

BUY (From: HOLD)

Change in Recommendation

TP: Bt 11.00

Upside : 17.0%

(From: Bt 10.00)

1 NOVEMBER 2021

Small Cap Research

MC GROUP Pcl (MC TB)

ฟันตัว

เราปรับเพิ่มคำแนะนำ MC เป็น “ซื้อ” ขณะที่เราคาดว่าจะมีกำไรเหนือคาดใน 1QFY22F เราชอบกลยุทธ์ที่มีรูปแบบร้านค้าใหม่ - Mc Outlet อีกทั้งเรายังคาดว่า MC จะฟันตัวหลังผ่อนคลายมาตรการล็อกดาวน์ และเป็นผู้ได้ประโยชน์จากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาล

ปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น “ซื้อ”

เราปรับเพิ่มคำแนะนำ MC เป็น “ซื้อ” (จาก ถือ) โดยให้ราคาเป้าหมายที่สูงขึ้นเป็น 11 บาท (จาก 10 บาท) เนื่องจาก 1) ผลการดำเนินงาน 1QFY22F (ก.ค.-ก.ย.2021) น่าจะออกมาเหนือคาดทั้งที่ได้รับผลกระทบจากมาตรการล็อกดาวน์ 2) เราชอบแนวคิดร้านใหม่ของ MC “Mc Outlet” โดยสองร้านแรกเปิดในเดือนตุลาคม โดยร้านหนึ่งเปิดในช่วงต้นเดือนตุลาคม โดยมียอดขายสูงกว่ายอดขายเฉลี่ยต่อร้านถึง 3 เท่า 3) เราเชื่อว่าปัจจัยเลวร้ายสุดสำหรับ MC ได้ผ่านพ้นไปแล้ว ด้วยกำไรน่าจะต่ำสุดใน 1QFY22F และคาดว่า EPS จะเติบโตเฉลี่ยในปี FY23-25F (สิ้นงวดมี.ย. 2023) ที่ 21% ขณะที่การซื้อขายที่ PE ที่ 14.4 เท่า นั้นต่ำกว่าของคู่แข่งอย่างมากที่ 24.3 เท่า แล้ว นอกจากนี้ยังให้อัตราผลตอบแทนปันผลที่น่าสนใจที่ 5.3-6.9% ในปี FY22-23F อีกด้วย

รูปแบบร้านใหม่ “Mc Outlet”

MC จะลดการขยายสาขาในช่วงการระบาดของโควิดตั้งแต่ปีที่แล้ว อย่างไรก็ตาม บริษัท มีแผนที่จะเปิดร้านรูปแบบใหม่ “Mc Outlet” โดยมีแผนจะเปิด Mc Outlets ใหม่ 15 แห่ง และเปลี่ยนร้าน “mcmc” 55 แห่ง (9% ของยอดขายทั้งหมด) ในปมน้ำมัน PTT เป็น “Mc Outlet” ในปี FY22F (สิ้นงวดเดือนมี.ย.2022) Mc Outlet แห่งแรกเปิดในเดือนตุลาคมที่วังน้อย จังหวัดอยุธยา ประตูสู่จังหวัดภาคตะวันออกเฉียงเหนือและภาคเหนือ และมียอดขายสูงเป็น 3 เท่าของยอดขายเฉลี่ยต่อร้านของบริษัท อีกแห่งเปิดเมื่อกลางเดือนตุลาคมที่สระบุรี และยังมีแผนที่จะมีสินค้า Exclusive เฉพาะในร้านรูปแบบใหม่นี้อีกด้วย

ผลการดำเนินงานเดือนก.ค.-ก.ย. น่าจะเหนือคาด

MC คาดว่าจะมีกำไร 1QFY22F (สิ้นงวด ก.ย. 2021) ที่ 26 ลบ. (Exhibit 9) ลดลง 76% y-y แต่เพิ่มขึ้น 45% q-q เราถือว่าเหนือความคาดหมายเนื่องจากได้รับผลกระทบจากการล็อกดาวน์ในช่วงไตรมาสดังกล่าว ด้วย 40% ของร้านทั้งหมด (246 จาก ทั้งหมด 621 แห่ง) ปิดทำการประมาณสองเดือน เราเชื่อว่า MC สามารถประหยัดต้นทุนได้ดี ขณะที่อัตรากำไรขั้นต้นไม่คาดว่าจะลดลง เนื่องจากมีสัดส่วนยอดขายอีคอมเมิร์ซและสินค้าที่มีอัตรากำไรสูงเพิ่มขึ้น บริษัท มีการประหยัดค่าใช้จ่ายในส่วนของบริษัทสาขา ค่าเช่า และค่าใช้จ่ายทางการตลาด

