan	na	62.6	41.6	25.6	3.2	2.8	13.7	104	0.7	0.9
Toridoll.corp	3397 JP	Japan	na	175.6	97.7	35.5	3.9	3.7	11.8	9.7	0.4	0.4
Hiday Hidaka Corp	7611 JP	Japan	na	96.2	53.0	27.0	na	na	na	na	0.0	0.0
Yoshinoya Holdings	9861 JP	Japan	na	4.2	65.3	62.7	3.1	3.0	15.6	14.8	0.3	1.0
Cafe de Coral Holdings	341 HK	Hong Kong	311.8	12.2	26.5	23.7	3.4	3.2	10.4	9.3	2.5	3.1
Fairwood Holdings	52 HK	Hong Kong	na	na	na	15.2	3.3	2.9	4.3	3.8	2.3	5.3
Zen Corporation Group	ZEN TB	Thailand	na	56.1	37.3	23.9	2.8	2.7	7.4	6.5	1.4	2.3
Central Plaza Hotel*	CENTEL TB	Thailand	na	na	na	122.7	5.4	5.2	25.9	15.0	0.0	0.2
Minor International*	MINT TB	Thailand	na	na	na	na	2.9	2.9	43.2	13.6	0.0	0.0
MK Restaurants Group*	M TB	Thailand	(7.7)	158.3	62.1	24.0	3.9	3.7	16.1	10.2	1.6	4.2
Average			**152.1**	**65.2**	**51.2**	**38.7**	**3.4**	**3.2**	**15.8**	**18.7**	**1.0**	**1.7**

Source: Bloomberg

Note: *Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 14-Jun-2021 closing prices

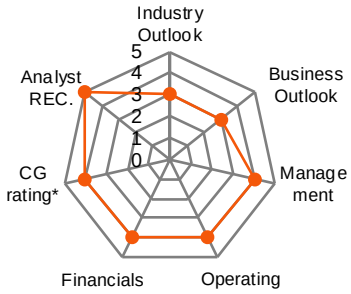
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท เอ็มเค เรสโตรองต์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) (M) เป็นเครือข่ายร้านอาหารอันดับ 1 ในประเทศไทย และก่อตั้งมาแล้ว 38 ปี ร้านอาหารของ M ภายใต้แบรนด์ “เอ็ม เค สุกี้” ก่อตั้งขึ้นในปี 1986 และปัจจุบันมีส่วนแบ่งการตลาดอันดับ 1 ในประเทศไทยในกลุ่มธุรกิจร้านอาหารสุกี้และชาบูที่ 52% นอกจากนี้ M ยังมีแฟรนไชส์ร้านอาหารญี่ปุ่นในประเทศไทยภายใต้แบรนด์ “ยาโยอิ” และแหลมเจริญซีฟู้ด และอื่นๆ อีกด้วย M มีสาขาของทุกแบรนด์รวมกันมากกว่า 700 สาขา ทั่วประเทศ

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Rating Scale	
Very Strong	5
Strong	4
Good	3
Fair	2
Weak	1
None	0

Source: Thanachart; *Rating

THANACHART’S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- แบรนด์ “เอ็ม เค สุกี้” มีความแข็งแกร่งและเป็นที่รู้จักดี
- Economies of scales ที่แข็งแกร่งผ่านการดำเนินงานและการบริหารจัดการค่าใช้จ่ายที่ดี
- สถานที่ตั้งยุทธศาสตร์ทั่วประเทศ

W — Weakness

- เศรษฐกิจที่ซบเซาทำให้ความต้องการรับประทานอาหารนอกบ้านน้อยลง
- การขยายสาขาเชิงรุกอาจทำให้ขาดแคลนพนักงานหรือแรงงานที่มีคุณภาพ
- พึ่งพิงการขยายตัวของผู้ประกอบการค้าปลีก

O — Opportunity

- การเติบโตของความต้องการในต่างจังหวัด
- วิถีชีวิตการรับประทานอาหารนอกบ้านเพิ่มขึ้น

T — Threat

- การแข่งขันเพิ่มขึ้นจากแบรนด์ใหม่และแฟรนไชส์จากในประเทศและต่างประเทศ

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	57.08	68.00	19%
Net profit 21F (Bt m)	1,440	838	-42%
Net profit 22F (Bt m)	2,129	2,164	2%
Consensus REC	**BUY: 5**	**HOLD: 3**	**SELL: 1**

