

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 13.50

Upside : 43.6%

(From: Bt 13.00)

23 JUNE 2022

Small Cap Research

MC GROUP Pcl (MC TB)

คาดการณ์กำไรแข็งแกร่งใน 4QFY22F

MC คาดว่าจะมีกำไรแข็งแกร่งมากใน 4QFY22F โดยได้แรงหนุนจาก ยอดขายสาขาเดิมที่เติบโตแข็งแกร่งที่ 25% ยอดขายจาก Mc Outlets และ อัตราการไถ่คืนที่ยังคงทำสถิติที่ 65% MC น่าสนใจ ด้วยมี EPS เติบโต 26/16% ในปี FY23-24F, ซื้อขายที่ 11.7/10.1 เท่า PE และอัตราผลตอบแทนปันผลที่ 8.6/9.9% คำแนะนำ “ซื้อ” ราคาเป้าหมายใหม่ที่ 13.5 บาท



PHANNARAI TIYAPITTAYARUT

662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

กำไรฟื้นตัวแข็งแกร่งใน 4QFY22F

เราคาดว่า MC จะมีกำไรสุทธิแข็งแกร่งใน 4QFY22F (เม.ย.-มิ.ย. 2022) ที่ 142 ลบ. เพิ่มขึ้น 700% y-y จาก 18 ลบ. ใน 4QFY21 และ 30% q-q จาก 110 ลบ. ใน 3QFY22 ปัจจัยหลักผลักดันคาดว่าจะเป็นการเพิ่มขึ้นในรายได้จากการขายราว 54% y-y และ 11% q-q และอัตราการไถ่คืนที่ยังคงอยู่ในระดับสูงที่ 65%, ทรงตัว q-q แต่เพิ่มขึ้น y-y จาก 54.5% แม้การล็อกดาวน์ 2 เดือน ในเดือนกรกฎาคม-สิงหาคม ปีที่ผ่านมาจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน 1QFY22 แต่ MC คาดว่าจะมีกำไรเติบโต 14% y-y เป็น 506 ลบ. ในปี FY22F โดยได้แรงหนุนจากอัตราการไถ่คืนที่เพิ่มขึ้นเป็น 64.6% จาก 59.6% ในปี FY21 และยอดขายฟื้นตัวอย่างรวดเร็ว นับตั้งแต่คลายล็อกดาวน์เมื่อเดือนกันยายนปีที่แล้ว เราคาดว่า ยอดใน 2Q-4QFY22F (ต.ค. 2021-มิ.ย. 2022) จะเติบโต 4% y-y

ร้าน mcmc ถูกเปลี่ยนเป็น Mc Outlets

รูปแบบร้านใหม่ “Mc Outlets” ของบริษัท ในปิ่นน่านปตท. เริ่มเปิดให้บริการใน 2QFY22 เพื่อขยายทางเกนยีนส์และเครื่องแต่งกายที่คุ้มค่าในราคาเอทรีเล็ด ภายในสิ้นเดือนมิถุนายนปีนี้ เราคาดว่า MC จะมีร้าน Mc Outlets ใหม่ 17 แห่ง และร้าน mcmc ทั้งหมด 55 แห่งที่ตั้งอยู่ในปิ่นน่านปตท. จะถูกเปลี่ยนเป็น Mc Outlets ทั้งหมด ร้าน Mc Outlets 72 แห่งนี้จะคิดเป็น 11% ของสาขาทั้งหมด 652 สาขา ณ สิ้นปี FY22F จนถึงปัจจุบัน Mc Outlets มียอดขายอยู่ที่ 2-3 เท่าของยอดขายเฉลี่ย/ร้านค้าจากการเปิดตัว Mc Outlets เราคำนวณยอดขาย/ร้านค้า เพิ่มขึ้นเป็น 0.44 ลบ./เดือน ใน 2Q-4QFY22F จาก 0.42 ลบ./เดือน ในปี FY21 และ 0.40 ลบ./เดือน ในปี FY20 เราเชื่อว่ายอดขายที่แข็งแกร่งใน 4QFY22F มาจาก Mc Outlets และการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมของร้านที่มีอยู่ราว 25% เนื่องจากคนไทยเดินทางไปต่างจังหวัดมากขึ้น และยอดขายของ MC ราว 70% มาจากสาขาในต่างจังหวัด

บริหารจัดการสินค้าคงคลัง

MC สามารถลดสินค้าคงคลังลงจาก 2.2 พันลบ. ในปี FY18 เป็น 1.6/1.4/1.25 พันลบ. ในปี FY19-21 เนื่องจากราคาวัตถุดิบหลักอย่างฝ้ายพุ่งสูงขึ้นตั้งแต่เดือนตุลาคมปีที่แล้ว ระดับสินค้าคงคลังของบริษัทฯ จึงอยู่ที่ 1.2-1.3 พันลบ. ในปี FY22YTD นโยบายสินค้าคงคลังในการรักษาสินค้าคงคลังให้นานขึ้นเล็กน้อยเพื่อลดต้นทุนเดิม และกลยุทธ์การลดการขายลดราคาได้ผลักดันให้อัตราการไถ่คืนสูงเป็นประวัติการณ์ที่ 65% สำหรับสามไตรมาสในช่วง 2Q-4QFY22F

