

HOLD (From: BUY)**TP: Bt 10.00**

(From: Bt 12.50)

Change in Recommendation

Upside : 7.5%

30 AUGUST 2021

MC GROUP PCL (MC TB)

ยังไม่ฟื้นตัว

เราปรับลดคำแนะนำ MC เป็น “ถือ” เนื่องจากเรายังไม่เห็นแนวโน้มการฟื้นตัวหลังล็อกดาวน์ แผนเพิ่มสายผลิตภัณฑ์ใหม่ และเจาะตลาดต่างประเทศท่ามกลางกำลังซื้อที่อ่อนแอน่าจะใช้เวลาานกว่าจะเห็นผล อย่างไรก็ตาม MC ยังคงให้อัตราผลตอบแทนปันผลที่ดีที่ 4.8% ในปี FY22F และเพิ่มขึ้นเป็น 5.9-7.0% ในปี FY23-24F

**PHANNARAI TIYAPITTAYARUT**

662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

ปรับลดคำแนะนำเป็น “ถือ”

เราปรับลดคำแนะนำ MC เป็น “ถือ” (จาก ซื้อ) และมีราคาเป้าหมายใหม่ซึ่งใช้ปีฐาน FY22F ที่ 10 บาท/หุ้น (เดิม 12.5 บาท) เนื่องจาก 1) MC เพิ่งประกาศกำไรสุทธิ 4QFY21 (เม.ย.-มิ.ย.) อ่อนตัวอย่างมากที่ 18 ลบ. ลดลง 51% y-y และ 81% q-q เราคาดว่าจะมีความเสี่ยงที่ผลการดำเนินงาน 1QFY22F (กรกฎาคม-กันยายน 2564) อาจขาดทุน เนื่องจากผลกระทบจากการล็อกดาวน์บางส่วน 2) เนื่องจาก MC ขายผลิตภัณฑ์แฟชั่นและเครื่องแต่งกาย เราคาดว่าบริษัท จะยังคงได้รับผลกระทบจากกำลังซื้อที่อ่อนแอ และ 3) ด้วยการปรับลดกำไร 31-39% ในปี FY22-24F เราจึงเชื่อว่า MC เต็มมูลค่าแล้ว ซื้อขายที่ PE ที่ 21.0 เท่า ในปี FY22F (ปีสิ้นสุดในเดือนมิถุนายน 2022) และ 16.2 เท่า ในปี FY23F เรายังคงแนะนำ “ถือ” เนื่องจากให้อัตราผลตอบแทนปันผลที่ดีที่ 4.8% ในปี FY22F และเพิ่มขึ้นเป็น 5.9% ในปี FY23-24F

การพัฒนาในไตรมาสก่อน

MC ประกาศกำไรสุทธิ 4QFY21 (เม.ย.-มิ.ย.) เพียง 18 ลบ. แม้ว่าจะไม่มีการล็อกดาวน์ก็ตาม ยอดขายหดตัว 3% y-y และกำไรลดลง 51% y-y จากไตรมาสที่ฐานที่ต่ำที่สุดในปีที่แล้ว เมื่อมีการบังคับใช้มาตรการล็อกดาวน์ครั้งแรกในเดือนเมษายน-พฤษภาคม 2020 เนื่องจากไม่มีการล็อกดาวน์ใน 4QFY21 จึงไม่มีการประหยัดต้นทุนบุคลากร และค่าเช่าร้าน ในขณะที่โควิด ระลอกที่ 3 ตั้งแต่เดือนเมษายนปีนี้ได้เริ่มส่งผลกระทบต่อความต้องการสินค้าแฟชั่นและเครื่องนุ่งห่ม

คาดอ่อนแอใน 1HFY22F

เนื่องจาก MC ปิดจุดขาย 246 จุด (39% ของทั้งหมด 636 จุด) ในช่วงล็อกดาวน์บางส่วนในเดือนส.ค.ปีนี้ เราจึงคาดว่ายอดขายสาขาเดิมจะอยู่ที่ -47% ใน 1QFY22F (กรกฎาคม-กันยายน) หรือ -49% จากช่วงเดียวกันของปี 2019 นอกจากนี้ยังคาดว่ายอดขายสาขาเดิมจะอยู่ที่ -27% y-y ใน 2QFY22F หรือ -33.5% จากช่วงเดียวกันของปี 2019 เราคาดว่าความเสี่ยงที่จะมีผลขาดทุนใน 1QFY22F และเราคาดว่ากำไรจะมีกำไร 40 ลบ. ใน 1HFY22F (กรกฎาคม-ธันวาคม 2021) ลดลง 88% y-y และ 64% h-h

