

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 18.50

(Unchanged)

20 JULY 2023

Upside : 32.1%

Home Product Center (HMPRO TB)

เริ่มเห็นผลของกลยุทธ์การขายใหม่

เราคาดว่า HMPRO จะกำไรเติบโต 3% y-y ใน 2Q23F จากการเติบโตของ ยอดขายสาขาเดิมที่ 4.5% เนื่องจากกลยุทธ์การขายใหม่เริ่มเห็นผลและการขยายสาขาเชิงรุกในปีนี้มีแนวโน้มไปในทางที่ดี เราจึงคงคำแนะนำ “ซื้อ” ราคาเป้าหมาย 18.5 บาท



PHANNARAI TIYAPITTAYARUT

662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

เติบโตใน 2Q23F

แม้ค่าใช้จ่ายจะสูงขึ้นจากค่าไฟฟ้า และค่าใช้จ่ายจากการขยายสาขา แต่เราคาดว่า HMPRO จะผ่านพ้นแรงกดดันด้านต้นทุน ด้วยมียอดขายและอัตรากำไรขั้นต้นที่สูงขึ้น เราคาดว่ากำไร 2Q23F อยู่ที่ 1.56 พันลบ. เพิ่มขึ้น 3% y-y หนุนโดยยอดขายที่เติบโต 7% (ยอดขายสาขาเดิมเติบโต 4.5% สำหรับ HomePro และเป็นลบ 1-2% สำหรับ Mega Home) แม้จะมีสัดส่วนยอดขายธุรกิจเมกาโฮมที่มีอัตรากำไรต่ำเพิ่มขึ้นผ่านการเปิดร้านมากขึ้น แต่เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะเพิ่มขึ้นเล็กน้อย y-y เป็น 25.8% เนื่องจากคาดว่าจะการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมในเดือนมิถุนายนอ่อนตัวลงเหลือ 2-3% จากการบริโภคชะลอตัวส่วนหนึ่งเนื่องจากช่วงต้นฤดูฝน เราจึงปรับลดยอดขายสาขาเดิมลงเหลือ 2.8/4/4% ในปี 2023-25F จากเดิมที่ 5% ในปีดังกล่าว

ขยายสาขาได้ตามเป้า

ด้วยแผนการเร่งเปิดสาขา Mega Home หลังโควิด เพื่อบรรลุเป้าหมายระยะกลาง 50 สาขา จาก 18 สาขาในปีที่แล้ว HMPRO ได้เปิดตัว Mega Home 6 สาขาใน 1H23 และมีแผนเปิด Mega Home ใหม่ 8 สาขา และ HomePro 2 สาขา อีก การขยายสาขาเป็นปัจจัยหนุนหลักหลังโควิด นอกจากยอดขายสาขาเดิมที่เติบโตเป็นบวกในแต่ละปีในปี 2023-25F ภายในสิ้นปี เราคาดว่าจะมี HomePro 89 สาขาในไทย, HomePro S 5 สาขา, Mega Home 26 สาขา และ HomePro 7 สาขาในมาเลเซีย

กลยุทธ์การขายใหม่ทำได้ดี

HMPRO ได้ริเริ่มกลยุทธ์ต่างๆ เพื่อกระตุ้นยอดขาย ช่องทางอีคอมเมิร์ซเป็นช่องทางที่ยังคงให้ความสำคัญ ผ่านเว็บไซต์ของตัวเอง HomePro app และ marketplace (Shopee, Lazada) บริษัทฯ เปิดตัว “HomePro for Business” แพลตฟอร์มออนไลน์สำหรับลูกค้า B2B ในช่วงฤดูร้อน ยอดขายเครื่องปรับอากาศแข็งแกร่งในเดือนเม.ย. หนุนโดยบริการใหม่ เช่น การแลกเปลี่ยนและการขายต่อ และการจัดส่งภายในวันเดียวกัน บริการเหล่านี้เป็นที่นิยมสำหรับผลิตภัณฑ์อิเล็กทรอนิกส์

