Thanachart Securities

Small Cap Research

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 68.00 (From: Bt 63.00)

Upside : 27.1%

3 NOVEMBER 2021

MK Restaurant Group (M TB)

ฟื้นตัวเร็ว

เราชอบ M เนื่องจากพลิกฟื้นอย่างรวดเร็วหลังคลายล็อกดาวน์ ปัจจุบันยอดขายกลับมาอยู่ที่ 75% ของระดับก่อนเกิดโควิด-19 ในปี 2019 ทั้งที่ยังคงมีข้อจำกัดในการรับประทานในร้านอยู่บ้าง ราคาหุ้นยังคงต่ำกว่าระดับเฉลี่ยปี 2019 อยู่ 26% เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมาย 68 บาท

PATTADOL BUNNAK

662 – 483 8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

คงคำแนะนำ “ซื้อ”

เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” M เนื่องจาก 1) เรามองว่า M เป็นหุ้นที่ฟื้นตัวอย่างรวดเร็ว และยอดขายในเดือนต.ค.กลับมาอยู่ที่ 75% ของระดับปี 2019 ทั้งที่ยังคงมีข้อจำกัดในการรับประทานอาหารในร้านอยู่บ้าง 2) เราคาดว่าจะมีการผ่อนคลายข้อจำกัดไปอีกในเดือนธ.ค. เป็นนั่งรับประทานในร้าน 75% จากปัจจุบันที่ 50% และคาดว่ากำไรจะแข็งแกร่งใน 4Q21F 3) การกลับมาเปิดประเทศในช่วงต้นเดือนพ.ย. (คาดว่าจะทยอยเห็นผล) น่าจะทยอยส่งผลบวกต่อบริษัทย่อย - แหลมเจริญซีฟู้ด ซึ่ง 50% ของยอดขายมาจากนักท่องเที่ยวต่างชาติ 4) จากฐานกำไรที่ต่ำเพียง 60 ลบ. ในปีนี้ เราคาดว่ากำไรจะฟื้นตัวแข็งแกร่งเป็น 2.8 พันลบ. ในปี 2023F ซึ่งสูงกว่าระดับก่อนเกิดโควิด-19 ราว 10% จากผลของ operating leverage ที่สูง เราปรับลดกำไรปี 2021F ลงเหลือ 60 ลบ. (จาก 240 ลบ.) เนื่องจากโควิด แต่ปรับเพิ่มกำไรขึ้น 6% ต่อปี ในปี 2022-23F จากการฟื้นตัวที่เร็วกว่าคาด ราคาเป้าหมายของเราถูกปรับขึ้นเป็น 68 บาท (จาก 63 บาท) เรามองว่า M ไม่แพงที่ 17 เท่า PE ในปีที่ฟื้นตัวเต็มที่ในปี 2023F เทียบกับระดับเฉลี่ยในอดีตที่ 25 เท่า นับตั้งแต่จดทะเบียน

กำไรแกว่งตัวขึ้นอย่างมากใน 4Q21F

เราคาดว่า M จะขาดทุน 350 ลบ. ใน 3Q21F เทียบกับขาดทุน 100 ลบ. ใน 2Q21 การติดเชื้อโควิดใน 3Q21 รุนแรงกว่าใน 2Q21 มาก ร้านอาหาร 700 แห่งของบริษัทฯ ส่วนใหญ่ปิดให้บริการในเดือนก.ค. และเดือนส.ค. โดยอนุญาตให้สั่งอาหารทางออนไลน์ได้เท่านั้น ปัจจุบันมาตรการล็อกดาวน์ได้จบลง และด้วยการผ่อนคลายข้อจำกัดในการรับประทานอาหารในร้าน เราจึงคาดว่า 4Q21 ของ M จะแกว่งตัวขึ้นอย่างมากเป็นมีกำไร 420 ลบ. เพิ่มขึ้น 22% y-y และเพิ่มขึ้นจากขาดทุนใน 3Q21F