ฟันตัว

เราคาดว่าปัจจัยเลวร้ายสุดสำหรับ MC ได้จบลงแล้ว ด้วยกำไรต่ำสุดใน 4QFY21 (เม.ย.-มิ.ย. 2021) และ 1QFY22F (ก.ค.-ก.ย. 2021) เนื่องจากทุกสาขากลับมาเปิดแล้ว เราคาดว่าการดำเนินงานจะเริ่มดีขึ้นตั้งแต่เดือนต.ค.2021 หรือ 2QFY22F เราคาดว่า EPS จะเติบโต -12/32/15% ในปี FY22-24F ปัจจัยผลักดันมาจากการกลับมาเปิดร้าน, Mc Outlet ใหม่, การฟันตัวของเศรษฐกิจ, มาตรการกระตุ้นของรัฐบาล, ยอดขายอีคอมเมิร์ซที่เพิ่มขึ้น และ EBIT Margin ที่เพิ่มขึ้น ยอดขายอีคอมเมิร์ซมีอัตรากำไรขั้นต้นที่สูงกว่า และ EBIT margin สูงกว่าการขายออฟไลน์ถึง 2 เท่า เราคาดว่ายอดขายอีคอมเมิร์ซจะคิดเป็น 14.1/13.3/13.5% ของยอดขายรวมปี FY22-24F เทียบกับ 7.2% ในปี FY19 เราคาดว่า EBIT Margin จะเพิ่มขึ้นจาก 14.1% ในปี FY19 เป็น 17.5% ในปี FY23F



PHANNARAI TIYAPITTAYARUT

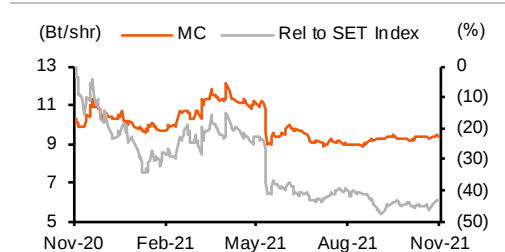
662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

COMPANY VALUATION

Y/E Jun (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	3,220	3,008	3,672	3,944
Net profit	446	394	521	599
Consensus NP	—	412	482	524
Diff frm cons (%)	—	(4.3)	7.9	14.4
Norm profit	446	394	521	599
Prev. Norm profit	—	354	458	533
Chg frm prev (%)	—	11.4	13.6	12.4
Norm EPS (Bt)	0.6	0.5	0.7	0.7
Norm EPS grw (%)	0.4	(11.5)	32.0	15.1
Norm PE (x)	16.9	19.1	14.4	12.5
EV/EBITDA (x)	7.5	8.0	7.1	6.6
P/BV (x)	2.1	2.1	2.1	2.1
Div yield (%)	5.9	5.3	6.9	8.0
ROE (%)	12.4	11.0	14.5	16.4
Net D/E (%)	(17.2)	(18.0)	(10.5)	(8.7)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 1-Nov-21 (Bt)	9.40
Market Cap (US\$ m)	224.8
Listed Shares (m shares)	800.0
Free Float (%)	42.8
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.3
12M Price H/L (Bt)	12.10/8.85
Sector	Commerce
Major Shareholder	Miss Sunee Seripanun (43.01%)

