



Beauty Community PCL

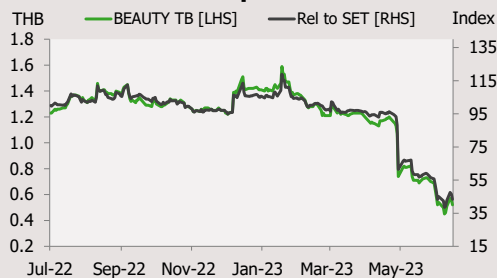
BEAUTY TB Neutral

Target Price	Bt	0.50
Price (21/07/2023)	Bt	0.53
Downside	%	5.66
Valuation	PER	
Sector	Commerce	
Market Cap	Btm	1,587
30-day avg turnover	Btm	9.17
No. of shares on issue	m	2,994
CG Scoring (IOD-Y2022)		Good
Anti-Corruption Indicator		N/A

Investment fundamentals

Year end Dec 31	2022A	2023E	2024E	2025E
Company Financials				
Revenue (Btmn)	352	532	761	1,039
Core profit (Btmn)	-68	5	58	117
Net profit (Btmn)	-68	5	58	117
Net EPS (Bt)	-0.02	0.00	0.02	0.04
DPS (Bt)	0.00	0.00	0.00	0.00
BVPS (Bt)	0.24	0.24	0.25	0.29
Net EPS growth (%)	15.85	108.04	969.95	100.73
ROA (%)	-7.23	0.60	6.04	10.75
ROE (%)	-9.15	0.77	7.93	14.22
Net D/E (x)	-0.07	-0.00	0.02	-0.01
Valuation				
P/E (x)	-61.49	275.19	25.72	12.81
P/BV (x)	5.90	2.12	1.96	1.70
EV/EBITDA (x)	-236.83	21.45	12.08	7.19
Dividend yield (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

BEAUTY TB rel SET performance



Source: Bloomberg (All figures in THB unless noted.)

Disclaimer: KS or its affiliates is acting or may act as the underwriter, issuer, and/or market maker of the securities mentioned in this document and/or other financial instruments related to the securities mentioned in this document, including but not limit to, bonds, debentures, derivatives warrants, and structured notes. Investors should study the information contained in the prospectus or related document before investing in the shares and other financial instruments.

Analyst

Sunthorn Thongthip

Sunthorn.t@kasikornsecurities.com

Assistant Analyst

Charntawat Sukhanunth

24 July 2023

Kasikorn Securities Public Company Limited

ระมัดระวังมากขึ้นต่อการฟื้นตัวของบริษัท

- ▶ คาดผลขาดทุนสุทธิใน 2Q66 ที่ 4 ลบ. เทียบกับขาดทุน 6 ลบ. ใน 1Q66 จากยอดขายสินค้าในต่างประเทศ (ผู้จัดจำหน่ายจีน) และอาหารเสริมกาแฟที่สูงขึ้น
- ▶ มีมุมมองระมัดระวังมากขึ้นต่อการฟื้นตัวของบริษัท เนื่องจากเรารวมจำนวนนักท่องเที่ยวจีนที่ชะลอตัวลงและพฤติกรรมของผู้บริโภคชาวจีนที่อาจเปลี่ยนไปแล้ว
- ▶ ลดคำแนะนำเป็น "ถือ" จาก "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายใหม่ที่ 0.50 บาท ปัจจุบันหุ้นมูลค่าหุ้นคาดจะมาจากสินค้าสกินแคร์และ SKU ใหม่ที่ฟื้นตัวเร็ว

