

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 63.00

(From: Bt 64.00)

Upside : 21.2%

10 SEPTEMBER 2021

Small Cap Research

MK Restaurant Group (M TB)

ฟื้นตัวเร็วหลังคลายล็อกดาวน์

M โดดเด่นในบรรดาหุ้นที่ฟื้นตัวหลังคลายล็อกดาวน์ และเรายังคงแนะนำ "ซื้อ" ขณะที่ธุรกิจร้านอาหารของบริษัทฯ ได้รับการพิสูจน์แล้วว่าพลิกฟื้นอย่างรวดเร็วหลังคลายล็อกดาวน์ในปีที่แล้ว Valuation ของ M นั้นไม่แพง ที่ 18 เท่า PE จากการฟื้นตัวอย่างเต็มที่ในปี 2023F เทียบกับค่าเฉลี่ยก่อนเกิดโควิดที่ 25 เท่า



PATTADOL BUNNAK

662 - 483 8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

คงคำแนะนำ "ซื้อ"

เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" M ราคาเป้าหมายที่ 63 บาท (จาก 64 บาท) เนื่องจาก 1) M ซึ่งดำเนินธุรกิจเครือข่ายร้านอาหาร ธุรกิจฟื้นตัวได้อย่างรวดเร็ว เช่นเดียวกับช่วงคลายล็อกดาวน์ในปีที่แล้ว เราคาดว่ากำไรจะกลับมาที่ 385 ลบ. ใน 4Q21F เทียบกับขาดทุน 130 ลบ. ใน 3Q21F 2) เนื่องจากธรรมชาติแล้วเป็นธุรกิจที่ฟื้นตัวได้อย่างรวดเร็ว เราจึงคาดว่ากำไรของ M หลังจากลดลง 65% ในปี 2020 และอีก 73% ในปี 2021F จะแซงหน้าฐานปี 2019 รว 3% ในปี 2023F 3) M นั้นไม่แพง ซื้อขายที่ 18 เท่า PE บนผลการดำเนินงานปี 2023F เทียบกับ PE เฉลี่ยก่อนเกิดโควิดที่ 25 เท่า ราคาเป้าหมายของเราคิดเป็นการซื้อขายที่ PE ที่ 22 เท่า ในปี 2023F เนื่องจาก M อยู่ในสถานะเป็นเงินสดสุทธิ, ให้ ROIC 47% และ ROE 19% ในปีปกติปี 2023F เราจึงมองว่าสามารถซื้อขายได้ที่ระดับมากกว่า 20 เท่า ได้

กลับมาดีกว่าใน 4Q21F

เนื่องจากข้อจำกัดในการนั่งรับประทานอาหารในร้านในเดือนก.ค.-ส.ค. เราจึงคาดว่า M จะมีผลขาดทุนที่ 130 ลบ. ใน 3Q21F แต่ไม่ได้เหนือความคาดหมาย เนื่องจากบริษัทฯ มีผลขาดทุน 247 ลบ. ในช่วงล็อกดาวน์ครั้งแรกในช่วง 2Q20 ในทางกลับกัน เราคาดว่า M จะกลับมาดีกว่าอย่างรวดเร็วกว่า 385 ลบ. หลังคลายล็อกดาวน์ใน 4Q21F ซึ่งเรายังคงสมมติให้รัฐบาลจะยังไม่ผ่อนปรนข้อจำกัดการรับประทานอาหารในร้านอย่างเต็มที่ กำไร 385 ลบ. คือการเพิ่มขึ้น 10% y-y แต่ยังคงต่ำกว่าระดับก่อนเกิดโควิดใน 4Q19 รว 41% เราได้ปรับลดกำไรปี 2022F ลง 5% แต่คงประมาณการกำไรปี 2023F เช่นเดิม

อาจได้ส่วนแบ่งกำไรเพิ่มขึ้น

เช่นเดียวกับธุรกิจอื่นๆ วิกฤตโควิดสองปีส่งผลให้หลายบริษัทต้องเลิกกิจการ ร้านอาหารเป็นหนึ่งในกลุ่มธุรกิจที่ได้รับผลกระทบมากที่สุดจากมาตรการล็อกดาวน์ และนักท่องเที่ยวที่หายไป ซึ่งสิ่งนี้ส่งผลบวกต่อบริษัทที่มีเงินทุนสูง ซึ่งรวมถึง M ซึ่งน่าจะมีส่วนแบ่งตลาดเพิ่มขึ้นเมื่อมีการฟื้นตัว จากข้อมูลวิจัยของกรุงไทยคอมพาส คาดว่าการล็อกดาวน์ครั้งล่าสุดจะกระทบอุตสาหกรรมร้านอาหารมูลค่า 4.5 แสนลบ. รว 22% แม้จะมีช่วงขาดทุนอยู่บ้าง แต่ M ยังคงมีเงินสดสุทธิ 7 พันลบ. ใน 2Q21

