

1 June 2023

Sector: Commerce

Moshi Moshi Retail Corporation

There are growth opportunities to capture

Bloomberg ticker	MOSHI TB
Recommendation	BUY
Current price	Bt43.75
Target price	Bt50.00
Upside/Downside	+14%
EPS revision	n.a.

Bloomberg target price	Bt46.33
Bloomberg consensus	Buy 1 / Hold 2 / Sell 0

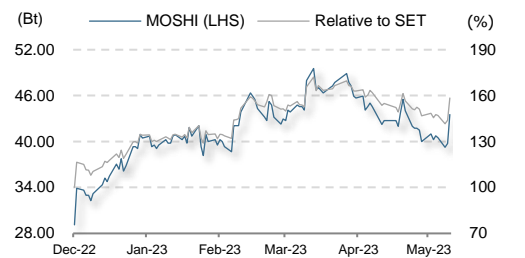
Stock data	
Stock price 1-year high/low	Bt51.14/ Bt28.41
Market cap. (Bt mn)	13,125
Shares outstanding (mn)	300
Avg. daily turnover (Bt mn)	202
Free float	47.20%
CG rating	n.a.
ESG rating	n.a.

Financial & valuation highlights

FY: Dec (Bt mn)	2021A	2022A	2023E	2024E
Revenue	1,256	1,890	2,680	3,386
EBITDA	477	637	775	812
Net profit	131	253	376	483
EPS (Bt)	0.58	0.84	1.25	1.61
Growth	29.8%	44.6%	48.5%	28.5%
Core EPS (Bt)	0.58	0.84	1.25	1.61
Growth	29.8%	44.6%	48.5%	28.5%
DPS (Bt)	0.18	0.25	0.38	0.48
Div. yield	0.4%	0.6%	0.9%	1.1%
PER (x)	75.0	51.8	34.9	27.2
Core PER (x)	75.0	51.8	34.9	27.2
EV/EBITDA (x)	0.0	0.0	0.0	0.0
PBV (x)	10.3	8.2	6.9	5.8

Bloomberg consensus

Net profit	131	253	383	518
EPS (Bt)	n.a.	0.95	1.21	1.64



Source: Aspen

Price performance	1M	3M	6M	12M
Absolute	-1.8%	4.1%	n.a.	n.a.
Relative to SET	-2.1%	9.5%	n.a.	n.a.

Major shareholders

1. Mr. Sanga Boonsongkor	9.60%
2. Mr. Somchai Boonsongkorh	9.60%
3. Miss Monthana Asavametha	9.20%

Analyst: Amnart Ngosawang (Reg. No. 029734)

Assistant Analyst: Pimpitsamai Tupinprom

เราเริ่มต้นจัดทำทวิเคราะห์ MOSHI ด้วยคำแนะนำ “ซื้อ” ที่ราคาเป้าหมาย 50.00 บาท 2023E PER ที่ 40 เท่า (PEG ที่ 1.05 เท่า เทียบกับอัตราการเติบโต 2022-24E CAGR ที่ +38%) โดยเราชอบ MOSHI จาก 1) เป้าการขยายสาขา ร้าน Moshi Moshi อย่างต่อเนื่อง จากปัจจุบันที่ 109 สาขา เป็น 165 สาขา สิ้นปี 2025E คิดเป็นสัดส่วนเพียง 28% จาก opportunity ที่มองว่ามีโอกาสขยายไปสู่ ศูนย์การค้าที่มี potential ในประเทศทั้งหมดราว 600 ศูนย์ฯ, 2) สามารถที่จะรักษา GPM ในระดับสูง ปัจจุบันอยู่ที่ 54.1% โดยมุ่งหลักในการพยายาม sourcing สินค้าจากจีน และมองว่า GPM ของร้านค้าปลีกจะปรับตัวดีขึ้นได้หลังจากจีนคลาย lockdown, 3) กลยุทธ์ในการปรับเปลี่ยนสินค้าให้ตรงกับความต้องการของผู้บริโภคตามช่วงเวลาต่างๆได้อย่างรวดเร็ว ทำให้จัดการต้นทุนและปรับตัวได้ดีแม้ในช่วง low season และ 4) โอกาสในการขยายธุรกิจไปยังสินค้าอื่นๆ หลังเข้าซื้อกิจการ OST หรือร้านค้าส่งเครื่องเขียนภายใต้ชื่อร้านค้า The OK Station เมื่อวันที่ 5 เม.ย. 2023

เราประมาณการกำไรสุทธิของปี 2023E/24E ที่ 376/483 ล้านบาท โต +49%/+29% หลักจาก 1) GPM ที่จะยังทรงตัวได้ในระดับสูง 2) การขยายสาขาร้านค้าปลีก ปีละ 20 สาขา โดยจะทำให้บริษัทมีสาขาทั้งหมด 165 สาขาภายใน 2025E จะ contribute รายได้ให้กับบริษัทที่ราวสาขาละ 20 ล้านบาทต่อปีคิดเป็น net profit อยู่ที่ราว 3 ล้านบาทต่อปี

ราคาหุ้น outperform SET +10% ใน 3 เดือน แต่ underperform SET เล็กน้อยในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา จากปัจจัยการเมือง โดยเรามองว่าเป็นโอกาสให้สะสมหุ้น MOSHI คาดว่าจะกลับมา outperform SET ได้จากอัตราการเติบโตของกำไรบริษัทที่สูงในช่วงเวลา 3 ปีข้างหน้าตามแผนการเติบโตที่บริษัทวางไว้ โดยคิดเป็น 2022-24E ที่สูงถึง +38%

