

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 67.00

(From: Bt 68.00)

Upside : 29.5%

16 FEBRUARY 2022

Small Cap Research

MK Restaurant Group (M TB)

กำไรฟื้นตัว

เนื่องจากการคลายล็อกดาวน์ M จึงมีแนวโน้มฟื้นตัวกลับมาทำกำไรใน 4Q21F เราคาดว่าแนวโน้มการฟื้นตัวจะดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง เราคาดว่า M จะแซงหน้าระดับก่อนเกิดโควิด-19 ในปี 2023F ขณะที่ราคาหุ้นปัจจุบันบ่งชี้ว่า M ยังคงถูกที่ 17 เท่า PE ในปีที่มีผลการดำเนินงานการฟื้นตัวเต็มปีในปี 2023F เทียบกับระดับเฉลี่ยในอดีตที่ 25 เท่า



PATTADOL BUNNAK

662 - 483 8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

กำไรฟื้นตัวใน 4Q21F

หลังถูกผลกระทบอย่างหนักจากการล็อกดาวน์จากโควิดใน 3Q21 ซึ่งทำให้มีผลขาดทุน 257 ลบ. M คาดว่าธุรกิจจะฟื้นตัวดีใน 4Q21 ยอดขายฟื้นตัวทุกเดือน โดยเดือนธันวาคมเป็นช่วงที่แข็งแกร่งที่สุด ยอดขายรวมทรงตัวเมื่อเทียบกับ 4Q20 ซึ่งเป็นช่วงที่โควิดระลอกแรกของไทยบรรเทาลง แม้ว่ายังต่ำกว่าระดับก่อนเกิดโควิดใน 4Q19 อยู่ 20% นอกจากนี้ปัจจัยที่ช่วยให้ M ฟื้นตัวยังมาจากสาขาใหม่มากกว่า 10 สาขาที่เปิดในไตรมาส ซึ่งได้ประโยชน์จากการฟื้นตัวของจำนวนผู้มาใช้บริการในศูนย์การค้า เราคาดว่า M จะกลับมาทำกำไร 320 ลบ. ใน 4Q21F ลดลง 8% y-y

เส้นทางการฟื้นตัวในปี 2022F

ในเดือนม.ค. M มียอดขายเพิ่มขึ้นอย่างมาก 30% y-y จากฐานที่ต่ำจากโควิดใน 1Q21 แม้จะยังต่ำกว่าช่วงก่อนเกิดโควิดใน 1Q19 ราว 20% เรามองการฟื้นตัวที่บ่งบอกว่าโควิดที่ยาวนาน 2 ปีไม่ได้เปลี่ยนแปลงพฤติกรรมทานอาหารนอกบ้านของคนไทย สำหรับปีนี้ นอกจากการเปิดร้านใหม่กว่า 20 สาขาสำหรับร้านเอ็มเค สุกียากี้ และ ยาโออิ (หรือเพิ่มขึ้น 4%) แล้ว M ยังมีแผนที่จะเปิดทะเลหมึกเจริญ (LCS) ร้านอาหารทะเลพรีเมียม 6 สาขาใหม่ (จาก 29 สาขา) ก่อนหน้านี้ LCS เน้นการท่องเที่ยวจีน (50% ของยอดขาย) แต่ปัจจุบัน M กำลังปรับกลยุทธ์เพื่อรองรับคนไทยที่มีรายได้สูงด้วยยังคงเข้าถึงตลาดได้ต่ำ M จึงมองเห็นโอกาสในการเพิ่มสาขา LCS เป็นสองเท่าภายในปี 2024 นอกจากร้านค้าที่มากขึ้น M ยังเห็นหลายจุดที่สามารถเพิ่มอัตรากำไรของ LCS อีกด้วย ซึ่งส่วนใหญ่เป็นการบริหารจัดการต้นทุนที่ดีขึ้น M กล่าวว่าพร้อมที่จะเปิดสาขามากขึ้น หากเห็นตลาดมีแนวโน้มดีขึ้น โดยรวมแล้ว เราคาดว่ายอดขายรวมของ M ในปีนี้จะเพิ่มขึ้น 39% เป็น 90% ของระดับก่อนเกิดโควิดในปี 2019