ปัจจัยผลักดันการเติบโต

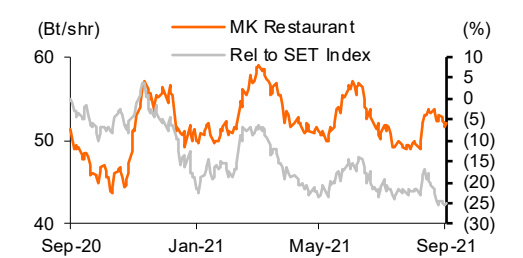
สมมติฐานปัจจัยหนุนการเติบโตสำหรับปี 2022-23F ของเรา คือ ยอดขายสาขาเดิมที่เติบโต 25/14% การขยายสาขา 7/3% จาก 711 สาขา ในปี 2021F เป็น 790 สาขา ในปี 2023F และ EBIT Margin ที่สูงขึ้นจาก 0.2% ในปี 2021F เป็น 16.9% ในปี 2023F จากผลของ operating leverage ยอดขายสาขาเดิมนี้นรวมยอดขายแบบจัดส่งถึงบ้านของแต่ละสาขา เนื่องจากสถานการณ์โควิด ยอดขายแบบจัดส่งถึงบ้านเพิ่มขึ้นเป็น 1,600 ลบ. ในปี 2020 และ 800 ลบ. ใน 1H21 เทียบกับ 1,200 ลบ. ในปี 2019 ซึ่งคิดเป็น 7% ของยอดขายของเรา เราคาดว่าสัดส่วนจะเพิ่มขึ้นเป็น 13% ของยอดขายในปี 2023F M มีแผนที่จะลงทุนในธุรกิจจัดส่งถึงบ้านมากขึ้นเพื่อขยายฐานลูกค้า

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลเท่านั้นและไม่เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	13,361	11,659	15,337	18,010
Net profit	907	243	1,707	2,689
Consensus NP	—	340	1,690	2,255
Diff frm cons (%)	—	(28.6)	1.0	19.3
Norm profit	907	243	1,707	2,689
Prev. Norm profit	—	529	1,788	2,687
Chg frm prev (%)	—	(54.0)	(4.5)	0.1
Norm EPS (Bt)	1.0	0.3	1.9	2.9
Norm EPS grw (%)	(65.1)	(73.2)	602.1	57.5
Norm PE (x)	52.8	197.0	28.1	17.8
EV/EBITDA (x)	13.5	20.5	10.6	8.1
P/BV (x)	3.5	3.6	3.4	3.3
Div yield (%)	1.9	0.5	3.6	5.6
ROE (%)	6.5	1.8	12.6	19.0
Net D/E (%)	(55.2)	(61.6)	(60.5)	(61.6)

PRICE PERFORMANCE



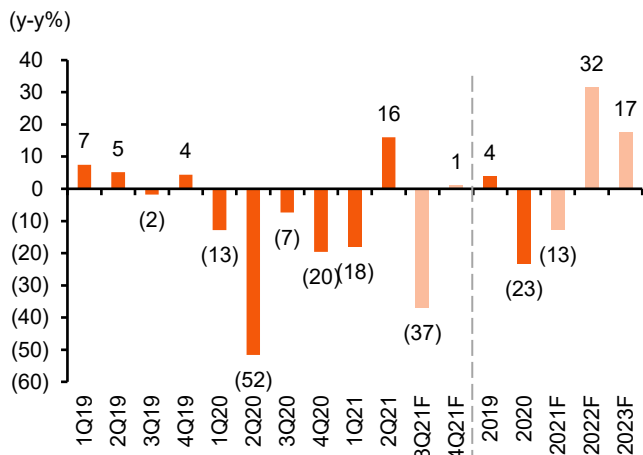
COMPANY INFORMATION

Price as of 10-Sep-21 (Bt)	52.00
Market Cap (US\$ m)	1,465.8
Listed Shares (m shares)	920.9
Free Float (%)	45.1
Avg Daily Turnover (US\$ m)	4.7
12M Price H/L (Bt)	59.00/43.75
Sector	FOOD
Major Shareholder	Group of Thirakomen 70.4%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

