

After You

(AU.BK/AU.TB)

Outperform • Maintained

Price as of 11 Oct 2023	9.90
12M target price (Bt/shr)	12.50
Unchanged/Revised up(down)(%)	10.6
Upside/downside (%)	26.3

Key messages

ราคาหลักทรัพย์ของ AU ใน 3Q66F จะเติบโตอยู่ที่ 49 ล้านบาท (+47% YoY และ +15% QoQ) โดยกำไรที่เพิ่มขึ้น YoY จะมาจากยอดขายเพิ่มขึ้นและสัดส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขาย (SG&A ต่อยอดขาย) ส่วนกำไรที่เพิ่ม QoQ จากรายได้และอัตรากำไร (margin) ดีขึ้น ขณะที่เราปรับลดประมาณการกำไรสุทธิในแต่ละปี 2566-67F ลง 6% สะท้อนการปรับเพิ่ม SG&A ต่อยอดขายขึ้น ผลจากการปรับลดประมาณการและการขยับราคาเป้าหมายเป็นปลายปี 2567 ทำให้ราคาเป้าหมายใหม่เพิ่มขึ้นอยู่ที่ 12.50 บาท (จากเดิม 11.30 บาท) และคงคำแนะนำซื้อ สำหรับ AU

Trading data

Mkt cap (Btmn/US\$m)	8.1/245		
Outstanding shares (mn)	816		
Foreign ownership (mn)	36.1		
3M avg. daily trading (mn)	1.2		
52-week trading range (Bt)	9.5-12.8		
Performance (%)	3M	6M	12M
Absolute	-1.0	-9.2	-3.9
Relative	1.5	-0.7	3.0

Quarterly EPS

Bt	1Q	2Q	3Q	4Q
2021	0.01	(0.01)	(0.02)	0.02
2022	0.02	0.04	0.04	0.04
2023	0.05			

Share price chart



Source: SET

Panthip Apai
66.2658.8888 Ext. 8856
panthipa@kgi.co.th

ประมาณการ 3Q66F: คาดกำไรเพิ่มขึ้นน่าประทับใจ YoY และ QoQ

Event

ประมาณการกำไร 3Q66F ปรับประมาณการกำไรและขยับราคาเป้าหมายเป็นปลายปี 2567

Impact

คาดกำไรสุทธิแข็งแกร่งทั้ง YoY และ QoQ

แม้ว่าไตรมาสที่สามของปีจะเป็นช่วง low season เราคาดผลการดำเนินงาน 3Q66F ของ AU ดีขึ้นโดยกำไรสุทธิอยู่ที่ 49 ล้านบาท (+47% YoY และ +15% QoQ) กำไรเพิ่มขึ้น YoY จะเป็นเพราะ i) ยอดขายเติบโตอย่างมีนัยสำคัญจากการกลับมาของนักท่องเที่ยวต่างชาติและการรุกขยายเพิ่มรานสาขา และ ii) สัดส่วน SG&A ต่อยอดขายต่ำลง ส่วนกำไรที่เพิ่มขึ้น QoQ จาก i) ยอดขายสูงขึ้น และ ii) อัตรากำไรขั้นต้นดีขึ้น หากเป็นตามที่เราคาด กำไรสุทธิ 9M66F จะอยู่ที่ 127 ล้านบาท (+54% YoY) คิดเป็น 66% ของประมาณการกำไรเต็มปีของเรา

คาดอัตรการเติบโตของยอดขายสูงขึ้นทั้ง YoY และ QoQ

เราคาดรายได้จากยอดขาย 3Q66F เติบโตแข็งแกร่งอยู่ที่ 313 ล้านบาท (+30% YoY และ +8% QoQ) ปัจจัยหนุนหลักมาจากการเพิ่มขึ้นของรายได้จากราน dessert cafes และเครื่องดื่ม (+35% YoY และ 7% QoQ) ขณะที่ เราคาดอัตรการเติบโตของรายได้ในสาขาเดิม (SSSG: same store sales growth) ที่ 15% (เทียบกับ 123%/17% ใน 3Q65/2Q66) มองคานบวก สัดส่วนลูกค้าชาวต่างชาติเพิ่มขึ้นเป็น 30% ของลูกค้ารวมใน 3Q66F (เทียบกับ 20% ในปี 2562) โดยเราคาดโมเมนตัมของการท่องเที่ยวดีขึ้นต่อเนื่องใน 4Q66 นอกจากนี้ บริษัทได้เปิดสาขาที่ AU รวมถึงหุ้น (equity branch) เพิ่มอีก 4 สาขาใน 3Q66F ทำให้มีสาขา รวมเพิ่มเป็น 60 รานสาขาใน 9M66F (เทียบกับ 42/56 รานสาขาใน 3Q65/2Q66) ขณะที่ การเปิดร้านสาขา ที่สองในต่างประเทศที่ประเทศฮ่องกง ในเขต Wan Chai เมื่อเดือนกันยายน 2566.