แรงกดดันด้านเงินเฟ้อ

เช่นเดียวกับร้านอาหารอื่น M กำลังถูกกดดันจากการขึ้นราคาวัตถุดิบ อย่างไรก็ตาม ด้วยเมนูอาหารที่มีความหลากหลายอย่างมาก ราคาวัตถุดิบที่สูงอย่างเช่น เนื้อหมู คิดเป็นเพียง 10% ของวัตถุดิบ (ดูรายละเอียดใน Exhibit 5) โดยรวมแล้ว ปัจจุบัน M เห็นต้นทุนวัตถุดิบเพิ่มขึ้นเกือบ 10% (90% ของ COGS) M มีแผนที่จะขึ้นราคาขายเพียง 2-3% เพื่อรักษาลูกค้า ซึ่งโชคดีที่เป็นเครือข่ายร้านอาหารทุนหนาและใหญ่ที่สุด จากการสังเกตของเรา การปรับขึ้นราคานี้ต่ำกว่าร้านอาหารขนาดเล็กหลายแห่ง ซึ่งเราคาดว่าจะช่วยให้ M ได้รับส่วนแบ่งตลาดเพิ่มขึ้นบางส่วน

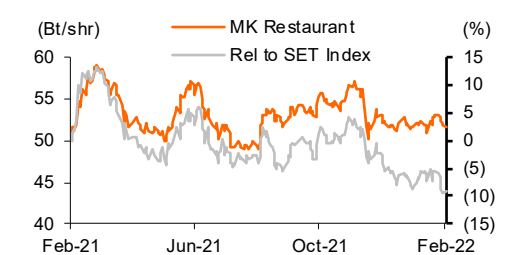
คำแนะนำ "ซื้อ"

แม้เราจะปรับกำไรลง 12/4% ในปี 2022-23F จากสมมติฐานต้นทุนอาหารที่สูงขึ้น แต่เรายังคงคาดว่า M จะมีกำไร 1.6 พันลบ. ในปีนี้ (จากกำไร 60 ลบ. ในช่วงปีโควิดปี 2021F) ก่อนจะเติบโต 72% ในปี 2023F แซงหน้าปี 2019 ซึ่งเป็นปีก่อนเกิดโควิด ซึ่งทำให้ราคาหุ้นปัจจุบันของ M ที่ 51.75 บาท/หุ้น ดูไม่แพง ซื้อขายที่ 17 เท่า PE ในปี 2023F ซึ่งเป็นปีที่คาดว่าจะฟื้นตัวเต็มที่ เทียบกับ 70 บาท/หุ้น ในปี 2019 เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ"

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	13,361	11,467	15,987	19,046
Net profit	907	60	1,601	2,751
Consensus NP	—	(32)	1,718	2,377
Diff frm cons (%)	—	na	(6.8)	15.8
Norm profit	907	60	1,601	2,751
Prev. Norm profit	—	60	1,811	2,854
Chg frm prev (%)	—	0.0	(11.6)	(3.6)
Norm EPS (Bt)	1.0	0.1	1.7	3.0
Norm EPS grw (%)	(65.1)	(93.4)	2,564.9	71.9
Norm PE (x)	52.5	793.4	29.8	17.3
EV/EBITDA (x)	13.5	22.5	11.0	8.0
P/BV (x)	3.5	3.6	3.4	3.3
Div yield (%)	1.9	0.1	3.4	5.8
ROE (%)	6.5	0.5	11.9	19.4
Net D/E (%)	(55.2)	(61.8)	(59.7)	(60.6)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 15-Feb-22 (Bt)	51.75
Market Cap (US\$ m)	1,472.8
Listed Shares (m shares)	920.9
Free Float (%)	45.1
Avg Daily Turnover (US\$ m)	4.8
12M Price H/L (Bt)	59.00/49.00
Sector	FOOD
Major Shareholder	Group of Thirakomen 70.4%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไม่ทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Our 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	64	67
SG&A to sales (%)	53	59	65	54	50