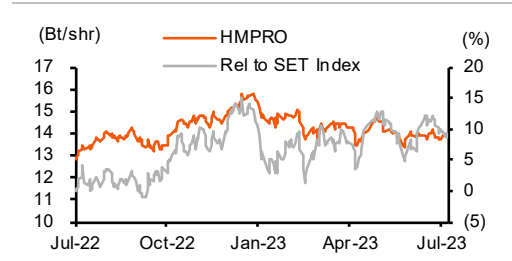
แนวโน้มดีต่อเนื่อง

เราคาดว่า HMPRO จะมีกำไรเติบโตแข็งแกร่งขึ้น y-y ใน 2H23F ต่อเนื่องไปยังช่วงที่มีการใช้จ่ายสูงใน 4Q โดยคาดว่า EPS จะเติบโต 11% ในปีนี้ ปัจจัยหนุนคือ 1) ยอดขายจากสาขาใหม่ เนื่องจากมีแผนเปิด 10 สาขาใหม่ในปีตั้งแต่ 1Q23 ถึง 4Q23 2) ได้แรงหนุนจากกลยุทธ์การขายใหม่และการใช้จ่ายที่ฟื้นตัวในสาขาในจังหวัดท่องเที่ยว และ 3) แรงกดดันด้านต้นทุนที่ลดลงจากการติดตั้งโซลาร์รูฟ และค่า Ft ที่ลดลง ด้วยการปรับลดกำไรลง 3-6% ในปี 2023-25F เราจึงคงคำแนะนำ “ซื้อ” HMPRO สำหรับกำไรเติบโตที่ดีเฉลี่ย 3 ปีที่ 13% ในปี 2023-25F ราคาเป้าหมายไม่เปลี่ยนแปลงที่ 18.5 บาท เนื่องจากเราปรับมาใช้ปีฐานปี 2024F

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	66,811	72,974	81,606	89,293
Net profit	6,217	6,903	7,931	8,981
Consensus NP	—	6,875	7,603	8,202
Diff frm cons (%)	—	0.4	4.3	9.5
Norm profit	6,217	6,903	7,931	8,981
Prev. Norm profit	—	7,112	8,333	9,588
Chg frm prev (%)	—	(2.9)	(4.8)	(6.3)
Norm EPS (Bt)	0.5	0.5	0.6	0.7
Norm EPS grw (%)	14.3	11.0	14.9	13.2
Norm PE (x)	29.6	26.7	23.2	20.5
EV/EBITDA (x)	17.3	15.3	13.7	12.3
P/BV (x)	7.6	7.3	6.8	6.3
Div yield (%)	2.7	3.0	3.4	3.9
ROE (%)	26.4	28.0	29.3	31.9
Net D/E (%)	40.8	46.5	48.5	45.7

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 19-Jul-23 (Bt)	14.00
Market Cap (US\$ m)	5,403.4
Listed Shares (m shares)	13,151.2
Free Float (%)	40.9
Avg Daily Turnover (US\$ m)	9.7
12M Price H/L (Bt)	15.80/12.80
Sector	Commerce
Major Shareholder	Land & Houses 30.23%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P70

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2024F

(Bt m)		2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	Terminal Value
EBITDA		14,174	15,787	17,699	19,660	21,576	23,634	25,741	27,637	29,656	31,762	33,861	
Free cash flow		5,192	7,297	10,095	13,123	14,670	16,332	19,523	21,035	22,648	24,827	26,497	389,398
PV of free cash flow		5,192	6,258	8,018	9,653	9,771	10,030	11,055	10,982	10,899	11,016	10,325	151,738
Risk-free rate (%)		2.5											
Market risk premium (%)		8.0											
Beta		0.8											
WACC (%)		8.0											
Terminal growth (%)		2.0											
Enterprise value - add		254,936											
Net debt		11,657											
Minority interest		0											
Equity value		243,279											
# of shares (m)		13,151											
Equity value/share (Bt)		18.50											

Source: Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท โฮม โปรดักส์ เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน) (HMPRO) เป็นผู้นำธุรกิจค้าปลีกเกี่ยวกับบ้านในไทย ด้วยมีผลิตภัณฑ์ 50,000 SKUs สำหรับ HomePro และ 60,000-80,000 SKUs สำหรับ Mega Home และให้บริการครบวงจรจากออกแบบ ซ่อมแซม ติดตั้ง และปรับปรุง บริษัทฯ มีสาขา HomePro 87 สาขา ทั่วประเทศไทย และอีก 7 สาขาในมาเลเซีย มี 5 สาขา HomePro S และ Mega Home 24 สาขา ณ 2Q23 เรามองว่าบริษัทกำลังจับเทรนด์ไลฟ์สไตล์ โดยเน้นไปที่งานปรับปรุงบ้าน และกลุ่มไลฟ์สไตล์