ประเมินอัตรากำไรขั้นต้นจะดีขึ้น

เราคาด GPM ใน 3Q66F ดีขึ้น QoQ เป็น 64.1% (เทียบกับ 64.1% ใน 3Q65 และ 63.7% ใน 2Q66) ได้ผลดีจากการประหยัดต้นทุนและการแนะนำสินค้าออกใหม่ (เช่น ขนมปังสังขยาใบเตย (pandan coconut custard bun)) ทำให้ GPM ใน 9M66F อยู่ที่ 63.7% ขณะที่ คาดสัดส่วน SG&A ต่อยอดขายใน 3Q66F ลดลงเหลือ 46.6% (จาก 48.6% ใน 3Q65 และ 47.8% ใน 2Q66) ทำให้สัดส่วน SG&A ต่อยอดขายใน 9M66F อยู่ที่ 47.9% (เทียบกับประมาณการเราเต็มปีนี้ที่ 46.6%)

ปรับประมาณการกำไรสุทธิปี 2566-67F

เราปรับลดประมาณการกำไรสุทธิในแต่ละปี 2566-67F ลง 6% เนื่องจากการปรับเพิ่มสัดส่วน SG&A ต่อยอดขายขึ้นเป็น 48.0%/45.4% (จากเดิมที่ 46.6%/43.9%) เพื่อสะท้อนประมาณการเดิมของเราที่สูงขึ้น หลังจากการปรับประมาณการกำไรลง ทำให้กำไรสุทธิใหม่ปี 2566F อยู่ที่ 179 ล้านบาท (+52% YoY) และปี 2567F อยู่ที่ 233 ล้านบาท (+30% YoY) หากประมาณกำไร 3Q66F เป็นตามที่เราคาด กำไร 9M66F คิดเป็น 71% ของประมาณการกำไรใหม่เต็มปีของเรา

Valuation and action

อิงจากการขยับราคาเป้าหมายเป็นปลายปี 2567 และปรับลด PE ลงอยู่ที่ 43x (จากเดิม 47x) เพื่อสะท้อนการฟื้นตัว ทำให้ราคาเป้าหมายใหม่อยู่ที่ 12.50 บาท (จากเดิม 11.30 บาท) ทั้งนี้ เราคงคำแนะนำซื้อหนุนจาก i) ผลการดำเนินงาน 3Q66F ดีขึ้น และ ii) ผลจากการฟื้นตัวของกำไรปี 2567F (+30% YoY) ขยับขึ้นเหนือการเติบโตจากการขยายร้านสาขาเชิงรุกปีนี้และได้รับผลบวกจากการประหยัดต้นทุน

Risks

เศรษฐกิจฟื้นตัวช้ากว่าที่คาดและ อัตรการเติบโตของรายได้ในสาขาเดิม (SSSG) ต่ำกว่าที่คาดไว้

Key financials and valuations

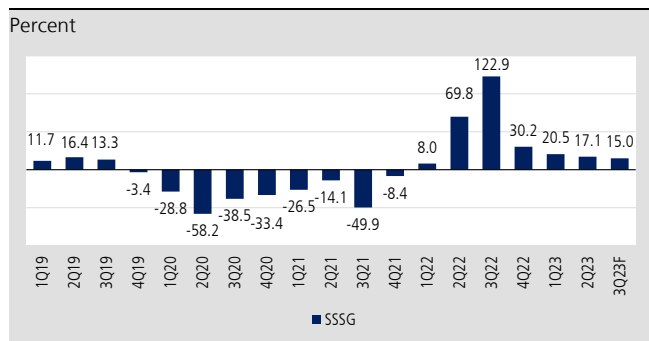
	Dec - 19A	Dec - 20A	Dec - 21A	Dec - 22A	Dec - 23F	Dec - 24F
Revenue (Btmn)	1,194	768	620	921	1,197	1,328
Net Profit (Btmn)	237	55	4	118	179	233
Normalized Profit (Btmn)	237	55	4	118	179	233
EPS (Bt)	0.29	0.07	0.01	0.15	0.22	0.29
DPS (Bt)	0.29	0.06	0.06	0.15	0.20	0.26
EPS Growth (%)	60.8	(76.6)	(92.1)	2,589.7	51.6	29.7
P/E (X)	33.4	160.3	1,843.6	67.9	44.8	34.5
P/B (X)	7.6	10.5	10.1	8.7	8.5	8.3
EV/EBITDA (X)	20.8	38.3	46.2	25.8	18.4	15.9
Net Debt to Equity (X)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
Dividend Yield (%)	3.0	0.6	0.6	1.5	2.0	2.6
Return on Average Equity (%)	22.8	6.5	0.5	12.8	19.0	24.1

Source: Company data, KGI Securities Research

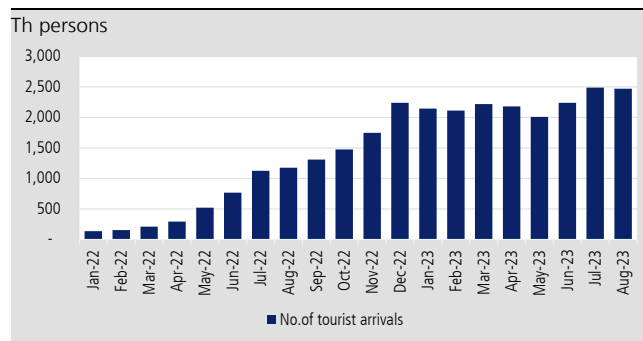
Figure 1: AU's 3Q23F earnings preview

Bt mn	3Q23F	3Q22	YoY (%)	2Q23	QoQ (%)	9M23F	9M22	YoY (%)
Revenue	313	241	29.6	294	6.5	865	662	30.6
Gross Profit	200	155	29.5	187	7.1	551	415	32.9
SG&A	146	117	24.2	140	3.9	415	327	26.9
Operating Profit	55	37	46.1	47	16.8	136	88	55.4
Franchise fee income	5	5	8.8	5	-	15	12	29.6
Non-Operating Inc./(Exp.)	3	2	75.4	3	2.8	10	9	9.1
Net Profit	49	34	47.3	43	14.7	127	82	53.7
Normalized profit	49	34	47.3	43	14.7	127	82	53.7
EPS (Bt)	0.06	0.04	47.3	0.05	14.7	0.16	0.10	53.6
Normalized EPS (Bt)	0.06	0.04	47.3	0.05	14.7	0.16	0.10	53.6
Percent	3Q23F	3Q22	YoY (ppts)	2Q23	QoQ (ppts)	9M23F	9M22	YoY (ppts)
Gross margin	64.1	64.1	(0.0)	63.7	0.4	63.7	62.6	1.1
EBIT margin	17.5	15.5	2.0	16.0	1.5	15.7	13.2	2.5
SG&A/sales	46.6	48.6	(2.0)	47.8	(1.2)	47.9	49.4	(1.4)

Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 2: Same-store-sales growth (SSSG)


Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 3: Number of tourist arrivals


Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 4: Earnings revisions

	2023F			2024F		
	Revised	Previous	Change	Revised	Previous	Change
Financials (Btmn)			Percent			Percent
Sales	1,197	1,182	1.2	1,328	1,312	1.2
COGS	436	431	1.2	484	478	1.2
SG&A	574	551	4.3	603	576	4.7
Net profit	179	192	(6.4)	233	247	(5.9)
Normalized profit	179	192	(6.4)	233	247	(5.9)
EPS (Bt/shr)	0.22	0.24	(6.4)	0.29	0.30	(5.9)
Normalized EPS (Bt/shr)	0.22	0.24	(6.4)	0.29	0.30	(5.9)
Key financial ratio (%)			ppts			ppts
GPM	63.6	63.6	0.0	63.6	63.6	0.0
SG&A/Sale	48.0	46.6	1.4	45.4	43.9	1.5
Net profit margin	15.0	16.2	(1.2)	17.5	18.8	(1.3)
ROE	19.0	20.3	(1.3)	24.1	25.5	(1.4)

Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 5: Key assumptions

	Unit	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
Restaurant Revenue	Btmn						
After You		1,111	684	499	762	1,016	1,080
Mikka+Luggaw		0.1	15	15	18	23	27
Total Restaurant Revenue		1,111	699	514	787	1,039	1,106
Sales of goods(+OEM) and	Btmn	47	21	44	75	87	136
Catering and pop-up store	Btmn	35	45	52	59	71	86
Franchise fee income		-	4	10	16	23	30
Number of branches	Branch						
Equity branches		41	54	52	68	86	92
Franchise branches		-	32	75	110	152	204
Total branches		41	86	127	178	238	296
Number of branches	Branch						
After You		39	42	40	52	67	70
Mikka		2	44	87	126	171	226
Total branches		41	86	127	178	238	296
SSSG	%	8.9	(40.2)	(26.9)	48.3	14.0	5.0
Gross profit margin (GPM)	%	64.7	60.9	57.2	62.5	63.6	63.6
SG&A/Revenue	%	41.0	51.9	56.2	49.3	48.0	45.4

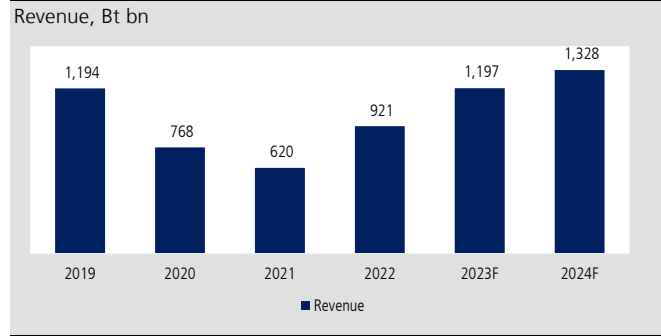
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 6: Company profile

After You (AU) has operated food and beverage outlets (40 branches in 2021). The company's dessert cafes provide various desserts and drinks, including Shibuya honey toasts, Kakigori, etc. Moreover, the company expands its business through the coffee shop store, namely Mikka café. AU has a franchise of After You in Hong Kong.

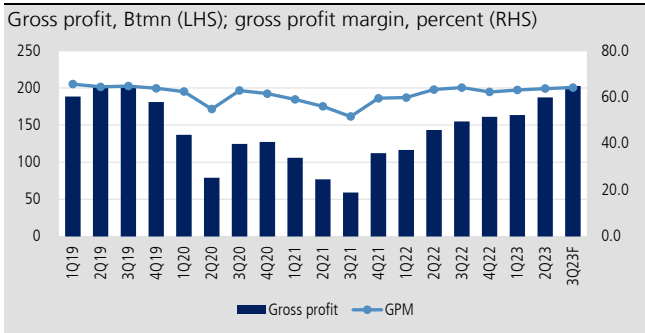
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 7: Revenue



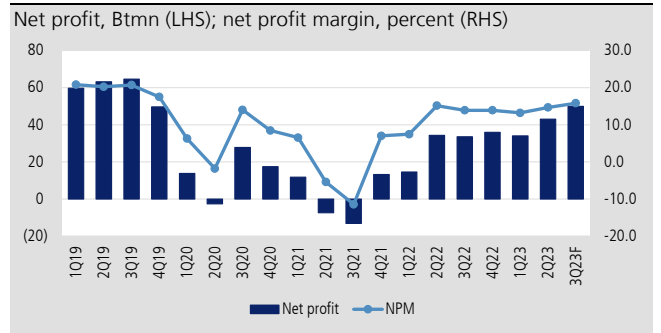
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 8 Gross profit



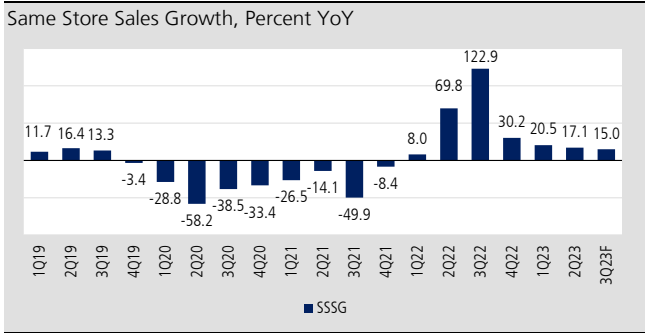
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 9: Net profit and NPM