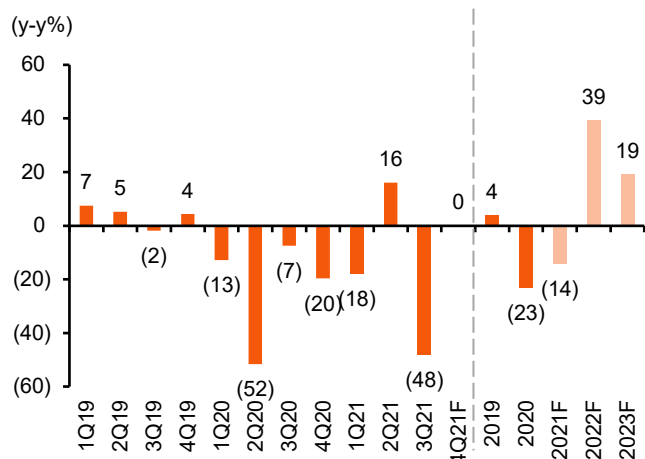
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Assumption Revisions

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Sales-store sales (% growth)					
New	(2)	(28)	(14.0)	35.0	15.0
Old			(14.0)	35.0	15.0
Change (pp)			—	—	—
Outlets					
New	706	722	720	750	780
Old			720	750	780
Change			—	—	—
Revenues (Bt m)					
New	17,409	13,361	11,467	15,987	19,046
Old			11,467	15,987	19,046
Change (%)			—	—	—
Gross margin (%)					
New	68.5	65.7	63.4	64.4	66.8
Old			63.4	66.0	67.5
Change (pp)			—	(1.6)	(0.7)
SG&A to sales (%)					
New	52.7	59.5	64.7	53.6	50.5
Old			64.7	53.6	50.5
Change (pp)			—	—	—
Normalized profits (Bt m)					
New	2,604	907	60	1,601	2,751
Old			60	1,811	2,854
Change (%)			—	(11.6)	(3.6)

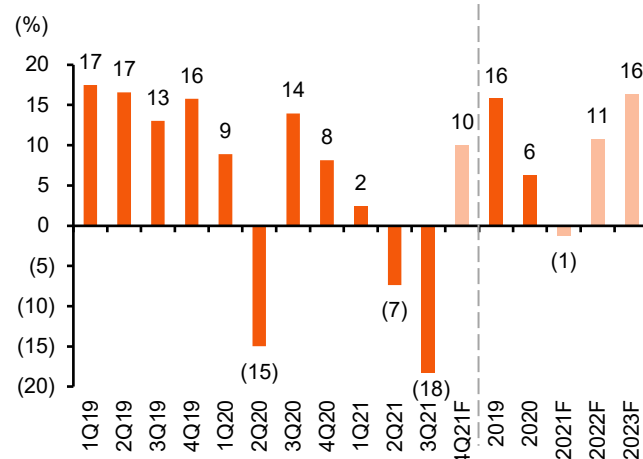
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Sales Growth