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- เป็นผู้นำธุรกิจค้าปลีกเกี่ยวกับบ้านเพื่อการตกแต่ง ต่อเติม และซ่อมแซม อาคาร บ้าน และที่อยู่อาศัย ด้วยมีสาขามากที่สุด
- มีทำเลที่ตั้งที่ดี
- มีอำนาจต่อรองที่แข็งแกร่ง ซึ่งสะท้อนให้เห็นจากการเพิ่มขึ้นของเงินอุดหนุนคืนจากซัพพลายเออร์ และรายได้อื่น

O — Opportunity

- มีโอกาสในการขยายสาขาในประเทศ ตามการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของประเทศ และแผน EEC
- มีผลิตภัณฑ์ครอบคลุม และจับกลุ่มลูกค้าใหม่
- มีโอกาสที่จะเข้าไปยังตลาดต่างประเทศ เริ่มด้วยมาเลเซีย และเวียดนาม

CONSENSUS COMPARISON

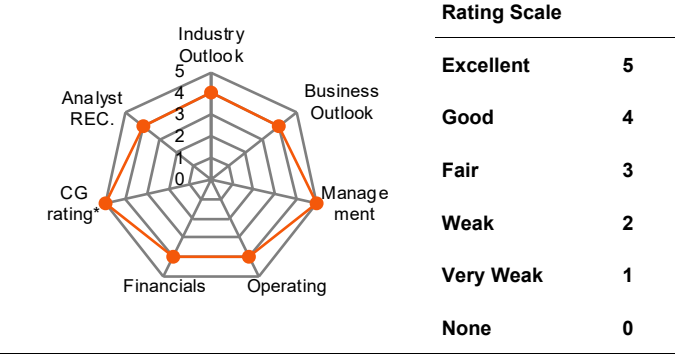
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	17.03	18.50	9%
Net profit 23F (Bt m)	6,875	6,903	0%
Net profit 24F (Bt m)	7,603	7,931	4%
Consensus REC	BUY: 21	HOLD: 5	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2024F ของเราสูงกว่า 4% เนื่องจากสมมติฐานอัตรากำไรขั้นต้นและการขยายสาขาใหม่ที่สูงขึ้นของเรา
- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าตลาด 9% เนื่องจากเราให้สมมติฐานในระยะยาวสำหรับอัตรากำไรขั้นต้น และการขยาย Mega Home ในเชิงรุกมากขึ้น

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- มีอำนาจในการกำหนดราคาต่ำในผลิตภัณฑ์บางประเภท
- เป็นธุรกิจที่ต้องลงทุนสูง

T — Threat

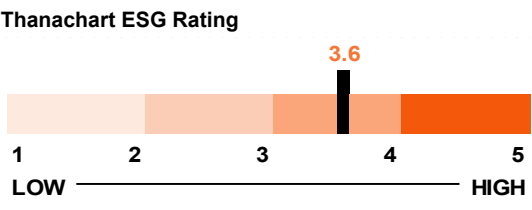
- การแข่งขันที่รุนแรงสำหรับ Mega Home เนื่องจากคู่แข่งเร่งการเปิดสาขา
- เศรษฐกิจไทยที่อ่อนแอ

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- มีปัจจัยเสี่ยงเชิงลบต่อประมาณการกำไรของเรา หากการขยายสาขาใหม่ไม่เป็นไปตามคาด
- การขยายตัวของกำไรอาจถูกขัดขวาง หากคู่แข่งขยายสาขามากกว่าที่คาด
- เศรษฐกิจจะชะลอตัว และตลาดอสังหาริมทรัพย์เข้าสู่ช่วงขาลง เป็นความเสี่ยง
- หากการขยายสาขาในต่างประเทศของ HMPRO ไม่ประสบความสำเร็จจะเป็นความเสี่ยง

Source: Thanachart

HMPRO เป็นผู้นำร้านค้าปลีกอุปกรณ์ตกแต่งบ้านที่มีสาขา HomePro ขนาดใหญ่ 87 สาขา และ HomePro S 5 สาขาในประเทศไทย และ HomePro 7 สาขา ในมาเลเซีย นอกจากนี้ยังมีร้านวัสดุก่อสร้างในต่างจังหวัด 24 แห่ง ภายใต้ร้าน Mega Home เราให้คะแนน ESG ที่ 3.62 ซึ่งอยู่ในอันดับสูงสุดในกลุ่มนี้ เนื่องจากบริษัท ทุ่มเทให้กับปัญหา ESG อย่างมาก ด้วยมีแผนงานที่ชัดเจน



