

# Thanapiriya PCL

(TNP.BK/TNP.TB)

**Neutral · Downgraded**

Price as of 20 Jul 2023	3.34
12M target price (Bt/shr)	3.50
Unchanged/Revised up(down)(%)	(16.7)
Upside/downside (%)	4.8

**Key messages**

เราคาดว่ากำไรสุทธิของ TNP จะฟื้นตัวจากปัจจัยฤดูกาล อย่างไรก็ตาม เรามองว่า TNP ยังเผชิญกับปัจจัยเสี่ยงอยู่อีกหลายประการ ส่งผลให้เราปรับลดประมาณการกำไรสุทธิลง และกดดันให้อัตรการเติบโตของกำไรชะลอลง ดังนั้น เราจึงปรับลดคำแนะนำจาก “ซื้อ” ลงเป็น “ถือ” โดยประเมินราคาเป้าหมายใหม่สิ้นปี 2567 อยู่ที่ 3.50 บาท อิงจาก PER ที่ 15.0X (เท่ากับค่าเฉลี่ยในอดีต -1.0 S.D.)

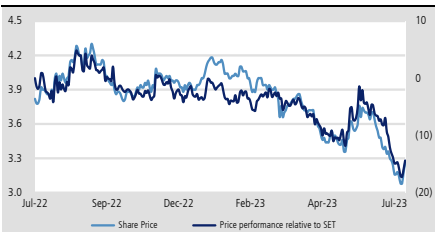
**Trading data**

Mkt cap (Btmn/US\$m)	2,608/65		
Outstanding shares (mn)	800		
Foreign ownership (mn)	0.08		
3M avg. daily trading (mn)	1		
52-week trading range (Bt)	3.1 – 4.3		
Performance (%)	3M	6M	12M
Absolute	-12.4	-21.6	-16.0
Relative	-8.7	-13.6	-15.2

**Quarterly EPS**

EPS	Q1	Q2	Q3	Q4
2021	0.07	0.05	0.05	0.07
2022	0.04	0.04	0.05	0.05
2023	0.05			

**Share price chart**



Source: SET

Chananthorn Pichayapanupat, CFA  
66.2658.8888 Ext. 8849  
chananthornp@kgi.co.th

**ประมาณการ 2Q66 : คาดกำไรเพิ่มขึ้นทั้ง YoY และ QoQ**

**Event**

อัปเดตแนวโน้มอุตสาหกรรมและประมาณการกำไร 2Q66

**Impact**

**เศรษฐกิจในภาคเหนือของประเทศไทยยังฟื้นตัวของต่อเนื่องใน 2Q66**

เมื่ออิงข้อมูลจากธนาคารแห่งประเทศไทย (BOT) ที่เกี่ยวข้องกับเศรษฐกิจภูมิภาค (ภาคเหนือ) BOT คาดสถานะเศรษฐกิจทางภาคเหนือของประเทศไทยยังฟื้นตัวต่อเนื่องในไตรมาสที่ 2 ของปีนี้ โดยมีปัจจัยบวกจาก i) การกลับมาของกิจกรรมทางธุรกิจ ii) sentiment ของตลาดแรงงานดีขึ้น และ iii) รายได้ผลผลิตเกษตรกร (farm income) ดีขึ้น ทั้งนี้ การฟื้นตัวของเศรษฐกิจภูมิภาคทางตอนเหนือของประเทศไทยอยู่ในระดับที่ดีกว่าทางตอนใต้และทางตะวันออกเฉียงเหนือ (Figure 1)

**ประมาณการ 2Q66 : คาดกำไรเพิ่มขึ้นทั้ง YoY และ QoQ**

เราคาดว่ากำไรสุทธิของ TNP ใน 2Q66 จะอยู่ที่ 37 ล้านบาท (+11% YoY และ +3% QoQ) หนุนจากยอดขายที่สูงขึ้นตามการขยายสาขา ขณะที่ เราคาดยอดขาย 2Q66 อยู่ที่ 620 ล้านบาท (+7% YoY แต่ทรงตัว QoQ) จาก i) มีอัตราการเติบโตของรายได้ในสาขาเดิม (SSSG) อยู่ที่ 1% และ ii) การขยายสาขา (จาก 39 ร้านเมื่อสิ้นงวด 2Q65 เป็น 43 ร้าน ณ สิ้น 2Q66) หลังจากผลผลิตขวานาปริงเดือนโต 25% YoY (ภาคเหนือเติบโต 42% YoY; Figure 7) ในด้านอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) ใน 2Q66 คาดอยู่ที่ 17.4% (ทรงตัว YoY แต่ +0.4ppts QoQ) จากผลของปัจจัยฤดูกาล สำหรับสัดส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขาย (SG&A to sales ratio) ใน 2Q66 คาดอยู่ที่ 10.4% (เทียบกับ 10.6% ใน 2Q65 และ 10.3% ใน 1Q66)

**ปรับลดประมาณการกำไรลงเล็กน้อยเพื่อสะท้อนความเสี่ยงบางประการ**

เราคาดว่ากำไรสุทธิใน 2H66 จะฟื้นตัวจากปัจจัยของฤดูกาล อย่างไรก็ตาม เรามองว่า TNP ยังมีความเสี่ยงที่นักติดตามอยู่ ประกอบด้วย i) การเพิ่มขึ้นของต้นทุนและราคาสินค้า ii) การคาดการณ์อุปสงค์ต่ำกว่าคาด และ iii) เศรษฐกิจภาคการค้าปลีก (ซึ่งอาจส่งผลต่อพืชผลทางการเกษตรภายในสิ้นปีนี้รวมทั้งการลดลงของกำลังการซื้อ (purchasing power) ในช่วงต้นปี 2567) โดยผลผลิตขวานาปีภาคจะลดลง 3% YoY; Figure 8 ส่งผลให้เรามีการทบทวนสมมติฐานทั้ง SSSG อัตรากำไรขั้นต้น และ SG&A to sales ส่งผลให้เรามีการปรับลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2566-2567 เหลือราว 7% ส่งผลให้อัตรการเติบโตกำไรของ TNP ปี 2566 และปี 2567 อยู่ที่ 13% และ 11% ตามลำดับ ดังนั้น เมื่อพิจารณาจากแนวโน้มการเติบโตของกำไรที่อ่อนตัว เราจึงปรับลด (de-rate) PER ลงจากที่ 19.0X (ค่าเฉลี่ยในอดีต -0.5 S.D.) มาอยู่ที่ 15.0X (ค่าเฉลี่ยในอดีต -1.0 S.D.)

