



KARMARTS PCL

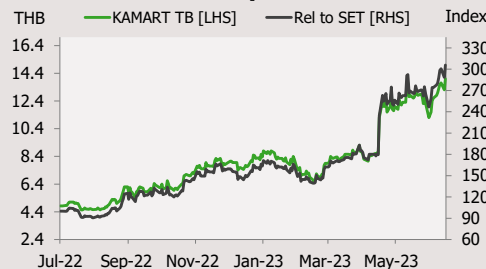
KAMART TB Underperform

Target Price	Bt	11.64
Price (27/07/2023)	Bt	14.20
Downside	%	18.03
Valuation	PER	
Sector	Commerce	
Market Cap	Btm	12,496
30-day avg turnover	Btm	104.67
No. of shares on issue	m	880
CG Scoring (IOD-Y2022)		N/A
Anti-Corruption Indicator		N/A

Investment fundamentals

Year end Dec 31	2022A	2023E	2024E	2025E
Company Financials				
Revenue (Btmn)	1,864	2,419	2,632	2,836
Core profit (Btmn)	293	529	663	722
Net profit (Btmn)	327	529	663	722
Net EPS (Bt)	0.37	0.48	0.60	0.66
DPS (Bt)	0.24	0.20	0.36	0.45
BVPS (Bt)	1.48	2.92	3.16	3.36
Net EPS growth (%)	11.75	29.45	25.31	8.84
ROA (%)	16.96	17.18	15.82	16.12
ROE (%)	26.62	23.47	19.85	20.13
Net D/E (x)	0.27	-0.40	0.04	0.01
Valuation				
P/E (x)	22.07	24.20	19.31	17.74
P/BV (x)	5.54	3.99	3.69	3.46
EV/EBITDA (x)	17.24	15.91	16.45	15.09
Dividend yield (%)	2.93	1.72	3.10	3.88

KAMART 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

31 July 2023

Kasikorn Securities Public Company Limited

มูลค่าธุรกิจหลักแพง ธุรกิจรองยังพิสูจน์ไม่ได้

- ▶ คาดกำไรปกติ 2Q66 ที่ 112 ลบ. (+144.9% YoY และ -10.7% QoQ) คาดกำไร 1H66 เท่ากับ 51% ของประมาณการกำไรปกติทั้งปีของเรา (ก่อนทบทวน)
- ▶ ปรับเพิ่มประมาณการกำไรปกติปี 2566/67/68 ขึ้น 5%/21.8%/23.4% และเพิ่มราคาเป้าหมายกลางปี 67 ด้วยวิธี PER ขึ้น 27.77% เป็น 11.64 บาท
- ▶ คงคำแนะนำ "ขาย" เนื่องจากการขยายธุรกิจใหม่อาจต้องใช้เวลาคืนทุน ซึ่งทำให้มูลค่าหุ้น KAMART ค่อนข้างแพง