	SETTHSI Index	THSI Index	DJSI Index	Thanachart ESG Rating (1.0-5.0)	MSCI (CCC-AAA)	Arabesque S-Ray (0-100)	CG Rating (0-5)
HMPRO	YES	YES	YES	3.62	AA	66.79	5.0

Sources: SETTRADE, SET, SETTHSI Index, Thailand Sustainability Investment (THSI), The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, Arabesque S-Ray®, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on “terms of use” toward the back of this report.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- HMPRO ตั้งเป้าลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกต่อร้านค้าลง 50% ภายในปี 2030 และลดได้แล้ว 36% ในปี 2022 ในปี 2022 บริษัทฯ ปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) 0.097mt CO2e (scope 1, 2, 3) - HMPRO ตั้งเป้าหมายใช้พลังงานทดแทนในอาคารร้านค้าของตนเองให้ได้ 100% ภายในปี 2030 บริษัทฯ ติดตั้งเซลล์แสงอาทิตย์ตั้งแต่ปี 2015 และมีร้านค้าที่ติดตั้งหลังคาแสงอาทิตย์ 65 แห่งในปัจจุบัน ซึ่งคิดเป็น 25.6% ของการใช้พลังงานทดแทนรวม - ตั้งเป้าของเสียเป็นศูนย์ 100% ภายในปี 2030 โดยบรรลุเป้าหมายแล้ว 84% ในปี 2022 - HMPRO ตั้งเป้าเลิกขายพลาสติกแบบใช้ครั้งเดียวทิ้ง 100% ในปี 2025 - รางวัล ESG: Dow Jones Sustainability Indices, MSCI Global Sustainability Indexes, MSCI ESG Rating Indices, FTSE4Good Index, Sustainalytics (low risk rating), CDP Sustainability Index
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- HMPRO จัดทำแบบสำรวจความพึงพอใจของผู้ร่วมงานเป็นประจำทุกปี และวิเคราะห์ผลลัพธ์เพื่อปรับปรุงในทุกๆ ด้าน เช่น สวัสดิการ อาชีวอนามัย ความปลอดภัย และสภาพแวดล้อมในการทำงาน พนักงาน 86.6% มีส่วนร่วมในปี 2022 - ในปี 2022, 49% ของผู้หญิงอยู่ในตำแหน่งผู้บริหารทั้งหมด - บริษัทฯ ตั้งเป้าอุบัติเหตุเป็นศูนย์ โดยมีอัตราอุบัติเหตุ 0.16%/ร้านค้า ในปี 2022 - การจ้างงานผู้พิการมีจำนวน 94 คนในปี 2022 คิดเป็น 1.05% ของพนักงานทั้งหมด ซึ่งสูงกว่ามาตรฐานของพระราชบัญญัติส่งเสริมศักยภาพคนพิการ พ.ศ. 2550 ที่กำหนดไว้ 1% - HMPRO ตั้งเป้าหมายขายผลิตภัณฑ์ที่เป็นมิตรกับสิ่งแวดล้อมในสัดส่วน 50% ภายในปี 2025 โดยบริษัทฯ ทำได้ 46.9% ในปี 2022
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- คณะกรรมการบริษัท (BOD) ประกอบด้วยสมาชิก 12 คน โดย 4 คนเป็นกรรมการอิสระ มีคณะกรรมการเป็นผู้หญิง 1 คน - คณะกรรมการกำหนดให้นโยบายการกำกับดูแลกิจการมีเนื้อหาครอบคลุมหลักการสำคัญเกี่ยวกับสิทธิของผู้ถือหุ้น การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส เพื่อให้สอดคล้องกับหลักเกณฑ์การกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG Code) ฉบับใหม่จากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ หลักเกณฑ์ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) และหลักเกณฑ์สากลในระดับภูมิภาคของ ASEAN CG Scorecard - HMPRO ปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี ยกเว้นว่า ประธานกรรมการสรรหาและกำหนดค่าตอบแทนไม่ได้เป็นกรรมการอิสระ - HMPRO จัดสรรให้ฝ่ายทรัพยากรบุคคลมีหน้าที่รับข้อร้องเรียนด้านจริยธรรมทางธุรกิจ ซึ่งพนักงานสามารถส่งเรื่องร้องเรียนได้โดยตรงทางไปรษณีย์หรืออีเมล