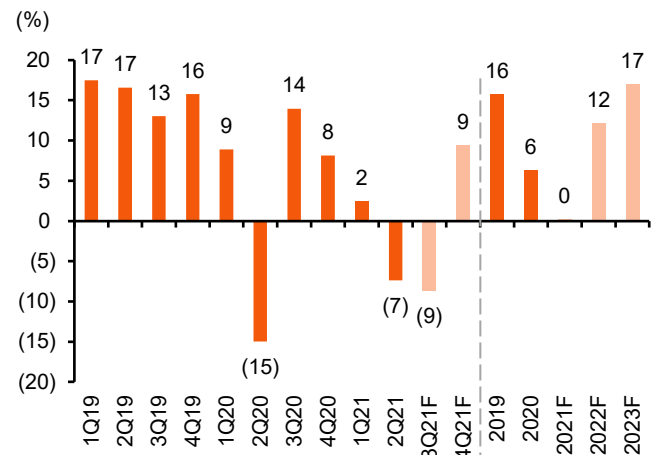
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

Ex 1: Sales Momentum



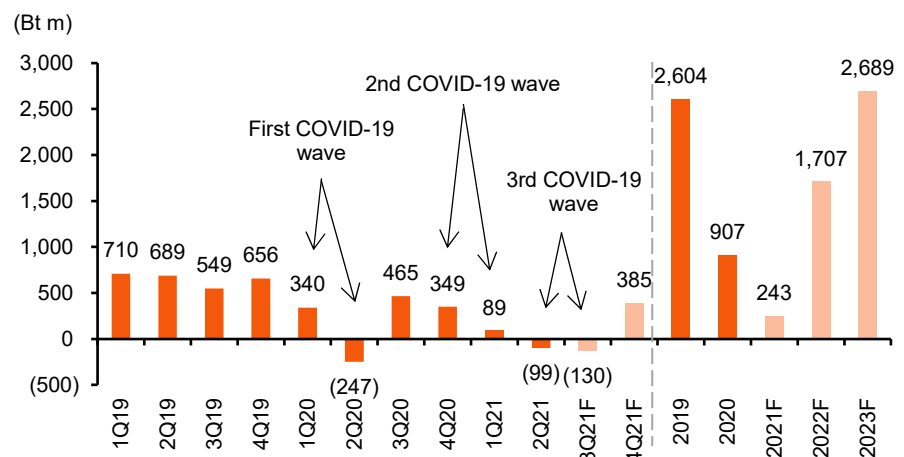
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: EBIT Margin



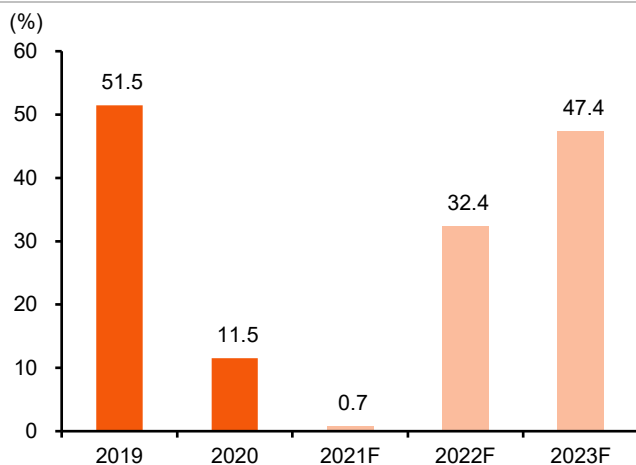
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: A Full-Scale Turnaround Year In 2023F



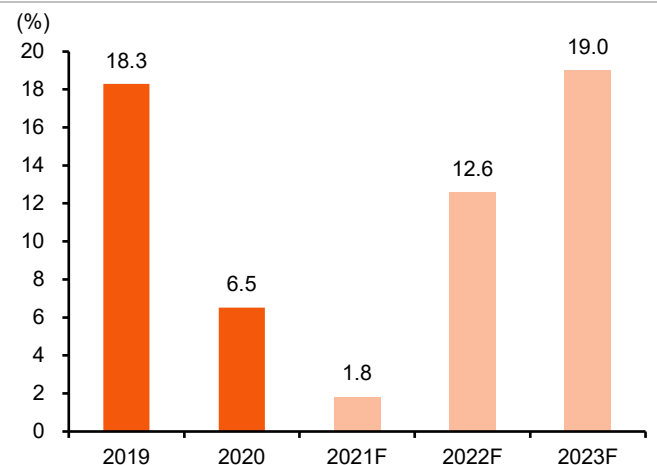
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: A Decent ROIC Company In Normal Year....