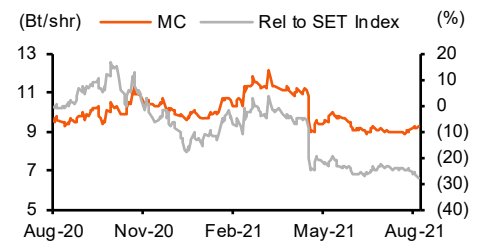
ยังคงไม่ฟื้นตัว

เนื่องจากกำลังซื้อที่อ่อนแอลงหลังจากเกิดวิกฤตโควิดมายาวนานสองปี แผนของ MC ที่จะเติบโตมากกว่าปกติของธุรกิจ โดยการขยายสายผลิตภัณฑ์ และการเจาะตลาดต่างประเทศ จึงน่าจะใช้เวลาานกว่าจะเห็นผล แม้ว่าบริษัทตั้งใจที่จะเปิดตัวผลิตภัณฑ์ที่ไม่ใช่เครื่องนุ่งห่มใหม่ในเดือนกันยายน แต่ความต้องการดูเหมือนจะไม่แข็งแกร่ง การจำหน่ายผลิตภัณฑ์ผ่านช่องทางออนไลน์ในมาเลเซียตั้งแต่เดือนมีนาคมยังคงไม่เป็นไปตามเป้า เนื่องจากมาเลเซียได้รับผลกระทบจากโควิดเช่นกัน

COMPANY VALUATION

Y/E Jun (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	3,220	2,914	3,486	3,745
Net profit	446	354	458	533
Consensus NP	—	604	652	515
Diff frm cons (%)	—	(41.4)	(29.7)	3.5
Norm profit	446	354	458	533
Prev. Norm profit	—	580	695	773
Chg frm prev (%)	—	(39.0)	(34.1)	(31.0)
Norm EPS (Bt)	0.6	0.4	0.6	0.7
Norm EPS grw (%)	0.4	(20.6)	29.5	16.3
Norm PE (x)	16.7	21.0	16.2	14.0
EV/EBITDA (x)	7.4	8.3	7.5	6.9
P/BV (x)	2.1	2.1	2.1	2.0
Div yield (%)	5.9	4.8	5.9	7.0
ROE (%)	12.4	9.9	12.8	14.7
Net D/E (%)	(17.2)	(19.0)	(13.2)	(11.7)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 30-Aug-21 (Bt)	9.30
Market Cap (US\$ m)	229.2
Listed Shares (m shares)	800.0
Free Float (%)	42.8
Avg Daily Turnover (US\$ m)	1.0
12M Price H/L (Bt)	12.10/9.00
Sector	Commerce
Major Shareholder	Miss Sunee Seripan (42.73%)

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

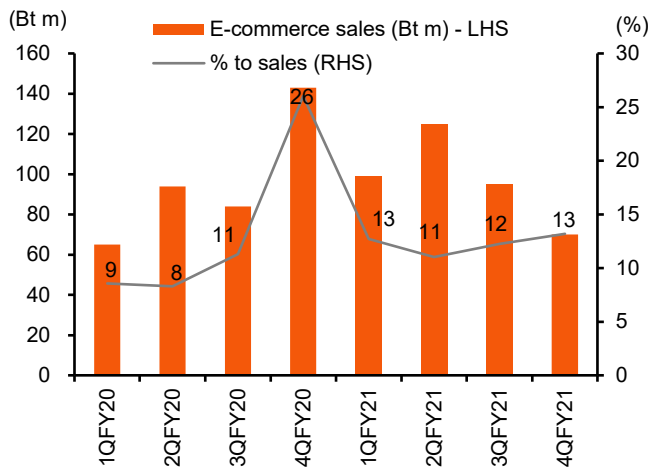


Ex 1: Key Assumptions Changes

	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
SSSG (%)											
- New	(15.5)	19.0	5.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
- Old	(7.0)	11.3	5.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Online sales (Bt m)											
- New	424	488	531	574	614	663	710	759	809	861	917
- Old	582	764	858	932	1,011	1,094	1,178	1,267	1,361	1,462	1,568
Change (%)	(27)	(36)	(38)	(38)	(39)	(39)	(40)	(40)	(41)	(41)	(41)
Normalized profit (Bt m)											
- New	354	458	533	607	687	760	857	917	1,022	1,134	1,207
- Old	580	695	773	847	923	1,004	1,085	1,170	1,261	1,358	1,460
Change (%)	(39)	(34)	(31)	(28)	(26)	(24)	(21)	(22)	(19)	(16)	(17)