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	61,791	66,811	72,974	81,606	89,293
Cost of sales	45,534	48,783	53,037	59,085	64,390
Gross profit	16,257	18,029	19,937	22,521	24,903
% gross margin	26.3%	27.0%	27.3%	27.6%	27.9%
Selling & administration expenses	11,326	12,519	13,798	15,483	16,907
Operating profit	7,066	8,088	9,084	10,373	11,690
% operating margin	11.4%	12.1%	12.4%	12.7%	13.1%
Depreciation & amortization	3,208	3,156	3,705	4,058	4,353
EBITDA	10,274	11,244	12,790	14,431	16,043
% EBITDA margin	16.6%	16.8%	17.5%	17.7%	18.0%
Non-operating income	2,142	2,595	2,946	3,335	3,694
Non-operating expenses	(23)	(0)	0	0	0
Interest expense	(416)	(445)	(562)	(581)	(603)
Pre-tax profit	6,634	7,660	8,522	9,792	11,087
Income tax	1,194	1,441	1,619	1,860	2,107
After-tax profit	5,441	6,219	6,903	7,931	8,981
% net margin	8.8%	9.3%	9.5%	9.7%	10.1%
Shares in affiliates' Earnings	0	(2)	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	5,441	6,217	6,903	7,931	8,981
Normalized profit	5,441	6,217	6,903	7,931	8,981
EPS (Bt)	0.4	0.5	0.5	0.6	0.7
Normalized EPS (Bt)	0.4	0.5	0.5	0.6	0.7

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
ASSETS:					
Current assets:	18,920	21,430	22,558	23,971	25,716
Cash & cash equivalent	4,546	5,420	5,489	4,945	5,213
Account receivables	1,675	2,069	2,199	2,459	2,446
Inventories	12,572	13,630	14,531	16,188	17,641
Others	127	311	339	379	415
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	27,584	29,469	34,018	37,217	39,620
Other assets	12,082	14,286	14,659	15,162	15,582
Total assets	58,586	65,185	71,236	76,350	80,918
LIABILITIES:					
Current liabilities:	20,511	24,485	26,893	29,520	31,624
Account payables	13,973	15,812	16,710	18,616	20,287
Bank overdraft & ST loans	1,232	1,074	857	903	930
Current LT debt	3,183	5,174	6,516	6,866	7,070
Others current liabilities	2,124	2,425	2,810	3,134	3,336
Total LT debt	8,943	9,056	9,773	10,300	10,605
Others LT liabilities	6,242	7,398	9,502	9,466	9,408
Total liabilities	35,696	40,939	46,169	49,286	51,637
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	13,151	13,151	13,151	13,151	13,151
Share premium	646	646	646	646	646
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(29)	(25)	(25)	(25)	(25)
Retained earnings	9,122	10,473	11,294	13,292	15,508
Shareholders' equity	22,890	24,246	25,067	27,065	29,281
Liabilities & equity	58,586	65,185	71,236	76,350	80,918

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Earnings before tax	6,634	7,660	8,522	9,792	11,087
Tax paid	(1,351)	(1,277)	(1,632)	(1,751)	(2,061)
Depreciation & amortization	3,208	3,156	3,705	4,058	4,353
Chg In working capital	(1,211)	387	(133)	(12)	231
Chg In other CA & CL / minorities	231	(176)	210	10	(49)
Cash flow from operations	7,511	9,750	10,673	12,097	13,561
Capex	(2,051)	(5,041)	(8,000)	(7,000)	(6,500)
Right of use	(547)	(1,788)	(89)	(4)	(4)
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	488	869	1,724	(626)	(560)
Cash flow from investments	(2,111)	(5,960)	(6,365)	(7,631)	(7,064)
Debt financing	(22)	1,946	1,843	923	536
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(4,208)	(4,866)	(5,260)	(5,934)	(6,765)
Warrants & other surplus	92	4	(822)	0	0
Cash flow from financing	(4,137)	(2,916)	(4,239)	(5,011)	(6,229)
Free cash flow	5,460	4,709	2,673	5,097	7,061