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรปี 2021F ของเราต่ำกว่าของตลาด 42% เนื่องจากเรารวมผลลบอย่างมากจากการระบาดของโควิด-19 ระลอกใหม่
- แต่อย่างไรก็ตาม ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่า 19% เนื่องจากเราคาดว่าแนวโน้มธุรกิจ M จะดีขึ้นในระยะยาว

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ถ้าผู้ประกอบการค้าปลีกเติบโตช้ากว่าที่เราคาดไว้ เนื่องจากสถานการณ์เศรษฐกิจและการบริโภค นี้จะส่งผลกระทบเชิงลบต่อสมมติฐานของเราต่อแผนการขยายสาขาของ M
- ถ้าการใช้จ่ายของผู้คนเติบโตอ่อนแอกว่าที่เราคาด จะส่งผลกระทบต่อสมมติฐานการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมของเรา

Source: Thanachart

We assume M's earnings to recover from 3Q21F

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	17,409	13,361	13,449	16,415	18,680
Cost of sales	5,483	4,577	4,656	5,497	6,204
Gross profit	**11,926**	**8,784**	**8,794**	**10,918**	**12,476**
% gross margin	68.5%	65.7%	65.4%	66.5%	66.8%
Selling & administration expenses	9,183	7,947	7,985	8,514	9,377
Operating profit	**2,743**	**837**	**809**	**2,403**	**3,099**
% operating margin	15.8%	6.3%	6.0%	14.6%	16.6%
Depreciation & amortization	777	2,137	1,908	1,845	1,748
EBITDA	**3,520**	**2,974**	**2,716**	**4,249**	**4,847**
% EBITDA margin	20.2%	22.3%	20.2%	25.9%	25.9%
Non-operating income	462	294	255	305	342
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(1)	(73)	(58)	(7)	(5)
Pre-tax profit	**3,205**	**1,058**	**1,006**	**2,702**	**3,436**
Income tax	553	140	134	486	618
After-tax profit	**2,651**	**918**	**872**	**2,215**	**2,817**
% net margin	15.2%	6.9%	6.5%	13.5%	15.1%
Shares in affiliates' Earnings	(41)	(6)	(20)	(20)	(20)
Minority interests	(7)	(4)	(14)	(32)	(67)
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	**2,604**	**907**	**838**	**2,164**	**2,730**
Normalized profit	**2,604**	**907**	**838**	**2,164**	**2,730**
EPS (Bt)	2.8	1.0	0.9	2.3	3.0
Normalized EPS (Bt)	2.8	1.0	0.9	2.3	3.0

A net-cash company

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	8,740	8,310	8,954	9,404	9,585
Cash & cash equivalent	8,033	7,663	8,354	8,654	8,754
Account receivables	158	110	116	139	160
Inventories	358	418	365	466	506
Others	191	119	119	146	166
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	3,769	3,254	2,893	2,762	2,620
Other assets	5,432	8,790	8,474	8,534	8,447
Total assets	**17,942**	**20,353**	**20,322**	**20,700**	**20,652**
LIABILITIES:					
Current liabilities:	2,467	2,845	2,800	2,969	2,942
Account payables	1,855	1,312	1,335	1,671	1,814
Bank overdraft & ST loans	0	0	0	0	0
Current LT debt	36	21	44	84	92
Others current liabilities	575	1,512	1,422	1,214	1,036
Total LT debt	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Others LT liabilities	848	3,661	3,702	3,215	2,749
Total liabilities	**3,315**	**6,506**	**6,502**	**6,185**	**5,691**
Minority interest	320	324	339	371	438
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	921	921	921	921	921
Share premium	8,785	8,785	8,785	8,785	8,785
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	663	660	660	660	660
Retained earnings	**3,937**	**3,157**	**3,115**	**3,778**	**4,157**
Shareholders' equity	14,306	13,523	13,481	14,144	14,523
Liabilities & equity	**17,942**	**20,353**	**20,322**	**20,700**	**20,652**

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	3,205	1,058	1,006	2,702	3,436
Tax paid	(564)	(273)	(98)	(467)	(579)
Depreciation & amortization	777	2,137	1,908	1,845	1,748
Chg In w orking capital	(178)	(555)	70	212	83
Chg In other CA & CL / minorities	485	1,209	(147)	(273)	(258)
Cash flow from operations	**3,725**	**3,575**	**2,737**	**4,019**	**4,430**
Capex	(808)	(242)	(400)	(600)	(600)
Right of use	0	(5,336)	(800)	(100)	(100)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	0	0	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(2,213)	3,339	10	(1,559)	(1,286)
Cash flow from investments	**(3,022)**	**(2,239)**	**(1,190)**	**(2,259)**	**(1,986)**
Debt financing	(8)	(15)	23	41	7
Capital increase	0	0	(0)	0	0
Dividends paid	(2,394)	(1,658)	(879)	(1,501)	(2,351)
Warrants & other surplus	(79)	(33)	0	0	0
Cash flow from financing	**(2,481)**	**(1,706)**	**(857)**	**(1,460)**	**(2,344)**
Free cash flow	**2,916**	**3,334**	**2,337**	**3,419**	**3,830**