KEY HIGHLIGHTS

□ **On the path of capturing market opportunities** ปี 2023E-25E บริษัทวางแผนขยายร้านค้าปลีกภายใต้แบรนด์ Moshi Moshi เป็นหลัก โดยตั้งเป้าขยาย 20 สาขาต่อปี จะทำให้บริษัทมีสาขาร้านค้าปลีกทั้งหมด 165 สาขาภายในปี 2025E อย่างไรก็ตามก็ตั้งมองว่าศูนย์การค้าทั่วประเทศที่จะขยายไปได้มีมากกว่า 600 ศูนย์ฯ จากเป้าหมายสิ้นปี 2025E จำนวนสาขาที่จะขยายไปคิดเป็นเพียง 28% จาก potential location ทั้งหมด มองว่า room ในการเติบโตอีกมากในประเทศไทย

□ **Sustainable high profit margin as the market leader** ปี 2016 MOSHI มีส่วนแบ่งการตลาดอยู่เพียง 3.0% แต่ในปี 2021 บริษัทมีส่วนแบ่งการตลาดสูงขึ้นเป็น 37.6% โดยมองว่าเป็นตลาดที่คู่แข่งใหม่เข้ามาได้ยากจาก strength ของบริษัทที่มีความสามารถในการเพิ่ม GPM จากการจัดการต้นทุนได้ดีจาก economies of scale ของการต่อรองราคากับ supplier ในต่างประเทศ และสัดส่วนค่านายหน้าปรับตัวดีขึ้นหลังจากผลกระทบจากการ lockdown ในประเทศจีนเริ่มคลี่คลาย ซึ่งในปัจจุบันมี GPM เฉลี่ยอยู่ที่ 54.1% ประกอบการ turnover ของสินค้าที่ค่อนข้างเร็วทำให้จัดการต้นทุนได้ดี

□ **ประมาณการกำไรสุทธิ 2023E/24E ที่ 376 และ 483 ล้านบาท เติบโต +49%/+29%** เราทำประมาณการกำไรสุทธิของปี 2023E/24E (หลังมีการรับรู้รายได้ของ The OK station เข้ามาตั้งแต่วันที่ 18 เม.ย. 2023) ที่ 376/483 ล้านบาท โต +49%/+29% หลักจาก 1) 2023E ตั้งเป้า gross margin ขยายตัวได้จากกลับมา sourcing สินค้าจากในต่างประเทศ โดยตั้งเป้าสัดส่วนสินค้านำเข้าในปี 2023E ที่มากกว่า 55% สำหรับร้านค้าปลีก Moshi Moshi 2) การขยายสาขาร้านค้าปลีก ปีละ 20 สาขา โดยจะทำให้บริษัทมีสาขาทั้งหมด 165 สาขาภายใน 2025E จะ contribute รายได้ให้กับบริษัทที่ราวสาขาละ 20 ล้านบาทต่อปีคิดเป็น net profit อยู่ที่ราว 3 ล้านบาทต่อปี

Valuation/Catalyst/Risk

เราเริ่มต้นคำแนะนำ “ซื้อ” MOSHI โดยประเมินราคาเป้าหมายปี 2023E ที่ 50.00 บาท โดยราคาเป้าหมายคิดเป็น 2023E PER ที่ 40 เท่า เท่ากับ PEG ที่ 1.05 เท่า ปัจจุบันหุ้นเทรดอยู่ที่ 2023E PER ที่ 31.2 เท่า เท่ากับ PEG ที่ 0.82 เท่า เมื่อเทียบกับอัตราการเติบโต 2022-24E CAGR ที่ +38% เรา มองว่าราคาหุ้นสมควรเทรดที่ premium จาก earnings growth ที่เติบโตโดดเด่นกว่า peer ที่ 2022-24E CAGR ที่ 25%

KEY INVESTMENT HIGHLIGHTS

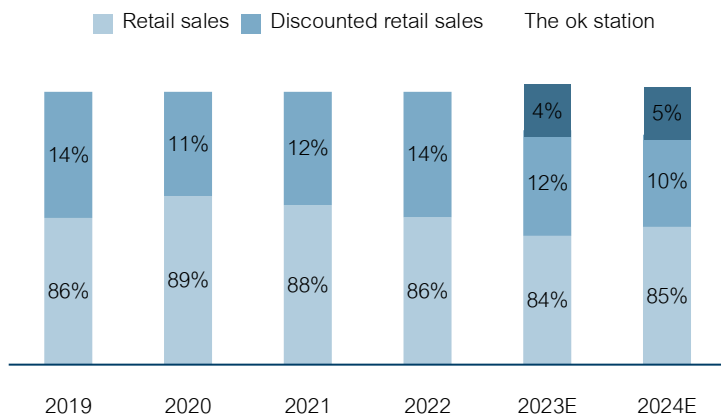
□ On the path of capturing market opportunities from 2023E-25E, and going forwards

ในช่วงปี 2023E-25E บริษัทมุ่งเน้นขยายร้านค้าแบบค้าปลีกภายใต้แบรนด์ Moshi Moshi เป็นหลัก โดยตั้งเป้าขยายราว 20 สาขาต่อปี ทำให้บริษัทจะมีสาขาร้านค้าปลีก Moshi Moshi ทั้งหมด 165 สาขาภายในปี 2025E อย่างไรก็ตามมองว่า ศูนย์การค้าห้างสรรพสินค้าและ hypermarket ทั่วประเทศที่มี potential ในการที่จะขยายไปมีมากกว่า 600 ศูนย์ฯ จากเป้าหมายสิ้นปี 2025E จำนวนสาขาที่จะขยายไปคิดเป็นเพียง 28% จาก potential expansion location ทั้งหมด ทำให้บริษัทยังมี room ในการเติบโตอีกมากในประเทศไทย