VALUATION

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Normalized PE (x)	33.8	29.6	26.7	23.2	20.5
Normalized PE - at target price (x)	44.7	39.1	35.2	30.7	27.1
PE (x)	33.8	29.6	26.7	23.2	20.5
PE - at target price (x)	44.7	39.1	35.2	30.7	27.1
EV/EBITDA (x)	18.8	17.3	15.3	13.7	12.3
EV/EBITDA - at target price (x)	24.5	22.5	19.9	17.8	16.0
P/BV (x)	8.0	7.6	7.3	6.8	6.3
P/BV - at target price (x)	10.6	10.0	9.7	9.0	8.3
P/CFO (x)	24.5	18.9	17.3	15.2	13.6
Price/sales (x)	3.0	2.8	2.5	2.3	2.1
Dividend yield (%)	2.3	2.7	3.0	3.4	3.9
FCF Yield (%)	3.0	2.6	1.5	2.8	3.8
(Bt)					
Normalized EPS	0.4	0.5	0.5	0.6	0.7
EPS	0.4	0.5	0.5	0.6	0.7
DPS	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5
BV/share	1.7	1.8	1.9	2.1	2.2
CFO/share	0.6	0.7	0.8	0.9	1.0
FCF/share	0.4	0.4	0.2	0.4	0.5

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Growth Rate					
Sales (%)	3.2	8.1	9.2	11.8	9.4
Net profit (%)	5.5	14.3	11.0	14.9	13.2
EPS (%)	5.5	14.3	11.0	14.9	13.2
Normalized profit (%)	5.5	14.3	11.0	14.9	13.2
Normalized EPS (%)	5.5	14.3	11.0	14.9	13.2
Dividend payout ratio (%)	77.4	80.4	80.0	80.0	80.0
Operating performance					
Gross margin (%)	26.3	27.0	27.3	27.6	27.9
Operating margin (%)	11.4	12.1	12.4	12.7	13.1
EBITDA margin (%)	16.6	16.8	17.5	17.7	18.0
Net margin (%)	8.8	9.3	9.5	9.7	10.1
D/E (incl. minor) (x)	0.6	0.6	0.7	0.7	0.6
Net D/E (incl. minor) (x)	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
Interest coverage - EBIT (x)	17.0	18.2	16.2	17.8	19.4
Interest coverage - EBITDA (x)	24.7	25.3	22.8	24.8	26.6
ROA - using norm profit (%)	9.5	10.0	10.1	10.4	11.4
ROE - using norm profit (%)	24.5	26.4	28.0	29.3	31.9
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	24.5	26.4	28.0	29.3	31.9
- asset turnover (x)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
- operating margin (%)	11.4	12.1	12.4	12.7	13.1
- leverage (x)	2.6	2.6	2.8	2.8	2.8
- interest burden (%)	94.1	94.5	93.8	94.4	94.8
- tax burden (%)	82.0	81.2	81.0	81.0	81.0
WACC (%)	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
ROIC (%)	18.3	20.7	21.6	22.9	23.6
NOPAT (Bt m)	5,794	6,566	7,358	8,402	9,469
invested capital (Bt m)	31,702	34,129	36,725	40,189	42,673

Sources: Company data, Thanachart estimates

ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com

SETTRADE: You acknowledge that the use of data, information or service displayed and/or contained in this website may require third party's data, content or software which is subject to the terms of third party provider. By accessing and/or using of such certain data, you acknowledge and agree to comply with and be bound by the applicable third party terms specified below.

ESG Scores by Third Party data from www.SETTRADE.com

1. MSCI (CCC- AAA)
2. Arabesque S-Ray (0-100)

SET THSI Index (SETTHSI)

Nowadays, long-term investment tends to be more focused on sustainable companies. The financial statement performance and the consideration in environmental, social and governance (ESG) perspective are keys aspects for analysis.

SET has created a Thailand Sustainability Investment (THSI) list since 2015 for using as an alternative investment in the high performance ESG stocks for investors while, supporting the sustainable Thai companies. SET defines the sustainable companies as the companies that embrace risk management, supply chain management and innovations together with responsibility for environmental, social and governance aspects

As a result, SET has created the SETTHSI for the purpose of indicating the price of these sustainable companies that pass the market capital size and liquidity criteria.