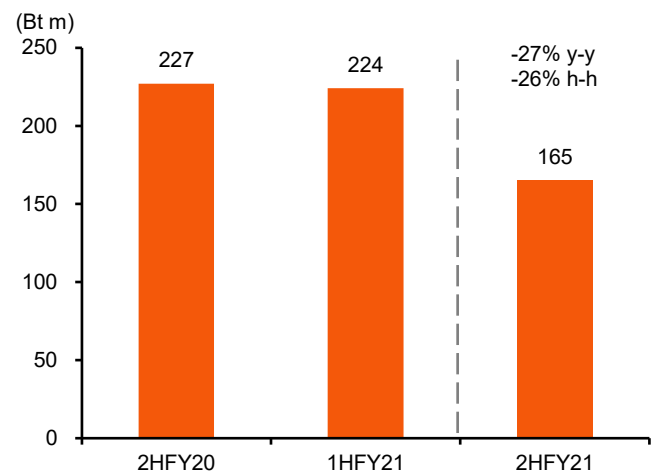
Source: Thanachart estimates

Ex 2: E-commerce Sales Mix



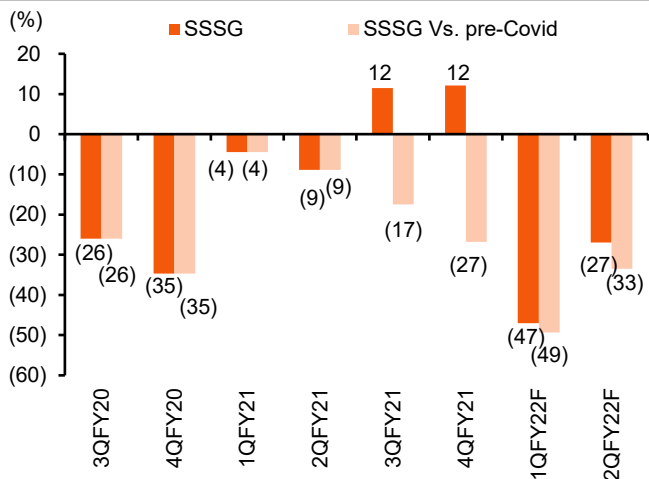
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Declining E-commerce Sales In 2HFY21



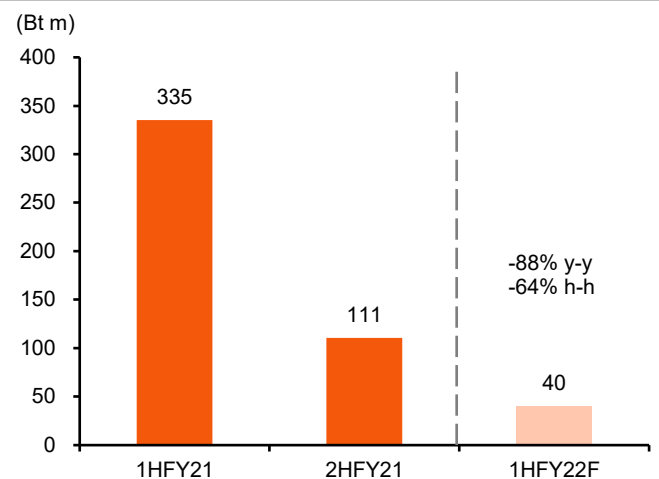
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: MC's SSSG