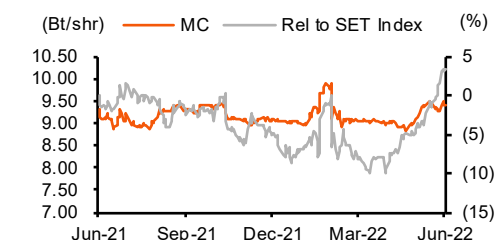
คำแนะนำ “ซื้อ” ราคาเป้าหมายใหม่ที่ 13.5 บาท

เราปรับกำไรของ MC ขึ้น 4% ต่อปี ในปี FY22-33F จากอัตราการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมและแนวโน้มอัตราการไถ่คืนที่ดีขึ้น ราคาเป้าหมายของเรา (ปีฐาน 2023) จึงถูกปรับขึ้น 4% เป็น 13.5 บาท เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” MC ในฐานะที่เป็นหุ้นที่ฟื้นตัวอย่างรวดเร็วหลังโควิด และอยู่ในสถานะเป็นเงินสดสุทธิ กำไรปี FY23F น่าจะสูงเกินระดับปี FY19 ด้วยคาดว่า มี EPS เติบโต 26/16% ในปี FY23-24F, มูลค่าอยู่ที่ 11.7/10.1 เท่า PE และให้อัตราผลตอบแทนปันผลสูงที่ 8.6/9.9% ในปีดังกล่าว

COMPANY VALUATION

Y/E Jun (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	3,220	2,986	3,603	3,874
Net profit	446	506	639	738
Consensus NP	—	494	577	636
Diff frm cons (%)	—	2.5	10.7	16.2
Norm profit	446	506	639	738
Prev. Norm profit	—	488	610	708
Chg frm prev (%)	—	3.7	4.6	4.3
Norm EPS (Bt)	0.6	0.6	0.8	0.9
Norm EPS grw (%)	0.4	13.6	26.1	15.6
Norm PE (x)	16.7	14.7	11.7	10.1
EV/EBITDA (x)	6.1	5.5	4.8	4.3
P/BV (x)	2.1	2.1	2.0	2.0
Div yield (%)	5.9	6.8	8.6	9.9
ROE (%)	12.4	14.0	17.5	19.9
Net D/E (%)	(51.7)	(54.0)	(52.9)	(54.8)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 23-Jun-22 (Bt)	9.40
Market Cap (US\$ m)	209.7
Listed Shares (m shares)	792.0
Free Float (%)	42.9
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.2
12M Price H/L (Bt)	9.90/8.80
Sector	Commerce
Major Shareholder	Miss Sunee Seripanu 43.11%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่ผู้ลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Key Assumption Changes

	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F
SSSG (%)												
- New	(8.0)	17.0	5.0	5.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
- Old	(10.0)	19.0	5.0	5.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Gross margin (%)												
- New	64.6	64.0	64.3	64.6	64.9	65.2	65.5	65.7	65.9	66.1	66.3	66.5
- Old	63.5	63.8	64.1	64.4	64.7	65.0	65.3	65.5	65.7	65.9	66.1	66.3
Change (bp)	110	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20
Normalized profit (Bt m)												
- New	506	639	738	848	947	1,032	1,149	1,249	1,377	1,510	1,605	1,705
- Old	488	610	708	815	912	993	1,107	1,205	1,329	1,459	1,549	1,644
Change (%)	3.7	4.6	4.3	4.1	3.9	3.9	3.7	3.7	3.6	3.5	3.6	3.7

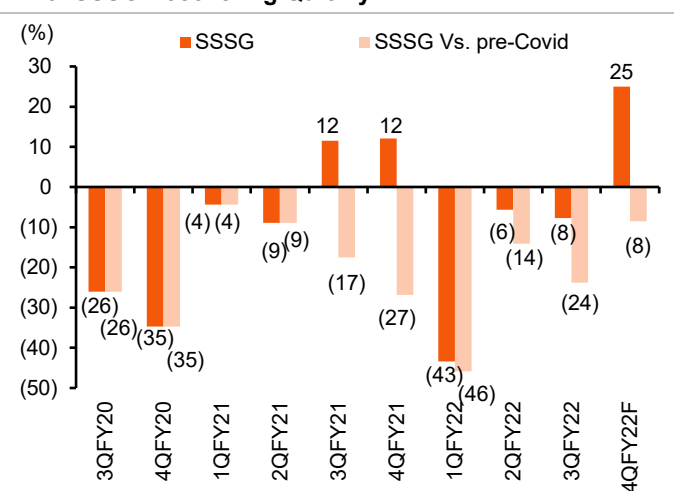
Source: Thanachart estimates

Ex 2: 4Q FY22F Earnings Preview

Yr-end June (Bt m)	Income Statement					Change	
	4Q FY21	1Q FY22	2Q FY22	3Q FY22	4Q FY22F	q-q%	y-y%
Revenue	531	438	995	738	815	11	54
Gross profit	289	269	648	482	530	10	83
SG&A	290	243	370	347	350	1	21
Operating profit	(1)	26	277	135	180	33	na
EBITDA	96	124	371	228	277	21	189
Other income	8	5	11	5	11	106	33
Other expense	0	0	0	0	0		
Interest expense	7	5	5	5	10	75	43
Profit before tax	1	26	284	135	181	35	23,649
Income tax	(15)	2	53	25	39	60	na
Equity & invest. income	0	(1)	1	(0)	0	na	(21)
Minority interests	2	0	(0)	0	(0)	na	na
Extraordinary items	0	0	0	0	0		
Net profit	18	24	231	110	142	30	700
Normalized profit	18	24	231	110	142	30	700