เร่งเปิดสาขาใหม่

M มองข้ามวิกฤต และใช้โอกาสในช่วงที่ร้านอาหารจำนวนมากเลิกกิจการและเครือข่ายร้านอาหารอื่นยังไม่ขยายตัวในการได้รับส่วนแบ่งตลาดเพิ่มขึ้น โดย M ซึ่งเป็นเครือข่ายร้านอาหารที่ใหญ่ที่สุดในประเทศไทย มีแผนที่จะเปิดสาขาใหม่ 18 สาขา ใน 4Q21 (เทียบกับ 38/8 สาขา ในปี 2019-20) และ 27 สาขา ในปี 2022F M มีข้อได้เปรียบจากการอยู่ในสถานะเป็นเงินสดสุทธิที่ 7 พันลบ. ใน 2Q21

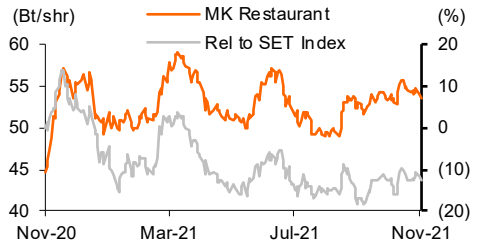
ได้ประโยชน์จาก operating leverage สูง

M เป็นบริษัทที่มี operating leverage สูง ซึ่งมีต้นทุนการดำเนินงานคงที่สูง อัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายอยู่ที่ 53% ในปี 2019 และเราคาดว่าจะอยู่ที่ 65% ในปี 2021F M ทำกำไรได้ 60 พันลบ. ในปี 2019 และเราคาดว่าจะมีกำไรเพียง 60 ลบ. ในปี 2021F และเมื่อฟื้นตัว เราคาดว่า M จะมีกำไร 1.8 พันลบ. ในปี 2022F และ 2.8 พันลบ. ในปี 2023F ซึ่งสูงกว่าปี 2019 ราว 10% การฟื้นตัวได้แรงหนุนจากสมมติฐานยอดขายของเราที่คาดว่าจะเติบโต 39/19% ในปี 2022-23F และ EBIT margin ที่ 12.4/17.0% (จาก -1.3% ในปี 2021F)

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	13,361	11,467	15,987	19,046
Net profit	907	60	1,811	2,854
Consensus NP	—	35	1,698	2,355
Diff frm cons (%)	—	*69.4*	*6.7*	*21.2*
Norm profit	907	60	1,811	2,854
Prev. Norm profit	—	243	1,707	2,689
Chg frm prev (%)	—	*(75.3)*	*6.1*	*6.1*
Norm EPS (Bt)	1.0	0.1	2.0	3.1
Norm EPS grw (%)	(65.1)	(93.4)	2,915.6	57.5
Norm PE (x)	54.3	820.2	27.2	17.3
EV/EBITDA (x)	14.0	23.4	10.7	8.1
P/BV (x)	3.6	3.8	3.5	3.4
Div yield (%)	1.9	0.1	3.7	5.8
ROE (%)	6.5	0.5	13.4	20.1
Net D/E (%)	(55.2)	(61.8)	(59.7)	(60.5)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

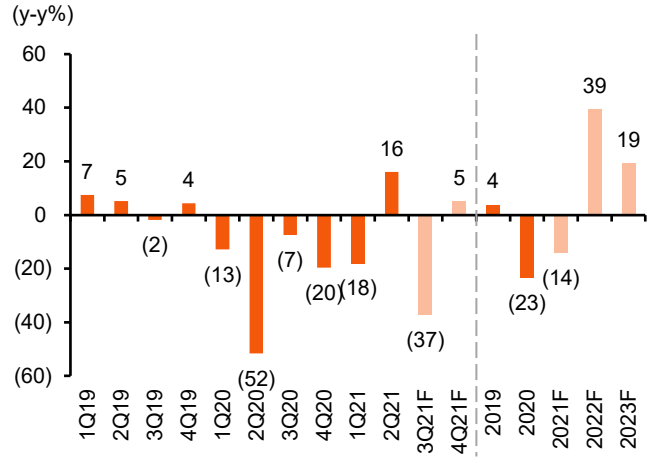
Price *as of* 3-Nov-21 (Bt)	53.50
Market Cap (US$ m)	1,478.8
Listed Shares (m shares)	920.9
Free Float (%)	45.1
Avg Daily Turnover (US$ m)	4.7
12M Price H/L (Bt)	59.00/44.75
Sector	FOOD
Major Shareholder	Group of Thirakomen 70.4%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