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Weak 1H FY22F



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of FY22F

(Bt m)	FY22F	FY23F	FY24F	FY25F	FY26F	FY27F	FY28F	FY29F	FY30F	FY31F	FY32F	Terminal value
EBITDA	505	632	719	806	902	1,010	1,128	1,202	1,332	1,473	1,566	0
Free cash flow	426	522	560	630	666	749	868	899	1,002	1,199	1,190	12,064
PV of free cash flow	425	419	402	404	383	375	387	358	355	379	335	2,869
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.2											
WACC (%)	11.7											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value	7,392											
Net debt (end FY2021)	(621)											
Minority interest	11											
Equity value	8,002											
# of shares (m)	800											
Equity value / share (Bt)	10.00											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 7: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div. yield	
			21F (%)	22F (%)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (%)	22F (%)
Marks & Spencer	MKS LN	Britain	(86.7)	na	73.7	11.8	0.9	1.3	8.7	6.3	0.0	0.7
J Sainsbury PLC	SBRY LN	Britain	(44.4)	97.3	25.7	13.0	0.8	0.9	6.7	5.8	5.1	4.0
Tesco	TSCO LN	Britain	(53.0)	83.3	22.7	12.4	1.1	1.4	8.7	7.3	3.5	4.1
Carrefour SA	CA FP	France	13.5	12.4	12.0	10.7	1.3	1.3	6.8	6.4	3.2	3.6
Casino Guichard	CO FP	France	37.0	16.5	11.4	9.8	0.8	0.8	7.3	7.0	4.2	6.4
L'Oreal SA	OR FP	France	19.5	9.8	46.3	42.1	7.3	6.7	28.3	26.2	1.1	1.2
Alimentation Couche	ATD/B CN	Canada	22.7	(3.5)	21.7	22.5	4.8	4.4	10.3	10.6	0.6	0.7
Aeon	8267 JP	Japan	na	na	na	88.5	2.4	2.6	10.5	8.8	1.2	1.2
Kao Corporation	4452 JP	Japan	1.3	10.7	24.7	22.3	3.3	3.2	12.2	11.4	2.2	2.3
Lion Corporation	4912 JP	Japan	(25.7)	6.8	24.7	23.2	2.1	2.0	11.0	10.3	1.3	1.4
Shiseido Co. Ltd	4911 JP	Japan	na	27.7	63.3	49.5	5.6	5.3	26.5	18.7	0.7	0.8
Lawson	2651 JP	Japan	(56.6)	95.4	60.2	30.8	2.0	2.0	4.2	3.7	2.8	2.8
Seven & I Holdings	3382 JP	Japan	(25.7)	44.6	26.5	18.3	1.6	1.5	6.3	5.2	2.1	2.2
Lotte Corp	004990 KS	South Korea	167.9	20.0	11.3	9.4	0.6	0.5	9.1	8.9	3.4	3.8
Shinsegae	004170 KS	South Korea	na	24.3	10.8	8.7	0.7	0.6	8.3	8.1	0.7	0.8
Amore Pacific Group	002790 KS	South Korea	193.6	19.8	25.7	21.5	1.5	1.4	6.0	5.0	0.7	0.7
Best Buy Co Inc	BBY US	USA	22.9	(2.4)	12.1	12.4	7.0	7.1	6.7	7.0	1.9	2.3
Wal-Mart Stores	WMT US	USA	12.7	4.1	23.3	22.4	4.8	4.4	11.9	11.5	1.5	1.5
Home Depot Inc	HD US	USA	21.3	4.2	22.2	21.3	283.7	2,566.5	15.5	15.1	1.9	2.1
Yonghui Superstores	601933 CH	China	(63.7)	85.6	41.9	22.6	1.8	1.8	22.5	16.3	2.7	3.2
Sa International	178 HK	Hong Kong	na	na	na	86.8	3.5	3.2	na	22.6	0.0	1.0
Dairy Farm Intl Hldgs	DFI SP	Hong Kong	(27.0)	57.5	28.1	17.9	3.8	3.5	12.7	11.5	3.1	4.4
President Chain Store	2912 TT	Taiwan	(5.3)	18.1	30.7	26.0	7.6	7.2	12.7	11.8	3.0	3.3
7-Eleven Malaysia	SEM MK	Malaysia	(6.3)	35.6	33.8	24.9	19.7	20.8	9.1	8.9	2.1	2.6
Berli Jucker *	BJC TB	Thailand	(0.5)	25.7	37.2	29.6	1.2	1.2	14.4	13.9	1.3	1.7
COM7 *	COM7 TB	Thailand	40.8	34.5	40.7	30.3	18.6	15.8	27.0	20.8	2.0	2.7
CP All *	CPALL TB	Thailand	(34.9)	70.9	59.6	34.9	5.7	5.2	16.7	14.4	0.8	1.4
Central Pattana *	CPN TB	Thailand	(44.7)	127.5	83.4	36.6	3.3	3.1	22.7	16.7	0.8	1.4
Central Retail Corp. *	CRC TB	Thailand	na	106.4	75.9	36.8	3.8	3.6	11.4	9.9	0.5	1.1
Siam Global House *	GLOBAL TB	Thailand	57.3	20.2	32.6	27.1	5.3	4.7	24.4	20.5	1.2	1.5
Home Product*	HMPRO TB	Thailand	(1.0)	19.8	36.9	30.8	8.6	8.0	19.4	17.0	2.2	2.6
Siam Makro *	MAKRO TB	Thailand	10.2	8.0	27.7	25.6	8.2	7.6	16.0	15.0	2.7	3.1
Mc Group *	MC TB**	Thailand	(20.6)	29.5	21.0	16.2	2.1	2.1	8.3	7.5	4.8	5.9
Average			4.4	37.0	34.4	27.2	12.9	81.9	13.2	11.8	2.0	2.4