Investment Highlights

- ▶ **ฟรีฟรายดรามาส 2/2566** BEAUTY มีกำหนดประกาศงบการเงินไตรมาส 2/2566 ในวันที่ 15 ส.ค.2566 เราคาดว่าบริษัท จะรายงานผลขาดทุนสุทธิในไตรมาส 2/2566 ที่ 4 ลบ. เทียบกับผลขาดทุนที่ 6 ลบ. ในไตรมาส 1/2566 แต่ขาดทุนน้อยลงจากผลขาดทุนที่ 26 ลบ. ในไตรมาส 2/2565 สาเหตุที่ขาดทุนน้อยลงคาดจะมาจากยอดขายสินค้าในต่างประเทศที่ดีขึ้นจากผู้จัดจำหน่ายจากจีนซึ่งคาดว่าจะหนุนให้อัตรากำไรขั้นต้น (GPM) โดยรวมเพิ่มขึ้น QoQ ขณะที่บริษัท สามารถรักษาค่าใช้จ่าย SG&A ให้อยู่ระดับเดิมจากจำนวนพนักงานที่ลดลง
- ▶ **การดำเนินงาน** เราคาดว่า BEAUTY จะรายงานรายได้ไตรมาส 2/2566 ที่ 122 ลบ. เพิ่มขึ้น 53% YoY และ 13.9% QoQ และคาดว่ารายได้จากต่างประเทศจะเติบโตขึ้น 751% YoY และ 25% QoQ จากฐานที่ต่ำปีที่แล้วและยอดขายสินค้าอันดับ 1 ที่สูงขึ้น (Milk Plus facial, ครีมอาบน้ำและอาหารเสริมกาแฟ) จากผู้จัดจำหน่ายจากจีนซึ่งสอดคล้องกับตัวเลขการส่งออกเครื่องสำอางไปยังประเทศจีนในเดือนพ.ค. ที่เพิ่มขึ้นอย่างมากถึง 199.6% YoY และ 36.9% MoM (แผนภาพ 8 และ 9) เราคาดว่ายอดขายในประเทศจะขยายตัวขึ้น 8% YoY และ 3% QoQ หนุนจากยอดขายอาหารเสริมกาแฟและคาดว่าสัดส่วนค่าใช้จ่าย SG&A ต่อรายได้จะอยู่ที่ 56.7% ในไตรมาส 2/2566 เทียบกับที่ 56.4% ในไตรมาส 1/2566 และ 93.1% ในไตรมาส 2/2565 จากการปิดสาขาที่ไม่สร้างกำไร
- ▶ **แนวโน้ม** จากข้อบังคับใหม่ในการขอวีซ่าซึ่งส่งผลให้จำนวนนักท่องเที่ยวชาวจีนฟื้นตัวช้าลงขณะนี้โดยเฉพาะกรุ๊ปทัวร์ เราจึงเริ่มมีมุมมองระมัดระวังมากขึ้นต่อแนวโน้มการฟื้นตัวของสินค้าสกินแคร์เนื่องจากเราเชื่อว่าอาจต้องใช้เวลานานขึ้นกว่าจะฟื้นตัวกลับมาอยู่ระดับก่อนเกิดโควิด-19 รวมถึงความกังวลเกี่ยวกับพฤติกรรมของผู้บริโภคชาวจีนที่อาจเปลี่ยนแปลงไปต่อสินค้าที่มียอดขายอันดับ 1 ของบริษัท (Milk Plus) ซึ่งเราไม่เห็นพัฒนาการที่มีนัยสำคัญทั้งในส่วนของการ NPD หรือสินค้าใหม่ในปี 2566 ดังนั้น เราจึงเชื่อว่าเป็นเรื่องสมเหตุสมผลที่จะลดตัวคูณ PER ของเราลงจาก 30 เท่า เป็น 16.97 เท่า (-3SD ต่ำกว่าระดับเฉลี่ย 5 ปีก่อนของคู่แข่งกลุ่มเครื่องสำอางทั่วโลก) อย่างไรก็ตาม หากพิจารณาถึงแนวโน้มธุรกิจ ผู้บริหารคาดว่าจะกำไรสุทธิจะพลิกฟื้นขึ้นในไตรมาส 3/2566 และฟื้นตัวขึ้นอย่างมีนัยสำคัญตั้งแต่ปี 2567 เป็นต้นไปเนื่องจากบริษัท เปลี่ยนรูปแบบธุรกิจจากร้านค้าของบริษัทฯ ไปเป็นการฝากขายและจัดจำหน่ายออนไลน์เพื่อรองรับอุปสงค์นักท่องเที่ยวชาวต่างชาติที่เพิ่มขึ้นกับแผนเปิดตัว SKU ใหม่ในปี 2567
- ▶ **ปรับประมาณการกำไร** เพื่อสะท้อนการฟื้นตัวที่ชะลอตัวลงของสินค้าสกินแคร์ เราจึงลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2566/67/68 ลง 5.9%/61.8%/40.2% เนื่องจาก 1) เราลดประมาณการยอดขายสินค้าสกินแคร์ลง 3.9%/23.5%/15.7% จากจำนวนนักท่องเที่ยวจีนที่ฟื้นตัวล่าช้าออกไป 2) เราปรับเพิ่มประมาณการ GPM ปี 2566/67 ขึ้นเล็กน้อยเป็น 52.9%/54.2% จาก 52.5%/53.5% และคงประมาณการ GPM ปี 2568 เพื่อสะท้อนอัตรากำไรที่ฟื้นตัวขึ้นของยอดขายสินค้าสกินแคร์ทั้งในและต่างประเทศและ 3) เราปรับเพิ่มประมาณการสัดส่วนค่าใช้จ่าย SG&A ต่อรายได้ในปี 2566-68 ขึ้นจาก 52.4%/38.9%/39.2% เป็น 53%/45.7%/41.3% เพื่อให้สอดคล้องกับแนวทางของผู้บริหาร

Valuation and Recommendation

- ▶ **ลดคำแนะนำเป็น "ถือ"** เราลดคำแนะนำ BEAUTY ลงเป็น "ถือ" จาก "ซื้อ" และลดราคาเป้าหมายใหม่สิ้นปี 2566 ลงเป็น 0.50 บาท จาก 1.52 บาท จากการปรับลดประมาณการกำไรและลดตัวคูณ PER ราคาเป้าหมายของเราคำนวณด้วย PER ล่วงหน้าที่ 16.97 เท่า (ลดลงจาก 30 เท่า) และ EPS กลางปี 2567-68 ที่ 0.03 บาท ปัจจุบันหุ้นมูลค่าหุ้นคาดจะมาจาก 1) ยอดขายสินค้าสกินแคร์ที่ฟื้นตัวดีกว่าคาดจากนักท่องเที่ยวจีนที่กลับมา 2) ความสำเร็จในการเปิดตัว SKU ใหม่และ 3) ผลกระทบที่มากกว่าคาดจาก operating leverage ที่เอื้อประโยชน์
- ▶ **ปัจจัยเสี่ยง** ได้แก่ 1) อุปสงค์ที่ฟื้นตัวช้า 2) พฤติกรรมของผู้บริโภคชาวจีนที่เปลี่ยนแปลงไป และ 3) ความล้มเหลวในการปรับช่องทางการขาย