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

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

Ex 1: First Mc Outlet At PTT Wangnoi



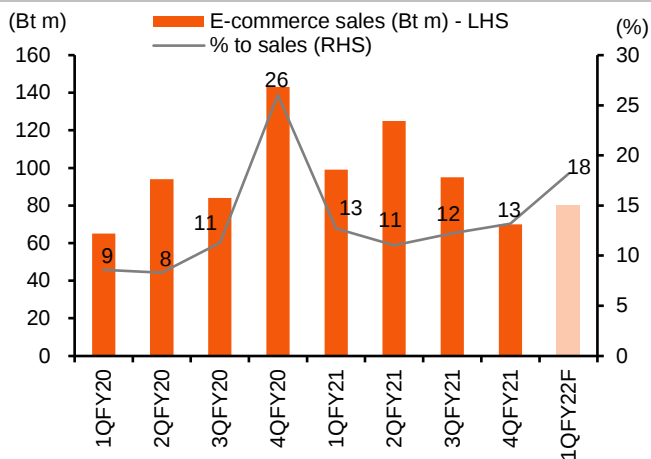
Source: Company data

Ex 2: Inside The Store



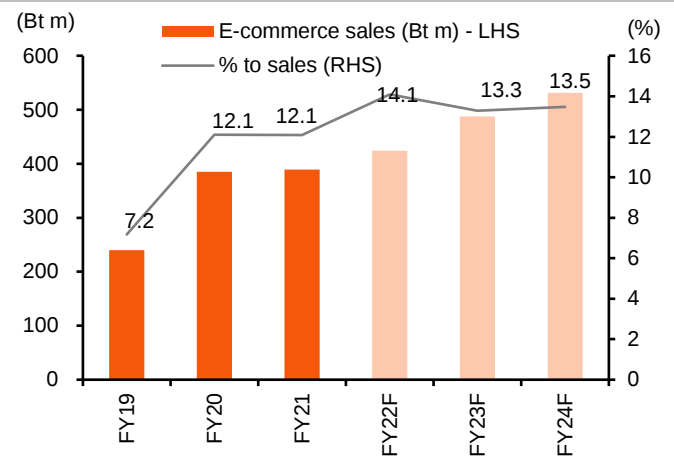
Source: Company data

Ex 3: E-commerce Sales Mix – Quarterly



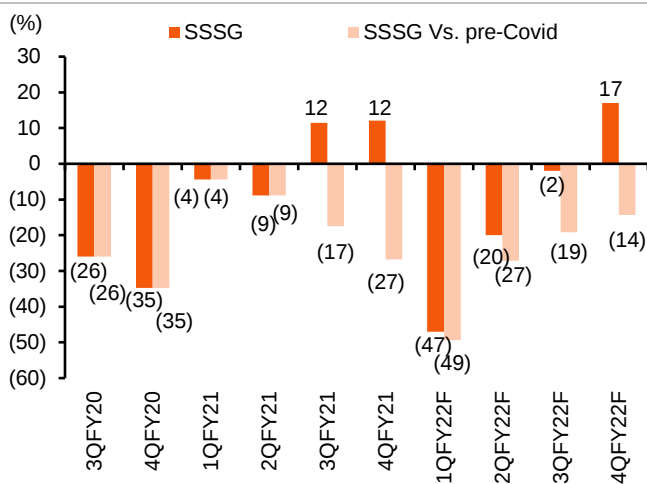
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: E-commerce Sales Mix – Yearly



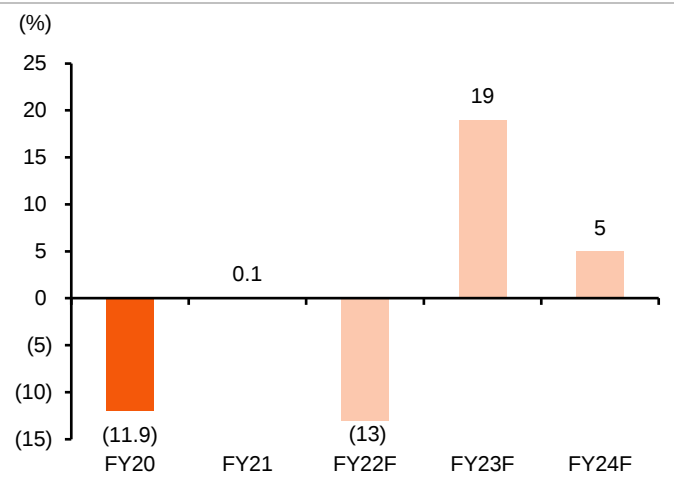
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: SSSG – Quarterly



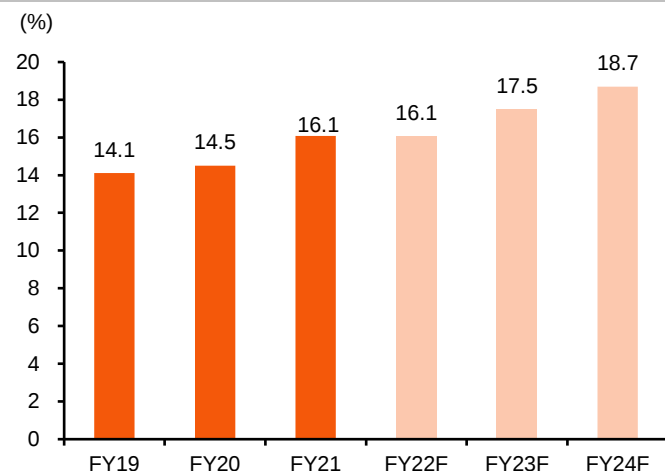
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: SSSG – Yearly