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates using normalized EPS growth, ** MC's fiscal year ends in June. The figures shown in the table are for FY22F and FY23F
Based on 30 August 2021 closing price

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท แม็คกรุ๊ป จำกัด (มหาชน) (MC) ได้เริ่มต้นธุรกิจกางเกงยีนส์ของในประเทศไทยภายใต้แบรนด์ของตัวเอง "MC" ตั้งแต่ 1975 ในปีที่ผ่านมา MC ได้มีการพัฒนาผลิตภัณฑ์ที่หลากหลายภายใต้แบรนด์ Mc, Mc Lady, ยีนส์ระดับพรีเมียมของ Blue Brothers, Mc mini kidswear และ U-P activewear ซึ่งส่วนใหญ่จัดจำหน่ายผ่านร้าน free standing และโมเดิร์นเทรดทั่วประเทศ นอกจากนี้ยังได้จัดตั้งแพลตฟอร์มอีคอมเมิร์ซ ซึ่งกลายเป็นตัวขับเคลื่อนการเติบโตของกำไรที่สำคัญ

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ทีมผู้บริหารมีประสบการณ์สูงในตลาดกางเกงยีนส์ในประเทศไทย
- "MC" เป็นแบรนด์ที่แข็งแกร่งที่มีการออกแบบเฉพาะของตัวเอง
- ช่องทางการกระจายสินค้าที่ครอบคลุมทั่วประเทศ
- ผลิตภัณฑ์มีคุณภาพและขายที่ราคาที่เหมาะสม
- ด้วยส่วนแบ่งการตลาดที่สูง และการผลิตภายในบริษัท MC จึงมีความสามารถในการแข่งขันด้านต้นทุน

O — Opportunity

- มีโอกาสที่จะจับตลาดที่มีอัตราการเติบโตสูงในอาเซียน
- เจาะตลาด lifestyle
- การเติบโตของนักท่องเที่ยวชาวไทยและต่างประเทศ
- ขยายสายผลิตภัณฑ์ และกลุ่มลูกค้า
- ผู้ประกอบการขนาดเล็กออกจากตลาด

CONSENSUS COMPARISON

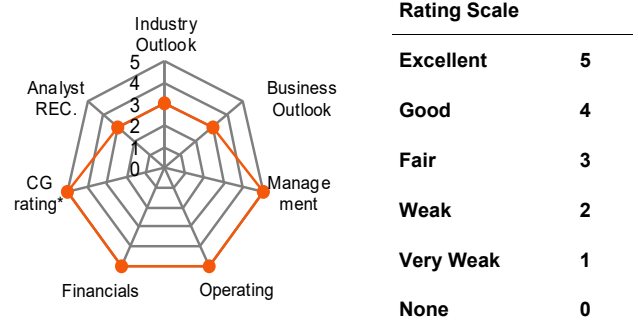
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	10.36	10.00	-3%
Net profit 22F (Bt m)	487	354	-27%
Net profit 23F (Bt m)	561	458	-18%
Consensus REC	BUY: 1	HOLD: 4	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรสุทธิปี 2022-2023F ของเรต่ำกว่าตลาด 18-27% เนื่องจากเราให้สมมติฐานการฟื้นตัวของเศรษฐกิจที่ช้าลงจากแรงกดดันจากโควิด
- ดังนั้นราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่าของตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG Rating

W — Weakness

- MC มีสต็อกสินค้าและจำนวนวันที่สินค้าคงคลังที่รับเข้ามาสูง แต่มีแนวโน้มลดลง
- ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่สูง ส่วนใหญ่เป็นค่าบุคลากรและค่าเช่าซึ่งคิดเป็น 76% ของค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารทั้งหมด

T — Threat

- การแข่งขันจากบริษัทคู่แข่งเดิมในตลาดกางเกงยีนส์คือ LEVI'S, Wrangler, Lee และแบรนด์คู่แข่งอื่น ๆ
- การแข่งขันมากขึ้นจากแบรนด์ต่างประเทศใหม่ ๆ เช่น H&M, UNIQLO และ ZARA