Fig 1 2Q23 performance preview

Btmn	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	% YoY	% QoQ	2019	2022	2023E	% YTD
By segment																
Domestic sales	327	291	210	282	70	75	56	84	71	77	3.3%	8.2%	1111	285	327	45.3%
Overseas sales	216	237	244	199	37	5	7	17	36	45	750.9%	25.0%	897	67	205	39.7%
By channel																
Retail shop	325	315	258	264	50	33	30	49	43	53	62.0%	25.0%	1103	170	197	48.6%
Overseas	114	111	113	133	36	30	22	32	46	47	55.3%	1.5%	553	113	205	45.0%
E-commerce	6	6	6	6	8	7	5	8	9	10	45.2%	17.5%	25	30	36	53.6%
Modern trade	0	0	0	0	4	4	4	6	7	9	140.6%	21.6%	0	23	79	20.5%
General trade	89	87	72	72	6	4	1	1	2	0	-100.0%	n.a.	301	4	0	0.0%
Other	10	10	6	6	5	2	3	4	1	3	33.9%	152.7%	24	13	15	30.8%
Revenue	544	528	454	481	108	80	64	101	107	122	53.0%	13.9%	2007	352	532	43.2%
COGS	214	210	178	192	53	37	35	53	50	57	55.0%	13.5%	794	178	251	42.6%
Gross profit	330	318	277	288	55	43	29	48	57	66	51.3%	14.2%	1213	175	282	43.6%
SG&A exp	248	262	216	210	61	74	66	64	61	69	-6.8%	14.5%	936	266	282	46.1%
Operating profit	82	55	61	79	-7	-31	-37	-16	-3	-4	-87.6%	20.3%	277	-91	0	2633.3%
Other inc (exp)	5	3	3	3	4	0	5	3	0	0	0.0%	145.4%	14	13	13	5.1%
EBIT	87	59	63	82	-3	-31	-32	-13	-3	-3	-89.0%	12.3%	291	-78	13	-49.9%
D&A exp	14	13	13	13	15	15	15	15	15	15	0.0%	1.5%	54	61	57	52.1%
EBITDA	101	72	77	94	13	-16	-17	3	12	12	-173.8%	-1.3%	344	-17	70	33.4%
Interest exp	0	0	0	0	1	1	1	3	1	1	0.0%	22.8%	0	6	6	28.2%
EBT	87	59	63	82	-4	-32	-34	-15	-4	-4	-86.3%	14.5%	291	-84	7	-120.7%
Tax charge	17	12	13	16	-1	-6	-7	-3	2	-1	-85.7%	-133.6%	58	-17	1	0.0%
Minority interest	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	n.a.	n.a.	0	0	0	0.0%
Extra items	0	2	0	-2	0	0	0	0	0	0	n.a.	n.a.	0	0	0	0.0%
Net profit	70	48	51	64	-3	-26	-27	-12	-6	-4	-86.4%	-43.7%	233	-68	5	-179.0%
Core profit	70	47	51	65	-3	-26	-27	-12	-6	-4	-86.4%	-43.7%	233	-68	5	-179.0%
FD core EPS (Bt)	0.02	0.02	0.02	0.02	0.00	-0.01	-0.01	0.00	0.00	0.00	-86.4%	-43.7%	0.08	-0.02	0.00	-179.0%
FD DPS (Bt)	0.00	0.04	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	n.a.	n.a.	0.07	0.00	0.00	0.0%
Key financial ratios (%)																
GPM	60.7%	60.2%	60.9%	60.0%	50.6%	54.2%	44.7%	47.8%	53.4%	53.6%	-0.6%	0.2%	60.4%	49.5%	52.9%	53.6%
SG&A to sales	45.6%	49.7%	47.5%	43.6%	57.1%	93.1%	102.8%	63.8%	56.4%	56.7%	-36.3%	0.3%	46.6%	75.4%	53.0%	56.7%
Operating margin	15.1%	10.5%	13.4%	16.4%	-6.4%	-38.9%	-58.1%	-16.0%	-3.0%	-3.1%	35.7%	-0.2%	13.8%	-25.9%	-0.1%	-3.1%
Core profit margin	12.8%	8.9%	11.2%	13.6%	-2.7%	-32.3%	-41.7%	-12.2%	-5.8%	-2.9%	29.4%	2.9%	11.6%	-19.2%	1.0%	-2.9%