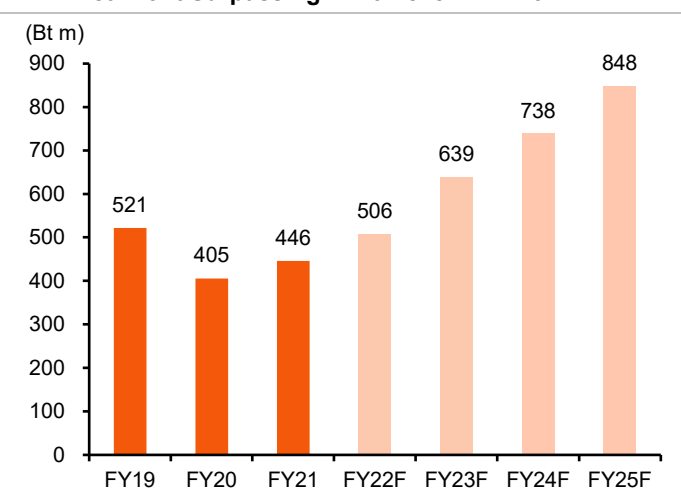
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: SSSG Recovering Quickly

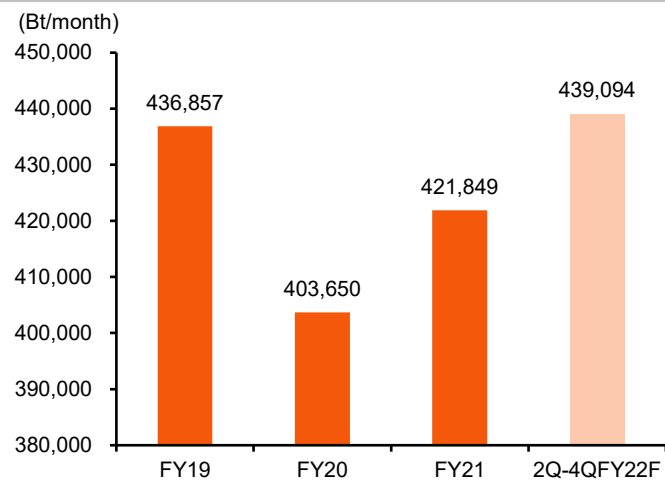


Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Net Profit Surpassing FY19 Level In FY23F



Sources: Company data, Thanachart estimates

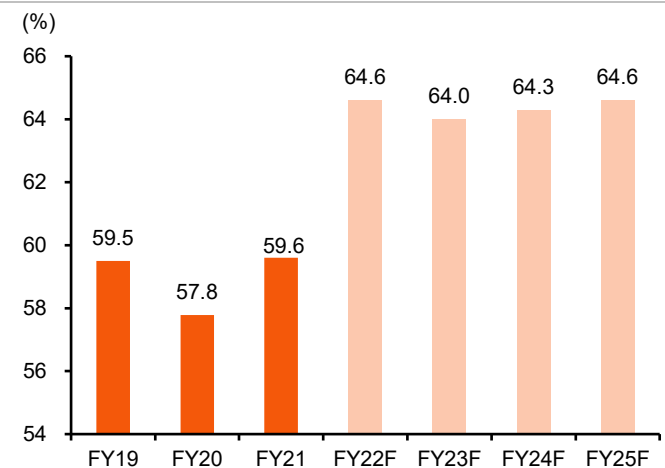
Ex 5: Rising Average Sales/Store

Sources: Company data, Thanachart estimates

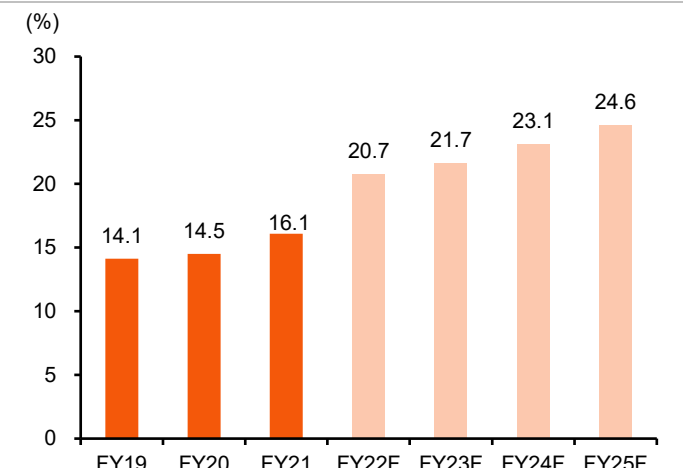
Ex 6: Points Of Sale

Points of sale	FY19 (ended June)	FY20	FY21	31Mar22
Free-standing shops	312	334	334	343
Modern trade	306	305	287	286
Mobile units	6	6	6	6
Total domestic	624	645	627	635
International	14	12	9	9
Total	638	657	636	644