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การใช้จ่ายของประชาชนเติบโตต่ำกว่าที่เราคาด จะทำให้มี downside ต่อสมมติฐานการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมของเรา
- หากกลยุทธ์ช่องทาง omni-channel และขายต่างประเทศไม่ประสบความสำเร็จจะส่งผลกระทบต่อคาดการณ์การเติบโตของ MC
- การแข่งขันที่สูงขึ้นจากคู่แข่งเดิมและคู่แข่งใหม่ในตลาดกางเกงยีนส์ และเครื่องนุ่งห่ม จะเป็นปัจจัยกดดันปริมาณยอดขายและราคาขายของ MC
- ต้นทุนวัตถุดิบและค่าแรงงานที่เพิ่มขึ้นจะส่งผลกระทบต่อต้นทุนการผลิตและค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานของ MC

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

*We expect FY22F
normalized profit to drop
from the partial lockdown*

FY ending Jun (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	3,182	3,220	2,914	3,486	3,745
Cost of sales	1,344	1,301	1,172	1,394	1,487
Gross profit	1,839	1,919	1,743	2,091	2,258
% gross margin	57.8%	59.6%	59.8%	60.0%	60.3%
Selling & administration expenses	1,377	1,401	1,309	1,528	1,605
Operating profit	461	518	434	563	653
% operating margin	14.5%	16.1%	14.9%	16.2%	17.4%
Depreciation & amortization	99	400	377	369	356
EBITDA	560	918	810	932	1,009
% EBITDA margin	17.6%	28.5%	27.8%	26.8%	27.0%
Non-operating income	35	29	31	38	43
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(0)	(28)	(28)	(29)	(30)
Pre-tax profit	496	519	437	573	666
Income tax	50	78	83	115	133
After-tax profit	446	441	354	458	533
% net margin	14.0%	13.7%	12.1%	13.2%	14.2%
Shares in affiliates' Earnings	(1)	5	0	0	0
Minority interests	(2)	(0)	0	0	0
Extraordinary items	(39)	0	0	0	0
NET PROFIT	405	446	354	458	533
Normalized profit	444	446	354	458	533
EPS (Bt)	0.5	0.6	0.4	0.6	0.7
Normalized EPS (Bt)	0.6	0.6	0.4	0.6	0.7

*EPS growth resumes at
30% in FY23F and 16% in
FY24F*

BALANCE SHEET

*Inventory is well under
control*

FY ending Jun (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	3,192	3,324	3,498	3,830	4,053
Cash & cash equivalent	1,481	728	893	950	1,030
Account receivables	266	202	224	267	287
Inventories	1,408	1,250	1,204	1,203	1,222
Others	37	1,144	1,178	1,409	1,514
Investments & loans	25	25	25	25	25
Net fixed assets	404	343	291	253	227
Other assets	463	1,522	1,325	1,240	1,126
Total assets	4,084	5,214	5,139	5,347	5,432
LIABILITIES:					
Current liabilities:	412	721	562	848	1,015
Account payables	283	283	257	306	326
Bank overdraft & ST loans	0	0	214	468	597
Current LT debt	0	106	2	4	5
Others current liabilities	129	332	89	71	88
Total LT debt	0	0	0	1	1
Others LT liabilities	79	891	1,021	883	748
Total liabilities	492	1,612	1,583	1,733	1,764
Minority interest	11	11	11	11	11
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	400	400	400	400	400
Share premium	2,825	2,825	2,825	2,825	2,825
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(90)	(90)	(90)	(90)	(90)
Retained earnings	446	456	410	468	522
Shareholders' equity	3,581	3,591	3,545	3,603	3,657
Liabilities & equity	4,084	5,214	5,139	5,347	5,432

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Jun (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	496	519	437	573	666
Tax paid	(59)	(78)	(83)	(114)	(133)
Depreciation & amortization	99	400	377	369	356
Chg In working capital	212	221	(0)	5	(18)
Chg In other CA & CL / minorities	(44)	(871)	(285)	(258)	(97)
Cash flow from operations	705	190	446	576	774
Capex	(86)	(13)	(20)	(30)	(40)
Right of use	0	(1,452)	(145)	(145)	(145)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	22	0	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	6	851	176	(200)	(159)
Cash flow from investments	(59)	(614)	10	(375)	(344)
Debt financing	0	106	110	257	130
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(515)	(433)	(400)	(400)	(480)
Warrants & other surplus	6	(2)	0	0	0
Cash flow from financing	(509)	(330)	(291)	(143)	(350)
Free cash flow	619	177	426	546	734