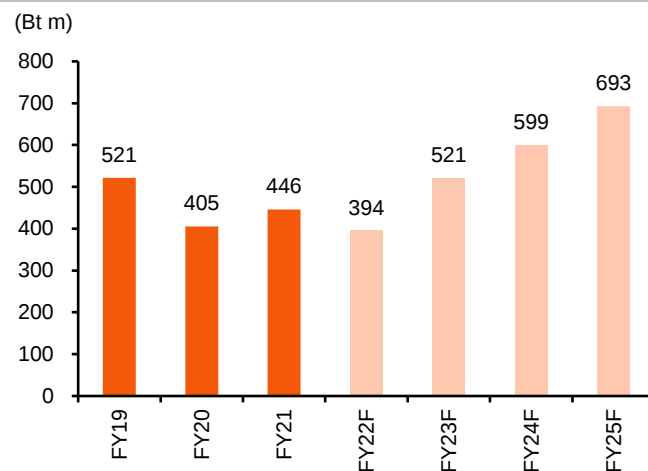
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: EBIT Margin



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: Net Profit Returning To FY19 in FY23F



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: 1QFY22F Earnings Preview

Yr-end Dec (Bt m)	Income Statement					Change	
	1QFY21	2QFY21	3QFY21	4QFY21	1QFY22F	q-q%	y-y%
Revenue	779	1,134	776	531	440	(17)	(43)
Gross profit	473	686	471	289	267	(8)	(43)
SG&A	341	409	361	290	235	(19)	(31)
Operating profit	132	276	110	(1)	32	na	(75)
EBITDA	183	445	194	96	132	38	(28)
Other income	6	9	5	8	8	(0)	24
Other expense	0	0	0	0	0		
Interest expense	6	6	9	7	7	5	11
Profit before tax	132	279	107	1	33	4,274	(75)
Income tax	22	51	19	(15)	7	na	(70)
Equity & invest. income	(0)	(1)	6	0	0		
Minority interests	(1)	(1)	(1)	2	(1)	na	na
Extraordinary items	0	0	0	0	0		
Net profit	109	226	93	18	26	45	(76)
Normalized profit	109	226	93	18	26	45	(76)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: Key Assumption Changes

	FY22F	FY23F	FY24F	FY25F	FY26F	FY27F	FY28F	FY29F	FY30F	FY31F	FY32F	FY33F
SSSG (%)												
- New	(13)	19	5	5	3	3	3	3	3	3	3	3
- Old	(16)	19	5	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Gross margin (%)												
- New	60.6	60.8	61.1	61.4	61.7	62.0	62.3	62.5	62.7	62.9	63.1	63.3
- Old	59.8	60.0	60.3	60.6	60.9	61.2	61.5	61.7	61.9	62.1	62.3	62.5
Norm profit (Bt m)												
- New	394	521	599	693	778	855	958	1,022	1,134	1,255	1,337	1,422
- Old	354	458	533	607	687	760	857	917	1,022	1,134	1,207	1,283
Change (%)	11.4	13.6	12.4	14.2	13.2	12.5	11.8	11.5	11.0	10.7	10.8	10.8