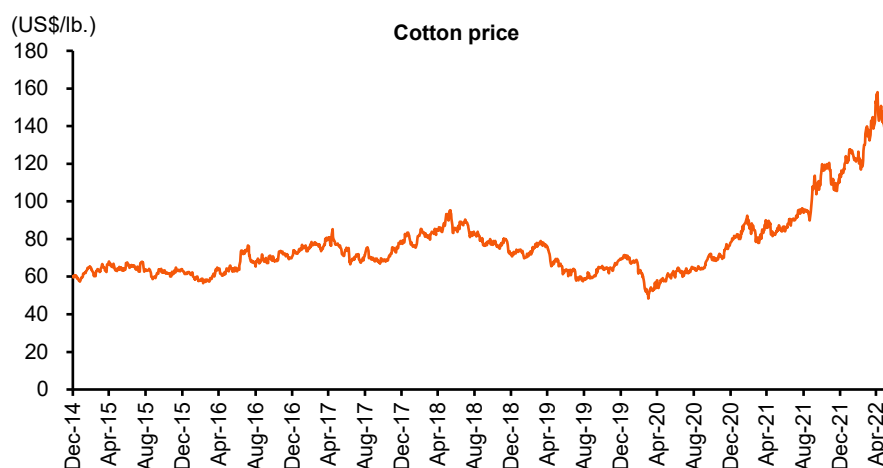
Source: Company data

Ex 7: Gross Margin

Sources: Company data, Thanachart estimates

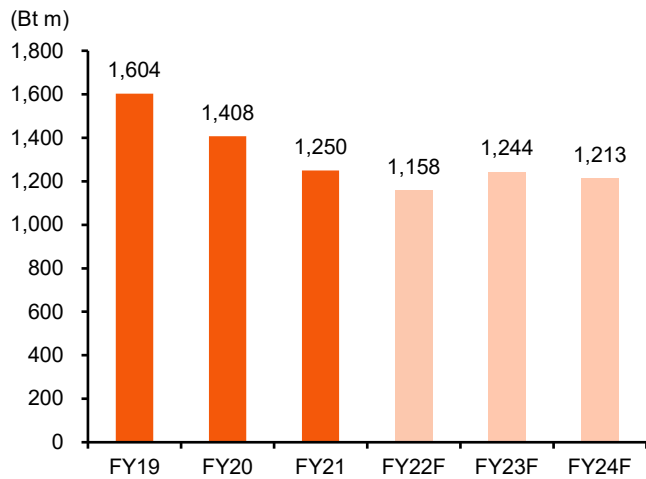
Ex 8: EBIT Margin

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: Cotton Price

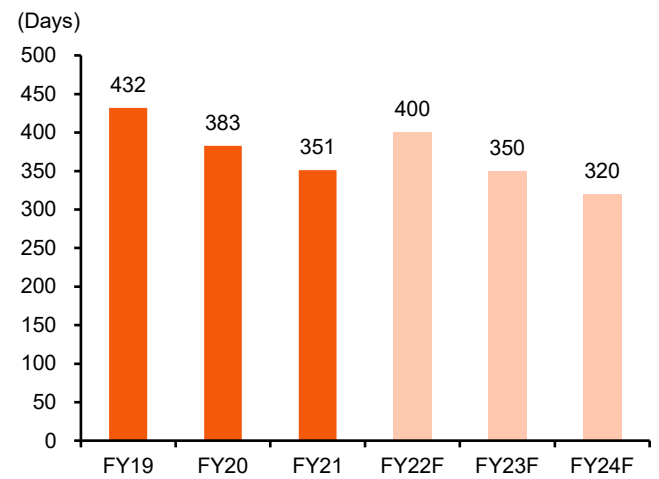
Source: Bloomberg

Ex 10: Inventory Level



Sources: Company data, Thanachart estimates

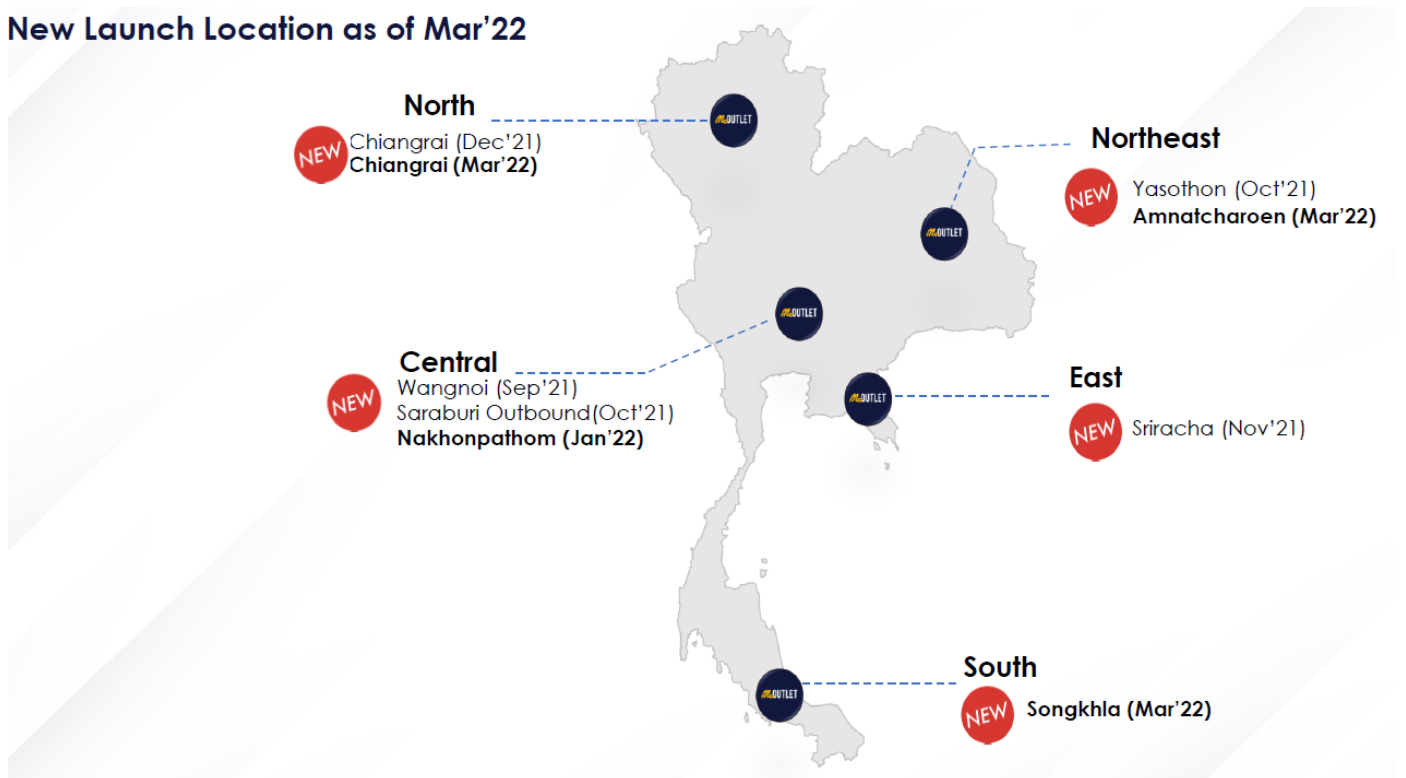
Ex 11: Inventory Days



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 12: Mc Outlets

New Launch Location as of Mar'22



Source: Company data

Ex 13: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of FY23F

(Bt m)		FY23F	FY24F	FY25F	FY26F	FY27F	FY28F	FY29F	FY30F	FY31F	FY32F	Terminal value
EBITDA		854	967	1,094	1,210	1,315	1,452	1,570	1,724	1,890	2,009	
Free cash flow		618	813	885	1,006	1,006	1,116	1,206	1,329	1,349	1,392	12,631
PV of free cash flow		616	638	615	619	537	525	501	486	435	396	3,020
Risk-free rate (%)		2.5										
Market risk premium (%)		8.0										
Beta		1.3										
WACC (%)		12.9										
Terminal growth (%)		2.0										
Enterprise value		8,741										
Net debt (end-FY22F)		(1,962)										
Minority interest		11										
Equity value		10,691										
# of shares (m)		792										
Equity value / share (Bt)		13.50										