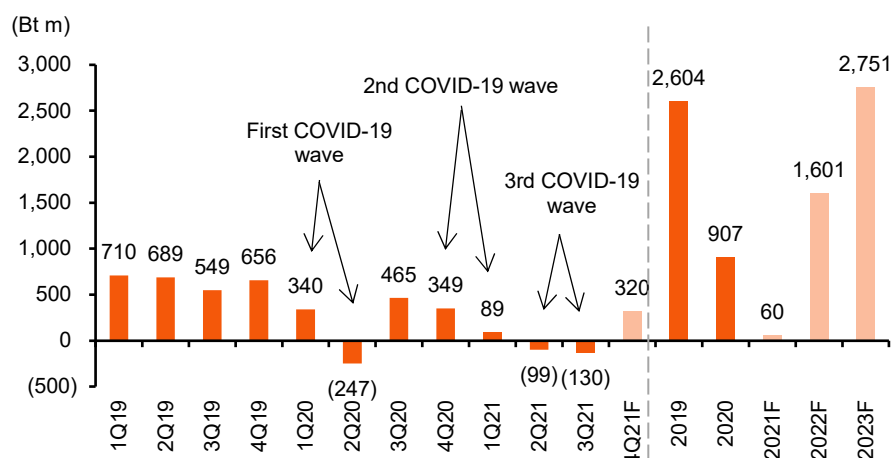
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: EBIT Expansion



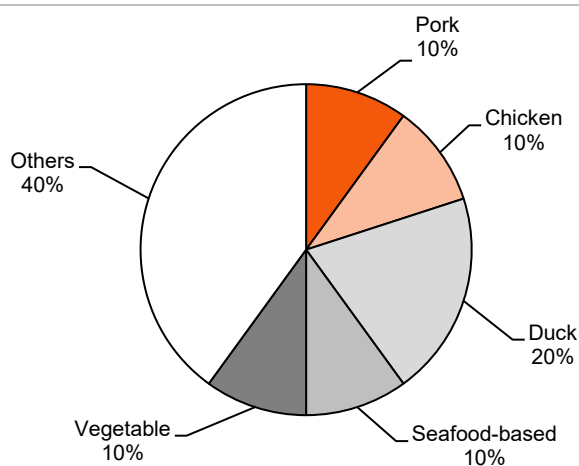
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Earnings Trend



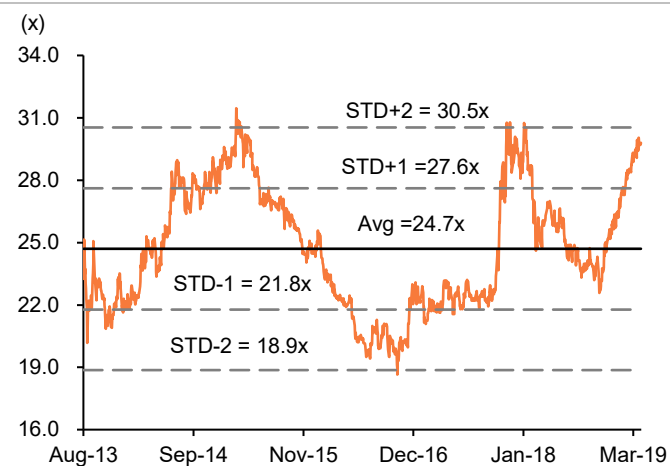
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Raw Materials



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: Pre-COVID PE



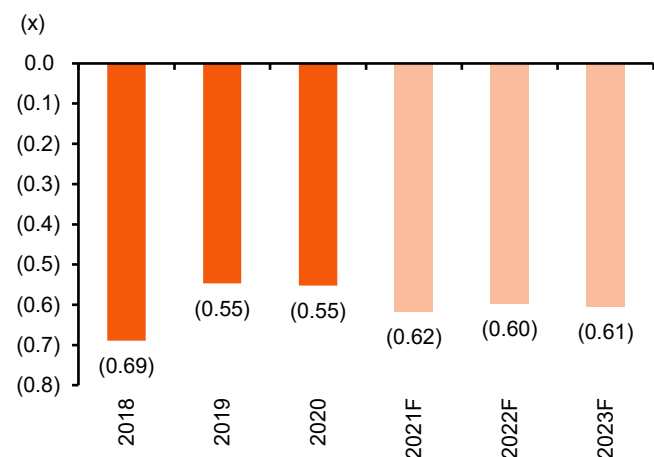
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 8: Share Price