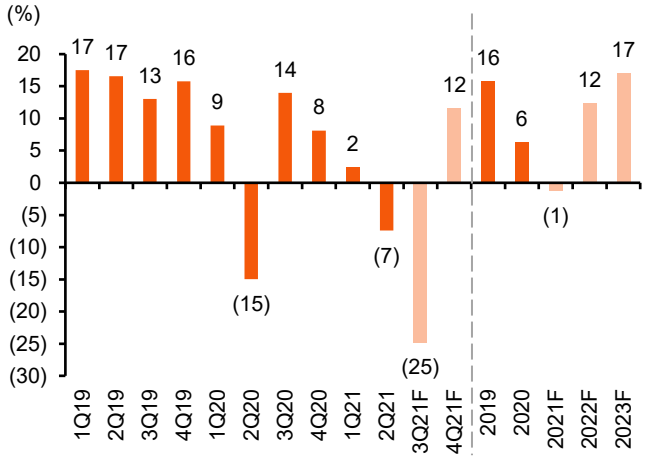
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด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

Ex 1: Sales Momentum



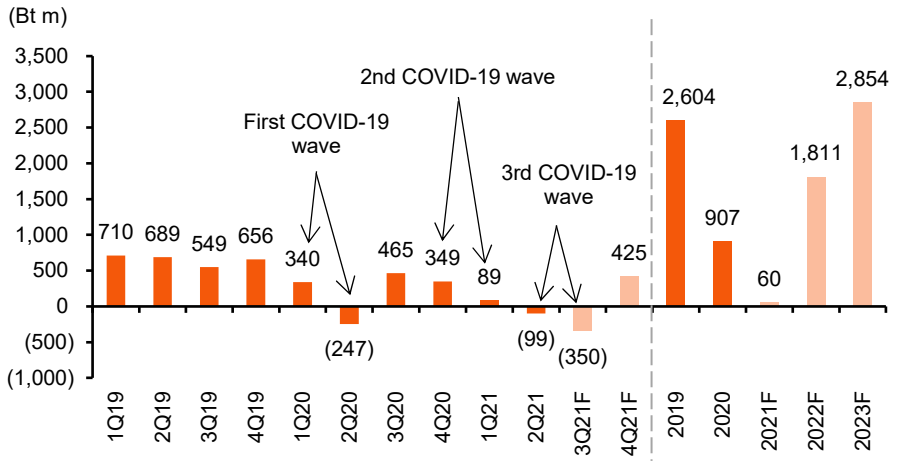
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: EBIT Margin Trend



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Earnings Recovery



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Our Key Assumptions

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Same-store-sales growth (%)	(2)	(28)	(14)	35	15
Number of outlets	706	722	720	750	780
Implied sales growth from new outlets (%)	6	5	(0)	4	4
Total sales growth (%)	4	(23)	(14)	39	19
Gross margin (%)	69	66	63	66	67
Sg&A to sales (%)	53	59	65	54	50

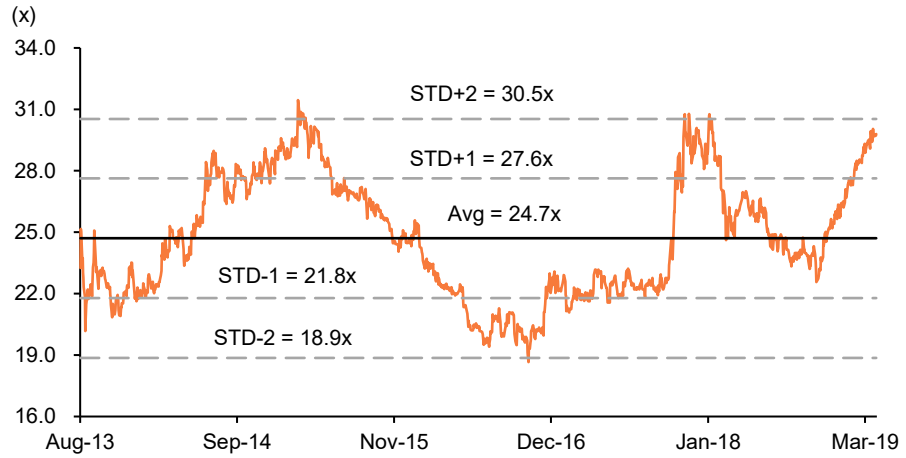
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Earnings Adjustments