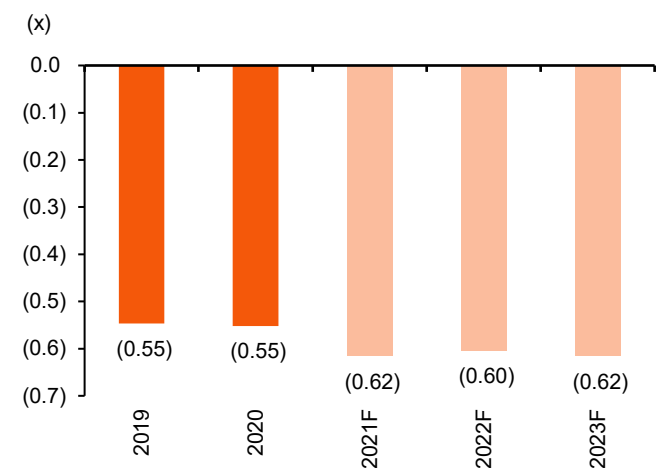


Sources: Company data, Thanachart estimates

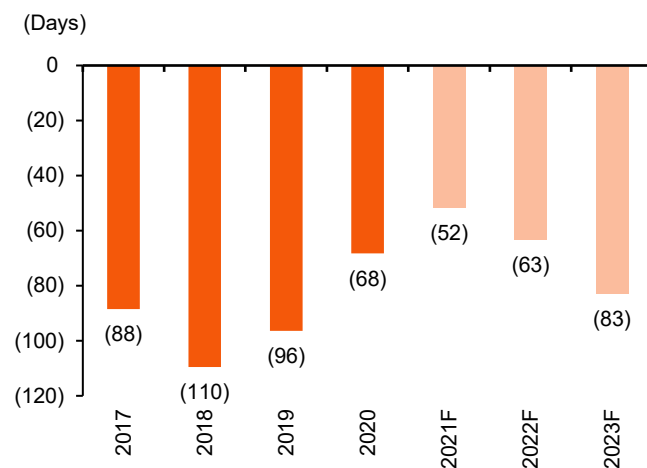
Ex 5: ... And ROE



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Net Cash Remained Negative Even In COVID Years

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: Negative Cash Cycle

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: Our Assumptions

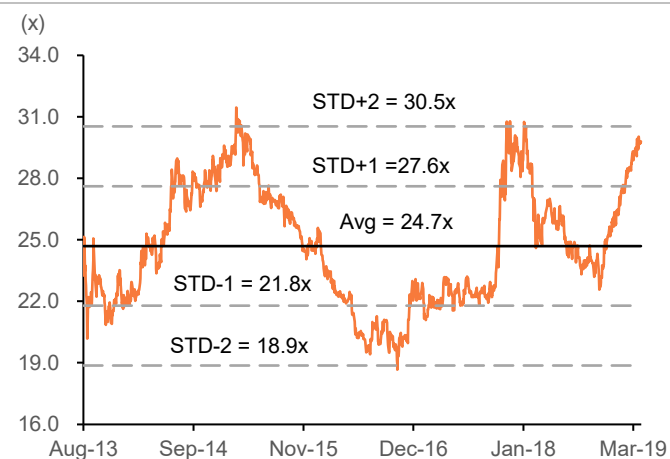
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Same-store-sales growth (%)	(2)	(28)	(11)	25	14
Number of outlets	706	722	711	760	790
Implied sales growth from new outlets (%)	6	5	(2)	7	3
Total sales growth (%)	4	(23)	(13)	32	17
Gross margin (%)	69	66	64	66	67
Sg&A to sales (%)	53	59	64	54	50