No significant capex requirements

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	20.0	57.3	62.1	24.0	19.1
Normalized PE - at target price (x)	24.1	69.0	74.8	28.9	22.9
PE (x)	20.0	57.3	62.1	24.0	19.1
PE - at target price (x)	24.1	69.0	74.8	28.9	22.9
EV/EBITDA (x)	12.5	14.9	16.1	10.2	8.9
EV/EBITDA - at target price (x)	15.5	18.5	20.0	12.7	11.1
P/BV (x)	3.6	3.8	3.9	3.7	3.6
P/BV - at target price (x)	4.4	4.6	4.6	4.4	4.3
P/CFO (x)	14.0	14.6	19.0	12.9	11.7
Price/sales (x)	3.0	3.9	3.9	3.2	2.8
Dividend yield (%)	4.6	1.8	1.6	4.2	4.9
FCF Yield (%)	5.6	6.4	4.5	6.6	7.4
(Bt)					
Normalized EPS	2.8	1.0	0.9	2.3	3.0
EPS	2.8	1.0	0.9	2.3	3.0
DPS	2.6	1.0	0.9	2.3	2.8
BV/share	15.5	14.7	14.6	15.4	15.8
CFO/share	4.0	3.9	3.0	4.4	4.8
FCF/share	3.2	3.6	2.5	3.7	4.2

PE looks undemanding, in our view, given M's earnings turnaround

Sources: Company data, Thanachart estimates

We assume an earnings recovery in 2H21F, continuing into 2022F

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	3.8	(23.3)	0.7	22.1	13.8
Net profit (%)	1.2	(65.1)	(7.7)	158.3	26.2
EPS (%)	1.2	(65.1)	(7.7)	158.3	26.2
Normalized profit (%)	(2.7)	(65.1)	(7.7)	158.3	26.2
Normalized EPS (%)	(2.7)	(65.1)	(7.7)	158.3	26.2
Dividend payout ratio (%)	92.0	101.5	100.0	100.0	93.0
Operating performance					
Gross margin (%)	68.5	65.7	65.4	66.5	66.8
Operating margin (%)	15.8	6.3	6.0	14.6	16.6
EBITDA margin (%)	20.2	22.3	20.2	25.9	25.9
Net margin (%)	15.2	6.9	6.5	13.5	15.1
D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.5)	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
Interest coverage - EBIT (x)	na	11.4	13.9	354.7	na
Interest coverage - EBITDA (x)	na	40.6	46.7	na	na
ROA - using norm profit (%)	14.8	4.7	4.1	10.5	13.2
ROE - using norm profit (%)	18.3	6.5	6.2	15.7	19.0
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	18.6	6.6	6.5	16.0	19.7
- asset turnover (x)	1.0	0.7	0.7	0.8	0.9
- operating margin (%)	18.4	8.5	7.9	16.5	18.4
- leverage (x)	1.2	1.4	1.5	1.5	1.4
- interest burden (%)	100.0	93.5	94.5	99.7	99.9
- tax burden (%)	82.7	86.8	86.7	82.0	82.0
WACC (%)	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2
ROIC (%)	51.5	11.5	11.9	38.1	45.6
NOPAT (Bt m)	2,270	726	701	1,971	2,541
invested capital (Bt m)	6,310	5,881	5,171	5,575	5,861

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใหบริการเผยแพรขอมูลแกนักลงทุนและใชเป็นขอมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขาย หรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากขอมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำขอมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพรแก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