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Sales-store sales (% growth)					
New	(2)	(28)	(14.0)	35.0	15.0
Old			(11.0)	30.0	14.0
Change (pp)			*(3.0)*	*5.0*	*1.0*
Outlets					
New	706	722	720	750	780
Old			711	739	772
Change			*9*	*11*	*8*
Revenues (Bt m)					
New	17,409	13,361	11,467	15,987	19,046
Old			11,659	15,337	18,010
Change (%)			*(1.6)*	*4.2*	*5.8*
Gross margin (%)					
New	68.5	65.7	63.4	66.0	67.5
Old			64.3	66.1	67.4
Change (pp)			*(0.9)*	*(0.1)*	*0.1*
SG&A to sales (%)					
New	52.7	59.5	64.7	53.6	50.5
Old			64.1	54.0	50.5
Change (pp)			*0.6*	*(0.3)*	*0.0*
Normalized profits (Bt m)					
New	2,604	907	60	1,811	2,854
Old			243	1,707	2,689
Change (%)			*(75.3)*	*6.1*	*6.1*

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Pre-COVID PE



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 7: 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	2,697	3,963	4,261	4,500	4,982	5,252	5,529	5,955	6,318	6,665	7,033	—
Free cash flow	2,410	3,627	3,366	3,973	4,226	4,515	4,835	5,322	5,638	5,979	6,311	78,572
PV of free cash flow	2,403	3,042	2,585	2,795	2,661	2,592	2,529	2,538	2,451	2,370	2,169	27,001

Risk-free rate (%)	2.5
Market risk premium (%)	8.0
Beta	0.9
WACC (%)	9.2
Terminal growth (%)	2.0
Enterprise value - add investments	55,135
Net debt (2021F)	(7,642)
Minority interest	324
Equity value	62,453
# of shares (m)	921
Equity value/share (Bt)	**68**

Sources: Company data, Thanachart estimates

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

Valuation Comparison

Ex 8: Valuation Comparison With Regional Peers

			EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div. yield	
Name	**BBG code**	**Country**	**21F**	**22F**	**21F**	**22F**	**21F**	**22F**	**21F**	**22F**	**21F**	**22F**
			(%)	**(%)**	**(x)**	**(x)**	**(x)**	**(x)**	**(x)**	**(x)**	**(%)**	**(%)**
Max's Group Inc	MAXS PM	Philippines	na	(28.3)	12.9	18.0	1.1	1.0	13.9	9.8	1.8	1.6
Jollibee Foods Corp	JFC PM	Philippines	na	78.1	74.2	41.7	4.5	4.2	14.0	11.3	0.6	0.9
Kura Corp	2695 JP	Japan	na	231.8	100.8	30.4	3.2	2.9	48.1	13.2	0.5	0.7
Toridoll.corp	3397 JP	Japan	na	33.1	60.3	45.3	5.7	5.2	12.6	11.4	0.2	0.3
Hiday Hidaka Corp	7611 JP	Japan	na	(58.9)	62.4	151.9	na	na	na	na	1.5	1.5
Yoshinoya Holdings	9861 JP	Japan	na	(78.0)	30.0	136.2	3.2	3.1	17.3	15.4	0.0	0.9
Cafe de Coral Holdings	341 HK	Hong Kong	na	26.8	22.8	18.0	2.5	2.4	11.5	9.8	2.6	3.6
Zen Corporation Group	ZEN TB	Thailand	(14.3)	na	na	25.2	3.2	2.9	14.3	7.4	0.0	2.1
Central Plaza Hotel*	CENTEL TB	Thailand	na	na	na	na	2.8	2.8	42.2	18.8	0.0	0.0
Minor International*	MINT TB	Thailand	na	na	na	755.8	2.8	2.8	48.7	14.1	0.0	0.0
MK Restaurants Group*	M TB	Thailand	(93.4)	2,915.6	820.2	27.2	3.8	3.5	23.4	10.7	0.1	3.7
Average			**(53.9)**	**390.0**	**148.0**	**125.0**	**3.3**	**3.1**	**24.6**	**12.2**	**0.7**	**1.4**