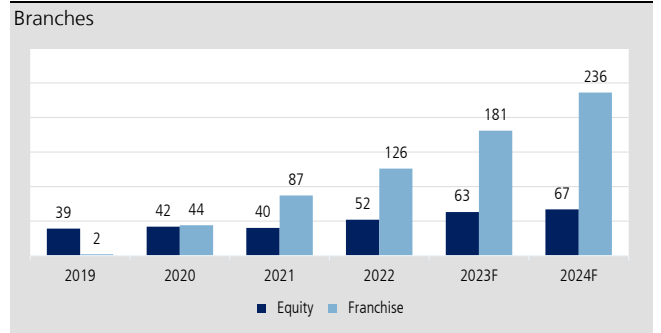
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 10: Same store sales growth (SSSG)



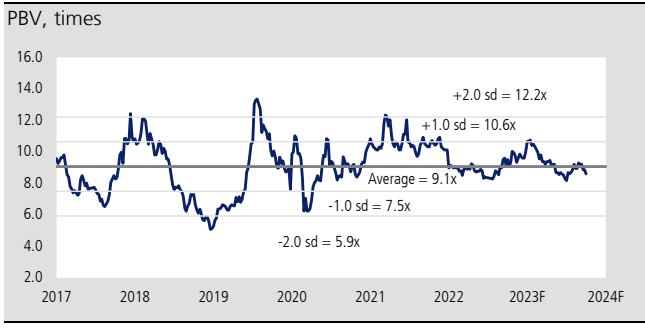
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 11: Outlet breakdown by type



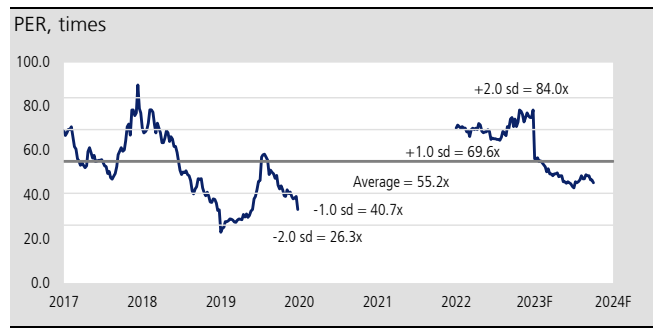
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 12: PBV



Source: KGI Securities Research

Figure 13: PER



Source: KGI Securities Research

Quarterly Income Statement

	Mar-20A	Jun-20A	Sep-20A	Dec-20A	Mar-21A	Jun-21A	Sep-21A	Dec-21A	Mar-22A	Jun-22A	Sep-22A	Dec-22A	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23F
Income Statement (Btmn)															
Revenue	219	144	198	207	179	137	115	188	195	226	241	259	259	294	313
Cost of Goods Sold	(82)	(65)	(74)	(79)	(74)	(60)	(55)	(76)	(78)	(83)	(87)	(98)	(96)	(107)	(112)
Gross Profit	137	79	125	127	106	77	59	112	117	143	155	161	163	187	200
Operating Expenses	(118)	(83)	(90)	(107)	(91)	(85)	(75)	(98)	(102)	(108)	(117)	(127)	(129)	(140)	(146)
Other incomes	1	1	1	3	2	1	1	4	3	5	2	6	4	3	3
Operating Profit	19	(3)	35	23	17	(7)	(14)	19	17	40	39	40	39	50	58
Depreciation of fixed assets	39	31	30	37	40	40	39	39	38	39	38	39	37	41	41
Operating EBITDA	58	27	65	60	57	33	24	58	55	79	77	79	75	91	99
Non-Operating Income	1	1	0	0	0	0	0	0	3	4	5	6	5	6	5
Interest Income	0	0	0	0	0	0	0	0	3	4	5	5	5	5	5
Other Non-op Income	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0
Non-Operating Expenses	(4)	(2)	(2)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(2)	(2)	(2)	(1)	(1)	(2)	(1)
Interest Expenses	(4)	(2)	(2)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(2)	(2)	(2)	(1)	(1)	(2)	(1)
Other Non-op Expenses	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Equity Income/(Loss)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pre-tax Profit	16	(5)	33	21	14	(10)	(17)	16	18	42	42	45	43	54	62
Current Taxation	(2)	2	(6)	(3)	(2)	2	4	(3)	(4)	(8)	(9)	(8)	(9)	(11)	(12)
Minorities	0	0	0	0	0	0	(0)	0	0	0	(0)	(0)	0	0	0
Extraordinary items	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Net Profit	14	(3)	28	17	12	(7)	(13)	13	15	34	34	36	34	43	49
Normalized Profit	14	(3)	28	17	12	(7)	(13)	13	15	34	34	36	34	43	49
EPS (Bt)	0.02	(0.00)	0.03	0.02	0.01	(0.01)	(0.02)	0.02	0.02	0.04	0.04	0.04	0.04	0.05	0.06
Normalized EPS (Bt)	0.02	(0.00)	0.03	0.02	0.01	(0.01)	(0.02)	0.02	0.02	0.04	0.04	0.04	0.04	0.05	0.06
Margins															
Gross profit margin	62.4	54.9	62.9	61.5	59.0	56.0	51.7	59.5	59.8	63.3	64.1	62.3	63.1	63.7	64.1
Operating EBIT margin	8.8	(2.3)	17.7	11.2	9.4	(5.1)	(12.6)	9.9	8.8	17.8	16.2	15.4	14.9	17.0	18.5
Operating EBITDA margin	26.5	19.0	32.7	29.2	31.7	24.1	21.0	30.6	28.4	35.0	31.8	30.3	29.1	31.0	31.7
Net profit margin	6.3	(1.8)	14.0	8.5	6.5	(5.4)	(11.4)	7.0	7.5	15.2	13.9	13.9	13.2	14.7	15.8
YoY Growth															
Revenue growth	(23.6)	(53.8)	(36.5)	(27.1)	(18.1)	(4.6)	(42.1)	(8.9)	8.5	64.8	110.5	37.5	32.9	29.7	29.6
Operating EBIT growth	(74.1)	N.A.	(55.7)	(62.3)	(12.4)	N.A.	N.A.	(19.5)	1.8	N.A.	N.A.	113.1	124.6	23.2	47.4
Operating EBITDA growth	(35.8)	N.A.	(33.8)	(23.3)	(2.1)	N.A.	N.A.	(4.6)	(2.9)	139.1	219.6	36.5	36.4	15.0	28.9
Net profit growth	(76.9)	N.A.	(57.0)	(64.8)	(14.6)	N.A.	N.A.	(24.5)	23.5	N.A.	N.A.	172.7	135.2	25.5	47.3
Normalized profit growth	(76.9)	N.A.	(57.0)	(64.8)	(14.6)	N.A.	N.A.	(24.5)	23.5	N.A.	N.A.	172.7	135.2	25.5	47.3