Arabesque S-Ray®

The S-Ray data here is published with a 3 month delay. For the latest data, please contact sray@arabesque.com

Arabesque S-Ray® is a service (the "Service") provided by Arabesque S-Ray GmbH ("Arabesque S-Ray") and its branch and subsidiary companies. Arabesque S-Ray is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organized under the laws of Germany with registered number HRB 113087 in the commercial register of the local court with its seat and business address at Zeppelinallee 15, 60325 Frankfurt am Main, Germany. The Service is unconnected to any of the asset management activities conducted within the wider group of Arabesque companies, and is not investment advice or a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in investment services. RELIANCE - Arabesque S-Ray makes no representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the information contained herein, and accepts no liability for any loss, of whatever kind, howsoever arising, in relation thereto, and nothing contained herein should be relied upon. ENQUIRIES - Any enquiries in respect of this document should be addressed to Arabesque S-Ray.

Arabesque S-Ray® - The ESG Score, ranging from 0 to 100, identifies sustainable companies that are better positioned to outperform over the long run, based on the principles of financial materiality. That is, when computing the ESG Score of a company, the algorithm will only use information that significantly helps explain future risk-adjusted performance. Materiality is applied by overweighting features with higher materiality and rebalancing these weights on a rolling quarterly basis to stay up-to-date

MSCI ESG Research LLC

"Certain information @2021 MSCI ESG Research LLC. Reproduced by permission"

"Although information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages."

Score range	Description
CCC - B	LAGGARD: A company lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
BB - BBB - A	AVERAGE : A company with a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers
AA - AAA	LEADER: A company leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) are a family of best-in-class benchmarks for investors who have recognized that sustainable business practices are critical to generating long-term shareholder value and who wish to reflect their sustainability convictions in their investment portfolios. The family was launched in 1999 as the first global sustainability benchmark and tracks the stock performance of the world's leading companies in terms of economic, environmental and social criteria. Created jointly by S&P Dow Jones Indices and SAM, the DJSI combine the experience of an established index provider with the expertise of a specialist in Sustainable Investing to select the most sustainable companies from across 61 industries. The indices serve as benchmarks for investors who integrate sustainability considerations into their portfolios, and provide an effective engagement platform for investors who wish to encourage companies to improve their corporate sustainability practices.

CG Report : by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD), Established in December 1999, the Thai IOD is a membership organization that strives to promote professionalism in directorship. The Thai IOD offers directors certification and professional development courses, provides a variety of seminars, forums and networking events, and conducts research on board governance issues and practices. Membership comprises board members from companies ranging from large publicly listed companies to small private firms.

90-100	▲▲▲▲▲	Excellent
80-89	▲▲▲▲	Very Good
70-79	▲▲▲	Good
60-69	▲▲	Satisfactory
50-59	▲	Pass
Below		N/A

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลนี้ไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะชน 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 20 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2307A, CPALL16C2310A, CPALL16C2307A, DELTA16C2309A, EA16C2309A, GULF16C2309A, HANA16C2309A, HANA16C2308A, HANA16C2307A, JMART16C2310A, JMART16C2308A, KBANK16C2310A, KBANK16C2307A, KBANK16C2307B, KCE16C2309A, PTTEP16C2311A, SAWAD16C2309A, SET5016C2309B, SET5016C2309A, SET5016P2309A (underlying securities are (ADVANC, CPALL, DELTA, EA, GULF, HANA, JMART, KBANK, KCE, PTTEP, SAWAD, SET50). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 89.96 โดย ธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิ้นจี่ จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.33 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิ้นจี่ 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 ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

หมายเหตุ: *** "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท ทรู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2566 ชุดที่ 1-4 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2568 2569 2571 และ 2576" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy พิมพ์ภา นิการุณ, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ Tel: 662-779-9105 pattarawan.wan@thanachartsec.co.th
สาธารณโภค, สื่อสาร ณัฐภพ 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, หินคม, Property Fund, REITs, บันเทิง รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th	ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน สรชดา 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	พลังงาน, วิโทรเคมี ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ Tel: 662-779-9110 yupapan.pol@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพยมณฑล Tel: 662-779-9115 lapinee.dib@thanachartsec.co.th
วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง Tel: 662-779-9123 witchanan.tam@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล Tel: 662-483-8304 thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์ Tel: 662-483-8303 sittichet.run@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน นริภรณ์ คลังเปรมจิตต์ Tel: 662-779-9107 nariporn.kla@thanachartsec.co.th		

Data Support Team

มฤดี 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 sunet.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปรางค์ Tel: 662-779-9116 suksawat.lim@thanachartsec.co.th	สุจินตนา สดภาพ Tel: 662-779-9198 sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

Research Team
18 Floor, MBK Tower
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330
Tel: 662 -779-9119
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th