Source: Company, KS Research



Fig 2 Performance breakdown

Btmn	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
By segment													
Domestic sales	71	77	88	90	2551	2251	1111	633	301	285	327	464	637
Overseas sales	36	45	52	72	1163	1215	897	136	97	67	205	298	402
By channel													
Retail shop	43	53	55	64	2560	2227	1103	398	161	170	197	308	474
Overseas	46	47	52	60	511	701	553	281	154	113	205	298	402
E-commerce	9	10	9	10	153	9	25	34	43	30	36	43	45
Modern trade	7	9	20	23	0	0	0	0	16	23	79	95	100
General trade	2	0	0	0	457	476	301	44	9	4	0	0	0
Other	1	3	4	4	32	53	24	13	14	13	15	18	19
Revenue	107	122	140	162	3713	3467	2007	769	397	352	532	761	1039
COGS	50	57	64	80	1198	1202	794	353	223	178	251	349	473
Gross profit	57	66	77	82	2515	2265	1213	416	174	175	282	413	566
SG&A exp	61	69	74	78	1004	1067	936	512	281	266	282	348	429
Operating profit	-3	-4	3	4	1511	1198	277	-96	-106	-91	0	65	137
Other inc (exp)	0	0	5	8	22	35	14	-24	12	13	13	13	13
EBIT	-3	-3	7	12	1533	1233	291	-120	-94	-78	13	78	150
D&A exp	15	15	15	12	61	61	54	121	80	61	57	47	56
EBITDA	12	12	23	24	1594	1294	344	1	-15	-17	70	125	207
Interest exp	1	1	1	3	0	0	0	11	7	6	6	6	6
EBT	-4	-4	6	9	1533	1233	291	-131	-101	-84	7	72	144
Tax charge	2	-1	1	-1	304	241	58	-26	-20	-17	1	14	27
Minority interest	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Extra items	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Net profit	-6	-4	5	10	1229	992	233	-105	-81	-68	5	58	117
Core profit	-6	-4	5	10	1229	992	233	-105	-81	-68	5	58	117
FD core EPS (Bt)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.41	0.33	0.08	-0.04	-0.03	-0.02	0.00	0.02	0.04
FD DPS (Bt)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.29	0.29	0.07	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Key financial ratios (%)													
GPM	53.4%	53.6%	54.7%	50.6%	67.7%	65.3%	60.4%	54.1%	43.9%	49.5%	52.9%	54.2%	54.5%
SG&A to sales	56.4%	56.7%	52.9%	48.0%	27.0%	30.8%	46.6%	66.5%	70.6%	75.4%	53.0%	45.7%	41.3%
Operating margin	-3.0%	-3.1%	1.9%	2.6%	40.7%	34.6%	13.8%	-12.4%	-26.7%	-25.9%	-0.1%	8.5%	13.2%
Core profit margin	-5.8%	-2.9%	3.4%	6.4%	33.1%	28.6%	11.6%	-13.6%	-20.3%	-19.2%	1.0%	7.6%	11.2%

Source: Company, KS Research

Fig 3 Earnings revisions

Btmn	2022	New			Previous			% change		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
Revenue	352	532	761	1039	554	996	1232	-3.9%	-23.5%	-15.7%
COGS	178	251	349	473	265	463	561	-5.3%	-24.7%	-15.7%
Gross profit	175	282	413	566	289	532	671	-2.6%	-22.4%	-15.7%
SG&A exp	266	282	348	429	290	387	483	-2.9%	-10.1%	-11.2%
Operating profit	-91	0	65	137	-1	145	188	-77.7%	-55.3%	-27.2%
Other income	13	13	13	13	13	13	13	0.0%	0.0%	0.0%
EBIT	-78	13	78	150	12	158	202	7.9%	-50.8%	-25.4%
Interest exp	6	6	6	6	6	6	6	0.0%	0.0%	0.0%
Tax	-17	1	14	27	0	0	0	0.0%	0.0%	0.0%
NCI	0	0	0	0	0	0	0	0.0%	0.0%	0.0%
Net profit	-68	5	58	117	6	152	195	-5.9%	-61.8%	-40.2%
Core profit	-68	5	58	117	6	152	195	-5.9%	-61.8%	-40.2%
No of shares (m)	2994	2994	2994	2994	2994	2994	2994	0.0%	0.0%	0.0%
EPS (Bt)	-0.02	0.00	0.02	0.04	0.00	0.05	0.07	-5.9%	-61.8%	-40.2%
Core EPS (Bt)	-0.02	0.00	0.02	0.04	0.00	0.05	0.07	-5.9%	-61.8%	-40.2%
DPS (Bt)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.03	0.0%	0.0%	-100.0%

Source: Company, KS Research



Fig 4 Earnings revisions (key ratios)