Source: Company data, KGI Securities Research

Balance Sheet

As of 31 Dec (Bt mn)	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
Total Assets	1,200	1,026	1,026	1,021	1,175	1,272
Current Assets	549	328	226	258	399	486
Cash & ST Investments	145	145	161	175	298	374
Inventories	38	38	36	48	56	62
Accounts Receivable	12	15	17	24	23	25
Others	354	130	12	12	23	25
Non-current Assets	650	957	800	763	776	786
LT Investments	0	305	190	150	152	153
Net fixed Assets	597	603	561	553	547	547
Others	53	49	50	60	77	86
Total Liabilities	162	453	311	308	380	378
Current Liabilities	125	188	165	196	293	292
Accounts Payable	73	73	63	78	106	118
ST Borrowings	0	0	0	0	34	5
Others	52	115	102	118	153	170
Long-term Liabilities	37	264	146	112	87	86
Long-term Debts	0	223	116	82	48	44
Others	37	41	30	29	38	43
Shareholders' Equity	1,039	851	807	927	944	967
Common Stock	816	816	816	816	816	816
Capital Surplus	710	710	710	710	710	710
Retained Earnings	239	51	7	127	145	168

Source: KGI Securities Research

Key Ratios

Year to 31 Dec	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
Growth (% YoY)						
Sales	37.1	(35.7)	(19.3)	48.7	29.9	10.9
OP	62.7	(74.2)	(79.9)	918.3	48.1	28.0
EBITDA	52.8	(41.5)	(18.4)	78.4	37.6	14.1
NP	60.8	(76.6)	(92.1)	2,589.7	51.6	29.7
Normalized Profit	60.8	(76.6)	(92.1)	2,589.7	51.6	29.7
EPS	60.8	(76.6)	(92.1)	2,589.7	51.6	29.7
Normalized EPS	60.8	(76.6)	(92.1)	2,589.7	51.6	29.7
Profitability (%)						
Gross Margin	64.7	60.9	57.2	62.5	63.6	63.6
Operating Margin	24.6	9.9	2.5	16.8	19.2	22.1
EBITDA Margin	30.3	27.6	27.9	33.5	35.5	36.5
Net Profit Margin	19.9	7.2	0.7	12.9	15.0	17.5
ROAA	19.8	4.3	0.4	11.6	15.3	18.3
ROAE	22.8	6.5	0.5	12.8	19.0	24.1
Stability						
Gross Debt/Equity (%)	15.6	53.2	38.6	33.2	40.2	39.1
Net Debt/Equity (%)	(47.2)	9.2	(5.6)	(10.0)	(22.8)	(33.6)
Interest Coverage (x)	(1,327.1)	(6.8)	(1.3)	(19.8)	(43.8)	(102.6)
Interest & ST Debt Coverage (x)	(1,327.1)	(6.8)	(1.3)	(19.8)	(43.8)	(102.6)
Cash Flow Interest Coverage (x)	(1,513.9)	(47.2)	(14.9)	(19.4)	(71.4)	(143.7)
Cash Flow/Interest & ST Debt (x)	(1,513.9)	(47.2)	(14.9)	(19.4)	(71.4)	(143.7)
Current Ratio (x)	10.5	2.9	2.2	2.2	2.6	2.9
Quick Ratio (x)	9.8	2.5	1.9	1.8	2.2	2.5
Net Debt (Bt mn)	(490)	(180)	(45)	(92)	(216)	(325)
Per Share Data (Bt)						
EPS	0.3	0.1	0.0	0.1	0.2	0.3
Normalized EPS	0.3	0.1	0.0	0.1	0.2	0.3
CFPS	0.4	0.6	0.2	0.2	0.5	0.5
BVPS	1.3	1.0	1.0	1.1	1.2	1.2
SPS	1.5	0.9	0.8	1.1	1.5	1.6
EBITDA/Share	0.4	0.3	0.2	0.4	0.5	0.6
DPS	0.3	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3
Activity						
Asset Turnover (x)	1.0	0.6	0.6	0.9	1.0	1.0
Days Receivables	3.8	6.9	9.9	9.6	6.9	6.9
Days Inventory	33.3	46.5	49.6	50.2	46.5	46.5
Days Payable	62.9	88.6	87.2	82.3	88.6	88.6
Cash Cycle	(25.8)	(35.2)	(27.8)	(22.5)	(35.2)	(35.2)