Source: Thanachart estimates

Ex 11: 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	555	711	804	916	1,018	1,133	1,258	1,336	1,474	1,623	1,724	
Free cash flow	419	563	629	699	759	847	973	1,006	1,115	1,322	1,316	13,388
PV of free cash flow	418	451	452	449	437	426	436	402	397	420	372	3,200
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.1											
WACC (%)	11.7											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value	8,193											
Net debt (end FY2021)	(621)											
Minority interest	11											
Equity value	8,804											
# of shares (m)	800											
Equity value / share (Bt)	11.00											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 12: 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	76.5	11.1	1.0	1.4	8.8	6.2	0.0	0.7
J Sainsbury PLC	SBRY LN	Britain	(44.4)	99.1	24.4	12.3	0.8	0.9	6.4	5.6	5.4	4.3
Tesco	TSCO LN	Britain	(53.0)	98.0	24.2	12.2	1.2	1.5	8.7	7.2	3.3	4.1
Carrefour SA	CA FP	France	12.8	13.3	11.2	9.8	1.2	1.1	6.4	6.0	3.5	3.9
Casino Guichard	CO FP	France	23.0	17.9	11.1	9.4	0.7	0.7	7.2	6.9	4.9	5.3
L'Oreal SA	OR FP	France	21.5	10.1	45.8	41.6	7.3	6.8	28.0	25.9	1.1	1.3
Alimentation Couche	ATD/B CN	Canada	22.7	2.1	19.7	19.3	4.3	4.0	9.5	9.4	0.6	0.7
Aeon	8267 JP	Japan	na	na	na	85.6	2.2	2.4	9.8	8.4	1.3	1.4
Kao Corporation	4452 JP	Japan	0.8	11.3	24.7	22.2	3.3	3.1	12.2	11.2	2.2	2.3
Lion Corporation	4912 JP	Japan	(25.7)	4.2	25.5	24.5	2.3	2.1	11.2	10.6	1.2	1.3
Shiseido Co. Ltd	4911 JP	Japan	na	24.9	64.3	51.5	5.9	5.5	28.2	19.8	0.6	0.7
Lawson	2651 JP	Japan	(56.6)	99.0	63.1	31.7	2.1	2.1	5.2	4.6	2.7	2.7
Seven & I Holdings	3382 JP	Japan	(25.7)	31.9	27.8	21.1	1.6	1.6	10.4	8.6	2.0	2.1
Lotte Corp	004990 KS	South Korea	152.4	22.8	11.2	9.1	0.5	0.4	8.9	8.6	3.6	3.9
Shinsegae	004170 KS	South Korea	na	34.9	10.9	8.1	0.6	0.6	7.7	7.3	0.8	0.8
Amore Pacific Group	002790 KS	South Korea	na	(4.6)	20.6	21.5	1.3	1.3	5.7	4.9	1.1	0.7
Best Buy Co Inc	BBY US	USA	25.5	(5.3)	12.3	13.0	7.4	7.3	6.8	7.1	1.8	2.3
Wal-Mart Stores	WMT US	USA	13.9	4.7	23.5	22.4	4.9	4.6	12.0	11.6	1.4	1.5
Home Depot Inc	HD US	USA	21.1	4.7	25.6	24.4	283.3	592.9	17.6	17.2	1.6	1.8
Yonghui Superstores	601933 CH	China	na	na	na	40.8	2.1	2.1	64.3	23.1	1.5	0.5
Sa International	178 HK	Hong Kong	na	na	na	na	3.6	3.3	na	116.1	0.0	1.9
Dairy Farm Intl Hldgs	DFI SP	Hong Kong	(29.9)	62.3	29.1	17.9	3.8	3.5	12.7	14.4	3.0	4.3
President Chain Store	2912 TT	Taiwan	(5.1)	17.6	30.2	25.7	8.4	7.4	12.2	11.3	2.9	3.4
7-Eleven Malaysia	SEM MK	Malaysia	(20.8)	63.2	39.7	24.4	19.6	20.7	9.8	8.3	1.9	2.9
Berli Jucker *	BJC TB	Thailand	(0.5)	25.7	34.6	27.5	1.2	1.1	13.9	13.4	1.4	1.8
COM7 *	COM7 TB	Thailand	44.3	39.6	41.5	29.7	19.3	16.1	27.6	20.6	1.9	2.8
CP All *	CPALL TB	Thailand	(37.9)	84.8	62.5	33.8	5.8	5.2	17.9	15.2	0.8	1.5
Central Pattana *	CPN TB	Thailand	(49.9)	163.1	97.9	37.2	3.5	3.3	24.0	16.7	0.9	1.3
Central Retail Corp. *	CRC TB	Thailand	na	na	na	48.5	4.1	3.8	14.8	10.6	0.0	0.8
Siam Global House *	GLOBAL TB	Thailand	63.1	18.6	29.6	25.0	4.9	4.4	22.8	19.3	1.3	1.6
Home Product*	HMPRO TB	Thailand	(1.0)	19.8	37.6	31.4	8.8	8.2	19.8	17.3	2.1	2.5
Siam Makro *	MAKRO TB	Thailand	(5.0)	16.4	42.1	36.2	1.7	1.7	27.7	43.4	1.0	2.2
Mc Group *	MC TB**	Thailand	(11.5)	32.0	19.1	14.4	2.1	2.1	8.0	7.1	5.3	6.9
Average			(2.0)	36.2	34.0	26.4	12.8	21.9	15.2	15.9	1.9	2.3

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 1 November 2021 closing price

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

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

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ทีมผู้บริหารมีประสบการณ์สูงในตลาดทางแฟชั่นในประเทศไทย
- "Mc" เป็นแบรนด์ที่แข็งแกร่งที่มีการออกแบบเฉพาะของตัวเอง
- ช่องทางการกระจายสินค้าที่ครอบคลุมทั่วประเทศ
- ผลิตภัณฑ์มีคุณภาพและขายที่ราคาที่เหมาะสม
- ด้วยส่วนแบ่งการตลาดที่สูง และการผลิตภายในบริษัท MC จึงมีความสามารถในการแข่งขันด้านต้นทุน