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 14: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div. yield —	
			22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Marks & Spencer	MKS LN	Britain	na	(21.2)	5.8	7.4	1.0	0.9	4.3	4.7	0.0	0.6
J Sainsbury PLC	SBRY LN	Britain	109.1	(7.4)	8.2	8.9	0.6	0.5	5.0	5.3	7.7	6.5
Tesco	TSCO LN	Britain	110.8	(2.8)	10.6	10.9	1.3	1.0	6.5	6.8	3.6	4.7
Carrefour SA	CA FP	France	19.7	15.2	9.8	8.5	1.2	1.1	5.3	4.9	3.3	3.7
Casino Guichard	CO FP	France	(5.3)	49.5	10.3	6.9	0.5	0.5	6.4	6.0	4.8	1.0
L'Oreal SA	OR FP	France	17.8	8.4	31.2	28.8	6.8	6.2	20.1	18.6	1.4	1.7
Alimentation Couche	ATD/B CN	Canada	8.8	0.7	na	na	na	na	9.5	9.8	na	na
Aeon	8267 JP	Japan	na	99.7	162.3	81.2	2.0	2.0	8.8	8.3	1.6	1.6
Kao Corporation	4452 JP	Japan	(7.9)	12.8	22.8	20.2	2.6	2.5	11.1	10.1	2.7	2.8
Lion Corporation	4912 JP	Japan	(8.0)	(0.1)	21.2	21.2	1.6	1.5	8.7	8.2	1.6	1.7
Shiseido Co. Ltd	4911 JP	Japan	15.5	69.1	50.9	30.1	3.8	3.5	18.2	13.2	1.0	1.8
Lawson	2651 JP	Japan	105.8	14.1	24.0	21.0	1.6	1.6	3.5	3.3	3.4	3.4
Seven & I Holdings	3382 JP	Japan	36.3	20.1	21.7	18.0	1.7	1.6	8.5	7.1	1.9	1.9
Lotte Corp	004990 KS	South Korea	(8.0)	39.8	13.3	9.5	0.6	0.6	10.7	10.1	3.0	4.2
Shinsegae	004170 KS	South Korea	18.5	16.6	6.1	5.2	0.5	0.5	6.1	5.7	0.8	1.3
Amore Pacific Group	002790 KS	South Korea	(23.7)	32.9	18.8	14.2	1.1	1.1	6.3	5.1	1.3	1.1
Best Buy Co Inc	BBY US	USA	(13.8)	14.5	8.1	7.1	5.4	5.3	4.7	4.4	3.1	4.0
Wal-Mart Stores	WMT US	USA	(0.4)	9.3	18.9	17.3	3.7	3.3	10.3	9.8	1.8	1.8
Home Depot Inc	HD US	USA	7.3	5.8	16.1	15.3	na	na	11.7	11.4	2.2	2.5
Yonghui Superstores	601933 CH	China	na	68.0	54.0	32.1	3.3	3.0	18.6	14.9	1.3	0.6
Sa International	178 HK	Hong Kong	na	na	na	52.7	3.9	3.6	na	25.5	0.0	0.0
Dairy Farm Intl Hldgs	DFI SP	Hong Kong	12.2	66.4	26.6	16.0	3.2	2.9	9.2	8.6	3.1	3.7
President Chain Store	2912 TT	Taiwan	15.9	11.5	27.0	24.2	7.8	7.3	11.7	11.5	2.9	3.3
7-Eleven Malaysia	SEM MK	Malaysia	188.9	7.7	17.7	16.4	11.5	8.6	7.1	7.1	1.9	2.9
Berli Jucker *	BJC TB	Thailand	47.9	10.7	25.6	23.1	1.1	1.1	13.3	12.9	2.9	3.2
COM7 *	COM7 TB	Thailand	28.4	22.4	22.9	18.7	10.1	8.3	16.1	13.3	2.0	4.4
CP All *	CPALL TB	Thailand	66.1	57.4	41.6	26.4	4.8	4.3	12.3	10.3	1.2	1.9
Central Pattana *	CPN TB	Thailand	146.0	34.3	32.4	24.1	3.4	3.1	18.9	15.3	1.4	1.9
Central Retail Corp. *	CRC TB	Thailand	na	40.3	39.1	27.9	3.5	3.2	9.7	8.7	1.0	1.4
Siam Global House *	GLOBAL TB	Thailand	11.8	20.8	23.7	19.6	4.0	3.5	18.9	15.7	1.7	2.0
Home Product*	HMPRO TB	Thailand	21.1	20.5	25.9	21.5	7.1	6.6	14.9	12.8	3.1	3.7
Siam Makro *	MAKRO TB	Thailand	(20.6)	40.6	37.1	26.4	1.2	1.2	14.3	12.3	2.0	2.8
Mc Group *	MC TB**	Thailand	13.6	26.1	14.7	11.7	2.1	2.0	5.5	4.8	6.8	8.6
Average			32.6	25.1	27.4	21.0	3.3	3.0	10.5	9.9	2.4	2.7

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates using normalized EPS growth

Based on 23 June 2022 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
- ขยายสายผลิตภัณฑ์ และกลุ่มลูกค้า
- ผู้ประกอบการขนาดเล็กออกจากตลาด

CONSENSUS COMPARISON

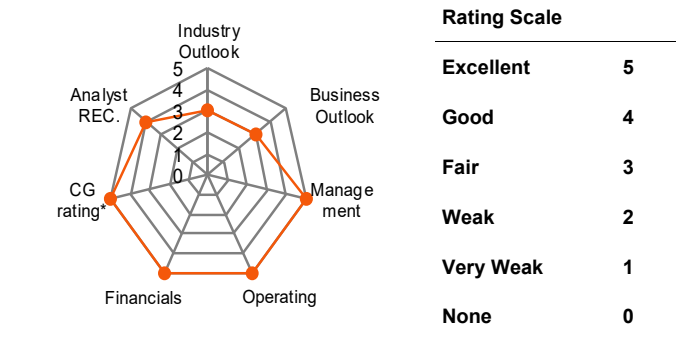
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	11.73	13.50	15%
Net profit 22F (Bt m)	494	506	2%
Net profit 23F (Bt m)	577	639	11%
Consensus REC	BUY: 3	HOLD: 2	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรสุทธิปี FY22-23F ของเราสูงกว่าตลาด 2-11% เนื่องจากสมมติฐานยอดขายสาขาเดิม อัตรากำไรขั้นต้น และอัตรากำไรสุทธิของเราที่สูงขึ้น
- ราคาเป้าหมายของเราจึงสูงกว่าของตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG Rating

W — Weakness

- MC มีสต็อกสินค้าและจำนวนวันที่สินค้าคงคลังที่รับเข้ามาสูง แต่มีแนวโน้มลดลง
- ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่สูง ส่วนใหญ่เป็นค่าบุคลากรและค่าเช่าซึ่งคิดเป็น 70% ของค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารทั้งหมด