รวมถึงการตั้งเป้าเข้าไปเติบโตในประเทศกลุ่ม CLMV ตั้งแต่ในปี 2026E เป็นต้นไป จากมองความต้องการของผู้บริโภคที่ใกล้เคียงกับในประเทศไทย

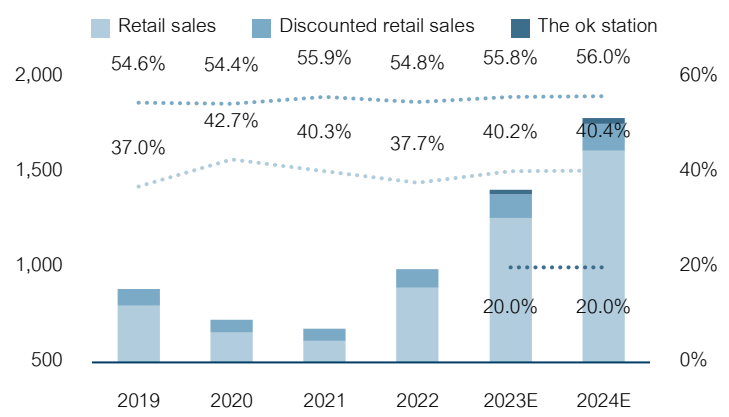
นอกจากรูปแบบการเปิดร้านค้าเดิมแล้ว บริษัทยังคงมองหาโอกาสในการปรับเปลี่ยนรูปแบบการขยายร้านไปในรูปแบบอื่น โดยปัจจุบันบริษัทกำลังศึกษาการขยายร้านโดยใช้ franchise model โดยคาดว่าจะเห็นสาขา pilot สาขาแรกภายใน 2H23E และคาดว่าจะเริ่มขยายรูปแบบ franchise ได้ใน 2024E เป็นต้นไป

Fig 1: MOSHI's revenue contribution by store type, 2019-2024E



Source: Company, DAOL

Fig 2: MOSHI's gross profit contribution by store type, 2019-2024E



Source: Company, DAOL

□ เข้าซื้อกิจการ OST หรือร้านค้าส่งเครื่องเขียนภายใต้ชื่อร้านค้า The OK Station เมื่อวันที่ 5 เม.ย. 2023 ได้รายงานต่อ SET เรื่องการเข้าซื้อกิจการร้านค้าส่งเครื่องเขียนภายใต้บริษัท ดีโอเค สเตชั่น จำกัด (OST) จากบุคคลที่เกี่ยวข้องกันตามเงื่อนไขในสัญญาไม่แข่งขัน มูลค่ารายการรวมอยู่ที่ 38.9 ล้านบาท (เป็นค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับค่าเช่า 3 ปีรวมที่ 34.9 ล้านบาท) โดยในปี 2022 OST มีรายได้รวมที่ 150 ล้านบาท และมี Net profit margin ที่ประมาณ 3-5%

Fig 3: The OK station



Source: Company, DAOL

Fig 4: The OK station

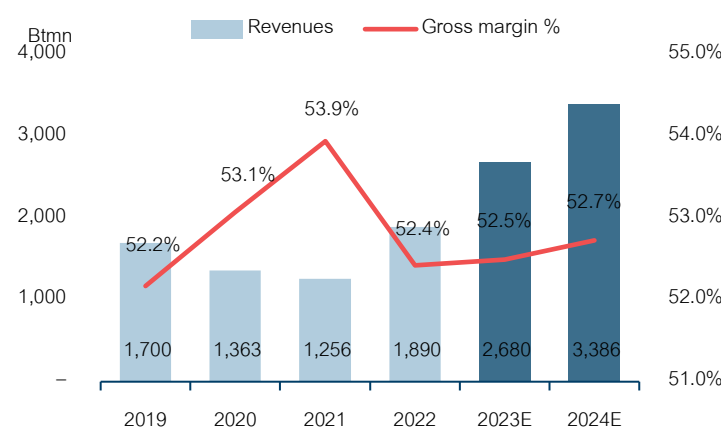


Source: Company, DAOL

□ Keeping gross margin high are the key to be market leader

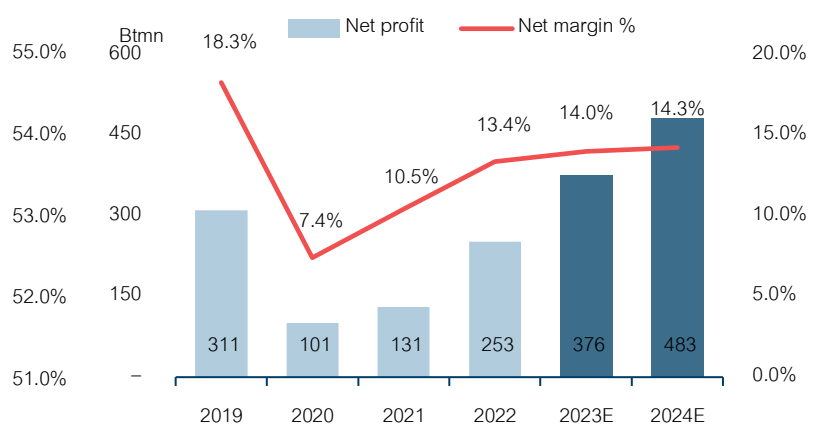
จากในปี 2016 MOSHI มีส่วนแบ่งการตลาดอยู่เพียง 3.0% แต่ในปี 2021 บริษัทมีส่วนแบ่งการตลาดสูงขึ้นไปเป็น 37.6% โดยมองว่าเป็นตลาดที่ผู้แข่งขันใหม่เข้ามาได้ยากจาก strength ของบริษัทที่มีความสามารถในการเพิ่ม gross margin จากการจัดการต้นทุนได้ดีจาก economies of scale ของการต่อรองราคากับ supplier ในต่างประเทศ ซึ่งปัจจุบัน ณ 1Q23 บริษัทมีสัดส่วนสินค้านำเข้าอยู่ที่ 55% สัดส่วนค่อยๆปรับตัวดีขึ้นหลังจากได้รับผลกระทบจากการ lockdown ในประเทศจีน และคาดว่าจะกลับสู่ระดับใกล้เคียงกับก่อนโควิดได้ภายใน 2023E (เทียบกับ pre-covid ในปี 2019 ที่ 60%) ซึ่งในปัจจุบันมี GPM เฉลี่ยอยู่ที่ 54.1%