O — Opportunity

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

CONSENSUS COMPARISON

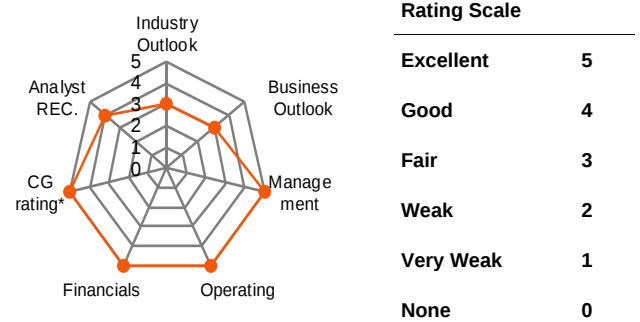
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	9.90	11.00	11%
Net profit 22F (Bt m)	418	394	-6%
Net profit 23F (Bt m)	486	521	7%
Consensus REC	BUY: 0	HOLD: 5	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรสุทธิปี FY22F ของเรต่ำกว่าตลาด 6% เนื่องจากผลกระทบจากการล็อกดาวน์ใน 1QFY22 แต่ประมาณการปี FY23F ของเราสูงกว่า 7% เนื่องจากเราคาดว่าจะฟื้นตัวอย่างรวดเร็ว หลังผ่อนคลয়ล็อกดาวน์ และรูปแบบร้านค้าใหม่ Mc Outlets Our DCF-based TP is therefore above the Street's.

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG Rating

W — Weakness

- MC มีสต็อกสินค้าและจำนวนวันที่สินค้าคงคลังที่รับเข้ามาสูง แต่มีแนวโน้มลดลง
- ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่สูง ส่วนใหญ่เป็นค่าบุคลากรและค่าเช่าซึ่งคิดเป็น 76% ของค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารทั้งหมด

T — Threat

- การแข่งขันจากบริษัทคู่แข่งเดิมในตลาดทางแฟชั่นคือ 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
- การแข่งขันที่สูงขึ้นจากคู่แข่งเดิมและคู่แข่งใหม่ในตลาดทางแฟชั่น และเครื่องนุ่งห่ม จะเป็นปัจจัยกดดันปริมาณยอดขายและราคาขายของ MC

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

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

*EPS growth resumes at
32% in FY23F and 15% in
FY24F*

FY ending Jun (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	3,182	3,220	3,008	3,672	3,944
Cost of sales	1,344	1,301	1,185	1,439	1,534
Gross profit	1,839	1,919	1,823	2,233	2,410
% gross margin	57.8%	59.6%	60.6%	60.8%	61.1%
Selling & administration expenses	1,377	1,401	1,340	1,591	1,673
Operating profit	461	518	483	641	737
% operating margin	14.5%	16.1%	16.1%	17.5%	18.7%
Depreciation & amortization	99	400	377	371	357
EBITDA	560	918	860	1,012	1,094
% EBITDA margin	17.6%	28.5%	28.6%	27.6%	27.8%
Non-operating income	35	29	32	40	44
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(0)	(28)	(29)	(30)	(32)
Pre-tax profit	496	519	487	651	749
Income tax	50	78	92	130	150
After-tax profit	446	441	394	521	599
% net margin	14.0%	13.7%	13.1%	14.2%	15.2%
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	394	521	599
Normalized profit	444	446	394	521	599
EPS (Bt)	0.5	0.6	0.5	0.7	0.7
Normalized EPS (Bt)	0.6	0.6	0.5	0.7	0.7

BALANCE SHEET

*Inventory is well under
control, on our forecasts*

FY ending Jun (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	3,192	3,324	3,519	3,912	4,137
Cash & cash equivalent	1,481	728	893	950	1,030
Account receivables	266	202	231	282	303
Inventories	1,408	1,250	1,218	1,242	1,261
Others	37	1,144	1,178	1,438	1,544
Investments & loans	25	25	25	25	25
Net fixed assets	404	343	321	281	254
Other assets	463	1,522	1,336	1,263	1,151
Total assets	4,084	5,214	5,202	5,480	5,567
LIABILITIES:					
Current liabilities:	412	721	601	955	1,138
Account payables	283	283	260	315	336
Bank overdraft & ST loans	0	0	248	561	705
Current LT debt	0	106	2	5	6
Others current liabilities	129	332	92	74	92
Total LT debt	0	0	1	1	1
Others LT liabilities	79	891	1,024	888	753
Total liabilities	492	1,612	1,625	1,844	1,893
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	430	490	528
Shareholders' equity	3,581	3,591	3,565	3,625	3,663
Liabilities & equity	4,084	5,214	5,202	5,480	5,567