VALUATION

FY ending Jun	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	16.8	16.7	21.0	16.2	14.0
Normalized PE - at target price (x)	18.0	17.9	22.6	17.5	15.0
PE (x)	18.4	16.7	21.0	16.2	14.0
PE - at target price (x)	19.7	17.9	22.6	17.5	15.0
EV/EBITDA (x)	10.6	7.4	8.3	7.5	6.9
EV/EBITDA - at target price (x)	11.6	8.0	9.0	8.1	7.5
P/BV (x)	2.1	2.1	2.1	2.1	2.0
P/BV - at target price (x)	2.2	2.2	2.3	2.2	2.2
P/CFO (x)	10.6	39.1	16.7	12.9	9.6
Price/sales (x)	2.3	2.3	2.6	2.1	2.0
Dividend yield (%)	5.9	5.9	4.8	5.9	7.0
FCF Yield (%)	8.3	2.4	5.7	7.3	9.9
(Bt)					
Normalized EPS	0.6	0.6	0.4	0.6	0.7
EPS	0.5	0.6	0.4	0.6	0.7
DPS	0.6	0.6	0.5	0.6	0.6
BV/share	4.5	4.5	4.4	4.5	4.6
CFO/share	0.9	0.2	0.6	0.7	1.0
FCF/share	0.8	0.2	0.5	0.7	0.9

*Decent dividend yields,
based on our forecasts*

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Jun	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(4.8)	1.2	(9.5)	19.6	7.4
Net profit (%)	(22.3)	10.0	(20.6)	29.5	16.3
EPS (%)	(22.3)	10.0	(20.6)	29.5	16.3
Normalized profit (%)	(18.8)	0.4	(20.6)	29.5	16.3
Normalized EPS (%)	(18.8)	0.4	(20.6)	29.5	16.3
Dividend payout ratio (%)	108.6	98.7	101.8	96.0	97.5
Operating performance					
Gross margin (%)	57.8	59.6	59.8	60.0	60.3
Operating margin (%)	14.5	16.1	14.9	16.2	17.4
EBITDA margin (%)	17.6	28.5	27.8	26.8	27.0
Net margin (%)	14.0	13.7	12.1	13.2	14.2
D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.4)	(0.2)	(0.2)	(0.1)	(0.1)
Interest coverage - EBIT (x)	na	18.4	15.4	19.5	21.9
Interest coverage - EBITDA (x)	na	32.7	28.8	32.3	33.8
ROA - using norm profit (%)	10.6	9.6	6.8	8.7	9.9
ROE - using norm profit (%)	12.2	12.4	9.9	12.8	14.7
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	12.3	12.3	9.9	12.8	14.7
- asset turnover (x)	0.8	0.7	0.6	0.7	0.7
- operating margin (%)	15.6	17.0	16.0	17.3	18.6
- leverage (x)	1.2	1.3	1.5	1.5	1.5
- interest burden (%)	100.0	94.9	94.0	95.2	95.7
- tax burden (%)	89.9	84.9	81.0	80.0	80.0
WACC (%)	#N/A	#N/A	11.7	11.7	11.7
ROIC (%)	17.7	20.9	11.8	15.7	16.7
NOPAT (Bt m)	415	440	351	451	523
invested capital (Bt m)	2,101	2,970	2,868	3,126	3,229