Source: KGI Securities Research

Profit & Loss

Year to 31 Dec (Bt mn)	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
Revenue	1,194	768	620	921	1,197	1,328
Cost of Goods Sold	(422)	(300)	(265)	(346)	(436)	(484)
Gross Profit	773	468	354	576	761	844
Operating Expenses	(490)	(399)	(348)	(454)	(574)	(603)
Other Incomes	11	7	9	33	43	53
Operating Profit	293	76	15	155	230	294
Depreciation of fixed assets	(69)	(136)	(158)	(153)	(195)	(190)
Operating EBITDA	362	212	173	308	424	484
Non-Operating Income	0	0	0	0	0	0
Interest Income	0	0	0	0	0	0
Other Non-op Income	0	0	0	0	0	0
Non-Operating Expenses	(0)	(11)	(11)	(8)	(5)	(3)
Interest Expenses	(0)	(11)	(11)	(8)	(5)	(3)
Other Non-op Expenses	0	0	0	0	0	0
Equity Income/(Loss)	0	0	0	0	0	0
Pre-tax Profit	293	64	4	147	224	291
Current Taxation	(56)	(9)	1	(29)	(45)	(58)
Minorities	0	0	(0)	0	0	0
Extraordinary items	0	0	0	0	0	0
Net Profit	237	55	4	118	179	233
Normalized Profit	237	55	4	118	179	233
EPS (Bt)	0.29	0.07	0.01	0.15	0.22	0.29
Normalized EPS (Bt)	0.29	0.07	0.01	0.15	0.22	0.29

Source: KGI Securities Research

Cash Flow

Year to 31 Dec (Bt mn)	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
Operating Cash Flow	335	528	171	152	374	412
Net Profit	237	55	4	118	179	233
Depreciation & Amortization	69	136	158	153	195	190
Change in Working Capital	2	346	(10)	(112)	25	(7)
Others	27	(9)	19	(7)	(25)	(4)
Investment Cash Flow	(156)	(501)	9	(91)	(90)	(92)
Net CAPEX	(156)	(61)	(19)	(47)	(20)	(20)
Change in LT Investment	0	(441)	29	(44)	(70)	(72)
Change in Other Assets	0	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	179	27	180	61	285	319
Financing Cash Flow	(155)	(13)	(155)	(157)	(161)	(243)
Change in Share Capital	0	0	0	0	0	0
Net Change in Debt	0	223	(107)	(34)	0	(34)
Change in Other LT Liab.	(155)	(237)	(49)	(123)	(161)	(209)
Net Cash Flow	24	13	25	(96)	123	76

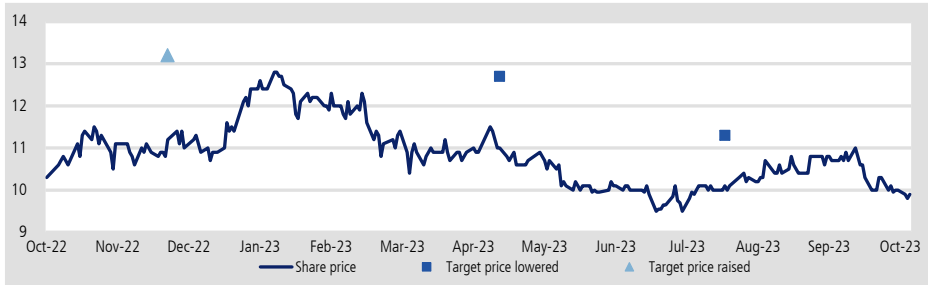
Source: KGI Securities Research

Rates of Return on Invested Capital

Year	1- Revenue	COGS Revenue	+ Depreciation Revenue	+ Operating Exp. Revenue	= Operating Margin	
2019	29.6%	5.7%	40.1%	24.6%		
2020	21.4%	17.7%	51.0%	9.9%		
2021	17.4%	25.4%	54.7%	2.5%		
2022	20.9%	16.6%	45.7%	16.8%		
2023F	20.0%	16.5%	44.4%	19.1%		
2024F	21.8%	14.6%	41.6%	21.9%		
Year	1/ Revenue	Working Capital Revenue	+ Net PPE Revenue	+ Other Assets Revenue	= Capital Turnover	
2019	0.0	0.5	0.5	1.0		
2020	0.5	0.8	0.9	0.5		
2021	0.0	0.9	0.8	0.6		
2022	-0.1	0.6	0.5	1.0		
2023F	0.0	0.5	0.5	1.0		
2024F	0.0	0.4	0.6	1.0		
Year	Operating Margin	x	Capital Turnover	x	Cash Tax Rate	= After-tax Return on Inv. Capital
2019	24.6%	1.0	19.1%	4.7%		
2020	9.9%	0.5	14.0%	0.6%		
2021	2.5%	0.6	-18.3%	-0.3%		
2022	16.8%	1.0	19.6%	3.3%		
2023F	19.1%	1.0	20.0%	3.8%		
2024F	21.9%	1.0	20.0%	4.5%		

Source: KGI Securities Research

After You- Recommendation & target price history



Date	Rating	Target	Price
25-Jul-23	Outperform	11.30	10.10
21-Apr-23	Outperform	12.70	11.00
2-Dec-22	Outperform	13.20	11.20