Sources: Company data, Thanachart estimates

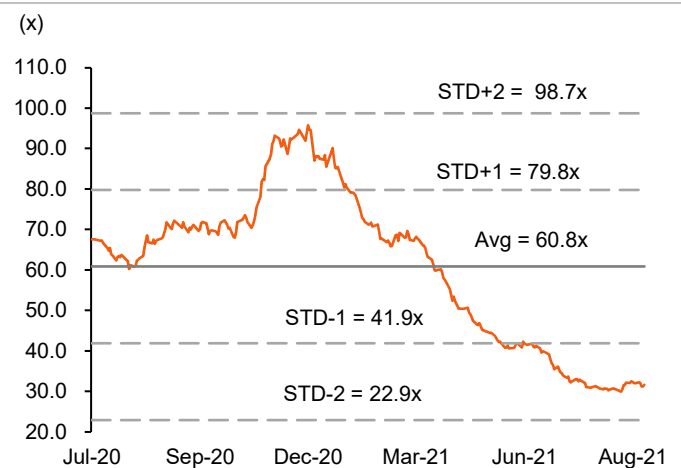
Ex 9: Earnings Revisions

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Sales-store-sales growth (%)					
New	(2)	(28)	(11.00)	25.00	14.0
Old			(1.0)	18.0	15.0
Change (pp)			(10.0)	7.0	(1.0)
Number of outlets					
New	706	722	711	760	790
Old			740	764	790
Change (%)			(29)	(4)	0
Revenues (Bt m)					
New	17,409	13,361	11,659	15,337	18,010
Old			12,860	15,694	18,385
Change (%)			(9.3)	(2.3)	(2.0)
Gross Margin (%)					
New	68.5	65.7	64.3	66.1	67.4
Old			65.2	66.1	66.8
Change (pp)			(0.9)	(0.0)	0.6
SG&A to sales (%)					
New	52.7	59.5	64.1	54.0	50.5
Old			61.7	53.7	50.2
Change (pp)			2.4	0.3	0.2
Normalized profit (Bt m)					
New	2,604	907	243	1,707	2,689
Old			529	1,788	2,687
Change (%)			(54.0)	(4.5)	0.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: Pre-COVID PE

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 11: PE During COVID

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 12: M's Share Price



Source: Bloomberg

Ex 13: 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	2,577	3,774	4,042	4,249	4,683	4,913	5,149	5,519	5,830	6,123	6,433	—
Free cash flow	2,272	3,425	3,172	3,729	3,944	4,201	4,478	4,914	5,182	5,472	5,751	71,606
PV of free cash flow	2,265	2,873	2,436	2,623	2,483	2,411	2,343	2,343	2,253	2,169	1,976	24,607
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.9											
WACC (%)	9.2											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	50,783											
Net debt (2020)	(7,642)											
Minority interest	324											
Equity value	58,101											
# of shares (m)	921											
Equity value/share (Bt)	63											

Sources: Company data, Thanachart estimates

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

Valuation Comparison

Ex 14: 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 (%)
Max's Group Inc	MAXS PM	Philippines	na	(28.3)	11.8	16.4	1.0	0.9	13.2	9.3	1.9	1.8
Jollibee Foods Corp	JFC PM	Philippines	na	80.8	67.0	37.1	3.0	3.6	13.8	10.8	0.7	0.9
Kura Corp	2695 JP	Japan	na	59.9	43.7	27.2	3.4	3.0	15.1	11.4	0.6	0.7
Toridoll.corp	3397 JP	Japan	na	54.6	64.1	41.5	5.0	4.6	11.5	10.4	0.3	0.3
Hiday Hidaka Corp	7611 JP	Japan	na	(58.9)	65.7	159.9	na	na	na	na	1.4	1.4
Yoshinoya Holdings	9861 JP	Japan	na	(44.8)	48.2	87.3	3.3	3.1	16.8	14.6	0.0	0.9
Cafe de Coral Holdings	341 HK	Hong Kong	(3.8)	27.0	22.7	17.9	2.5	2.4	11.3	9.6	2.6	3.6
Zen Corporation Group	ZEN TB	Thailand	64.3	na	na	23.8	3.1	2.8	11.2	6.9	0.6	2.0
Central Plaza Hotel*	CENTEL TB	Thailand	na	na	na	138.7	5.1	4.9	25.6	14.6	0.0	0.1
Minor International*	MINT TB	Thailand	na	na	na	na	2.8	2.8	43.1	13.4	0.0	0.0
MK Restaurants Group*	M TB	Thailand	(73.2)	602.1	197.0	28.1	3.6	3.4	20.5	10.6	0.5	3.6
Average			(4.2)	86.6	65.0	57.8	3.3	3.2	18.2	11.2	0.8	1.4