**Valuation & action**

เราขยับไปใช้ราคาเป้าหมายใหม่เป็นสิ้นปี 2567 อยู่ที่ 3.50 บาทจากเดิมที่ 4.20 บาท โดยอิงจาก PER ที่ 15.0x (ค่าเฉลี่ยในอดีต -1.0 S.D.) ทั้งนี้ จากราคาปิดหุ้น TNP ล่าสุด เรามองว่ามี upside เหลืออยู่จำกัด จึงปรับลดคำแนะนำจาก “ซื้อ” ลงเป็น “ถือ”

**Risks**

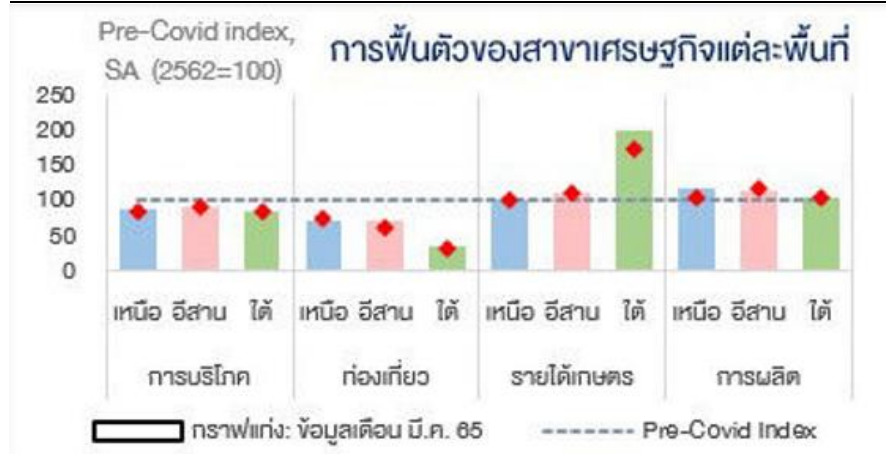
ภัยธรรมชาติ การแข่งขันรุนแรงมากขึ้น การบริหารสินค้าคงคลัง การดำเนินงานสะดุด disruption จากเทคโนโลยีใหม่ ความเสี่ยงจากการขยายสาขาและความเสี่ยงด้านกฎเกณฑ์ของทางการ.

**Key financials and valuations**

Year end Dec 31	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
Revenue (Btmn)	1,729	1,952	2,196	2,623	2,433	2,663	2,915
Gross profit (Btmn)	245	293	359	450	417	460	506
SG&A (Btmn)	178	200	206	227	246	266	291
Net profit (Btmn)	65	89	134	192	149	168	187
Normalized profit (Btmn)	65	89	134	192	149	168	187
EPS (Bt)	0.08	0.11	0.17	0.24	0.19	0.21	0.23
Normalized EPS (Btmn)	0.08	0.11	0.17	0.24	0.19	0.21	0.23
DPS (Btmn)	0.04	0.05	0.07	0.10	0.08	0.08	0.09
EPS growth (%)	6.8	35.3	51.1	43.5	(22.4)	12.9	11.0
Normalized EPS growth (%)	6.8	35.3	51.1	43.5	(22.4)	12.9	11.0
P/E (X)	16.6	18.6	20.2	22.1	17.9	15.9	14.3
P/B (X)	1.7	2.3	3.4	4.7	2.7	2.5	2.2
EV/EBITDA (X)	9.2	11.0	12.5	14.3	11.0	12.3	11.2
Net debt to Equity (%)		Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
Dividend yield (%)		2.6	2.4	2.1	1.9	2.4	2.5
Return on Equity (%)		10.4	13.1	17.9	22.6	15.7	16.2

Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 1: Comparison a recovery in different area