Fig 5: MOSHI's consolidated revenues vs. gross margin, 2019-2024E



Source: Company, DAOL

Fig 6: MOSHI's consolidated net profits vs. net margin, 2019-2024E



Source: Company, DAOL

- Being leading lifestyle retail company in Thai market with deep understandings in customers' need and being very adaptive strengths

จากการที่บริษัทมีกลุ่มลูกค้าเป้าหมายที่ชัดเจน โดยหลักๆมุ่งเน้นไปที่ i. กลุ่มลูกค้าวัยรุ่นที่อยู่ในวิทยาลัยและวัยเริ่มทำงาน อายุในช่วง 18-25 ปี ii. กลุ่มเด็กนักเรียนช่วงอายุ 13-17 ปี iii. กลุ่มผู้ใหญ่วัยทำงานและแม่บ้านช่วงอายุ 26-34 ปี นอกจากนี้บริษัทมีความเข้าใจในความต้องการของกลุ่มลูกค้าแต่ละกลุ่มของตัวเองเป็นอย่างดีแล้ว MOSHI ยังสามารถปรับเปลี่ยนรูปแบบสินค้าได้รวดเร็วจาก inventory turnover ที่ราว 3-4 เดือนทำให้ในทุกฤดูกาล สามารถปรับเปลี่ยนกลยุทธ์และผลิตสินค้าได้ตรงและทันต่อความต้องการของลูกค้าในแต่ละช่วงเวลาและ special events ต่างๆ