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Jun (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	496	519	487	651	749
Tax paid	(59)	(78)	(93)	(130)	(150)
Depreciation & amortization	99	400	377	371	357
Chg In working capital	212	221	(18)	(20)	(19)
Chg In other CA & CL / minorities	(44)	(871)	(283)	(286)	(98)
Cash flow from operations	705	190	471	585	840
Capex	(86)	(13)	(50)	(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	167	(208)	(160)
Cash flow from investments	(59)	(614)	(29)	(384)	(345)
Debt financing	0	106	144	316	145
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(515)	(433)	(421)	(461)	(561)
Warrants & other surplus	6	(2)	0	0	0
Cash flow from financing	(509)	(330)	(276)	(145)	(415)
Free cash flow	619	177	421	555	800

VALUATION

FY ending Jun	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	16.9	16.9	19.1	14.4	12.5
Normalized PE - at target price (x)	19.8	19.7	22.3	16.9	14.7
PE (x)	18.6	16.9	19.1	14.4	12.5
PE - at target price (x)	21.7	19.7	22.3	16.9	14.7
EV/EBITDA (x)	10.8	7.5	8.0	7.1	6.6
EV/EBITDA - at target price (x)	13.1	8.9	9.5	8.3	7.8
P/BV (x)	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
P/BV - at target price (x)	2.5	2.5	2.5	2.4	2.4
P/CFO (x)	10.7	39.5	16.0	12.8	8.9
Price/sales (x)	2.4	2.3	2.5	2.0	1.9
Dividend yield (%)	5.9	5.9	5.3	6.9	8.0
FCF Yield (%)	8.2	2.4	5.6	7.4	10.6
(Bt)					
Normalized EPS	0.6	0.6	0.5	0.7	0.7
EPS	0.5	0.6	0.5	0.7	0.7
DPS	0.6	0.6	0.5	0.7	0.8
BV/share	4.5	4.5	4.5	4.5	4.6
CFO/share	0.9	0.2	0.6	0.7	1.1
FCF/share	0.8	0.2	0.5	0.7	1.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

Decent dividend yields,
based on our forecasts

FINANCIAL RATIOS

FY ending Jun	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(4.8)	1.2	(6.6)	22.1	7.4
Net profit (%)	(22.3)	10.0	(11.5)	32.0	15.1
EPS (%)	(22.3)	10.0	(11.5)	32.0	15.1
Normalized profit (%)	(18.8)	0.4	(11.5)	32.0	15.1
Normalized EPS (%)	(18.8)	0.4	(11.5)	32.0	15.1
Dividend payout ratio (%)	108.6	98.7	101.8	100.0	100.2
Operating performance					
Gross margin (%)	57.8	59.6	60.6	60.8	61.1
Operating margin (%)	14.5	16.1	16.1	17.5	18.7
EBITDA margin (%)	17.6	28.5	28.6	27.6	27.8
Net margin (%)	14.0	13.7	13.1	14.2	15.2
D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.0	0.1	0.2	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	17.0	21.1	22.9
Interest coverage - EBITDA (x)	na	32.7	30.2	33.3	33.9
ROA - using norm profit (%)	10.6	9.6	7.6	9.7	10.9
ROE - using norm profit (%)	12.2	12.4	11.0	14.5	16.4
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	12.3	12.3	11.0	14.5	16.4
- asset turnover (x)	0.8	0.7	0.6	0.7	0.7
- operating margin (%)	15.6	17.0	17.1	18.6	19.8
- leverage (x)	1.2	1.3	1.5	1.5	1.5
- interest burden (%)	100.0	94.9	94.5	95.5	95.9
- tax burden (%)	89.9	84.9	81.0	80.0	80.0
WACC (%)	na	na	11.7	11.7	11.7
ROIC (%)	17.7	20.9	13.2	17.6	18.2
NOPAT (Bt m)	415	440	391	513	590
invested capital (Bt m)	2,101	2,970	2,922	3,241	3,345

Sources: Company data, Thanachart estimates

General Disclaimers And Disclosures:

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.

This report is prepared by analysts who are employed by the research department of TNS. While the information is from sources believed to be reliable, neither the information nor the forecasts shall be taken as a representation or warranty for which TNS or TCAP or its group companies or any of their employees incur any responsibility. This report is provided to you for informational purposes only and it is not, and is not to be construed as, an offer or an invitation to make an offer to sell or buy any securities. Neither TNS, TCAP nor its group companies accept any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of this report or its contents.

The information and opinions contained herein have been compiled or arrived at from sources believed reliable. However, TNS, TCAP and its group companies make no representation or warranty, express or implied, as to their accuracy or completeness. Expressions of opinion herein are subject to change without notice. The use of any information, forecasts and opinions contained in this report shall be at the sole discretion and risk of the user.