	2022	New			Previous			Change in ppt		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
Domestic sales	285	327	464	637	348	739	968	-6.2%	-37.2%	-34.2%
Overseas sales	67	205	298	402	205	257	264	0.0%	16.0%	52.0%
Revenue mix										
Revenue % YoY	-11.3%	51.0%	43.1%	36.5%	57.2%	79.8%	23.7%	-6.1%	-36.7%	12.7%
Core profit % YoY	16.2%	108.0%	969.9%	100.7%	108.5%	2531.5%	28.4%	-0.5%	-1561.6%	72.3%
SG&A to sales	75.4%	53.0%	45.7%	41.3%	52.4%	38.9%	39.2%	0.5%	6.8%	2.1%
GPM (%)	49.5%	52.9%	54.2%	54.5%	52.2%	53.5%	54.5%	0.7%	0.7%	0.0%
OPM (%)	-22.2%	2.4%	10.2%	14.5%	2.1%	15.9%	16.4%	0.3%	-5.7%	-1.9%
CPM (%)	-19.2%	1.0%	7.6%	11.2%	1.0%	15.3%	15.9%	0.0%	-7.6%	-4.6%
A/R days	29	29	29	29	28	27	26	4.1%	8.4%	12.9%
INV days	237	240	241	242	232	228	223	3.1%	5.7%	8.4%
A/P days	123	121	120	118	121	118	116	0.0%	1.0%	2.1%
CCC days	142	148	150	153	139	136	133	5.9%	10.3%	14.8%
Net debt to equity (x)	-0.07	0.00	0.02	-0.01	0.00	-0.05	-0.08	-29.2%	-138.7%	-83.2%
Net debt to EBITDA (x)	2.69	-0.03	0.12	-0.06	-0.04	-0.20	-0.28	-30.2%	-160.8%	-79.3%
ROE (%)	-9%	1%	8%	14%	1%	19%	22%	0%	-12%	-7%
ROCE (%)	-13%	2%	11%	19%	2%	22%	26%	0%	-11%	-6%

Source: Company, KS Research

Fig 5 Working capital breakdown

Btmn	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23
A/R	89	145	83	92	65	45	42	59	31	23	22	35	50	36	23	28	47
INV	576	487	412	355	343	310	255	209	187	159	162	138	133	133	126	116	124
A/P	230	187	157	177	233	89	100	88	77	57	74	72	65	63	55	60	79
Net WC	435	445	338	269	175	266	197	180	141	125	109	101	118	106	94	83	92
A/R days	15	25	17	17	22	32	21	28	22	29	27	27	42	41	33	25	40
INV days	246	211	212	168	268	471	265	215	267	291	371	182	228	330	326	200	226
A/P days	98	81	81	84	182	135	104	91	110	104	171	95	111	157	143	104	145
Net CCC	163	155	147	102	108	368	182	153	178	216	227	114	159	214	215	121	122

Source: Company, KS Research

Fig 6 A/R breakdown

Btmn	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23
A/R																	
Franchise	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Other parties	22	86	27	45	30	19	19	40	13	7	6	22	27	18	6	15	26
Sale with consignment agreement	43	34	34	29	5	2	2	2	2	3	3	3	2	4	4	4	5
Total A/R	65	120	61	75	36	21	21	42	15	9	9	25	30	22	10	19	31
Allowance for doubtful accounts	0	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	2	0	0	0
A/R - Net	64	119	61	74	35	21	21	42	15	9	9	25	30	20	9	19	31
Other A/R																	
Prepaid expenses	6	11	14	8	20	18	15	11	10	8	6	4	11	9	6	3	9
Accrued interest	3	0	0	1	2	2	1	0	0	1	1	1	1	1	1	1	2
Goods deposit	4	1	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	2	2	1	1	2
Advance payment	1	2	0	1	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1	1	1
Non-refund input tax	4	5	3	3	5	2	3	3	4	5	5	5	4	3	2	1	1
Prepaid value added tax	3	4	2	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	2	1	1
Others	2	2	2	2	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0	1	0	0
Total other A/R	24	25	22	18	30	24	21	17	16	14	13	10	20	16	13	8	16
Total A/R	89	145	83	92	65	45	42	59	31	23	22	35	50	36	23	28	47

Source: Company, KS Research



Fig 7 Expense by nature

Btmn	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Expenses by nature						
Changes in finished goods and work in progress	-42	-150	210	133	52	29
Purchase of goods	1237	1410	578	218	157	157
Employee benefit	395	377	331	196	110	100
Management benefit	35	41	42	26	28	21
Directors' remuneration	3	3	2	1	1	1
D&A	61	61	54	40	25	22
Services	251	268	256	35	10	15
Advertising expenses	75	136	116	55	48	52
Loss on devaluation of inventories	5	0	12	12	19	-13
Loss on goods destruction	5	3	3	5	26	12
Depreciation of ROU	0	0	0	80	53	39
Total	2023	2151	1603	802	528	436

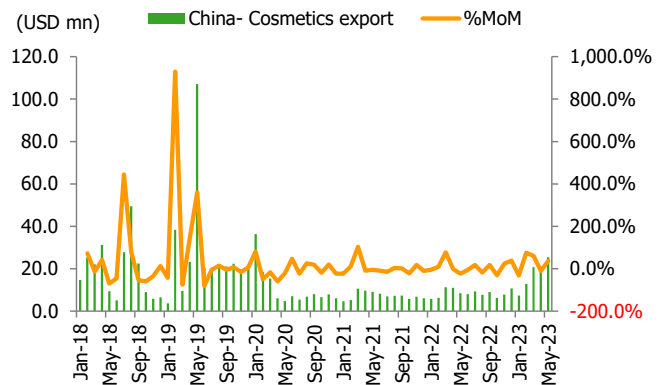
Source: Company, KS Research

Fig 8 China's cosmetic exports (% YoY)