Source: Bloomberg

Note: *Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 3-Nov-2021 closing prices

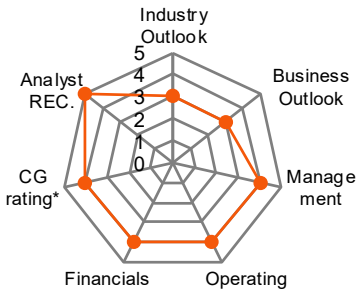
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

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

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)	59.61	68.00	14%
Net profit 21F (Bt m)	35	60	69%
Net profit 22F (Bt m)	1,698	1,811	7%
Consensus REC	**BUY: 8**	**HOLD: 2**	**SELL: 1**

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรปี 2021-22F และราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด เนื่องจากเรารวมผลกระทบน้อยลงจากการระบาดของโควิด-19 ล่าสุด

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ถ้าผู้ประกอบการค้าปลีกเติบโตช้ากว่าที่เราคาดไว้ เนื่องจากสถานการณ์เศรษฐกิจและการบริโภค นี้จะส่งผลกระทบเชิงลบต่อสมมติฐานของเราต่อแผนการขยายสาขาของ M
- ถ้าการใช้จ่ายของผู้คนเติบโตอ่อนแอกว่าที่เราคาด จะส่งผลกระทบต่อสมมติฐานการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	17,409	13,361	11,467	15,987	19,046
Cost of sales	5,483	4,577	4,197	5,438	6,197
Gross profit	**11,926**	**8,784**	**7,270**	**10,549**	**12,850**
% gross margin	68.5%	65.7%	63.4%	66.0%	67.5%
Selling & administration expenses	9,183	7,947	7,419	8,569	9,609
Operating profit	**2,743**	**837**	**(149)**	**1,980**	**3,241**
% operating margin	15.8%	6.3%	-1.3%	12.4%	17.0%
Depreciation & amortization	777	2,137	1,901	1,830	1,728
EBITDA	**3,520**	**2,974**	**1,752**	**3,810**	**4,969**
% EBITDA margin	20.2%	22.3%	15.3%	23.8%	26.1%
Non-operating income	462	294	281	298	349
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(1)	(73)	(58)	(7)	(5)
Pre-tax profit	**3,205**	**1,058**	**74**	**2,271**	**3,585**
Income tax	553	140	(2)	409	645
After-tax profit	**2,651**	**918**	**75**	**1,862**	**2,939**
% net margin	15.2%	6.9%	0.7%	11.7%	15.4%
Shares in affiliates' Earnings	(41)	(6)	(20)	(20)	(20)
Minority interests	(7)	(4)	5	(31)	(66)
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	**2,604**	**907**	**60**	**1,811**	**2,854**
Normalized profit	**2,604**	**907**	**60**	**1,811**	**2,854**
EPS (Bt)	2.8	1.0	0.1	2.0	3.1
Normalized EPS (Bt)	2.8	1.0	0.1	2.0	3.1