Fig 7: Seasonal products, Back to school



Source: Company

Fig 8: Seasonal products, Summer



Source: Company, DAOL

Fig 9: Seasonal products, Summer

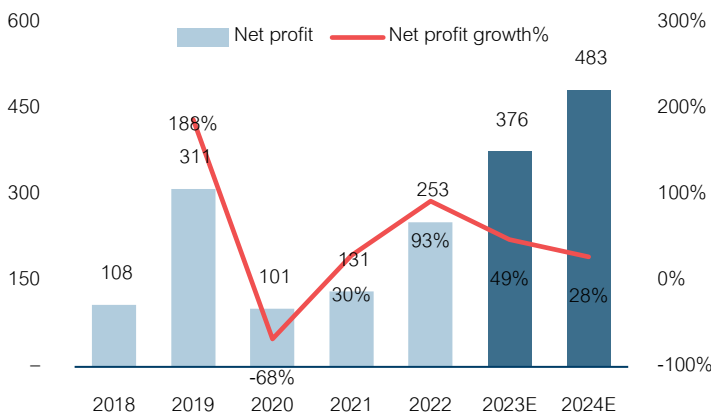


Source: Company, DAOL

□ To see a further strong recovery and potential growth ahead

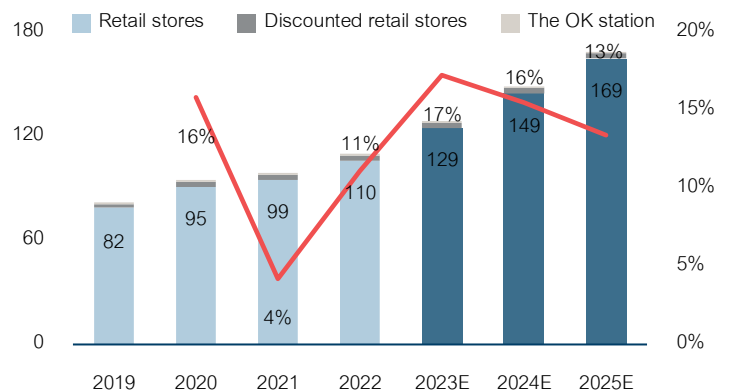
- คาดเห็น 2Q23E พื้นตัวต่อ YoY แม้จะอ่อนตัวลงตามฤดูกาล จาก 2Q23E เริ่มเป็นเข้าสู่ low season ของธุรกิจค้าปลีก แต่บริษัทยังมีแผนในการปรับเปลี่ยนสินค้าเพื่อตอบรับกับความต้องการของลูกค้าในช่วงเข้าเปิดเทอม ที่เป็นหนึ่งในกลุ่มลูกค้าหลักของบริษัทอยู่แล้ว รวมถึงมีการผลิตและจัดจำหน่ายสินค้าสำหรับหน้าร้อน ทำให้มองว่าจะเห็นยอดขายอ่อนตัวลงเพียงเล็กน้อยจากใน 1Q23 ที่เป็น high season ในช่วงเทศกาล รวมถึงการรับรู้ส่วนแบ่งรายได้จาก The ok station ตั้งแต่ในวันที่ 18 เม.ย. 2023 เข้ามา ทำให้คาดเห็น gross profit margin อ่อนตัวลงเล็กน้อยจากการที่เป็นร้านค้าปลีกแบบมีส่วนลด และมีการแข่งขันด้านราคาค่อนข้างสูงจากประกอบกับ ยังมีสัดส่วน sourcing จากในประเทศสูง
- ประมาณการกำไรสุทธิ 2023E/24E ที่ 376 และ 483 ล้านบาทเติบโต +49%/+29% ตามลำดับ เราทำประมาณการกำไรสุทธิของปี 2023E (หลังมีการรับรู้รายได้ของ The OK station เข้ามาตั้งแต่วันที่ 18 เม.ย. 2023) ที่ 376 ล้านบาท โต +49% และปี 2024E ที่ 483 ล้านบาท โต +29% หลักจาก
 - 2023E ตั้งเป้า gross margin ขยายตัวได้จากกลับมา sourcing สินค้าจากในประเทศ ปัจจุบันบริษัทมีสัดส่วนการนำเข้าสินค้าจากประเทศจีนอยู่ที่ราว 55% และอีก 45% เป็นการ sourcing จากในประเทศไทย (ณ สิ้นสุด 1Q23) บริษัทคาดว่าจะสามารถเพิ่มสัดส่วนสินค้านำเข้าจากประเทศจีนได้มากขึ้นหลังจีนคลาย lockdown และเปิดประเทศ โดยตั้งเป้าสัดส่วนสินค้านำเข้าในปี 2023E ที่มากกว่า 55% สำหรับร้านค้าปลีก Moshi Moshi ทำให้ช่วยหนุน GPM ให้สูงขึ้น ซึ่งในปัจจุบันมี GPM เฉลี่ยอยู่ที่ 54.1%
 - การขยายสาขาร้านค้าปลีก Moshi Moshi ปีละ 20 สาขาในปี 2023E-25E โดยจะทำให้บริษัทมีสาขาทั้งหมด 165 สาขาภายใน 2025E จากปัจจุบันที่มีสาขาร้านค้าปลีก 109 สาขา สาขาร้านค้าปลีกแบบมีส่วนลด 3 สาขา และ The OK station 1 สาขา โดยการขยายร้านค้าปลีก Moshi Moshi เพิ่ม 1 สาขาจะ contribute รายได้ให้กับบริษัทที่ราวสาขาละ 20 ล้านบาทต่อปีคิดเป็น net profit อยู่ที่ราว 3 ล้านบาทต่อปี (forecasted net profit margin ที่ประมาณ 15%) โดยตั้งแต่ในปี 2024E จะมีการรับรู้รายได้ของ The OK station เข้ามาเต็มปีประเมินรายได้ที่ 160 ล้านบาทเป็น upside ต่อกำไรของบริษัทที่ราว 6 ล้านบาท (ประเมิน net profit margin ของร้าน The OK station ที่ 4% จากเป็นร้านค้าปลีกแบบมีส่วนลดและมีการแข่งขันด้านราคาที่สูง)

Fig 10: 2018-24E net profits and growth



Source: Company, DAOL

Fig 11: 2019-25E store expansion and growth



Source: Company, DAOL

VALUATION

ประเมินราคาเหมาะสมที่ 50.00 บาท

เราเริ่มต้นคำแนะนำ “ซื้อ” MOSHI โดยประเมินราคาเป้าหมายปี 2023E ที่ 50.00 บาท โดยราคาเป้าหมายคิดเป็น 2023E PER ที่ 40 เท่า หรือเท่ากับ PEG ที่ 1.05 เท่า ปัจจุบันหุ้นเทรดอยู่ที่ 2023E PER ที่ 31.2 เท่า หรือเท่ากับ PEG ที่ 0.82 เท่า เมื่อเทียบกับอัตราการเติบโต 2022-24E CAGR ที่ +38% เรายอมรับว่าราคาหุ้นสมควรเทรดที่ premium จาก earnings growth ที่เติบโตโดดเด่นกว่า peer ที่ 2022-24E CAGR ที่ 25%

Fig 12: Peer comparison

Stock	Rec	Target price	EPS (Bt)			EPS growth (%)		PER (x)		ROE (%)		2022-24E CAGR
			22A	23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E	
CPALL	BUY	75.00	1.48	2.14	2.55	44.6	19.2	29.8	25.0	4.6	6.3	31.3%
CRC	BUY	50.00	1.19	1.40	1.57	17.6	12.1	30.0	26.8	12.0	12.5	14.8%
DOHOME	HOLD	14.00	0.29	0.40	0.53	38.7	32.0	35.8	27.1	9.4	11.3	35.3%
GLOBAL	BUY	22.00	0.73	0.75	0.83	2.7	10.7	24.9	22.5	15.3	16.0	7.0%
HMPRO	BUY	18.50	0.47	0.51	0.56	8.5	9.8	27.1	24.6	26.3	27.1	9.2%
MAKRO	BUY	45.00	0.73	1.08	1.34	47.7	24.0	37.6	30.3	2.6	3.8	35.5%
MOSHI	Buy	50.00	0.84	1.25	1.61	48.5	28.5	34.9	27.2	19.7	21.2	38.1%
Sector			0.8	1.1	1.3	29.8	19.5	31.4	26.2	12.8	14.0	24.5%