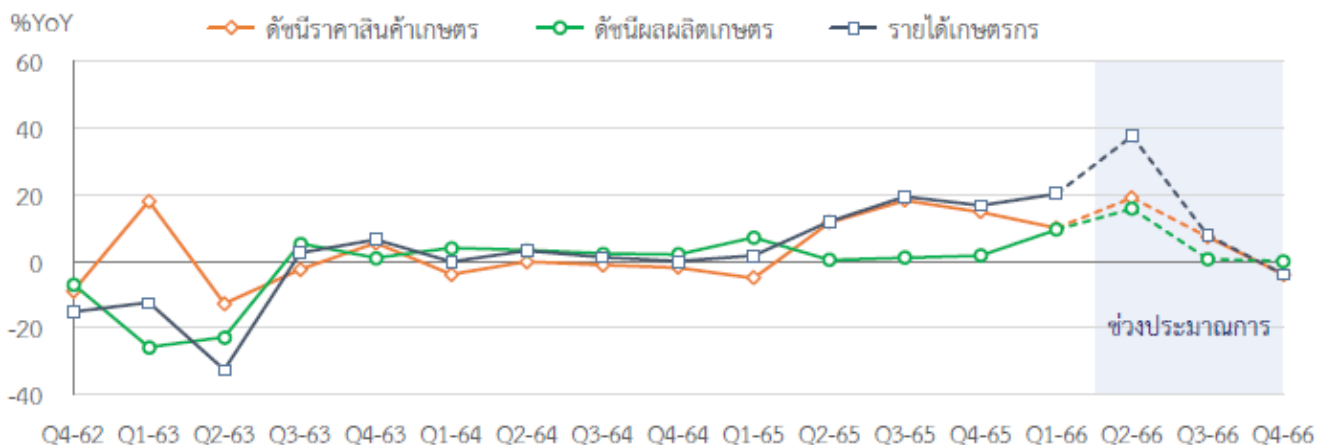
Source: BOT, KGI Securities Research

Figure 2: TNP's 2Q23F earnings review

Btmn	2Q23F	2Q22	%YoY	1Q23	%QoQ	1H23F	1H22	% YoY
Revenue from sales	620	579	7.1	622	(0.2)	1,242	1,167	6.4
Cost of goods sold	512	478	7.1	516	(0.7)	1,028	966	6.4
Gross profit	108	101	7.1	106	2.1	214	201	6.2
SG&A expense	64	61	5.0	64	1.1	128	121	6.4
EBIT	47	43	9.1	45	3.3	92	88	5.1
Finance cost	(1)	(1)	(4.0)	(1)	(0.2)	(1)	(1)	(4.6)
<b>Net profit</b>	<b>37</b>	<b>34</b>	<b>11.6</b>	<b>36</b>	<b>3.3</b>	<b>74</b>	<b>69</b>	<b>6.3</b>
Normalized profit	37	34	11.6	36	3.3	74	69	6.3
EPS (Bt)	0.05	0.04	11.6	0.05	3.3	0.09	0.09	6.3
Normalized EPS (Bt)	0.05	0.04	11.6	0.05	3.3	0.09	0.09	6.3
Percent	2Q23F	2Q22	%YoY	1Q23	%QoQ	1H23F	1H22	% YoY
Gross margin	17.4	17.4	0.0	17.0	0.4	17.2	17.2	(0.0)
SG&A to sales	10.4	10.6	(0.2)	10.3	0.1	10.3	10.3	(0.0)
EBIT margin	7.5	7.4	0.1	7.3	0.3	7.4	7.5	(0.1)
Net margin	6.0	5.8	0.2	5.8	0.2	5.9	5.9	(0.0)
Assumption	2Q23F	2Q22	%YoY	1Q23	%QoQ	1H23F	1H22	% YoY
Total store	43	39		42				
New store	1	1		0				
SSSG	1.0	(12.3)		0.7				

Source: KGI Securities Research

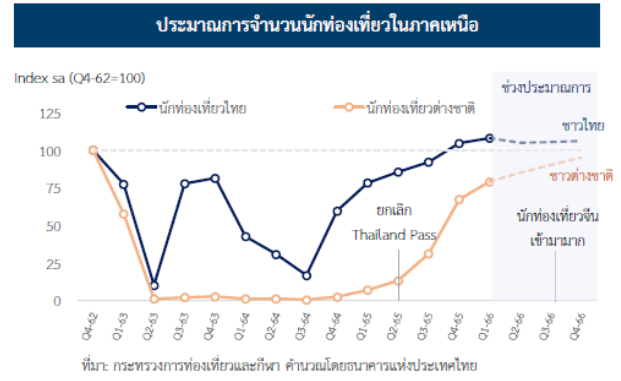
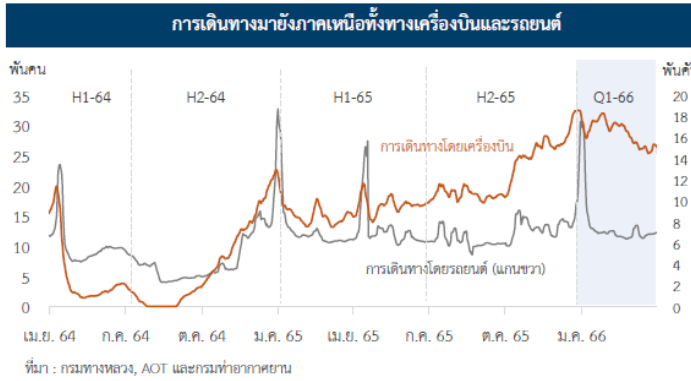
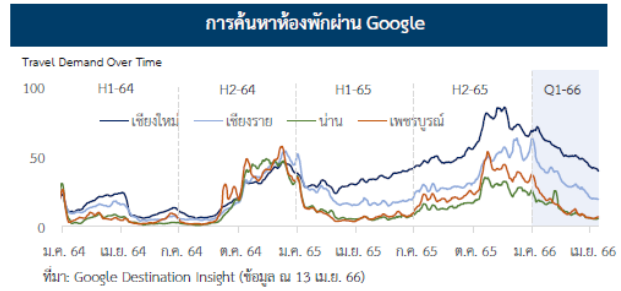
Figure 3: Farm income is expected to soften in the second half of this year



Source: BOT, KGI Securities Research

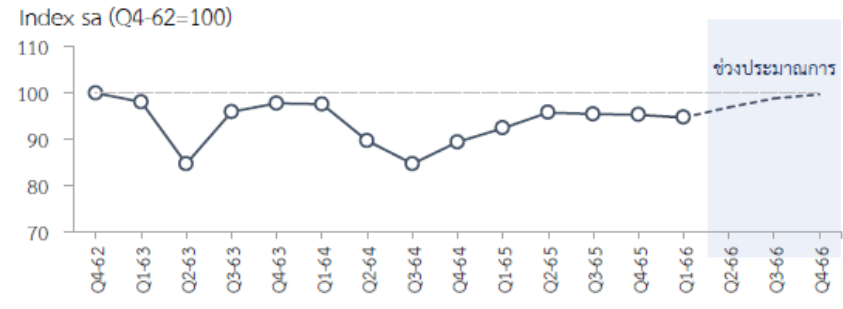
Figure 4: International tourist arrival, especially Chinese are expected to pick up in the second half of this year