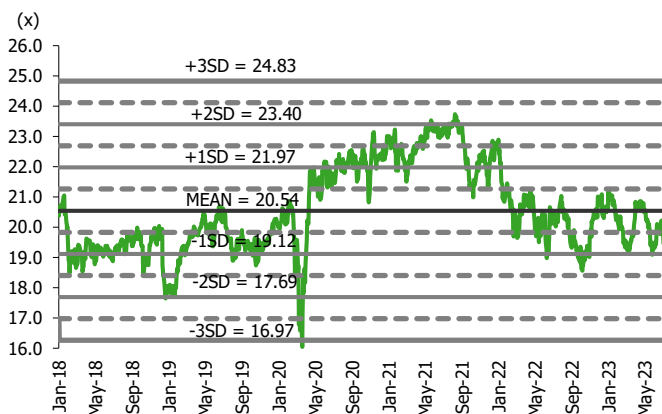
Source: Bloomberg and KS Research

Fig 9 China's cosmetic exports (% MoM)



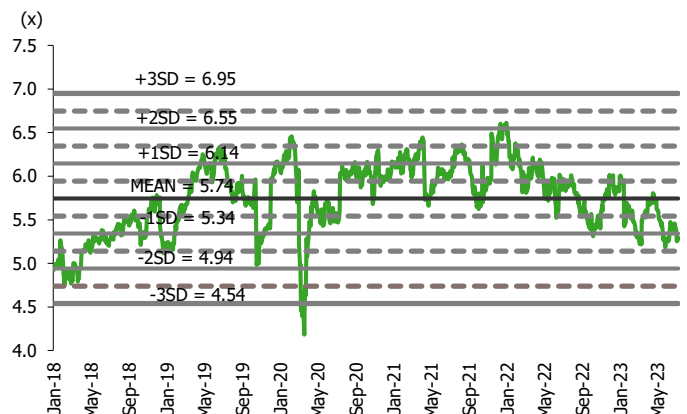
Source: Bloomberg and KS Research

Fig 10 12M FWD PER of global cosmetic peers



Source: Bloomberg and KS Research

Fig 11 12M FWD PBV of global cosmetic peers



Source: Bloomberg and KS Research



Fig 12 PER-based target price

	Amount
PER - Global cosmetic peers (Mean)	20.5
Assigned PER (x) (-3SD)	17.0
mid 2024-25 net profit (Btmn)	88
2023 PER value	1,485
No of shares (m)	2994
Bt per share	0.50

Source: Company, KS Research

Fig 13 Global cosmetic peer valuations

Stocks	Market Cap (USD mn)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)			P/BV (x)			Revenue grth (%)			Core profit grth (%)			Div yield (%)			ROE (%)		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
Global Cosmetic Peers																						
Amorepacific Corp	4,467	26.9	21.4	19.7	10.1	8.6	8.3	1.3	1.3	1.2	0.2	12.2	6.8	108.7	26.6	12.4	0.9	1.1	1.1	4.6	5.7	6.2
Beiersdorf AG	32,095	29.4	26.7	24.4	15.6	14.4	13.4	3.1	2.9	2.7	6.8	5.0	4.9	10.0	9.9	9.8	0.6	0.7	0.7	11.2	11.5	11.3
Estee Lauder Cos Inc/The	44,728	66.3	37.3	28.2	29.2	21.9	17.5	12.3	11.2	10.2	-10.8	10.0	9.5	-54.0	51.7	33.3	1.3	1.4	1.6	21.0	30.7	38.8
Johnson & Johnson	412,237	22.2	16.9	16.3	12.4	12.0	11.5	5.1	4.1	3.7	4.3	2.4	2.9	29.0	1.9	2.8	3.0	3.1	3.0	35.1	33.0	31.0
L'Oreal SA	241,225	34.6	31.8	29.3	22.7	20.9	19.4	7.5	6.7	6.1	7.9	6.7	6.5	9.8	8.6	8.2	1.6	1.7	1.9	22.7	22.5	22.0
Shiseido Co Ltd	18,213	65.3	36.5	28.0	21.3	16.8	14.7	4.2	3.9	3.6	-3.4	7.0	6.4	11.8	79.9	27.4	0.9	0.9	1.1	6.6	11.2	13.2
Unilever PLC	128,723	18.9	17.6	16.1	12.4	11.6	11.0	6.0	5.6	5.2	0.3	3.8	3.7	-7.4	7.1	6.3	3.8	4.0	4.2	34.0	34.2	33.9
Simple Average - Global Peers		37.7	26.9	23.1	17.7	15.2	13.7	5.7	5.1	4.7	0.8	6.7	5.8	15.4	26.5	14.3	1.7	1.8	1.9	19.3	21.2	22.4