TNS, TCAP and its group companies perform and seek to perform business with companies covered in this report. TNS, TCAP, its group companies, their employees and directors may have positions and financial interest in securities mentioned in this report. TNS, TCAP or its group companies may from time to time perform investment banking or other services for, or solicit investment banking or other business from, any entity mentioned in this report. Therefore, investors should be aware of conflict of interest that may affect the objectivity of this report.

Note: Thanachart Securities Public Company Limited act as a Market Maker and Derivative Warrants Issuer. At present, TNS has issued 130 Derivative Warrants which are 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, 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, JAS16C2202A, JMAR16C2111A, JMAR16C2201A, JMT16C2110A, JMT16C2201A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111B, KBAN16C2201A, KBAN16C2202A, KCE16C2110A, KCE16C2201A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, KTC16C2112A, KTC16C2202A, MAJO16C2201A, MEGA16C2112A, MINT16C2112A, MTC16C2112A, OR16C2112A, OR16C2202A, PTG16C2201A, PTG16C2202A, PTL16C2201A, PTL16C2202A, PTT16C2112A, PTT16C2201A, PTTE16C2112A, PTTG16C2110A, PTTG16C2111A, RBF16C2110A, RBF16C2112A, RBF16C2202A, RS16C2112A, RS16C2201A, S5016C2112A, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016C2112C, S5016P2112C, S5016P2112A, S5016P2112B, S5016C2203A, S5016P2203A, SAWA16C2112A, SAWA16C2202A, SCB16C2111A, SCB16C2112A, SCB16C2201A, SCB16C2202A, SCC16C2112A, SCGP16C2202A, SCGP16C2201A, 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, MAJOR, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SPRC, SET50, STA, STEC, STGT, SYNTEC, TASCO, TOP, TRUE, TU, WHA). Since TNS covers those underlying securities in research report, consequently TNS incurs conflicts of interest. Moreover, Investors are advised to carefully review the details and information in the prospectus before making investment decisions.

Note: Thanachart Securities has an indirect financial interest in Ratchthani Leasing Pcl (THANI). Thanachart Securities Pcl is a subsidiary of Thanachart Capital Pcl (TCAP) which holds more than 56% of the shareholding in Ratchthani Leasing Pcl (THANI).

Note: Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP), TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB), are related companies to Thanachart Securities Public Company Limited (TNS). Thanachart Securities Pcl is a subsidiary of Thanachart Capital Pcl (TCAP) which holds 20.1% of the shareholding in TMBThanachart Bank Pcl.

Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP), Ratchthani Leasing Public Company Limited (THANI), TMB Public Company Limited, MBK PUBLIC COMPANY LIMITED (MBK) and PATUM RICE MILL AND GRANARY PUBLIC COMPANY LIMITED (PRG) are related companies to Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) . Since TNS covers those securities in research report, consequently TNS incurs conflicts of interest.

Disclosure of Interest of Thanachart Securities

Investment Banking Relationship

Within the preceding 12 months, Thanachart Securities has lead-managed public offerings and/or secondary offerings (excluding straight bonds) of the securities of the following companies: Saksiam Leasing Pcl. (SAK TB), SCG Packaging Pcl (SCGP TB)

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.

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

Pimpaka Nichgaroon, CFA

Head of Research

Tel: 662-779-9199

pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

Pattarawan Wangmingmat

Senior Technical Analyst

Tel: 662-779-9105

pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

Phannarai Tiyapittayarut

Property, Retail

Tel: 662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

Sarachada Sornsong

Bank, Finance, Insurance

Tel: 662-779-9106

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

Sittichet Rungrassameephat

Analyst, Quantitative

Tel: 662-483-8303

sittichet.run@thanachartsec.co.th

Adisak Phupiphathirungul, CFA

Retail Market Strategy

Tel: 662-779-9120

adisak.phu@thanachartsec.co.th

Nuttapop Prasitsuksant

Telecom, Utilities

Tel: 662-483-8296

nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

Rata Limsuthiwanpoom

Auto, Industrial Estate, Media, Prop. Fund

Tel: 662-483-8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

Siriporn Arunothai

Small Cap, Healthcare, Hotel

Tel: 662-779-9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

Thaloengsak Kucharoenpaisan

Analyst, Retail Market

Tel: 662-483-8304

thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

Chak Reungsinpinya

Energy, Petrochemical, Paper

Tel: 662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

Pattadol Bunnak

Electronics, Food & Beverage, Shipping

Tel: 662-483-8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

Saksid Phadthananarak

Construction, Transportation

Tel: 662-779-9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

Witchanan Tambamroong

Technical Analyst

Tel: 662-779-9123

witchanan.tam@thanachartsec.co.th