Source: Bloomberg

Note: *Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 10-Sep-2021 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท เอ็มเค เรสโตรองต์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) (M) เป็นเครือข่ายร้านอาหารอันดับ 1 ในประเทศไทย และก่อตั้งมาแล้ว 27 ปี เครือร้านอาหารภายใต้แบรนด์ “เอ็มเค สุกี้” ก่อตั้งขึ้นในปี 1986 และปัจจุบันมีส่วนแบ่งตลาดอาหารสุกี้และชาบู 52% เป็นอันดับ 1 ของประเทศไทย มีสาขามากกว่า 476 แห่งทั่วประเทศ นอกจากนี้ M ยังดำเนินกิจการแฟรนไชส์ร้านอาหารญี่ปุ่น “ยาโยอิ” ในประเทศไทยอีกด้วย สำหรับการขยายธุรกิจไปยังต่างประเทศ M ได้จัดตั้งบริษัทร่วมทุนกับ Plenus Co., Ltd. (บริษัทสัญชาติญี่ปุ่น) เพื่อเปิดร้านยาโยอิและเอ็มเค สุกี้ ในสิงคโปร์ M ยังมีธุรกิจแฟรนไชส์ให้กับเอ็มเค สุกี้ ในญี่ปุ่น เวียดนาม และอินโดนีเซีย

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

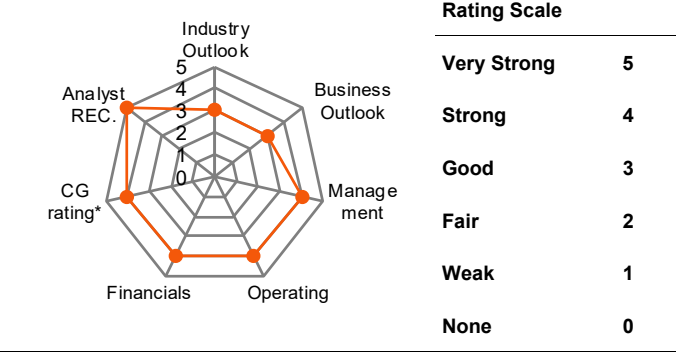
S — Strength

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

O — Opportunity

- การเติบโตของความต้องการในต่างจังหวัด
- วิถีชีวิตการรับประทานอาหารนอกบ้านเพิ่มขึ้น

COMPANY RATING



W — Weakness

- เศรษฐกิจที่ซบเซาทำให้ความต้องการรับประทานอาหารนอกบ้านน้อยลง
- การขยายสาขาเชิงรุกอาจทำให้ขาดแคลนพนักงานหรือแรงงานที่มีคุณภาพ
- พึ่งพิงการขยายตัวของผู้ประกอบการค้าปลีก

T — Threat

- การแข่งขันเพิ่มขึ้นจากแบรนด์ใหม่และแฟรนไชส์จากในประเทศและต่างประเทศ

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	56.64	63.00	11%
Net profit 21F (Bt m)	340	243	-29%
Net profit 22F (Bt m)	1,690	1,707	1%
Consensus REC	BUY: 6	HOLD: 3	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2021F ของเรต่ำกว่าของตลาด 29% เนื่องจากเรา รวมผลลบอย่างมากจากการระบาดของโควิด-19 ระลอกใหม่
- แต่อย่างไรก็ตาม ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่า 11% เนื่องจากเราคาดว่าแนวโน้มธุรกิจ M จะดีขึ้นในระยะยาว

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ถ้าผู้ประกอบการค้าปลีกเติบโตช้ากว่าที่เราคาดไว้ เนื่องจากสถานการณ์เศรษฐกิจและการบริโภค นี้จะส่งผลกระทบต่อสมมติฐานของเราต่อแผนการขยายสาขาของ M
- ถ้าการใช้จ่ายของผู้คนเติบโตอ่อนแอกว่าที่เราคาด จะส่งผลกระทบต่อสมมติฐานการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	17,409	13,361	11,659	15,337	18,010
Cost of sales	5,483	4,577	4,160	5,202	5,872
Gross profit	11,926	8,784	7,499	10,135	12,138
% gross margin	68.5%	65.7%	64.3%	66.1%	67.4%
Selling & administration expenses	9,183	7,947	7,473	8,274	9,086
Operating profit	2,743	837	26	1,861	3,052
% operating margin	15.8%	6.3%	0.2%	12.1%	16.9%
Depreciation & amortization	777	2,137	1,901	1,830	1,728
EBITDA	3,520	2,974	1,927	3,691	4,780
% EBITDA margin	20.2%	22.3%	16.5%	24.1%	26.5%
Non-operating income	462	294	285	288	333
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(1)	(73)	(58)	(6)	(4)
Pre-tax profit	3,205	1,058	253	2,142	3,380
Income tax	553	140	(6)	386	608
After-tax profit	2,651	918	258	1,757	2,772
% net margin	15.2%	6.9%	2.2%	11.5%	15.4%
Shares in affiliates' Earnings	(41)	(6)	(20)	(20)	(20)
Minority interests	(7)	(4)	5	(30)	(62)
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	2,604	907	243	1,707	2,689
Normalized profit	2,604	907	243	1,707	2,689
EPS (Bt)	2.8	1.0	0.3	1.9	2.9
Normalized EPS (Bt)	2.8	1.0	0.3	1.9	2.9