Source: Company, DAOL

Fig 13: Commerce Sector Forward PER band



Source: Company, DAOL

Fig 14: Commerce Sector Forward PBV band

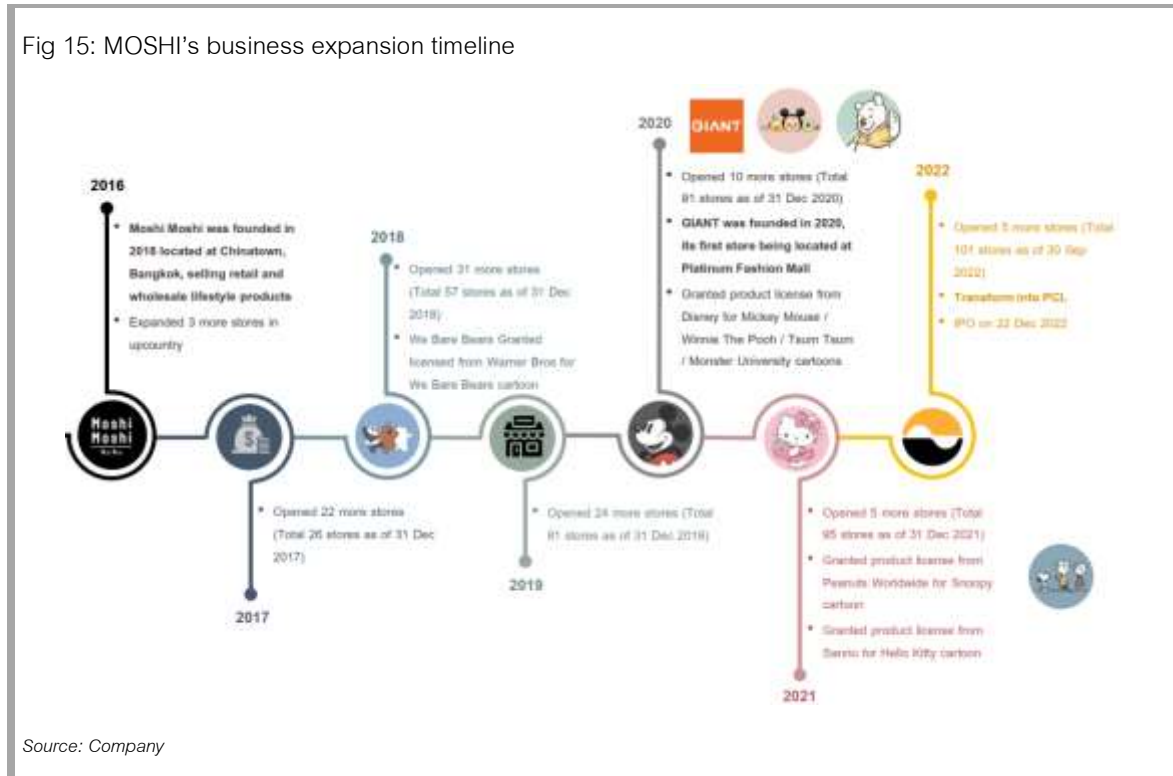


Source: Company, DAOL

COMPANY PROFILE

□ MOSHI ดำเนินธุรกิจร้านค้าปลีกสินค้า Lifestyle เป็นหลัก ภายใต้ชื่อทางการค้า Moshi Moshi MOSHI หรือ บริษัท โมชิ โมชิ รีเทล คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) เริ่มดำเนินธุรกิจตั้งแต่ ปี 2000 ในชื่อบริษัท บิ๊กฟรท์ จำกัด ก่อนที่จะเปลี่ยนการดำเนินธุรกิจพัฒนาให้น่าสนใจมากขึ้น และเปลี่ยนชื่อเป็น บริษัท โมชิ โมชิ เจแปน จำกัด และในเดือน ก.ค. 2022 ได้แปรสภาพและเปลี่ยนชื่อเป็น บริษัท โมชิ โมชิ รีเทล คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) โดยเน้นดำเนินธุรกิจร้านค้าปลีกสินค้า Lifestyle ที่มีความหลากหลาย ทันสมัย มีคุณภาพ ในราคาที่ย่อมเยาเป็นหลัก

Fig 15: MOSHI's business expansion timeline



โดยสินค้าที่จำหน่ายส่วนใหญ่เป็นสินค้าภายใต้แบรนด์ของบริษัทฯ (Exclusive designed products) ซึ่งมีการออกแบบเพื่อจำหน่ายในร้าน Moshi Moshi โดยเฉพาะ ภายใต้ชื่อทางการค้า Moshi Moshi ซึ่งมีกลุ่มสินค้า Lifestyle ถึง 13 กลุ่มได้แก่ 1. Home Furnishing (เครื่องใช้ในบ้าน) 2. Bag (กระเป๋า) 3. Stationery (เครื่องเขียน) 4. Plush Toy (ตุ๊กตา) 5. Fashion (ของใช้แฟชั่น) 6. Beauty (สินค้าความงาม) 7. Apparel (เครื่องนุ่งห่ม) 8. Cosmetic (เครื่องสำอาง) 9. IT (อุปกรณ์ไอที) 10. Toy (ของเล่น) 11. Food & Drinks (อาหารและเครื่องดื่ม) 12. Pet (สินค้าเกี่ยวกับสัตว์เลี้ยง) 13. Other (สินค้าประเภทอื่น ๆ)

Fig 16: Product categories



Source: Company

ณ ปัจจุบัน MOSHI มีช่องทางจัดจำหน่าย 3 ช่องทาง

1. ร้านสาขา ปัจจุบันมีทั้งหมด 113 สาขา อยู่ใน 44 จังหวัด ครอบคลุมทุกภูมิภาคทั่วประเทศ โดยแบ่งเป็นร้านค้าปลีก 109 สาขา ร้านค้าปลีกแบบมีส่วนลด 2 สาขา, ร้านค้าส่ง Giant 1 สาขา และร้านดีไอเคอ สเตอร์ชั้น 1 สาขา (เริ่มรับรู้อายุได้ตั้งแต่ 18 เม.ย. 2023)
2. ช่องทาง Online market place ได้แก่ Shopee และ Lazada
3. ร้าน Pop-up store ในห้างสรรพสินค้าที่บริษัทยังไม่มีสาขา