Source: KGI Securities Research

Corporate Governance Report of Thai Listed Companies



Companies with Excellent CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AAV	ASIA AVIATION	GLOBAL	SIAM GLOBAL HOUSE	RATCH	RATCH GROUP
ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE	GPSC	GLOBAL POWER SYNERGY	RBF	R&B FOOD SUPPLY
AMA	AMA MARINE	GULF	GULF ENERGY DEVELOPMENT	SAT	SOMBOON ADVANCE TECHNOLOGY
AMATA	AMATA CORPORATION	HANA	HANA MICROELECTRONICS	SCB	SCB X
ANAN	ANANDA DEVELOPMENT	HENG	HENG LEASING AND CAPITAL	SCC	THE SIAM CEMENT
AOT	AIRPORTS OF THAILAND	HMPRO	HOME PRODUCT CENTER	SCCC	SIAM CITY CEMENT
AP	AP (THAILAND)	INTOUCH	INTOUCH HOLDINGS	SCGP	SCG PACKAGING
BAFS	BANGKOK AVIATION FUEL SERVICES PCL.	IRPC	IRPC	SEAFECO	SEAFECO
BAM	BANGKOK COMMERCIAL ASSET MANAGEMENT	IVL	INDORAMA VENTURES	SHR	S HOTELS AND RESORTS
BANPU	BANPU	KBANK	KASIKORNBANK	SICT	SILICON CRAFT TECHNOLOGY
BBL	BANGKOK BANK	KCE	KCE ELECTRONICS	SMPC	SAHAMITR PRESSURE CONTAINER
BCP	BANGCHAK CORPORATION	KEX	KERRY EXPRESS (THAILAND)	SNC	SNC FORMER
BCPG	BCPG	KKP	KIATNAKIN PHATRA BANK	SPALI	SUPALAI
BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES	KTB	KRUNG THAI BANK	SPRC	STAR PETROLEUM REFINING
BEM	BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO	KTC	KRUNGTHAI CARD	STEC	SINO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION
BGRIM	B. GRIMM POWER	LPN	L.P.N. DEVELOPMENT	STGT	SRI TRANG GLOVES (THAILAND)
BPP	BANPU POWER	MAJOR	MAJOR CINEPLEX GROUP	SUN	SUNSWEEET
BTS	BTS GROUP HOLDINGS	MBK	MBK	SVI	SVI
CENDEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	MINT	MINOR INTERNATIONAL	TACC	T.A.C. CONSUMER
CK	CH. KARNCHANG	MTC	MUANGTHAI CAPITAL	TCAP	THANACHART CAPITAL
CKP	CK POWER	OR	PTT OIL AND RETAIL BUSINESS	THCOM	THAICOM
COM7	COM7	ORI	ORIGIN PROPERTY	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP
CPALL	CP ALL	OSP	OSOTSPA	TKN	TAOKAENOI FOOD & MARKETING
CPAXT	CP AXTRA	PLANB	PLAN B MEDIA	TOP	THAI OIL
CPF	CHAROEN POKPHAND FOODS	PSH	PRUKSA HOLDING	TTB	TMBTHANACHART BANK
CPN	CENTRAL PATTANA	PTG	PTG ENERGY	TU	THAI UNION GROUP
DELTA	DELTA ELECTRONICS (THAILAND)	PTT	PTT	VGI	VGI
DOHOM	DOHOME	PTTEP	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION	WHA	WHA CORPORATION
EGCO	ELECTRICITY GENERATING	PTTGC	PTT GLOBAL CHEMICAL	WHAUP	WHA UTILITIES AND POWER
GFPT	GFPT	PYLON	PYLON	ZEN	ZEN CORPORATION GROUP
GGC	GLOBAL GREEN CHEMICALS	QH	QUALITY HOUSES		



Companies with Very Good CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AEONTS	AEON THANA SINSAP (THAILAND)	JMT	JMT NETWORK SERVICES	SFT	SHRINKFLEX (THAILAND)
BCH	BANGKOK CHAIN HOSPITAL	LH	LAND AND HOUSES	SINGER	SINGER THAILAND
BEC	BEC WORLD	M	MK RESTAURANT GROUP	SMD	SAINTMED
BH	BUMRUNGRAD HOSPITAL	MEGA	MEGA LIFESCIENCES	SNNP	SRINANAPORN MARKETING
CBG	CARABAO GROUP	NETBAY	NETBAY	SPA	SIAM WELLNESS GROUP
CHG	CHULARAT HOSPITAL	PJW	PANJAWATTANA PLASTIC	TFG	THAIFOODS GROUP
ERW	THE ERAWAN GROUP	SAK	SAKSIAM LEASING	TIDLOR	NGERN TID LOR
ESSO	ESSO (THAILAND)	SAPPE	SAPPE	TNP	THANAPIRIYA
HUMAN	HUMANICA	SAWAD	SRISAWAD CORPORATION	UBE	UBON BIO ETHANOL
IIG	I&I GROUP	SFLEX	STARFLEX	XO	EXOTIC FOOD



Companies with Good CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AU	AFTER YOU	LPH	LADPRAO GENERAL HOSPITAL	TPCH	TPC POWER HOLDING
EKH	EKACHAI MEDICAL CARE	MENA	MENA TRANSPORT		
JMART	JAYMART GROUP HOLDINGS	SISB	SISB		

Companies classified Not in the three highest score groups

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BBGI	BBGI	NTSC	Nutrition SC	TGE	THACHANG GREEN ENERGY
BTG	BETAGRO	PLT	Pilatus Marine		
ITC	i-Tail Corporation	PQS	Premier Quality Starch		

Source: www.thai-iod.com

Disclaimer: The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an assessment of operation and is not based on inside information. The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, KGI Securities (Thailand) Public Company Limited (KGI) does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of such survey result.