Recommendation Structure:
Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an “Overweight” sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. “Underweight” is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. “Neutral” is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผูออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 74 หลักทรัพย์ ไดแก ADVA16C2107A, AEON16C2108A, AOT16C2109A, AOT16C2106A, BAM16C2110A, BAM16C2107A, BANP16C2109A, BANP16C2107A, BBL16C2106A, BCH16C2109A, BDMS16C2109A, BDMS16C2107A, BGRI16C2110A, BH16C2109A, BPP16C2106A, CBG16C2109B, CBG16C2109A, CBG16C2109A, CBG16C2108A, COM716C2107A, CPAL16C2109A, CPAL16C2106A, CPF16C2108A, CPF16C2107A, CPN16C2109A, DELT16C2109A, DELT16C2108A, EA16C2108A, EA16C2107A, EPG16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2106A, GULF16C2107A, GUNK16C2108A, HANA16C2107A, IRPC16C2108A, IVL16C2107A, KBAN16C2109A, KBAN16C2108A, KBAN16C2107A, KCE16C2109A, KTC16C2110A, IVL16C2109A, KCE16C2106A, KTC16C2106A, MINT16C2109A, MINT16C2107A, MTC16C2109A, MTC16C2108A, OR16C2109A, OR16C2108A, OR16C2106A, OR16C2107A, PRM16C2109A, PTG16C2109A, PTG16C2107A, PTT16C2109A, PTT16C2109A, PTTG16C2108A, RS16C2109A, RS16C2108A, S5016C2109A, S5016P2109A, S5016P2109A, S5016C2109A, S5016C2106B, S5016P2106C, S5016C2106A, S5016P2106A, S5016P2106B,SAWA16C2107A, SCB16C2106A, SCGP16C2109A, SCGP16C2107A, STA16C2107A, TASC16C2109A, TASC16C2107A, TQM16C2108A (underlying securities are ADVANC, AEONTS, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BDMS, BGRIM, BH, BPP, CBG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, EA, EPG, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IRPC, IVL, KBANK, KCE, KKP, KTC, MINT, MTC, OR, PRM, PTG, PTT, PTTGC, RS, SAWAD, SCB, SCGP, STA, SET50, TASCO, TQM). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อางอิงดังกลาว จึงมีสวนไดสวนเสียหรือมีความขัดแยงทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธดังกลาวกอนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทุนธนชาต จากัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จากัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มีสัดสวนการถือหุน บริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จากัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางออม มากกวารอยละ 56 และเป็นผู้ถือหุนใหญของ THANI

บริษัททุนธนชาต จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทย จำกัด (มหาชน) (TMB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุน รอยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุนใน TMB รอยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกลาว จึงมีสวนไดสวนเสียหรือมีความขัดแยงทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททุนธนชาต จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวของกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกลาว จึงมีสวนไดสวนเสียหรือมีความขัดแยงทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทุนธนชาต จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมู่ศิริเลิศ ซึ่งทำหนาที่ กรรมการผูจัดการใหญของ TCAP และ ทำหนาที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อยางไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการรวมกันได้แก่ นางอัศวินี ไตลังคะ ซึ่งทำหนาที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหนาที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อยางไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุนกู “หุนกู บริษัท สหกลอิควิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สหกลอิควิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกลาว จึงอาจมีสวนไดสวนเสียหรือมีความขัดแยงทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจัดจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกูของบริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถถอนปี พ.ศ. 2566” ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกลาว จึงอาจมีสวนไดสวนเสียหรือมีความขัดแยงทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย
พิมพ์ผกา นิจการุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

พลังงาน , ปิโตรเคมี, กระดาษ
จักร เรืองสินภิญญา
Tel: 662-779-9104
chak.reu@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร
ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์
Tel: 662-483-8296
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เดินเรือ
พัทธดนย์ บุนนาค
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย์
พรรณารายณ์ ติยะพิทยารัตน์
Tel: 662-779-9109
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง
รตา ลิ้มสุทธิวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน
สรัชดา ศรทรง
Tel: 662-779-9106
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา
ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์
Tel: 662-779-9112
saksid.pha@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม
ศิริพร อรุโณทัย
Tel: 662-779-9113
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒน์หิรัญกุล, CFA
Tel: 662-779-9120
adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค
ภัทรวัลล์ หวังมิ่งมาศ
Tel: 662-779-9105
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค
วิชนันท์ ธรรมบำรุง
Tel: 662-779-9123
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล
Tel: 662-483-8304
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ
สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัศมีพัฒน์
Tel: 662-483-8303
sittichet.run@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แปล
ลาภินี ทิพยมณฑล
Tel: 662-779-9115
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล
Tel: 662-779-9108
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุศล
Tel: 662-779-9118
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์
Tel: 662-779-9114
varathip.run@thanachartsec.co.th

สุเนตร รักษาวัด
Tel: 662-779-9117
sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี
Tel: 662-779-9116
suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สถาพร
Tel: 662-779-9198
sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.
Research Team
19 Floor, MBK Tower
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330
Tel: 662 -779-9119
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th