We assume M's earnings recover from 4Q21F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	8,740	8,310	8,877	9,388	9,890
Cash & cash equivalent	8,033	7,663	8,354	8,654	9,154
Account receivables	158	110	99	135	163
Inventories	358	418	322	457	405
Others	191	119	102	142	169
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	7,757	8,379	8,580
Total assets	**17,942**	**20,353**	**19,334**	**20,250**	**20,731**
LIABILITIES:					
Current liabilities:	2,467	2,845	2,382	2,750	3,046
Account payables	1,855	1,312	954	1,445	1,867
Bank overdraft & ST loans	0	0	0	0	0
Current LT debt	36	21	67	104	132
Others current liabilities	575	1,512	1,361	1,202	1,047
Total LT debt	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Others LT liabilities	848	3,661	3,539	3,180	2,779
Total liabilities	**3,315**	**6,506**	**5,922**	**5,931**	**5,825**
Minority interest	320	324	320	351	417
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**	**2,726**	**3,602**	**4,123**
Shareholders' equity	14,306	13,523	13,093	13,968	14,489
Liabilities & equity	**17,942**	**20,353**	**19,334**	**20,250**	**20,731**

A net-cash company

Sources: Company data, Thanachart estimates

No significant capex requirements

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	3,205	1,058	74	2,271	3,585
Tax paid	(564)	(273)	10	(369)	(596)
Depreciation & amortization	777	2,137	1,901	1,830	1,728
Chg In w orking capital	(178)	(555)	(251)	320	447
Chg In other CA & CL / minorities	485	1,209	(163)	(260)	(251)
Cash flow from operations	**3,725**	**3,575**	**1,571**	**3,793**	**4,912**
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	564	(1,994)	(1,508)
Cash flow from investments	**(3,022)**	**(2,239)**	**(436)**	**(2,594)**	**(2,108)**
Debt financing	(8)	(15)	46	36	28
Capital increase	0	0	(0)	0	0
Dividends paid	(2,394)	(1,658)	(490)	(936)	(2,332)
Warrants & other surplus	(79)	(33)	0	0	0
Cash flow from financing	**(2,481)**	**(1,706)**	**(444)**	**(899)**	**(2,304)**
Free cash flow	**2,916**	**3,334**	**1,371**	**3,293**	**4,412**

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

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	18.9	54.3	820.2	27.2	17.3
Normalized PE - at target price (x)	24.1	69.0	1,042.5	34.6	21.9
PE (x)	18.9	54.3	820.2	27.2	17.3
PE - at target price (x)	24.1	69.0	1,042.5	34.6	21.9
EV/EBITDA (x)	11.7	14.0	23.4	10.7	8.1
EV/EBITDA - at target price (x)	15.5	18.5	31.0	14.2	10.8
P/BV (x)	3.4	3.6	3.8	3.5	3.4
P/BV - at target price (x)	4.4	4.6	4.8	4.5	4.3
P/CFO (x)	13.2	13.8	31.4	13.0	10.0
Price/sales (x)	2.8	3.7	4.3	3.1	2.6
Dividend yield (%)	4.9	1.9	0.1	3.7	5.8
FCF Yield (%)	5.9	6.8	2.8	6.7	9.0
(Bt)					
Normalized EPS	2.8	1.0	0.1	2.0	3.1
EPS	2.8	1.0	0.1	2.0	3.1
DPS	2.6	1.0	0.1	2.0	3.1
BV/share	15.5	14.7	14.2	15.2	15.7
CFO/share	4.0	3.9	1.7	4.1	5.3
FCF/share	3.2	3.6	1.5	3.6	4.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

We assume an earnings recovery in 4Q21F, continuing into 2022F

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	3.8	(23.3)	(14.2)	39.4	19.1
Net profit (%)	1.2	(65.1)	(93.4)	2,915.6	57.5
EPS (%)	1.2	(65.1)	(93.4)	2,915.6	57.5
Normalized profit (%)	(2.7)	(65.1)	(93.4)	2,915.6	57.5
Normalized EPS (%)	(2.7)	(65.1)	(93.4)	2,915.6	57.5
Dividend payout ratio (%)	92.0	101.5	100.0	100.0	100.0
Operating performance					
Gross margin (%)	68.5	65.7	63.4	66.0	67.5
Operating margin (%)	15.8	6.3	(1.3)	12.4	17.0
EBITDA margin (%)	20.2	22.3	15.3	23.8	26.1
Net margin (%)	15.2	6.9	0.7	11.7	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	na	283.4	na
Interest coverage - EBITDA (x)	na	40.6	30.1	na	na
ROA - using norm profit (%)	14.8	4.7	0.3	9.2	13.9
ROE - using norm profit (%)	18.3	6.5	0.5	13.4	20.1
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	18.6	6.6	0.6	13.8	20.7
- asset turnover (x)	1.0	0.7	0.6	0.8	0.9
- operating margin (%)	18.4	8.5	1.2	14.3	18.8
- leverage (x)	1.2	1.4	1.5	1.5	1.4
- interest burden (%)	100.0	93.5	55.8	99.7	99.8
- 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	(2.6)	33.8	49.0
NOPAT (Bt m)	2,270	726	(152)	1,624	2,657
invested capital (Bt m)	6,310	5,881	4,806	5,418	5,468