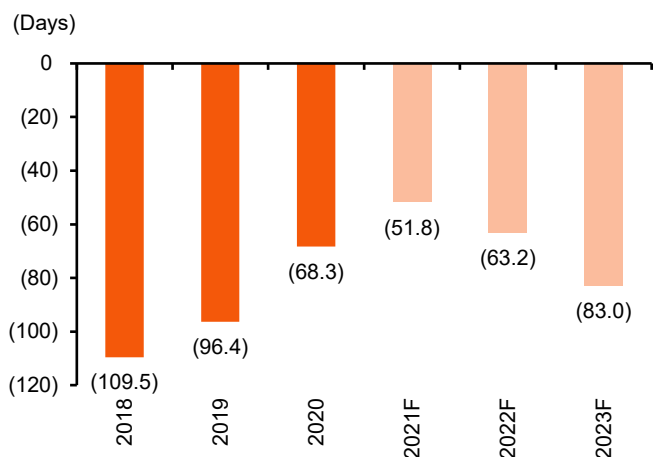
Source: Bloomberg

Ex 9: A Net Cash Company Despite The COVID Years



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: Negative Cash Cycle



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: 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	2,440	3,838	4,219	4,456	4,935	5,202	5,476	5,899	6,258	6,602	6,966	—
Free cash flow	2,246	3,507	3,310	3,938	4,188	4,474	4,792	5,277	5,544	5,880	6,206	77,274
PV of free cash flow	2,240	2,942	2,542	2,770	2,637	2,568	2,507	2,516	2,410	2,331	2,133	26,555
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.9											
WACC (%)	9.2											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	54,151											
Net debt (2021F)	(8,287)											
Minority interest	320											
Equity value	62,118											
# of shares (m)	921											
Equity value/share (Bt)	67											

Sources: Company data, Thanachart estimates

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

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 (%)
Max's Group Inc	MAXS PM	Philippines	na	39.4	18.5	13.3	0.9	0.9	14.0	8.8	0.8	1.7
Jollibee Foods Corp	JFC PM	Philippines	na	15.8	47.4	34.0	3.9	3.9	14.5	12.2	0.8	1.1
Kura Corp	2695 JP	Japan	24.5	11.6	37.8	26.3	2.9	2.7	13.1	9.5	0.6	0.8
Toridoll.corp	3397 JP	Japan	15.1	7.4	64.8	52.3	4.9	4.7	12.5	11.2	0.2	0.3
Hiday Hidaka Corp	7611 JP	Japan	(8.7)	30.4	38.3	69.9	na	na	na	na	0.7	0.7
Yoshinoya Holdings	9861 JP	Japan	7.8	1.4	7.9	7.7	0.7	0.7	6.6	6.4	2.3	2.5
Cafe de Coral Holdings	341 HK	Hong Kong	14.9	10.3	32.9	19.6	2.5	2.4	13.4	10.2	1.7	3.3
Zen Corporation Group	ZEN TB	Thailand	(14.3)	na	na	26.0	3.2	2.9	14.1	7.5	0.0	2.0
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	738.6	2.7	2.7	48.0	13.9	0.0	0.0
MK Restaurants Group*	M TB	Thailand	(93.4)	2,564.9	793.4	29.8	3.6	3.4	22.5	11.0	0.1	3.4
Average			(7.7)	335.2	130.1	101.8	2.8	2.7	20.1	11.0	0.7	1.4

Source: Bloomberg

Note: *Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 15-Feb-2022 closing prices