Source: Bloomberg, KS Research

Fig 14 Local cosmetic peer valuations

Stocks	Market Cap (Btmn)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)			P/BV (x)			Revenue grth (%)			Core profit grth (%)			Div yield (%)			ROE (%)		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
Local Cosmetic Peers																						
BEAUTY Community PCL	1,497	275.2	25.7	12.8	21.4	12.1	7.2	2.1	2.0	1.7	51.0	43.1	36.5	n.m.	969.9	100.7	0.0	0.0	0.0	0.8	7.9	14.2
Do Day Dream PCL	5,582	29.0	24.3	22.5	8.2	7.2	6.7	0.8	0.8	0.8	14.5	14.3	6.7	9.3	18.3	8.4	3.7	4.2	4.5	3.3	3.8	4.1
Karmarts PCL	8,017	15.9	18.4	17.1	12.0	11.5	10.7	5.1	2.9	2.7	29.8	8.8	7.8	71.9	8.0	7.4	2.7	3.8	4.1	34.9	21.5	16.4
Rojukiss International PCL	2,772	26.8	23.1	20.3	15.0	13.8	12.5	3.4	3.1	2.9	9.4	7.1	8.6	7.9	15.7	12.6	2.2	2.6	3.0	13.2	14.2	14.7
Simple Average - Local Peers		86.7	22.9	18.2	14.2	11.1	9.3	2.8	2.2	2.0	26.2	18.3	14.9	29.7	253.0	32.3	2.2	2.7	2.9	13.0	11.9	12.3

Source: Bloomberg, KS Research



BEAUTY : Year-end 31 Dec

Income Statement (Btmn)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Revenue	397	352	532	761	1,039
Cost of sales and services	-223	-178	-251	-349	-473
Gross Profit	174	175	282	413	566
SG&A	-281	-266	-282	-348	-429
Other income	12	13	13	13	13
EBIT	-94	-78	13	78	150
EBITDA	-15	-17	70	125	207
Interest expense	-7	-6	-6	-6	-6
Equity earnings	0	0	0	0	0
EBT	-101	-84	7	72	144
Income tax	20	17	-1	-14	-27
NPAT	-81	-68	5	58	117
Minority Interest	0	0	0	0	0
Core Profit	-81	-68	5	58	117
Extraordinary items	0	0	0	0	0
FX gain (loss)	0	0	0	0	0
Reported net profit	-81	-68	5	58	117

Balance Sheet (Btmn)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Cash & equivalents	58	64	19	2	29
ST investments	370	100	100	100	100
Accounts receivable	35	28	42	61	84
Inventories	138	116	164	230	314
Other current assets	0	0	0	0	0
Total current assets	602	307	325	392	526
Investment in subs & others	0	0	0	0	0
Fixed assets-net	145	142	157	187	217
Other assets	227	449	437	429	422
Total assets	974	897	919	1,009	1,165
Short-term debt	45	38	38	38	38
Accounts payable	72	60	83	114	153
Other current liabilities	0	0	0	0	0
Total current liabilities	118	98	121	152	192
Long-term debt	70	79	79	79	79
Other liabilities	13	15	15	15	15
Total liabilities	200	191	214	246	285
Paid-up capital	301	299	299	299	299
Share premium	609	511	511	511	511
Reserves & others, net	30	30	30	30	30
Retained earnings	-166	-134	-135	-77	40
Minority interests	0	0	0	0	0
Total shareholders' equity	774	706	705	763	880
Total equity & liabilities	974	897	919	1,009	1,165

Key Assumptions	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Domestic sales	301	285	327	464	637
Overseas sales	97	67	205	298	402
SG&A to sales (%)	70.63	75.43	52.98	45.68	41.28

Cashflow (Btmn)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Net profit	-81	-68	5	58	117
Depreciation & amortization	80	61	57	47	56
Change in working capital	61	-194	-34	-50	-65
Others	17	0	-6	0	0
CF from operation activities	77	-201	22	55	108
Capital expenditure	-64	-65	-67	-72	-81
Investment in subs and affiliates	0	0	0	0	0
Others	-66	270	0	0	0
CF from investing activities	-130	205	-67	-72	-81
Cash dividend	0	0	0	0	0
Net proceeds from debt	0	1	0	0	0
Capital raising	0	-100	0	0	0
Others	-65	100	0	0	0
CF from financing activities	-65	1	0	0	0
Net change in cash	-118	6	-45	-17	27

Key Statistics & Ratios	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Per share (Bt)					
Reported EPS	-0.03	-0.02	0.00	0.02	0.04
Core EPS	-0.03	-0.02	0.00	0.02	0.04
DPS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
BV	0.26	0.24	0.24	0.25	0.29
EV	1.44	1.37	0.50	0.51	0.50
Free Cash Flow	0.00	-0.09	-0.01	-0.01	0.01
Valuation analysis					
Reported P/E (x)	-57.33	-61.49	275.19	25.72	12.81
Core P/E (x)	-57.33	-61.49	275.19	25.72	12.81
P/BV (x)	5.99	5.90	2.12	1.96	1.70
EV/EBITDA (x)	-294.53	-236.83	21.45	12.08	7.19
Price/Cash flow (x)	60.40	-20.68	67.25	27.20	13.82
Dividend yield (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Profitability ratios					
Gross margin (%)	43.89	49.53	52.93	54.20	54.49
EBITDA margin (%)	-3.69	-4.93	13.10	16.43	19.88
EBIT margin (%)	-23.74	-22.19	2.41	10.24	14.47
Net profit margin (%)	-20.32	-19.21	1.02	7.64	11.25
ROA (%)	-7.86	-7.23	0.60	6.04	10.75
ROE (%)	-9.96	-9.15	0.77	7.93	14.22
Liquidity ratios					
Current ratio (x)	5.12	3.12	2.69	2.58	2.75
Quick ratio (x)	3.94	1.95	1.33	1.07	1.11
Leverage Ratios					
Liabilities/Equity ratio (x)	0.26	0.27	0.30	0.32	0.32
Net debt/EBITDA (x)	21.33	2.69	-0.03	0.12	-0.06
Net debt/equity (x)	-0.40	-0.07	-0.00	0.02	-0.01
Int. coverage ratio (x)	-14.17	-12.83	2.10	12.79	24.67
Growth					
Revenue (%)	-48.33	-11.35	51.04	43.06	36.46
EBITDA (%)	-2,366	-18.53	501.18	79.50	65.04
Reported net profit (%)	22.99	16.20	108.04	969.95	100.73
Reported EPS (%)	22.99	15.85	108.04	969.95	100.73
Core profit (%)	22.99	16.20	108.04	969.95	100.73
Core EPS (%)	22.99	15.85	108.04	969.95	100.73