เครื่องใช้ภาคการท่องเที่ยว %YoY	2565	2565				2566		
		H1	H2	Q3	Q4	Q1	ก.พ.	มี.ค.
อัตราค่าเข้าพักรับรอง (ร้อยละ)	53.5	48.7	58.2	48.4	68.1	67.5	68.3	57.5
ผู้โดยสารผ่าน 8 ท่าอากาศยาน	181.0	131.7	230.5	1,514.6	111.9	90.3	94.6	86.4
รถยนต์ผ่านกล้องกรมทางหลวง	n.a	n.a	50.7	37.1	29.2	4.5	0.9	12.4
ชาวต่างชาติผ่าน ตม. ท่าอากาศยานเชียงใหม่ (พันคน)	105.5	10.1	95.4	26.2	69.2	198.9	70.4	63.8



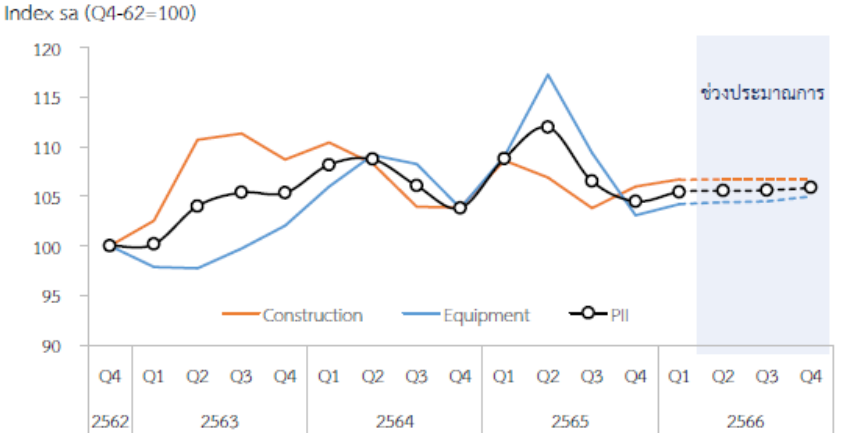
Source: BOT, KGI Securities Research

Figure 5: Private consumption index

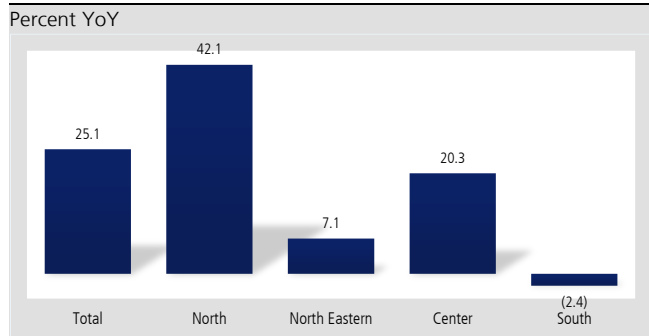


Source: BOT, KGI Securities Research

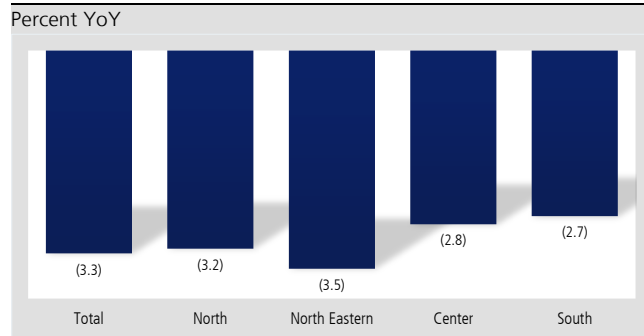
Figure 6: Private investment index



Source: BOT, KGI Securities Research

**Figure 7: Off season rice production growth**


Source: OAE, KGI Securities Research

**Figure 8: In season rice production growth**


Source: OAE, KGI Securities Research

**Figure 9: Earnings revision**

Btmn	2023F			2024F		
	Revised	Previous	Chg	Revised	Previous	Chg
Revenue	2,663	2,688	(0.9)	2,915	2,953	(1.3)
Gross profit	460	466	(1.5)	506	518	(2.4)
SG&A	266	261	2.2	291	286	1.8
EBIT	210	223	(5.7)	233	251	(7.1)
Net profit	168	178	(5.7)	187	201	(7.2)
Normalized porift	168	178	(5.7)	187	201	(7.2)
EPS (Bt)	0.21	0.22	(5.7)	0.23	0.25	(7.2)
Normalized EPS (Btm)	0.21	0.22	(5.7)	0.23	0.25	(7.2)
<b>Financial ratio</b>	<b>Revised</b>	<b>Previous</b>	<b>Chg</b>	<b>Revised</b>	<b>Previous</b>	<b>Chg</b>
Gross margin	17.3	17.4	(0.1)	17.4	17.6	(0.2)
SG&A to sales	10.0	9.7	0.3	10.0	9.7	0.3
EBIT margin	7.9	8.3	(0.4)	8.0	8.5	(0.5)
Net margin	6.3	6.6	(0.3)	6.4	6.8	(0.4)
<b>Financial ratio</b>	<b>Revised</b>	<b>Previous</b>	<b>Chg</b>	<b>Revised</b>	<b>Previous</b>	<b>Chg</b>
New stores	5.0	5.0	0.0	5.0	5.0	0.0
SSSG	1.0	2.0	(1.0)	1.0	1.5	(0.5)
GPM	17.3	17.4	(0.1)	17.4	17.6	(0.2)