Fig 17: MOSHI's retail store



Source: Company

Fig 18: MOSHI's retail store



Source: Company

Quarterly income statement

(Bt mn)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23
Sales	363	428	458	641	563
Cost of sales	(179)	(207)	(225)	(289)	(259)
Gross profit	184	221	234	352	304
SG&A	(144)	(146)	(168)	(197)	(190)
EBITDA	(28)	8	(6)	85	48
Finance costs	(6)	(5)	(7)	(8)	(10)
Core profit	29	59	47	119	86
Net profit	29	59	47	119	86
EPS	0.10	0.20	0.16	0.40	0.29
Gross margin	50.6%	51.7%	51.0%	54.9%	54.1%
EBITDA margin	-7.7%	1.9%	-1.3%	13.3%	8.5%
Net profit margin	8.0%	13.7%	10.3%	18.5%	15.2%

Balance sheet

FY: Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023E	2024E
Cash & deposits	121	238	756	1,031	1,453
Accounts receivable	26	9	9	13	17
Inventories	261	259	404	572	723
Other current assets	1	2	52	74	94
Total cur. assets	408	508	1,221	1,691	2,287
Investments	0	7	6	6	6
Fixed assets	824	751	706	435	268
Other assets	801	727	868	1,230	1,554
Total assets	2,034	1,993	2,801	3,363	4,116
Short-term loans	130	169	0	0	0
Accounts payable	187	166	224	318	401
Current maturities	198	162	167	0	0
Other current liabilities	26	35	137	194	245
Total cur. liabilities	541	532	527	511	646
Long-term debt	614	452	610	865	1,093
Other LT liabilities	56	55	54	76	96
Total LT liabilities	670	507	664	941	1,189
Total liabilities	1,211	1,039	1,191	1,452	1,835
Registered capital	225	225	300	300	300
Paid-up capital	225	225	300	300	300
Share premium	0	0	1,178	1,178	1,178
Retained earnings	597	729	132	432	803
Others	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Shares' equity	822	954	1,610	1,911	2,281

Cash flow statement

FY: Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023E	2024E
Net profit	101	131	253	376	483
Depreciation	(238)	(285)	(288)	(271)	(167)
Chg in working capital	(707)	79	(178)	(384)	(344)
Others					
CF from operations	(845)	(75)	364	264	307
Capital expenditure	(309)	358	(243)	0	0
Others	90	(7)	0	0	0
CF from investing	(219)	351	(243)	0	0
Free cash flow	(1,169)	263	100	243	282
Net borrowings	943	(159)	(7)	88	228
Equity capital raised	75	0	1,253	0	0
Dividends paid	1	0	(39)	(76)	(113)
Others	(0)	0	0	0	0
CF from financing	1,018	(159)	1,207	12	115
Net change in cash	(46)	117	1,328	276	422

Forward PER band



Income statement

FY: Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023E	2024E
Sales	1,363	1,256	1,890	2,680	3,386
Cost of sales	(640)	(578)	(899)	(1,273)	(1,601)
Gross profit	723	677	991	1,407	1,786
SG&A	(579)	(495)	(654)	(919)	(1,162)
EBITDA	390	477	637	775	812
Depre. & amortization	(238)	(285)	(288)	(271)	(167)
Equity income	0	0	0	0	0
Other income	8	9	12	17	21
EBIT	152	192	349	504	645
Finance costs	(20)	(25)	(27)	(26)	(31)
Income taxes	(31)	(35)	(69)	(102)	(131)
Net profit before MI	101	131	253	376	483
Minority interest	0	0	0	0	0
Core profit	101	131	253	376	483
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Net profit	101	131	253	376	483

Key ratios

FY: Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023E	2024E
Growth YoY					
Revenue	-19.8%	-7.9%	50.5%	41.8%	26.4%
EBITDA	-50.1%	22.2%	33.5%	21.7%	4.8%
Net profit	-67.5%	29.8%	92.9%	48.5%	28.5%
Core profit	-67.5%	29.8%	92.9%	48.5%	28.5%
Profitability ratio					
Gross profit margin	53.1%	53.9%	52.4%	52.5%	52.7%
EBITDA margin	28.7%	38.0%	33.7%	28.9%	24.0%
Core profit margin	7.4%	10.5%	13.4%	14.0%	14.3%
Net profit margin	7.4%	10.5%	13.4%	14.0%	14.3%
ROA	5.0%	6.6%	9.0%	11.2%	11.7%
ROE	12.3%	13.8%	15.7%	19.7%	21.2%
Stability					
D/E (x)	1.47	1.09	0.74	0.76	0.80
Net D/E (x)	1.00	0.57	0.01	(0.09)	(0.16)
Interest coverage ratio	19.98	18.76	23.90	29.68	26.08
Current ratio (x)	0.75	0.95	2.32	3.31	3.54
Quick ratio (x)	0.27	0.47	1.55	2.19	2.42
Per share (Bt)					
Reported EPS	0.45	0.58	0.84	1.25	1.61
Core EPS	0.45	0.58	0.84	1.25	1.61
Book value	3.65	4.24	5.37	6.37	7.60
Dividend	0.13	0.18	0.25	0.38	0.48
Valuation (x)					
PER	97.34	74.99	51.84	34.90	27.17
Core PER	97.34	74.99	51.84	34.90	27.17
P/BV	11.97	10.32	8.15	6.87	5.75
EV/EBITDA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Dividend yield	0.3%	0.4%	0.6%	0.9%	1.1%

Corporate governance report of Thai listed companies 2022

CG rating by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)

Score	Symbol	Description	ความหมาย
90-100		Excellent	ดีเลิศ
80-89		Very Good	ดีมาก
70-79		Good	ดี
60-69		Satisfactory	ดีพอใช้
50-59		Pass	ผ่าน
< 50	No logo given	n.a.	n.a.