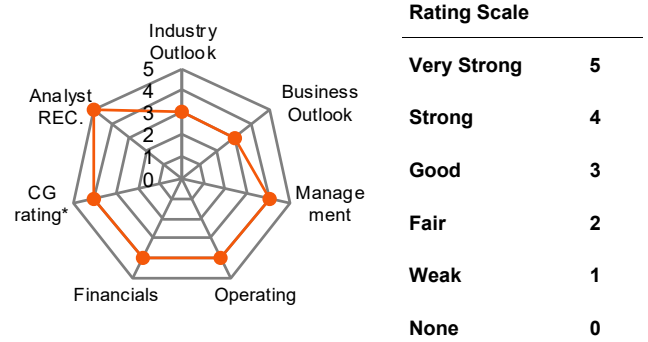
กรุณารับรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

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 ได้จัดตั้งบริษัทร่วมกับ Plenus Co., Ltd. (บริษัทสัญชาติญี่ปุ่น) เพื่อเปิดร้านยาโยอิและเอ็มเค สุกี้ ในสิงคโปร์ M ยังมีธุรกิจแฟรนไชส์ให้กับเอ็มเค สุกี้ ในญี่ปุ่น เวียดนาม และอินโดนีเซีย

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

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

O — Opportunity

- การเติบโตของความต้องการในต่างจังหวัด
- วิถีชีวิตการรับประทานอาหารนอกบ้านเพิ่มขึ้น

W — Weakness

- เศรษฐกิจที่ซบเซาทำให้ความต้องการรับประทานอาหารนอกบ้านน้อยลง
- การขยายสาขาเชิงรุกอาจทำให้ขาดแคลนพนักงานหรือแรงงานที่มีคุณภาพ
- พึ่งพิงการขยายตัวของผู้ประกอบการค้าปลีก

T — Threat

- การแข่งขันเพิ่มขึ้นจากแบรนด์ใหม่และแฟรนไชส์จากในประเทศและต่างประเทศ

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	60.00	67.00	12%
Net profit 21F (Bt m)	(32)	60	na
Net profit 22F (Bt m)	1,718	1,601	-7%
Consensus REC	BUY: 8	HOLD: 2	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2021F ต่ำกว่าของตลาด เนื่องจากเรารวมผลกระทบที่มีนัยสำคัญมากขึ้นจากการระบาดของโควิด-19 ครั้งล่าสุด
- อย่างไรก็ตาม ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด 12% ซึ่งอาจเป็นเพราะเราคาดหวังโอกาสที่ดีขึ้นสำหรับ M ในระยะยาว

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ถ้าผู้ประกอบการค้าปลีกเติบโตช้ากว่าที่เราคาดไว้ เนื่องจากสถานการณ์เศรษฐกิจและการบริโภค นี้จะส่งผลกระทบต่อสมมติฐานของเราต่อแผนการขยายสาขาของ M
- ถ้าการใช้จ่ายของผู้คนเติบโตอ่อนแอกว่าที่เราคาด จะส่งผลกระทบต่อสมมติฐานการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

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	5,694	6,321
Gross profit	11,926	8,784	7,270	10,292	12,725
% gross margin	68.5%	65.7%	63.4%	64.4%	66.8%
Selling & administration expenses	9,183	7,947	7,419	8,569	9,609
Operating profit	2,743	837	(149)	1,723	3,116
% operating margin	15.8%	6.3%	-1.3%	10.8%	16.4%
Depreciation & amortization	777	2,137	1,901	1,830	1,728
EBITDA	3,520	2,974	1,752	3,554	4,844
% EBITDA margin	20.2%	22.3%	15.3%	22.2%	25.4%
Non-operating income	462	294	281	298	349
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(1)	(73)	(58)	(7)	(6)
Pre-tax profit	3,205	1,058	74	2,014	3,460
Income tax	553	140	(2)	363	623
After-tax profit	2,651	918	75	1,652	2,837
% net margin	15.2%	6.9%	0.7%	10.3%	14.9%
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	1,601	2,751
Normalized profit	2,604	907	60	1,601	2,751
EPS (Bt)	2.8	1.0	0.1	1.7	3.0
Normalized EPS (Bt)	2.8	1.0	0.1	1.7	3.0