Source: BOT, KGI Securities Research

**Figure 10: Key assumptions**

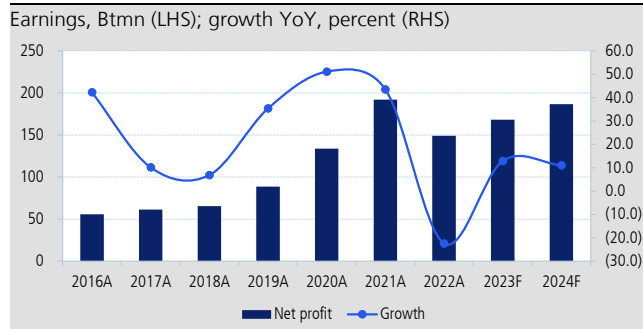
Assumption	Unit	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
SSSG	% YoY	1.6	1.5	(1.8)	2.0	2.6	9.1	(14.9)	1.0	1.0
New stores	store	3	4	5	4	4	6	4	5	5
Stores (Year end)	stores	15	19	24	28	32	38	42	47	52
Gross margin	percent	12.7	13.3	14.2	15.0	16.3	17.1	17.2	17.3	17.4
SG&A to sales	% to sales	8.6	9.4	10.3	10.2	9.4	8.6	10.1	10.0	10.0
EBIT margin	percent	4.7	4.5	4.5	5.4	7.5	9.1	7.7	7.9	8.0
Net margin	percent	3.8	3.8	3.8	4.5	6.1	7.3	6.1	6.3	6.4

Source: KGI Securities Research

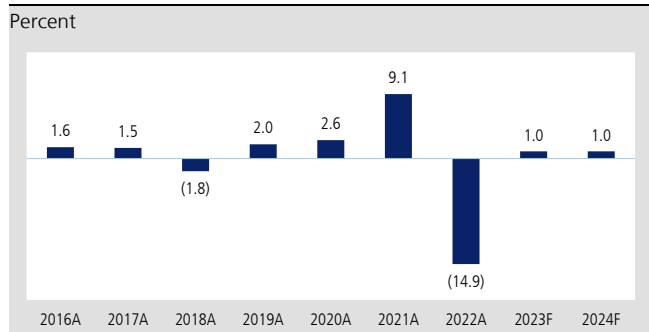
**Figure 11: Company profile**

Thanapiriya Public Company Limited (TNP) engages in the retail and wholesale business of consumer products excluding fresh foods under the name "Thanapiriya". Its revenue came from i) sales via its branches, and ii) sales via its head office. As of end 2020, the company had 32 branches (supermarket: 31 branches, wholesales center 1 branch).

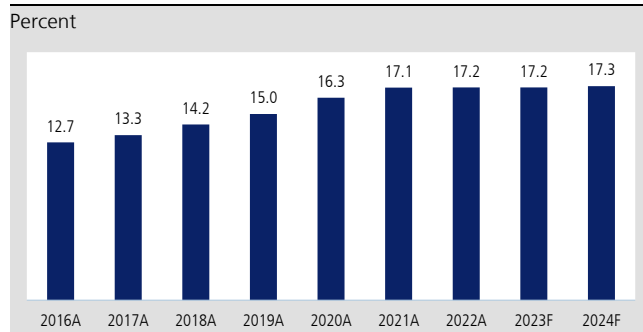
Source: Company data

**Figure 12: Earnings**


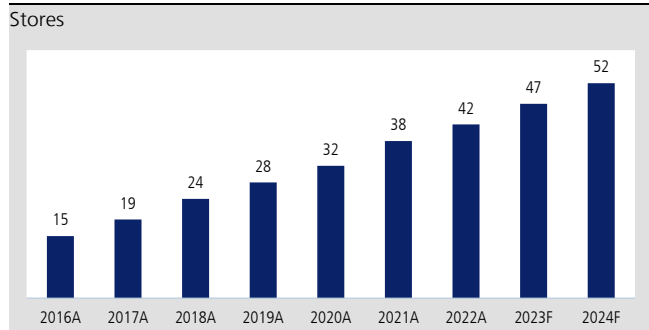
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 13: SSSG assumption**


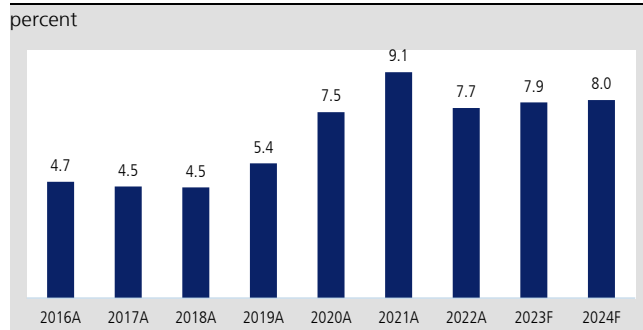
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 14: Gross margin assumptions**


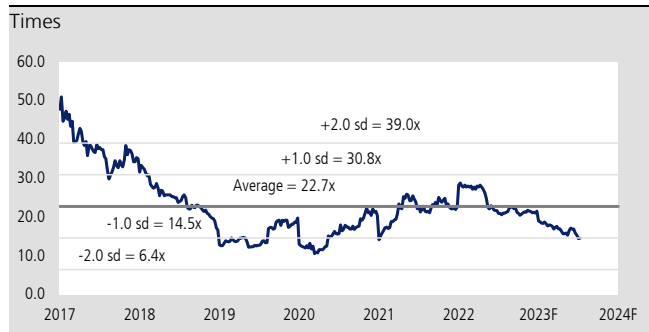
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 15: Store**


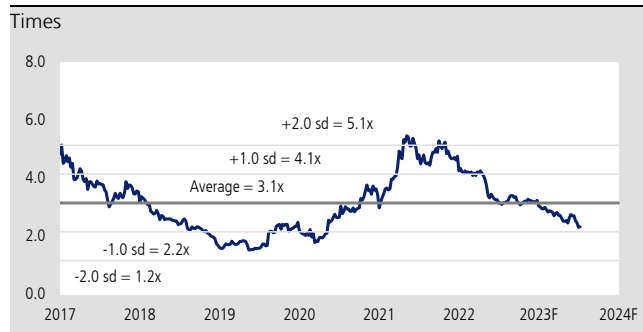
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 16: EBIT margin**


Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 17: PER Band**


Source: KGI Securities Research

**Figure 18: PBV Band**


Source: KGI Securities Research

## Quarterly Income Statement

	Mar-21A	Jun-21A	Sep-21A	Dec-21A	Mar-22A	Jun-22A	Sep-22A	Dec-22A	Mar-23A
<b>Income Statement (Btmn)</b>									
<b>Revenue</b>	<b>752</b>	<b>605</b>	<b>576</b>	<b>690</b>	<b>588</b>	<b>579</b>	<b>621</b>	<b>645</b>	<b>622</b>
Cost of good sold	630	496	476	570	488	478	516	533	516
<b>Gross profit</b>	<b>122</b>	<b>108</b>	<b>100</b>	<b>120</b>	<b>100</b>	<b>101</b>	<b>105</b>	<b>112</b>	<b>106</b>
Operating expense	55	57	57	58	59	61	62	64	64
Other income	4	4	4	4	4	4	4	5	3
<b>Operating profit</b>	<b>71</b>	<b>55</b>	<b>47</b>	<b>66</b>	<b>45</b>	<b>43</b>	<b>46</b>	<b>52</b>	<b>45</b>
Depreciation of fixed asset	11	12	12	12	12	13	13	13	13
<b>Operating EBITDA</b>	<b>82</b>	<b>66</b>	<b>59</b>	<b>79</b>	<b>57</b>	<b>55</b>	<b>59</b>	<b>66</b>	<b>58</b>
<b>Non-Operating income</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Interest income	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Other non-op. income	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Non-Operating expense</b>	<b>(1)</b>	<b>(1)</b>	<b>(1)</b>	<b>(1)</b>	<b>(1)</b>	<b>(1)</b>	<b>(1)</b>	<b>(1)</b>	<b>(1)</b>
Interest expense	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
Other non-op. expense	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Equity income	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pre-tax profit	70	54	46	66	44	42	46	52	45
Current taxation	(13)	(10)	(9)	(12)	(8)	(9)	(9)	(9)	(9)
Minorities	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Extra items	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Net profit</b>	<b>57</b>	<b>44</b>	<b>38</b>	<b>53</b>	<b>36</b>	<b>34</b>	<b>37</b>	<b>43</b>	<b>36</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>57</b>	<b>44</b>	<b>38</b>	<b>53</b>	<b>36</b>	<b>34</b>	<b>37</b>	<b>43</b>	<b>36</b>
EPS (Bt)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Normalized EPS (Bt)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Margin (%)</b>									
Gross profit margin	16.2	17.9	17.3	17.4	17.0	17.4	16.9	17.3	17.0
Operating EBIT margin	9.4	9.0	8.1	9.6	7.6	7.4	7.5	8.1	7.3
Operating EBITDA margin	11.0	11.0	10.2	11.4	9.7	9.6	9.5	10.2	9.4
Net profit margin	7.6	7.3	6.6	7.7	6.1	5.8	6.0	6.6	5.8
<b>Growth (%YoY)</b>									
Revenue growth	37.3	17.6	11.1	12.0	(21.8)	(4.2)	7.8	(6.5)	5.7
Operating EBIT growth	82.7	58.1	27.0	22.2	(36.9)	(21.3)	(1.1)	(20.9)	1.3
Operating EBITDA growth	66.4	46.5	22.8	20.0	(31.0)	(16.3)	0.7	(16.4)	2.7
Net profit growth	80.7	56.1	25.8	21.0	(37.2)	(23.6)	(1.9)	(20.2)	1.3
Normalized profit growth	80.7	56.1	25.8	21.0	(37.2)	(23.6)	(1.9)	(20.2)	1.3

Source: Company data, KGI Securities Research

**Balance Sheet**

As of 31 Dec (Btmn)	2020	2021	2022	2023F	2024F
<b>Total Assets</b>	<b>1,032</b>	<b>1,189</b>	<b>1,250</b>	<b>1,362</b>	<b>1,493</b>
<b>Current Assets</b>	<b>378</b>	<b>455</b>	<b>448</b>	<b>501</b>	<b>530</b>
Cash&ST Investment	101	141	65	82	73
Inventories	261	295	364	398	435
Account Receivable	17	20	19	21	23
Other	0	0	0	0	0
<b>Non-current Assets</b>	<b>654</b>	<b>734</b>	<b>802</b>	<b>861</b>	<b>962</b>
LT Investment	0	0	0	0	0
Net Fixed Assets	578	652	726	778	871
Others	76	82	76	83	91
<b>Total Liabilities</b>	<b>242</b>	<b>280</b>	<b>259</b>	<b>273</b>	<b>288</b>
<b>Current liabilities</b>	<b>173</b>	<b>203</b>	<b>185</b>	<b>202</b>	<b>221</b>
Account Payable	154	180	165	180	197
ST borrowing	0	0	0	0	0
Others	19	23	21	22	24
<b>Long-term liabilities</b>	<b>69</b>	<b>77</b>	<b>74</b>	<b>70</b>	<b>67</b>
Long-term debts	0	0	0	0	0
Others	69	77	74	70	67
<b>Shareholders' Equity</b>	<b>791</b>	<b>910</b>	<b>991</b>	<b>1,089</b>	<b>1,205</b>
Common stock	200	200	200	200	200
Capital surplus	298	298	298	298	298
retained earnings	273	392	473	571	687
Preferred stock					