Anti-corruption Progress Indicator

Level 5: Extended

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE	GLOBAL	SIAM GLOBAL HOUSE	QH	QUALITY HOUSES
ANAN	ANANDA DEVELOPMENT	GPSC	GLOBAL POWER SYNERGY	RATCH	RATCHABURI ELECTRICITY GENERATING HOLDING
BBL	BANGKOK BANK	HMPRO	HOME PRODUCT CENTER	ROBINS	ROBINSON DEPARTMENT STORE
BCH	BANGKOK CHAIN HOSPITAL	IRPC	IRPC	SCC	THE SIAM CEMENT
BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES	KBANK	KASIKORN BANK	SIRI	SANSIRI
BIGC	BIG C SUPERCENTER	KCE	KCE ELECTRONICS	SPALI	SUPALAI
CK	CH. KARNCHANG	KKP	KIATNAKIN BANK	STEC	SINO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION
DCC	DYNASTY CERAMIC	KTB	KRUNG THAI BANK	TCAP	THANACHART CAPITAL
DELTA	DELTA ELECTRONICS (THAILAND)	LPH	LADPRAO GENERAL HOSPITAL	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP
DRT	DIAMOND ROOFING TILES	PACE	PACE DEVELOPMENT CORPORATION	TMT	THAI METAL TRADE
EGCO	ELECTRICITY GENERATING	PTT	PTT	TOP	THAI OIL
GFPT	GFPT	PTTGC	PTT GLOBAL CHEMICAL		

Level 4: Certified

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AAV	ASIA AVIATION	ERW	THE ERAWAN GROUP	SAPPE	SAPPE
AP	ASIAN PROPERTY DEVELOPMENT	GLOW	GLOW ENERGY	SAWAD	SRISAWAD POWER 1979
BA	BANGKOK AIRWAYS	GUNKUL	GUNKUL ENGINEERING	SCB	THE SIAM COMMERCIAL BANK
BANPU	BANPU	ILINK	INTERLINK COMMUNICATION	SCN	SCAN INTER
BCP	THE BANGCHAK PETROLEUM	KTC	KRUNGTHAI CARD	SEAFECO	SEAFECO
BH	BUMRUNGRAD HOSPITAL	LH	LAND AND HOUSES	SVI	SVI
BJCHI	BJC HEAVY INDUSTRIES	LPN	L.P.N. DEVELOPMENT	TASCO	TIPCO ASPHALT
CBG	CARABAO GROUP	MAKRO	SIAM MAKRO	TKN	TAOKAENOI FOOD & MARKETING
CENDEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	MALEE	MALEE SAMPRAN	TMB	TMB BANK
CHG	CHULARAT HOSPITAL	MINT	MINOR INTERNATIONAL	TRT	TIRATHAI
CKP	CK POWER	MODERN	MODERNFORM GROUP	TRUE	TRUE CORPORATION
CPF	CHAROEN POKPHAND FOODS	NOK	NOK AIRLINES	TVO	THAI VEGETABLE OIL
CPN	CENTRAL PATTANA	PTTEP	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION		
DTAC	TOTAL ACCESS COMMUNICATION	PYLON	PYLON		

Level 3: Established

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BEM	BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO	MTLS	MUANGTHAI LEASING	SPRC	STAR PETROLEUM REFINING
CPALL	CP ALL	SCI	SCI ELECTRIC		

No progress

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AOT	AIRPORTS OF THAILAND	BPP	BANPU POWER	FN	FN FACTORY OUTLET
BCPG	BCPG	BTS	BTS GROUP HOLDINGS	TPCH	TPC POWER HOLDING

Source: www.cgthailand.org

Disclaimer: The disclosure of the Anti-Corruption Progress Indicators of a listed company on the Stock Exchange of Thailand, which is assessed by the relevant institution as disclosed by the Office of the Securities and Exchange Commission, is made in order to comply with the policy and sustainable development plan for the listed companies. The relevant institution made this assessment based on the information received from the listed company, as stipulated in the form for the assessment of Anti-corruption which refers to the Annual Registration Statement (Form 56-1), Annual Report (Form 56-2), or other relevant documents or reports of such listed company. The assessment result is therefore made from the perspective of a third party. It is not an assessment of operation and is not based on any inside information. Since this assessment is only the assessment result as of the date appearing in the assessment result, it may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, KGI Securities (Thailand) Public Company Limited (KGI) does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of the assessment result.

KGI Locations

China	Shanghai	Room 2703B-2704, Tower A , Shanghai Dawning Centre,500 Hongbaoshi Road Shanghai, PRC 201103
	Shenzhen	Room 24D1, 24/F, A Unit, Zhen Ye Building,2014 Bao'annan Road, Shenzhen, PRC 518008
Taiwan	Taipei	700 Mingshui Road, Taipei, Taiwan Telephone886.2.2181.8888 · Facsimile886.2.8501.1691
Hong Kong		41/F CentralPlaza, 18 Harbour Road, Wanchai, Hong Kong Telephone 852.2878.6888 Facsimile 852.2878.6800
Thailand	Bangkok	8th - 11th floors, AsiaCentreBuilding 173 South Sathorn Road, Bangkok10120, Thailand Telephone 66.2658.8888 Facsimile 66.2658.8014
Singapore		4 Shenton Way #13-01 SGX Centre 2 Singapore 068807 Telephone 65.6202.1188 Facsimile 65.6534.4826

KGI's Ratings

Rating	Definition
Outperform (OP)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the top 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan)..
Neutral (N)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the range between the top 40% and the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan)
Under perform (U)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).
Not Rated (NR)	The stock is not rated by KGI.
Restricted (R)	KGI policy and/or applicable law regulations preclude certain types of communications, including an investment recommendation, during the course of KGI's engagement in an investment banking transaction and in certain other circumstances. Excess return = 12M target price/current price-
Note	When an analyst publishes a new report on a covered stock, we rank the stock's excess return with those of other stocks in KGI's coverage universe in the related market. We will assign a rating based on its ranking. If an analyst does not publish a new report on a covered stock, its rating will not be changed automatically.

Disclaimer

KGI Securities (Thailand) Plc. ("The Company") disclaims all warranties with regards to all information contained herein. In no event shall the Company be liable for any direct, indirect or any damages whatsoever resulting from loss of income or profits, arising by utilization and reliance on the information herein. All information hereunder does not constitute a solicitation to buy or sell any securities but constitutes our sole judgment as of this date and are subject to change without notice.