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	9,409	9,898
Cash & cash equivalent	8,033	7,663	8,354	8,654	9,154
Account receivables	158	110	99	135	163
Inventories	358	418	322	479	413
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	20,271	20,739
LIABILITIES:					
Current liabilities:	2,467	2,845	2,382	2,877	3,106
Account payables	1,855	1,312	954	1,513	1,905
Bank overdraft & ST loans	0	0	0	0	0
Current LT debt	36	21	67	162	154
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	6,057	5,885
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	3,497	4,072
Shareholders' equity	14,306	13,523	13,093	13,863	14,438
Liabilities & equity	17,942	20,353	19,334	20,271	20,739

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	74	2,014	3,460
Tax paid	(564)	(273)	10	(322)	(573)
Depreciation & amortization	777	2,137	1,901	1,830	1,728
Chg In working capital	(178)	(555)	(251)	367	430
Chg In other CA & CL / minorities	485	1,209	(163)	(260)	(251)
Cash flow from operations	3,725	3,575	1,571	3,629	4,793
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	95	(9)
Capital increase	0	0	(0)	0	0
Dividends paid	(2,394)	(1,658)	(490)	(830)	(2,176)
Warrants & other surplus	(79)	(33)	0	0	0
Cash flow from financing	(2,481)	(1,706)	(444)	(735)	(2,185)
Free cash flow	2,916	3,334	1,371	3,129	4,293

No significant capex requirements

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	18.3	52.5	793.4	29.8	17.3
Normalized PE - at target price (x)	23.7	68.0	1,027.2	38.5	22.4
PE (x)	18.3	52.5	793.4	29.8	17.3
PE - at target price (x)	23.7	68.0	1,027.2	38.5	22.4
EV/EBITDA (x)	11.3	13.5	22.5	11.0	8.0
EV/EBITDA - at target price (x)	15.3	18.2	30.5	15.0	10.9
P/BV (x)	3.3	3.5	3.6	3.4	3.3
P/BV - at target price (x)	4.3	4.6	4.7	4.5	4.3
P/CFO (x)	12.8	13.3	30.3	13.1	9.9
Price/sales (x)	2.7	3.6	4.2	3.0	2.5
Dividend yield (%)	5.0	1.9	0.1	3.4	5.8
FCF Yield (%)	6.1	7.0	2.9	6.6	9.0
(Bt)					
Normalized EPS	2.8	1.0	0.1	1.7	3.0
EPS	2.8	1.0	0.1	1.7	3.0
DPS	2.6	1.0	0.1	1.7	3.0
BV/share	15.5	14.7	14.2	15.1	15.7
CFO/share	4.0	3.9	1.7	3.9	5.2
FCF/share	3.2	3.6	1.5	3.4	4.7

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)	(14.2)	39.4	19.1
Net profit (%)	1.2	(65.1)	(93.4)	2,564.9	71.9
EPS (%)	1.2	(65.1)	(93.4)	2,564.9	71.9
Normalized profit (%)	(2.7)	(65.1)	(93.4)	2,564.9	71.9
Normalized EPS (%)	(2.7)	(65.1)	(93.4)	2,564.9	71.9
Dividend payout ratio (%)	92.0	101.5	100.0	100.0	100.0
Operating performance					
Gross margin (%)	68.5	65.7	63.4	64.4	66.8
Operating margin (%)	15.8	6.3	(1.3)	10.8	16.4
EBITDA margin (%)	20.2	22.3	15.3	22.2	25.4
Net margin (%)	15.2	6.9	0.7	10.3	14.9
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	236.8	na
Interest coverage - EBITDA (x)	na	40.6	30.1	488.3	na
ROA - using norm profit (%)	14.8	4.7	0.3	8.1	13.4
ROE - using norm profit (%)	18.3	6.5	0.5	11.9	19.4
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	18.6	6.6	0.6	12.3	20.0
- asset turnover (x)	1.0	0.7	0.6	0.8	0.9
- operating margin (%)	18.4	8.5	1.2	12.6	18.2
- leverage (x)	1.2	1.4	1.5	1.5	1.4
- interest burden (%)	100.0	93.5	55.8	99.6	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)	29.4	47.6
NOPAT (Bt m)	2,270	726	(152)	1,413	2,555
invested capital (Bt m)	6,310	5,881	4,806	5,372	5,438