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน 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 ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ถือและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 110 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ADVA16C2110A, ADVA16C2110A, AEON16C2108A, AEON16C2108A, AMAT16C2112A, AMAT16C2112A, AOT16C2109A, AOT16C2109A, AOT16C2112A, AOT16C2112A, BAM16C2110A, BAM16C2110A, BAM16C2112A, BAM16C2112A, BANP16C2109A, BANP16C2109A, BANP16C2110A, BANP16C2110A, BANP16C2112A, BANP16C2112A, BCH16C2109A, BCH16C2109A, BCH16C2111A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCH16C2111B, BCPG16C2111A, BCPG16C2111A, BDMS16C2109A, BDMS16C2109A, BGRI16C2110A, BGRI16C2110A, BGRI16C2112A, BGRI16C2112A, BH16C2109A, BH16C2109A, CBG16C2108A, CBG16C2108A, CBG16C2109A, CBG16C2109A, CBG16C2109B, CBG16C2109B, CHG16C2111A, CHG16C2111A, CHG16C2112A, CHG16C2112A, COM716C2110A, COM716C2110A, COM716C2112A, COM716C2112A, CPAL16C2109A, CPAL16C2109A, CPAL16C2111A, CPAL16C2111A, CPF16C2108A, CPF16C2108A, CPF16C2112A, CPF16C2112A, CPN16C2109A, CPN16C2109A, DELT16C2108A, DELT16C2108A, DELT16C2109A, DELT16C2109A, DELT16C2112A, DELT16C2112A, DOHO16C2111A, DOHO16C2111A, DOHO16C2112A, DOHO16C2112A, DTAC16C2112A, DTAC16C2112A, EA16C2108A, EA16C2108A, EA16C2110A, EA16C2110A, EGCO16C2110A, EGCO16C2110A, EPG16C2109A, EPG16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2110A, GPSC16C2110A, GULF16C2112A, GULF16C2112A, GUNK16C2108A, GUNK16C2108A, GUNK16C2110A, GUNK16C2110A, GUNK16C2112A, GUNK16C2112A, HANA16C2112A, HANA16C2112A, IRPC16C2108A, IRPC16C2108A, IRPC16C2110A, IRPC16C2110A, IRPC16C2112A, IRPC16C2112A, IVL16C2109A, IVL16C2109A, IVL16C2110A, IVL16C2110A, IVL16C2111A, IVL16C2111A, JMAR16C2111A, JMT16C2110A, JMT16C2110A, KBAN16C2108A, KBAN16C2108A, KBAN16C2109A, KBAN16C2109A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111B, KBAN16C2111B, KCE16C2109A, KCE16C2109A, KCE16C2110A, KCE16C2110A, KTC16C2110A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, KTC16C2110B, KTC16C2112A, KTC16C2112A, MEGA16C2112A, MEGA16C2112A, MINT16C2109A, MINT16C2109A, MINT16C2112A, MINT16C2112A, MTC16C2108A, MTC16C2108A, MTC16C2109A, MTC16C2109A, MTC16C2112A, MTC16C2112A, OR16C2108A, OR16C2108A, OR16C2109A, OR16C2109A, OR16C2112A, OR16C2112A, PRM16C2109A, PRM16C2109A, PTG16C2109A, PTG16C2109A, PTT16C2109A, PTT16C2109A, PTT16C2112A, PTT16C2112A, PTTE16C2112A, PTTE16C2112A, PTTG16C2108A, PTTG16C2108A, PTTG16C2110A, PTTG16C2110A, PTTG16C2111A, PTTG16C2111A, RBF16C2110A, RBF16C2110A, RBF16C2112A, RBF16C2112A, RS16C2108A, RS16C2108A, RS16C2109A, RS16C2109A, RS16C2112A, RS16C2112A, S5016C2109A, S5016C2109A, S5016C2109B, S5016C2109B, S5016C2109C, S5016C2109C, S5016C2109D, S5016C2109D, S5016C2112A, S5016C2112A, S5016P2109A, S5016P2109A, S5016P2109B, S5016P2109B, S5016P2112A, S5016P2112A, S5016P2112B, S5016P2112B, SAWA16C2112A, SAWA16C2112A, SCB16C2111A, SCB16C2111A, SCB16C2112A, SCB16C2112A, SCC16C2112A, SCC16C2112A, SCGP16C2109A, SCGP16C2109A, STA16C2112A, STA16C2112A, STEC16C2110A, STEC16C2110A, STGT16C2111A, STGT16C2111A, TASC16C2109A, TASC16C2109A, TOP16C2112A, TOP16C2112A, TQM16C2108A, TQM16C2108A, TU16C2110A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BCH, BCPG, BDMS, BGRIM, BH, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, EPG, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MEGA, MINT, MTC, OR, PRM, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, STA, STEC, STGT, TASCO, TOP, TQM, TU). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทนชนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททนชนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยชนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททนชนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทนชนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุ่ศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอศวีณี ไตลรงค์ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย

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

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

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

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

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

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

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน
สรัชดา สรทรง
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
siripom.aru@thanachartsec.co.th

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

วิเคราะห์เทคนิค
ภัทรวัลลี หวังมิ่งมาศ
Tel: 662-779-9105
pattawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค
วิชานันท์ 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, แพล
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 จิตกุล
Tel: 662-779-9118
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

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

สุนทร รักษาวัต
Tel: 662-779-9117
sunset.rak@thanachartsec.co.th

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

สุจินตนา สดภาพร
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