We assume M's earnings
to recover from 4Q21F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	8,740	8,310	8,877	9,356	9,851
Cash & cash equivalent	8,033	7,663	8,354	8,654	9,154
Account receivables	158	110	101	129	154
Inventories	358	418	319	437	384
Others	191	119	104	136	160
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	3,769	3,254	2,700	2,483	2,261
Other assets	5,432	8,790	7,827	8,144	8,205
Total assets	17,942	20,353	19,404	19,983	20,317
LIABILITIES:					
Current liabilities:	2,467	2,845	2,345	2,591	2,804
Account payables	1,855	1,312	946	1,382	1,770
Bank overdraft & ST loans	0	0	0	0	0
Current LT debt	36	21	32	27	19
Others current liabilities	575	1,512	1,367	1,182	1,016
Total LT debt	0	0	0	0	0
Others LT liabilities	848	3,661	3,555	3,127	2,694
Total liabilities	3,315	6,506	5,900	5,718	5,498
Minority interest	320	324	320	349	411
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	2,818	3,550	4,041
Shareholders' equity	14,306	13,523	13,184	13,916	14,407
Liabilities & equity	17,942	20,353	19,404	19,983	20,317

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	253	2,142	3,380
Tax paid	(564)	(273)	17	(356)	(564)
Depreciation & amortization	777	2,137	1,901	1,830	1,728
Chg In working capital	(178)	(555)	(258)	290	416
Chg In other CA & CL / minorities	485	1,209	(162)	(267)	(254)
Cash flow from operations	3,725	3,575	1,751	3,639	4,706
Capex	(808)	(242)	(200)	(500)	(500)
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	510	(1,758)	(1,400)
Cash flow from investments	(3,022)	(2,239)	(490)	(2,358)	(2,000)
Debt financing	(8)	(15)	11	(6)	(7)
Capital increase	0	0	(0)	0	0
Dividends paid	(2,394)	(1,658)	(582)	(975)	(2,198)
Warrants & other surplus	(79)	(33)	0	0	0
Cash flow from financing	(2,481)	(1,706)	(571)	(981)	(2,206)
Free cash flow	2,916	3,334	1,551	3,139	4,206

No significant capex requirements

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	18.4	52.8	197.0	28.1	17.8
Normalized PE - at target price (x)	22.3	63.9	238.6	34.0	21.6
PE (x)	18.4	52.8	197.0	28.1	17.8
PE - at target price (x)	22.3	63.9	238.6	34.0	21.6
EV/EBITDA (x)	11.3	13.5	20.5	10.6	8.1
EV/EBITDA - at target price (x)	14.2	16.9	25.8	13.4	10.2
P/BV (x)	3.3	3.5	3.6	3.4	3.3
P/BV - at target price (x)	4.1	4.3	4.4	4.2	4.0
P/CFO (x)	12.9	13.4	27.4	13.2	10.2
Price/sales (x)	2.8	3.6	4.1	3.1	2.7
Dividend yield (%)	5.0	1.9	0.5	3.6	5.6
FCF Yield (%)	6.1	7.0	3.2	6.6	8.8
(Bt)					
Normalized EPS	2.8	1.0	0.3	1.9	2.9
EPS	2.8	1.0	0.3	1.9	2.9
DPS	2.6	1.0	0.3	1.9	2.9
BV/share	15.5	14.7	14.3	15.1	15.6
CFO/share	4.0	3.9	1.9	4.0	5.1
FCF/share	3.2	3.6	1.7	3.4	4.6