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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 ธนชาต จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 138 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ACE16C2201A, ACE16C2202A, ADVA16C2110A, ADVA16C2201A, ADVA16C2202A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AMAT16C2112A, AOT16C2112A, AOT16C2202A, BAM16C2110A, BAM16C2112A, BANP16C2110A, BANP16C2112A, BANP16C2201A, BBL16C2201A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCH16C2201A, BCPG16C2111A, BEC16C2202A, BGRI16C2110A, BGRI16C2112A, CBG16C2201A, CBG16C2202A, CHG16C2111A, CHG16C2112A, CHG16C2202A, COM716C2110A, COM716C2112A, CPAL16C2111A, CPAL16C2112A, CPF16C2112A, CPN16C2202A, DELT16C2112A, DELT16C2202A, DOHO16C2111A, DOHO16C2112A, DOHO16C2202A, DTAC16C2112A, EA16C2110A, EA16C2201A, EGCO16C2110A, ESSO16C2202A, GLOB16C2201A, GPSC16C2110A, GPSC16C2201A, GPSC16C2201B, GULF16C2112A, GULF16C2202A, GUNK16C2110A, GUNK16C2112A, GUNK16C2201A, HANA16C2112A, HANA16C2202A, HMPR16C2202A, INTU16C2201A, INTU16C2202A, IRPC16C2110A, IRPC16C2112A, IVL16C2110A, IVL16C2111A, IVL16C2202A, JAS16C2202A, JMAR16C2111A, JMAR16C2201A, JMT16C2110A, JMT16C2201A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111B, KBAN16C2201A, KBAN16C2202A, KCE16C2110A, KCE16C2201A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, KTC16C2112A, KTC16C2202A, LH16C2202A, MAJO16C2201A, MEGA16C2112A, MINT16C2112A, MTC16C2112A, MTC16C2202A, OR16C2112A, OR16C2202A, PTG16C2201A, PTG16C2202A, PTL16C2201A, PTL16C2202A, PTL16C2202B, PTT16C2112A, PTT16C2201A, PTTE16C2112A, PTTG16C2110A, PTTG16C2111A, RBF16C2110A, RBF16C2112A, RBF16C2202A, RS16C2112A, RS16C2201A, S5016C2112A, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016C2112C, S5016P2112C, S5016P2112A, S5016P2112B, S5016C2203A, S5016P2203A, S5016C2112D, S5016P2112D, SAWA16C2112A, SAWA16C2202A, SCB16C2111A, SCB16C2112A, SCB16C2201A, SCB16C2202A, SCC16C2112A, SCGP16C2202A, SCGP16C2201A, SPAL16C2202A, SPRC16C2201A, STA16C2112A, STA16C2201A, STEC16C2110A, STEC16C2201A, STGT16C2111A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TASC16C2201A, TOP16C2112A, TOP16C2202A, TRUE16C2202A, TU16C2110A, TU16C2111A, TU16C2202A, WHA16C2202A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BCPG, BEC, BGRIM, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, ESSO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, LH, MAJOR, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SPALI, SPRC, SET50, STA, STEC, STGT, SYNTEC, TASCO, TOP, TRUE, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทุนธนชาต จากัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จากัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้นบริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จากัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททุนธนชาต จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททุนธนชาต จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทุนธนชาต จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมู่ศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอัศวินี ไตลังคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจัดจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท 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 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