T — Threat

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

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การใช้จ่ายของประชาชนเติบโตต่ำกว่าที่เราคาด จะทำให้มี downside ต่อสมมติฐานการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมของเรา
- หากกลยุทธ์ช่องทาง omni-channel และขายต่างประเทศไม่ประสบความสำเร็จจะส่งผลกระทบต่อคาดการณ์การเติบโตของ MC
- การแข่งขันที่สูงขึ้นจากคู่แข่งเดิมและคู่แข่งใหม่ในตลาดทางแฟชั่นและเครื่องนุ่งห่ม จะเป็นปัจจัยกดดันปริมาณยอดขายและราคาขายของ MC

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

We expect FY22F profit to grow by 14% despite the lockdown

FY ending Jun (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	3,182	3,220	2,986	3,603	3,874
Cost of sales	1,344	1,301	1,057	1,297	1,383
Gross profit	1,839	1,919	1,929	2,306	2,491
% gross margin	57.8%	59.6%	64.6%	64.0%	64.3%
Selling & administration expenses	1,377	1,401	1,310	1,526	1,595
Operating profit	461	518	619	780	896
% operating margin	14.5%	16.1%	20.7%	21.7%	23.1%
Depreciation & amortization	99	400	382	375	362
EBITDA	560	918	1,000	1,155	1,257
% EBITDA margin	17.6%	28.5%	33.5%	32.1%	32.5%
Non-operating income	35	29	32	40	45
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(0)	(28)	(25)	(21)	(18)
Pre-tax profit	496	519	625	798	923
Income tax	50	78	119	160	185
After-tax profit	446	441	506	639	738
% net margin	14.0%	13.7%	17.0%	17.7%	19.1%
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	506	639	738
Normalized profit	444	446	506	639	738
EPS (Bt)	0.5	0.6	0.6	0.8	0.9
Normalized EPS (Bt)	0.6	0.6	0.6	0.8	0.9

We estimate FY23F profit to surpass the pre-COVID FY19 level

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	3,357	3,485	3,575
Cash & cash equivalent	1,481	1,864	1,962	1,956	2,055
Account receivables	266	202	229	276	297
Inventories	1,408	1,250	1,158	1,244	1,213
Others	37	7	8	9	10
Investments & loans	25	25	25	25	25
Net fixed assets	404	343	311	266	230
Other assets	463	1,522	1,334	1,254	1,142
Total assets	4,084	5,214	5,027	5,031	4,972
LIABILITIES:					
Current liabilities:	412	721	372	447	474
Account payables	283	283	232	284	303
Bank overdraft & ST loans	0	0	0	0	0
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	129	438	140	162	170
Total LT debt	0	0	0	0	0
Others LT liabilities	79	891	1,023	886	751
Total liabilities	492	1,612	1,395	1,333	1,225
Minority interest	11	11	11	11	11
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	400	400	396	396	396
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	490	556	606
Shareholders' equity	3,581	3,591	3,621	3,687	3,737
Liabilities & equity	4,084	5,214	5,027	5,031	4,972

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Jun (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	496	519	625	798	923
Tax paid	(59)	(78)	(119)	(159)	(184)
Depreciation & amortization	99	400	382	375	362
Chg In working capital	212	221	15	(80)	29
Chg In other CA & CL / minorities	(44)	372	(304)	14	3
Cash flow from operations	705	1,433	598	948	1,132
Capex	(86)	(13)	(45)	(29)	(35)
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	850	167	(207)	(164)
Cash flow from investments	(59)	(615)	(23)	(381)	(345)
Debt financing	0	(0)	0	(0)	(0)
Capital increase	0	0	(4)	0	0
Dividends paid	(515)	(433)	(473)	(573)	(689)
Warrants & other surplus	6	(2)	0	0	0
Cash flow from financing	(509)	(436)	(477)	(573)	(689)
Free cash flow	619	1,420	553	919	1,097

VALUATION

FY ending Jun	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	16.8	16.7	14.7	11.7	10.1
Normalized PE - at target price (x)	24.1	24.0	21.1	16.7	14.5
PE (x)	18.4	16.7	14.7	11.7	10.1
PE - at target price (x)	26.4	24.0	21.1	16.7	14.5
EV/EBITDA (x)	10.6	6.1	5.5	4.8	4.3
EV/EBITDA - at target price (x)	16.4	9.6	8.7	7.6	6.9
P/BV (x)	2.1	2.1	2.1	2.0	2.0
P/BV - at target price (x)	3.0	3.0	3.0	2.9	2.9
P/CFO (x)	10.6	5.2	12.4	7.9	6.6
Price/sales (x)	2.3	2.3	2.5	2.1	1.9
Dividend yield (%)	5.9	5.9	6.8	8.6	9.9
FCF Yield (%)	8.3	19.1	7.4	12.3	14.7
(Bt)					
Normalized EPS	0.6	0.6	0.6	0.8	0.9
EPS	0.5	0.6	0.6	0.8	0.9
DPS	0.6	0.6	0.6	0.8	0.9
BV/share	4.5	4.5	4.6	4.7	4.7
CFO/share	0.9	1.8	0.8	1.2	1.4
FCF/share	0.8	1.8	0.7	1.2	1.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