Source: Company, KS estimates



Analyst Certification

The views expressed in this research report accurately reflect the personal views of the analyst(s) about the subject security(ies) and subject company(ies); and no part of the compensation of the research analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.

Investment Ratings

Outperform: Expected total return of 10% or more within a 12-month period

Neutral: Expected total return between -10% and 10% within a 12-month period

Underperform: Expected total return of -10% or worse within a 12-month period

General Disclaimer

This document is prepared by Kasikorn Securities Public Company Limited ("KS"). This document has been prepared for individual clients of KS only and must not, either in whole or in part, be copied, photocopied or duplicated in any form or by any means or distributed to any other person. If you are not the intended recipient you must not use or disclose the information in this research in any way. If you received it in error, please immediately notify KS by return e-mail and delete the document. We do not guarantee the integrity of any e-mails or attached files and are not responsible for any changes made to them by any other person.

This document, including information, data, statements, forecasts, analysis and projections contained herein, including any expression of opinion, is based on public available information or information obtained from sources believed to be reliable, but KS does not make any representation or warranty on, assumes no responsibilities for nor guarantees the accuracy, completeness, correctness or timeliness of such information. KS accepts no obligation to correct or update the information or opinions in it. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration and they were based upon such information or sources then, and in our opinion are fair and reasonable in the circumstances prevailing at the time. The information or expressions of opinion contained herein are subject to change without notice.

Nothing in this document shall be construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities or products, or to engage in or refrain from engaging in any transaction. In preparing this document, KS did not take into account your specific investment objectives, financial situation or particular needs. This document is for your information only and is not to be taken in substitution for the exercise of your judgment. KS salespeople, traders and other professionals may provide oral or written market commentary or trading strategies to our clients that reflect opinions which are contrary to the opinions expressed in this document. Before making an investment decision on the basis of this document, you should obtain independent financial, legal or other advice and consider the appropriateness of investment in light of your particular investment needs, objectives and financial circumstances. There are risks involved in the investment in securities. KS accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, consequential or other loss (including claim for loss of profit) arising from any use of or reliance upon this document and/or further communication given in relation to this document.

Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments herein constitute a judgment as of the date of this document, and there can be no assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments. Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described in this document were based upon a number of estimates and assumptions and are inherently subject to significant uncertainties or contingencies. It can be expected that one or more of the estimates on which the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments were based will not materialize or will vary significantly from actual results. Therefore, the inclusion of the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described herein is not to be relied upon as a representation and/or warranty by KS (i) that such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments or their underlying assumptions will be achieved, or (ii) that there is an assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments stated therein.

KS along with its affiliates and/or persons associated with it may from time to time have interests in the securities mentioned in this document. KS and its associates, their directors and/or employees may have positions in, and may effect transactions in securities mentioned herein and may also perform or seek to perform broking, investment banking, advisory and other securities services for companies mentioned in this document.

Corporate Governance Report 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 companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market of Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor at The Thai Institute of Directors Association (IOD). The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information.

The survey result is as of the data appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. KS does not confirm nor certify the accuracy of such survey result.



Structured Notes and Derivative Warrants Disclaimer

KS may be the issuer of structured notes on these securities.

KS acts as market maker and issuer of Derivative Warrants ("DWs") on the underlying stocks listed below. Investors should carefully read the details of the DWs in the prospectus before making any investment decisions.

DWs Underlying: AAV, ADVANC, AMATA, AOT, AP, AWC, BAM, BANPU, BBL, BCH, BCP, BDMS, BEM, BGRIM, BH, BLA, BTS, CBG, CENTEL, CHG, CK, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DELTA, DOHOME, EA, EGCO, ESSO, FORTH, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KCE, KEX, KKP, KTB, KTC, LH, MEGA, MINT, MTC, OR, OSP, PLANB, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RATCH, RCL, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SINGER, SIRI, SJWD, SPALI, SPRC, STA, STGT, TCAP, THG, TIDLOR, TIPH, TISCO, TOP, TQM, TRUE, TTB, TU, VGI, WHA.