Source: KGI Securities Research

**Key Ratios**

Year to 31 Dec	2020	2021	2022	2023F	2024F
<b>Growth (%YoY)</b>					
Sales	12.5	19.4	(7.2)	9.5	9.4
OP	55.2	45.1	(21.9)	12.6	10.8
EBITDA	45.9	37.4	(17.1)	(11.5)	10.8
NP	51.1	43.5	(22.4)	12.9	11.0
Normalized profit	51.1	43.5	(22.4)	12.9	11.0
EPS	51.1	43.5	(22.4)	12.9	11.0
Normalized EPS	51.1	43.5	(22.4)	12.9	11.0
<b>Profitability (%)</b>					
Gross margin	16.3	17.1	17.2	17.3	17.4
Operating margin	7.5	9.1	7.7	7.9	8.0
EBITDA margin	9.5	10.9	9.7	7.9	8.0
Net margin	6.1	7.3	6.1	6.3	6.4
ROAA	14.1	17.3	12.2	12.9	13.1
ROAE	17.9	22.6	15.7	16.2	16.3
<b>Stability</b>					
Gross debt/equity (%)	30.6	30.8	26.1	25.0	23.9
Net debt/equity (%)	(12.8)	(15.5)	(6.6)	(7.6)	(6.0)
Interest coverage (x)	78.7	111.1	82.0	98.2	116.1
Interest&ST debt coverage (x)	78.7	111.1	82.0	98.2	116.1
Cash flow interest coverage (x)	89.4	112.2	55.0	101.6	120.9
Cash flow/interest&ST debt (x)	89.4	112.2	55.0	101.6	120.9
Current ratio (x)	2.2	2.2	2.4	2.5	2.4
Quick ratio (x)	0.7	0.8	0.5	0.5	0.4
Net debt (Btmn)	(101)	(141)	(65)	(82)	(73)
<b>Per share data (Bt)</b>					
EPS	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Normalized EPS	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
CFPS	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3
BVPS	1.0	1.1	1.2	1.4	1.5
Sales/share	2.7	3.3	3.0	3.3	3.6
EBITDA/share	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
DPS	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>Activity</b>					
Asset turnover (x)	2	2	2	2	2
Days of receivables	3	3	3	3	3
Days of inventory	52	50	66	66	66
Days of payable	31	30	30	30	30
Cash cycle	24	22	39	39	39

Source: KGI Securities Research

**Profit & Loss**

Year to Dec 31 (Btmn)	2020	2021	2022	2023F	2024F
<b>Revenue</b>	<b>2,196</b>	<b>2,623</b>	<b>2,433</b>	<b>2,663</b>	<b>2,915</b>
Cost of good sold	1,837	2,173	2,016	2,204	2,409
<b>Gross profit</b>	<b>359</b>	<b>450</b>	<b>417</b>	<b>460</b>	<b>506</b>
Operating expense	206	227	246	266	291
Other income	12	16	15	17	18
<b>Operating Profit</b>	<b>164</b>	<b>239</b>	<b>186</b>	<b>210</b>	<b>233</b>
Depreciation of fixed asset	44	47	51	0	0
<b>Operating EBITDA</b>	<b>208</b>	<b>286</b>	<b>237</b>	<b>210</b>	<b>233</b>
<b>Non-operating income</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Interest income	0	0	0	0	0
Other non-op income	0	0	0	0	0
<b>Non-operating expense</b>	<b>(2)</b>	<b>(2)</b>	<b>(2)</b>	<b>(2)</b>	<b>(2)</b>
Interest expense	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
Other non-op expense	0	0	0	0	0
<b>Equity income/(loss)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Pretax profit</b>	<b>162</b>	<b>237</b>	<b>184</b>	<b>208</b>	<b>231</b>
Current taxation	(29)	(44)	(35)	(40)	(44)
Minorities	0	0	0	0	0
Extra item	0	0	0	0	0
<b>Net profit</b>	<b>134</b>	<b>192</b>	<b>149</b>	<b>168</b>	<b>187</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>134</b>	<b>192</b>	<b>149</b>	<b>168</b>	<b>187</b>
EPS (Bt)	0.17	0.24	0.19	0.21	0.23
Normalized EPS (Bt)	0.17	0.24	0.19	0.21	0.23

Source: KGI Securities Research

**Cash Flow**

Year to Dec 31 (Btmn)	2020	2021	2022	2023F	2024F
<b>Operating cash flow</b>	<b>187</b>	<b>241</b>	<b>125</b>	<b>217</b>	<b>242</b>
Net profit	134	192	149	168	187
Depreciation&Amortization	44	47	51	0	0
Change in working capital	9	(7)	(86)	(19)	(21)
Others					
<b>Investment cash flow</b>	<b>(183)</b>	<b>(134)</b>	<b>(129)</b>	<b>(126)</b>	<b>(177)</b>
Net CAPEX	(114)	(130)	(136)	(120)	(170)
Change in LT investment	0	0	0	0	0
Change in other assets	(69)	(4)	7	(6)	(7)
Free cash flow	4	107	(4)	91	65
<b>Financing cash flow</b>	<b>19</b>	<b>(67)</b>	<b>(72)</b>	<b>(74)</b>	<b>(75)</b>
Change in share capital	0	0	0	0	0
Net change in debt	67	6	(4)	(4)	(4)
Change in other liabs	(48)	(73)	(68)	(70)	(71)
<b>Net cash flow</b>	<b>22</b>	<b>40</b>	<b>(76)</b>	<b>17</b>	<b>(10)</b>

Source: KGI Securities Research

**Rates of Return on Invested Capital**

Year	1- Revenue	+ Depreciation Revenue	+ Operating expense Revenue	= Operating margin
2020	83.7%	2.0%	9.4%	4.9%
2021	82.9%	1.8%	8.6%	6.7%
2022	82.8%	2.1%	10.1%	4.9%
2023F	82.7%	0.0%	10.0%	7.3%
2024F	82.6%	0.0%	10.0%	7.4%
Year	1/ Revenue	+ Net PPE Revenue	+ Other assets Revenue	= Capital Turnover
2020	0.0	0.3	0.2	2.1
2021	(0.0)	0.2	0.2	2.2
2022	(0.0)	0.3	0.2	2.1
2023F	(0.0)	0.3	0.2	2.0
2024F	(0.0)	0.3	0.2	2.0
Year	1/ Operating margin	x Capital turnover	x Cash tax rate	= After-tax return on Inv. capital
2020	4.9%	2.1	17.6%	1.8%
2021	6.7%	2.2	18.8%	2.8%
2022	4.9%	2.1	19.1%	2.0%
2023F	7.3%	2.0	19.1%	2.7%
2024F	7.4%	2.0	19.1%	2.8%