Decent dividend yields,
based on our estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Jun	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(4.8)	1.2	(7.3)	20.7	7.5
Net profit (%)	(22.3)	10.0	13.6	26.1	15.6
EPS (%)	(22.3)	10.0	13.6	26.1	15.6
Normalized profit (%)	(18.8)	0.4	13.6	26.1	15.6
Normalized EPS (%)	(18.8)	0.4	13.6	26.1	15.6
Dividend payout ratio (%)	108.6	98.7	100.0	100.0	100.0
Operating performance					
Gross margin (%)	57.8	59.6	64.6	64.0	64.3
Operating margin (%)	14.5	16.1	20.7	21.7	23.1
EBITDA margin (%)	17.6	28.5	33.5	32.1	32.5
Net margin (%)	14.0	13.7	17.0	17.7	19.1
D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.4)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
Interest coverage - EBIT (x)	na	18.4	24.8	36.6	50.5
Interest coverage - EBITDA (x)	na	32.7	40.1	54.1	70.9
ROA - using norm profit (%)	10.6	9.6	9.9	12.7	14.8
ROE - using norm profit (%)	12.2	12.4	14.0	17.5	19.9
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	12.3	12.3	14.0	17.5	19.9
- asset turnover (x)	0.8	0.7	0.6	0.7	0.8
- operating margin (%)	15.6	17.0	21.8	22.8	24.3
- leverage (x)	1.2	1.3	1.4	1.4	1.3
- interest burden (%)	100.0	94.9	96.2	97.4	98.1
- tax burden (%)	89.9	84.9	81.0	80.0	80.0
WACC (%)	12.9	12.9	12.9	12.9	12.9
ROIC (%)	17.7	20.9	29.0	37.6	41.4
NOPAT (Bt m)	415	440	501	624	717
invested capital (Bt m)	2,101	1,728	1,659	1,731	1,682

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไปว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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 73 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2210A, AMAT16C2209A, AMAT16C2206A, AOT16C2209A, AOT16C2206A, AWC16C2207A, BAM16C2206A, BAM16C2207A, BANPU16C2210A, BANP16C2207A, BCH16C2207A, BEC16C2207A, BGRI16C2209A, BLA16C2209A, BLA16C2205A, BLA16C2208A, CBG16C2207A, CENTEL16C2209A, CHG16C2207A, COM716C2211A, COM716C2208A, COM716C2209A, DOHO16C2207A, EA16C2206A, EA16C2207A, EA16C2209A, ESSO16C2209B, ESSO16C2209A, GPSC16C2206A, GPSC16C2207A, GPSC16C2209A, GULF16C2210A, GULF16C2207A, GUNK16C2206A, GUNK16C2207A, GUNK16C2209A, HANA16C2207A, HANA16C2209A, IVL16C2209A, IVL16C2206A, JMART16C2210A, JMAR16C2206A, JMT16C2207A, KBAN16C2206A, KBAN16C2208A, KBAN16C2209A, KCE16C2208A, KCE16C2209A, KTC16C2209A, MEGA16C2207A, MINT16C2207A, MTC16C2209A, PTG16C2209A, PTTE16C2209A, PTTG16C2207A, RBF16C2209A, RCL16C2208A, SET5016P2209B, S5016C2206A, S5016C2209A, S5016P2206A, S5016P2206B, S5016P2209A, SAWA16C2209A, SCB16C2208A, SPRC16C2209A, STEC16C2209A, SYNE16C2206A, TOP16C2206A, TTA16C2211A, TTA16C2207A, TTA16C2208A, TU16C2210A, WHA16C2209A (underlying securities are ADVANC, AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CENTEL, CHG, COM7, DOHOME, EA, ESSO, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MEGA, MINT, MTC, PTG, PTTEP, PTTGC, RBF, RCL, SET50, SAWAD, SCB, SPRC, STEC, SYNEX, TOP, TTA, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาต จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd. โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ธนชาต จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd. มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาต จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 23 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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

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

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ “หุ้นกู้ บริษัท สหกลีโควิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สหกลีโควิปเมนท์ 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 นิการกุล, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	Strategy, ประกัน, กระดาษ จักร เรืองสินัญญา 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, เติบเรอ พัทธดนย์ บุณนาค Tel: 662-483-8298 pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ Tel: 662-779-9109 phannarai.von@thanachartsec.co.th	ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเช่า รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th
ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน สรชดา สรทรง Tel: 662-779-9106 sarachada.sor@thanachartsec.co.th	ขนส่ง, รับเหมา ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์ Tel: 662-779-9112 saksid.pha@thanachartsec.co.th	Small Cap, การแพทย์, โรงแรม ศิริพร อรุโณทัย Tel: 662-779-9113 siriporn.aru@thanachartsec.co.th
พลังงาน, ปิโตรเคมี ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ Tel: 662-779-9110 yupapan.pol@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพยมณฑล Tel: 662-779-9115 lapinee.dib@thanachartsec.co.th	
กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พัฒนทรัพย์กุล, CFA Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวลลิ์ หวังมิ่งมาศ Tel: 662-779-9105 pattarawan.wan@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง Tel: 662-779-9123 witchanan.tam@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล Tel: 662-483-8304 thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์ Tel: 662-483-8303 sittichet.run@thanachartsec.co.th	ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน นลิกรณ์ คลังเปรมจิตต์ Tel: 662-779-9107 nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล Tel: 662-779-9108 monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุล Tel: 662-779-9118 kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ Tel: 662-779-9114 varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัต Tel: 662-779-9117 sunset.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปรางค์ 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