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยแพร่สาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

DAOL SEC: ความหมายของคำแนะนำ

- “ซื้อ”** เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- “ถือ”** เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- “ขาย”** เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน (ไม่รวมเงินปันผล)

หมายเหตุ ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

IOD disclaimer

The Corporate Governance Report (CGR) of Thai listed Companies is based on a survey and assessment of information that companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment (“listed companies”) disclose to the public. The CGR is a presentation of information from the perspective of outsiders on the standards of corporate governance of listed companies. It is not any assessment of the actual practices of the listed companies, and the CGR does not use any non-public information. The CGR is not therefore an endorsement of the practices of the listed companies. It is not a recommendation for investment in any securities of any listed companies or any recommendation whatsoever. Investors should exercise their own judgment to analyze and consider any information relating to the listed companies presented in this CGR report. No representation or warranty is made by the Institute of Directors or any of its personnel as to the completeness or accuracy of the CGR report or the information used.

DAOL SEC’s stock rating definition

- BUY** The stock presents a good buying opportunity as it appears undervalued and/or will appreciate in the medium term. A return of the stock, excluding dividend, is expected to exceed 10%.
- HOLD** The stock lacks a catalyst in the medium to long term, and there is uncertainty regarding earnings growth. A return of the stock is expected to be between 0% and 10%.
- SELL** The stock appears overvalued and/or will perform poorly in the medium to long term, while there is major challenge at a company.

Notes: The expected returns may be subject to change at any time without notice.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC มีการจัดทำ ESG Rating (ESG: Environment, Social, Governance) เพื่อบ่งบอกว่าบริษัทมีการกำกับดูแลกิจการและมีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคมระดับใด โดยทาง DAOL SEC ให้ความสำคัญกับการลงทุนในบริษัทที่มีการพัฒนาที่ยั่งยืน จึงได้จัดทำเกณฑ์ในการให้คะแนน ESG สำหรับหุ้นที่เรา Cover อยู่ สำหรับหลักเกณฑ์ในการประเมินคะแนน ESG ของ DAOL SEC ทำการพิจารณาจาก 3 ด้าน ดังนี้

❑ **การจัดการด้านสิ่งแวดล้อม (Environment)** หมายถึง การที่บริษัทมีนโยบายและกระบวนการทำงานในองค์กรเพื่อจัดการสิ่งแวดล้อมอย่างชัดเจนและใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงมีการฟื้นฟูสภาพแวดล้อมทางธรรมชาติที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินธุรกิจ ซึ่งเราใช้เกณฑ์ด้านรายได้ของบริษัทว่าบริษัทนั้นๆ มีสัดส่วนรายได้ที่ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมเท่าไร

❑ **การจัดการด้านสังคม (Social)** การที่บริษัทมีนโยบายการบริหารทรัพยากรบุคคลอย่างเป็นธรรมและเท่าเทียม มีการส่งเสริมและพัฒนาพนักงานอย่างต่อเนื่องและมีคุณภาพ รวมถึงสนับสนุนลูกค้าให้มีการปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนที่บริษัทมีความเกี่ยวข้องให้เติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเราใช้เกณฑ์คะแนนจาก Bloomberg โดยการสำรวจรายงานต่างๆ ที่ไม่ใช้งบการเงิน ข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับบริษัท และกิจกรรมทาง NGO

❑ **บรรษัทภิบาล (Governance)** การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดำเนินงานอย่างโปร่งใส มีแนวทางการบริหารความเสี่ยงที่ชัดเจน ต่อต้านทุจริตและคอร์รัปชัน ตลอดจนดูแลผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งรวมถึงการจ่ายภาษีให้แก่ภาครัฐอย่างโปร่งใส ซึ่งเราใช้เกณฑ์พิจารณาจาก CG rating ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ESG Rating ที่ DAOL SEC ประเมินมี 5 ระดับ ได้แก่

Excellent (5)	Very Good (4)	Good (3)	Satisfactory (2)	Pass (1)
---------------	---------------	----------	------------------	----------

สำหรับบริษัทที่มีข้อมูลไม่เพียงพอในการประเมินจะได้ rating เป็น n.a.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC believes environmental, social and governance (ESG) practices will help determine the sustainability and future financial performance of companies. We thus incorporate ESG into our valuation model.

❑ **Environmental** criteria consider how the company safeguards the environment and conserves natural resources. DAOL SECURITIES (THAILAND) calculates how much revenue derives from a business operation that can be harmful to the environment.

❑ **Social** criteria examine how it manages relationships with employees, suppliers, customers, and the communities where it operates. It also consists of employee welfare. DAOL SECURITIES (THAILAND) analyzes the company's non-financial statement reports (news and announcements), including NGO-related activities, retrieved from Bloomberg.

❑ **Governance** ensures a company uses accurate and transparent accounting method, internal controls, risk assessments, shareholder rights, and anti-corruption policies. DAOL SECURITIES (THAILAND) relates the IOD's CG rating system.

DAOL SECURITIES (THAILAND)'S ESG Scale of Ratings

Excellent (5)	Very Good (4)	Good (3)	Satisfactory (2)	Pass (1)
---------------	---------------	----------	------------------	----------

DAOL SECURITIES (THAILAND) assigns an "n.a." to notify an insufficient information.

Disclaimer: บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอและเผยแพร่บทวิเคราะห์ให้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนทั่วไป โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของข้อมูลที่ได้เปิดเผยต่อสาธารณชนอันเชื่อถือได้ และมีได้มีเจตนาเชิญชวนหรือชี้แนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด ดังนั้น บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการใช้บทวิเคราะห์ฉบับนี้ทั้งทางตรงและทางอ้อม และขอให้นักลงทุนใช้ดุลพินิจพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions. 11