Investment Highlights

- ▶ **ฟรีฟร่าไตรมาส 2/2566** KAMART มีกำหนดประกาศงบการเงินไตรมาส 2/2566 ในวันที่ 11 ส.ค.2566 เราคาดว่าบริษัทฯ จะรายงานกำไรปกติไตรมาส 2/2566 ที่ 112 ลบ. เพิ่มขึ้น 144.9% YoY จากยอดขายที่แข็งแกร่งขึ้น แต่ลดลง 10.7% QoQ จากยอดขายสินค้ารวมทุนที่มีอัตรากำไรต่ำที่มากขึ้นและค่าใช้จ่าย SG&A ที่สูงขึ้น ประมาณการกำไรปกติครึ่งแรกปีนี้ของเราจึงคาดว่าจะเท่ากับ 51% ของประมาณการกำไรปกติรวมทั้งปีของเรา (ก่อนทบทวน) เราคาดว่า KAMART จะประกาศ DPS รายไตรมาสที่ 0.05 บาท หรือมีอัตราการจ่ายที่ 36% และอัตราผลตอบแทนเงินปันผลที่ 1.79%
- ▶ **การดำเนินงาน** เราคาดว่ารายได้ไตรมาส 2/2566 จะเพิ่มขึ้น 40.6% YoY และ 2.1% QoQ จากอุปสงค์ที่แข็งแกร่งของไลน์เครื่องสำอาง Cathy Doll และ Baby bright นอกเหนือจากความสำเร็จในการเปิดตัวสินค้าใหม่อย่าง Lip it อย่างไรก็ดี เราคาดว่า COGS และค่าใช้จ่าย SG&A ในไตรมาส 2/2566 จะเติบโตขึ้น 32.6% YoY และ 5.6% YoY ซึ่งส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้น (GPM) ลดลง 120bps มาอยู่ที่ 51% และอัตรากำไรจากการดำเนินงานลดลง 260bps มาอยู่ที่ 25.7%
- ▶ **การขยายธุรกิจ** อิงจากรายงาน IFA บริษัทฯ ตั้งเป้าใช้เงินที่ได้จากการเพิ่มทุนที่ 1.6 พันลบ. สำหรับ 1) การก่อสร้างโรงงานผลิตในท่าเลใหม่ 159.5 ลบ. (10% ของ 1.6 พันลบ.) 2) การซื้อกิจการบริษัทเครื่องสำอางในประเทศหรือต่างประเทศภายใต้งบประมาณที่ 717.76 ลบ. (45%) และ 3) การซื้อช่องทางจัดจำหน่ายในตลาดต่างประเทศภายใต้งบประมาณที่ 717.76 ลบ. (45%) ขณะเดียวกัน เราสรุปสัญญาความร่วมมือในการสร้างฟาร์มกุ้งนอกกลุ่มเครื่องสำอางภายใน 5 ปี 2) วัตถุประสงค์ในการใช้เงินจากการทำ PP คือเพื่อสร้าง project IRR ที่ไม่ต่ำกว่า 10% และ 3) การขยายธุรกิจในต่างประเทศจะมุ่งเน้นไปยังตลาดเครื่องสำอางในประเทศเวียดนามเป็นหลักซึ่งคาดว่าจะสามารถปิดดีลซื้อช่องทางจัดจำหน่ายแล้วเสร็จภายในปี 2567 และตั้งเป้ารายได้เติบโตขึ้น 2-3 เท่า ใน 3 ปี นักลงทุน PP เข้าสู่ช่วง silent period อย่างสมัครใจโดยจะไม่ขายหุ้น KAMART เป็นเวลา 3 ปี
- ▶ **ปรับประมาณการกำไร** เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรปกติปี 2566/67/68 ขึ้น 5%/21.8%/23.4% เนื่องจากเราปรับเพิ่มประมาณการ GPM ปี 2566/67/68 ขึ้น 50bps/110bps/160bps เป็น 52%, 52.5% และ 53% และเราปรับลดประมาณการสัดส่วนค่าใช้จ่าย SG&A ต่อรายได้ในปี 2566/67/68 ลง 80bps/50bps/30bps เป็น 24.9%, 25.3% และ 25.5%

Valuation and Recommendation

- ▶ **แนะนำ "ขาย"** เราคงคำแนะนำ "ขาย" KAMART แต่เพิ่มราคาเป้าหมายกลางปี 2567 ขึ้นเป็น 11.64 บาท ปัจจุบันจุดตัวคูณมูลค่าหุ้นคาดว่าจะมาจาก 1) ส่วนแบ่งการตลาดเครื่องสำอางที่ลดลง 2) ผลขาดทุนเริ่มแรกจากการขยายธุรกิจในต่างประเทศและ 3) อัตรากำไรที่ลดลงจากสินค้าแบรนด์รวมทุน ราคาหุ้น KAMART เพิ่มขึ้น 78.62% YTD ซึ่งเคลื่อนไหวดีกว่า SET Index (-7.51%) และคู่แข่งในประเทศเช่น BEAUTY (-62.59%), DDD (-24.53%) และ KISS (-31.18%) ราคาหุ้นขณะนี้ซื้อขายด้วย non-diluted PER ที่ 29.3 เท่า หรือ 3SD มากกว่าระดับเฉลี่ย 5 ปี
- ▶ **ราคาเป้าหมาย** เราเพิ่มราคาเป้าหมายด้วยวิธี PER ของ KAMART ขึ้น 27.77% หรือจาก 9.11 บาท เป็น 11.64 บาท เนื่องจากเรารวมกำไรสุทธิที่อาจเพิ่มขึ้นจากการใช้เงินจากการทำ PP เรารวมประมาณการ fully diluted EPS เฉลี่ยปี 2567 และ 2568 ของเราที่ 0.60 บาท กับ EPS รวมแบบ fully diluted กลางปี 2567 ที่ 0.66 บาท บนสมมติฐานที่ IRR ของโครงการอยู่ที่ 15% สำหรับเงินทุนจาก PP ที่ 1.6 พันลบ. ดังนั้น เราจึงคำนวณเป้า PER ของเราได้ที่ 18.5 เท่า ซึ่งเท่ากับ +0.5SD ของระดับเฉลี่ยในอดีต 5 ปี
- ▶ **Upside risks** คาดจะมาจาก 1) อุปสงค์สินค้า KAMART ในประเทศที่แข็งแกร่ง 2) IRR ที่สูงขึ้นจากการขยายธุรกิจใหม่และ 3) การควบคุมต้นทุนอย่างมีประสิทธิภาพ