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด 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 ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 115 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2202A, ADVA16C2202A, ADVA16C2203A, AMAT16C2206A, AOT16C2202A, AOT16C2204A, BAM16C2204A, BANP16C2205A, BANP16C2202A, BANP16C2204A, BBL16C2203A, BBL16C2204A, BCH16C2203A, BEC16C2202A, BEC16C2204A, BGRI16C2203A, BGRI16C2205A, BLA16C2205A, CBG16C2202A, CBG16C2204A, CBG16C2205A, CHG16C2202A, COM716C2203A, COM716C2205A, CPAL16C2203A, CPAL16C2204A, CPF16C2205A, CPN16C2202A, CRC16C2204A, DELT16C2202A, DELT16C2203A, DOHC16C2202A, DTAC16C2203A, EA16C2206A, EA16C2203A, EA16C2205A, ESSO16C2202A, GLOB16C2203A, GPSC16C2206A, GPSC16C2203A, GPSC16C2205A, GULF16C2202A, GULF16C2203A, GULF16C2205A, GUNK16C2206A, GUNK16C2203A, GUNK16C2205A, HANA16C2202A, HANA16C2204A, HANA16C2205A, HMPR16C2202A, INTU16C2202A, INTU16C2205A, IRPC16C2205A, IVL16C2202A, IVL16C2203A, JAS16C2202A, JAS16C2206A, JMAR16C2202A, JMAR16C2205A, JMT16C2203A, JMT16C2205A, KBAN16C2206A, KBAN16C2202A, KBAN16C2204A, KCE16C2204A, KCE16C2205A, KCE16C2205B, KTC16C2202A, LH16C2202A, MINT16C2203A, MINT16C2204A, MTC16C2202A, MTC16C2204A, OR16C2202A, OR16C2203A, OR16C2205A, PTG16C2202A, PTG16C2203A, PTL16C2202A, PTL16C2202B, PTT16C2203A, PTT16C2205A, PTTE16C2203A, RBF16C2202A, RCL16C2205A, RS16C2205A, S5016P2206B, S5016C2203A, S5016C2203B, S5016C2206A, S5016P2203A, S5016P2203B, S5016P2206A, SAWA16C2202A, SAWA16C2204A, SAWA16C2205A, SCB16C2202A, SCC16C2204A, SCGP16C2202A, SPAL16C2202A, STA16C2203A, STEC16C2204A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TOP16C2206A, TOP16C2202A, TRUE16C2205A, TRUE16C2202A, TRUE16C2203A, TRUE16C2203B, TU16C2202A, TU16C2204A, WHA16C2202A, WHA16C2204A (underlying securities are ACE, ADVANC, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, ESSO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, LH, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, RBF, RCL, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPALI, STA, STEC, STGT, SYNEX, TOP, TU, WHA, TRUE). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 21.2 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททูธนชาติ 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 ทูธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมอศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่นางอัคริณี ไตรรงค์ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ 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 นิการุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

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

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

พลังงาน, ปิโตรเคมี
ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ
Tel: 662-779-9110
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

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

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

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

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

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

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

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

วิเคราะห์เชิงปริมาณ
สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์
Tel: 662-483-8303
sittichet.run@thanachartsec.co.th

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

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้าน
รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

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

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

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน
นลินภรณ์ คลังเปรมจิตต์
Tel: 662-779-9107
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

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

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

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

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

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

สุจินตนา สดภาพ
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