Source: KGI Securities Research

**Thanapiriya PCL - Recommendation & target price history**



Date	Rating	Target	Price
26-Apr-23	Outperform	4.20	3.46
9-Aug-22	Outperform	4.80	4.00

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	EGCO	ELECTRICITY GENERATING	PTTEP	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION
ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE	GFPT	GFPT	PTTGC	PTT GLOBAL CHEMICAL
AMA	AMA MARINE	GGC	GLOBAL GREEN CHEMICALS	PYLON	PYLON
AMATA	AMATA CORPORATION	GPSC	GLOBAL POWER SYNERGY	QH	QUALITY HOUSES
ANAN	ANANDA DEVELOPMENT	HANA	HANA MICROELECTRONICS	RATCH	RATCHABURI ELECTRICITY GENERATING HOLDING
AOT	AIRPORTS OF THAILAND	HMPRO	HOME PRODUCT CENTER	RS	RS
AP	ASIAN PROPERTY DEVELOPMENT	INTUCH	SHIN CORPORATION	SCB	THE SIAM COMMERCIAL BANK
BANPU	BANPU	IRPC	IRPC	SCC	THE SIAM CEMENT
BCP	THE BANGCHAK PETROLEUM	IVL	INDORAMA VENTURES	SCCC	SIAM CITY CEMENT
BCPG	BCPG	KBANK	KASIKORNBANK	SEAFCO	SEAFCO
BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES	KCE	KCE ELECTRONICS	SMPC	SAHAMITR PRESSURE CONTAINER
BEC	BEC WORLD	KKP	KIATNAKIN BANK	SPALI	SUPALAI
BEM	BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO	KTB	KRUNG THAI BANK	SPRC	STAR PETROLEUM REFINING
BGRIM	B.GRIMM POWER	KTC	KRUNGTHAI CARD	SVI	SVI
BPP	BANPU POWER	LH	LAND AND HOUSES	TACC	T.A.C. CONSUMER
BTS	BTS GROUP HOLDINGS	LPN	L.P.N. DEVELOPMENT	TCAP	THANACHART CAPITAL
CENTEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	MAKRO	SIAM MAKRO	THCOM	THAICOM
CK	CH. KARNCHANG	MBK	MBK	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP
CKP	CK POWER	MINT	MINOR INTERNATIONAL	TOP	THAI OIL
CPALL	CP ALL	MTC	MUANGTHAI CAPITAL	TRUE	TRUE CORPORATION
CPF	CHAROEN POKPHAND FOODS	PLANB	PLAN B MEDIA	TTB	TMBTHANACHART BANK
CPN	CENTRAL PATTANA	PSH	PRUKSA HOLDING	VGI	VGI GLOBAL MEDIA
DELTA	DELTA ELECTRONICS (THAILAND)	PTG	PTG ENERGY	WHA	WHA CORPORATION
DTAC	TOTAL ACCESS COMMUNICATION	PTT	PTT	WHAUP	



## Companies with Very Good CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BAM	BANGKOK COMMERCIAL ASSET MANAGEMENT	GULF	GULF ENERGY DEVELOPMENT	SAPPE	SAPPE
BBL	BANGKOK BANK	JMT	JMT NETWORK SERVICES	SAWAD	SRISAWAD POWER 1979
CBG	CARABAO GROUP	LPH	LADPRAO GENERAL HOSPITAL	SINGER	SINGER THAILAND
CHG	CHULARAT HOSPITAL	M	MK RESTAURANT GROUP	SPA	SIAM WELLNESS GROUP
COM7	COM7	MAJOR	MAJOR CINEPLEX GROUP	TFG	THAIFOODS GROUP
DOHOME	DOHOME	MEGA	MEGA LIFESCIENCES	TKN	TAOKAENOI FOOD & MARKETING
ERW	THE ERAWAN GROUP	NETBAY	NETBAY	ZEN	ZEN CORPORATION GROUP
GLOBAL	SIAM GLOBAL HOUSE	OSP	OSOTSPA		



## Companies with Good CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BCH	BANGKOK CHAIN HOSPITAL	ESSO	ESSO (THAILAND)	SF	SIAM FUTURE DEVELOPMENT
BH	BUMRUNGRAD HOSPITAL	HUMAN	HUMANICA	SISB	SISB
EKH	EKACHAI MEDICAL CARE	RBF	R&B FOOD SUPPLY	TPCH	TPC POWER HOLDING

## Companies classified Not in the three highest score groups

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
IIG	I&I GROUP	OR	PTT OIL AND RETAIL BUSINESS	STGT	SRI TRANG GLOVES (THAILAND)
KEX	KERRY EXPRESS (THAILAND)	STEC	SINO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION		

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	SRI SAWAD 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	SEAFCO	SEAFCO
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
CENTEL	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](http://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**

<b>China</b>	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
<b>Taiwan</b>	Taipei	700 Mingshui Road, Taipei, Taiwan Telephone 886.2.2181.8888 · Facsimile 886.2.8501.1691
<b>Hong Kong</b>		41/F Central Plaza, 18 Harbour Road, Wanchai, Hong Kong Telephone 852.2878.6888 Facsimile 852.2878.6800
<b>Thailand</b>	Bangkok	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand Telephone 66.2658.8888 Facsimile 66.2658.8014
<b>Singapore</b>		4 Shenton Way #13-01 SGX Centre 2 Singapore 068807 Telephone 65.6202.1188 Facsimile 65.6534.4826

**KGI's Ratings**

<b>Rating</b>	<b>Definition</b>
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.