Sources: Company data, Thanachart estimates

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

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	3.8	(23.3)	(12.7)	31.5	17.4
Net profit (%)	1.2	(65.1)	(73.2)	602.1	57.5
EPS (%)	1.2	(65.1)	(73.2)	602.1	57.5
Normalized profit (%)	(2.7)	(65.1)	(73.2)	602.1	57.5
Normalized EPS (%)	(2.7)	(65.1)	(73.2)	602.1	57.5
Dividend payout ratio (%)	92.0	101.5	100.0	100.0	100.0
Operating performance					
Gross margin (%)	68.5	65.7	64.3	66.1	67.4
Operating margin (%)	15.8	6.3	0.2	12.1	16.9
EBITDA margin (%)	20.2	22.3	16.5	24.1	26.5
Net margin (%)	15.2	6.9	2.2	11.5	15.4
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	0.4	289.2	na
Interest coverage - EBITDA (x)	na	40.6	33.2	na	na
ROA - using norm profit (%)	14.8	4.7	1.2	8.7	13.3
ROE - using norm profit (%)	18.3	6.5	1.8	12.6	19.0
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	18.6	6.6	1.9	13.0	19.6
- asset turnover (x)	1.0	0.7	0.6	0.8	0.9
- operating margin (%)	18.4	8.5	2.7	14.0	18.8
- leverage (x)	1.2	1.4	1.5	1.5	1.4
- interest burden (%)	100.0	93.5	81.3	99.7	99.9
- tax burden (%)	82.7	86.8	102.2	82.0	82.0
WACC (%)	9.2	9.2	9.2	9.2	9.2
ROIC (%)	51.5	11.5	0.4	31.4	47.3
NOPAT (Bt m)	2,270	726	26	1,526	2,503
invested capital (Bt m)	6,310	5,881	4,863	5,289	5,273

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 101 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ADVA16C2110A, AMAT16C2112A, AOT16C2109A, AOT16C2112A, BAM16C2110A, BAM16C2112A, BANP16C2109A, BANP16C2110A, BANP16C2112A, BCH16C2109A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCPG16C2111A, BDMS16C2109A, BGRI16C2110A, BGRI16C2112A, BH16C2109A, CBG16C2109A, CBG16C2109B, CBG16C2201A, CHG16C2111A, CHG16C2112A, COM716C2110A, COM716C2112A, CPAL16C2109A, CPAL16C2111A, CPAL16C2112A, CPF16C2112A, CPN16C2109A, DELT16C2109A, DELT16C2112A, DOHO16C2111A, DOHO16C2112A, DTAC16C2112A, EA16C2110A, EGCO16C2110A, EPG16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2110A, GPSC16C2201A, GULF16C2112A, GUNK16C2110A, GUNK16C2112A, GUNK16C2201A, HANA16C2112A, IRPC16C2110A, IRPC16C2112A, IVL16C2109A, IVL16C2110A, IVL16C2111A, JMART16C2111A, JMT16C2110A, JMT16C2112A, KBAN16C2109A, KBAN16C2111A, KBAN16C2112A, KCE16C2109A, KCE16C2110A, KCE16C2201A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, KTC16C2112A, MEGA16C2112A, MINT16C2109A, MINT16C2112A, MTC16C2109A, MTC16C2112A, OR16C2109A, OR16C2112A, PRM16C2109A, PTG16C2109A, PTT16C2109A, PTT16C2112A, PTTE16C2112A, PTTG16C2110A, PTTG16C2111A, RBF16C2110A, RBF16C2112A, RS16C2109A, RS16C2112A, S5016C2109A, S5016C2109B, S5016C2109C, S5016C2109D, S5016C2112A, S5016P2109A, S5016P2109B, S5016P2112A, S5016P2112B, SAWA16C2112A, SCB16C2111A, SCB16C2112A, SCC16C2112A, SCGP16C2109A, STA16C2112A, STEC16C2110A, STGT16C2111A, TASC16C2109A, TOP16C2112A, TU16C2110A, TU16C2111A (underlying securities are ACE, ADVANC, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BCH, BCPG, BDMS, BGRI, 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, TASC, TOP, TU). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทุนธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้นบริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัท ทุนธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ 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)

บริษัท ทุนธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง 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 ทุนธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีการรวมร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการรวมร่วมกันได้แก่ นางอัครวิณี ไตลังคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทย่อยไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ “หุ้นกู้ บริษัท สหกลีปิเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สหกลีปิเมนท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทย่อยไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566” ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย พิมพ์ผกา นิजारุน, 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 ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์ Tel: 662-483-8296 nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th
อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติ่นเรือ พัทธดนย์ บุญนาค Tel: 662-483-8298 pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ตียะพิทยารัตน์ Tel: 662-779-9109 phannarai.von@thanachartsec.co.th	ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเท่ง รดา ลิ้มสุทธวิวัฒน์ภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th
ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน สรัชดา ศรีทรง 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 ผู้พัฒนาหลักทรัพย์, CFA Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลลี 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, แพล ลาภินี ทิพย์มณฑล Tel: 662-779-9115 lapinee.dib@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล Tel: 662-779-9108 monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุลชล Tel: 662-779-9118 kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ Tel: 662-779-9114 varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัตร Tel: 662-779-9117 sunet.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปรางค์ 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