Fig 1 2Q23 performance preview (pre-revision 2023E)

Btmn	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	% YoY	% QoQ	2019	2022	2023E	% YTD
Cosmetic	363	376	363	385	407	412	499	520	569	581	41.0%	2.1%	1487	1839	2395	48.0%
Warehouse rental	5	5	5	5	5	7	7	6	7	7	-0.8%	-0.6%	21	25	24	54.3%
Revenue	368	382	368	390	412	419	506	527	575	588	40.3%	2.1%	1508	1864	2419	48.1%
COGS	162	180	172	180	212	217	251	274	275	288	32.6%	4.6%	695	955	1174	47.9%
Gross profit	206	202	195	210	200	202	254	253	300	300	48.7%	-0.2%	813	909	1245	48.2%
SG&A exp	115	128	122	128	116	141	140	133	138	149	5.5%	8.3%	494	531	615	46.7%
Operating profit	91	73	73	81	84	60	114	120	163	151	149.4%	-7.3%	319	378	631	49.7%
Other inc (exp)	7	4	3	4	6	2	1	3	10	2	0.0%	-78.8%	18	12	12	95.2%
Share of profit from associate	1	0	0	0	0	2	1	-2	0	2	0.0%	1585.7%	1	1	1	192.4%
EBIT	99	78	76	86	89	64	116	122	172	155	140.1%	-10.2%	338	391	644	50.8%
D&A exp	9	12	8	10	13	13	14	14	13	13	0.0%	-1.0%	40	54	52	50.6%
EBITDA	108	90	84	96	102	78	130	136	186	168	116.5%	-9.5%	378	445	696	50.8%
Interest exp	3	2	3	3	2	3	5	4	3	3	0.0%	-0.1%	10	15	14	49.3%
EBT	96	75	73	83	87	61	111	117	169	151	147.8%	-10.4%	328	376	630	50.8%
Tax charge	19	15	16	15	18	12	24	31	32	30	154.9%	-6.7%	65	85	126	49.9%
Minority interest	1	0	1	0	0	0	0	-1	0	0	0.0%	-236.3%	2	-2	0	-47.8%
Extra items	0	0	0	0	0	0	0	34	21	0	0.0%	-100.0%	0	34	0	n.a.
Net profit	77	60	57	68	69	50	88	121	158	122	144.9%	-22.9%	261	327	504	55.4%
Core profit	77	60	57	67	69	50	88	87	136	122	144.9%	-10.7%	261	293	504	51.1%
FD core EPS (Bt)	0.09	0.07	0.06	0.08	0.08	0.06	0.10	0.10	0.15	0.14	144.9%	-10.7%	0.30	0.33	0.46	63.9%
FD DPS (Bt)	0.07	0.07	0.07	0.07	0.06	0.05	0.07	0.08	0.08	0.05	0.0%	-37.5%	0.28	0.24	0.25	52.0%
Key financial ratios (%)																
GPM	56.0%	52.8%	53.1%	53.7%	48.5%	48.2%	50.3%	48.1%	52.2%	51.0%	2.9%	-1.2%	53.9%	48.8%	51.5%	51.0%
SG&A to sales	31.2%	33.6%	33.2%	32.9%	28.2%	33.7%	27.7%	25.3%	23.9%	25.4%	-8.4%	1.4%	32.8%	28.5%	25.4%	25.4%
Operating margin	24.7%	19.2%	19.9%	20.8%	20.3%	14.4%	22.6%	22.8%	28.3%	25.7%	11.2%	-2.6%	21.2%	20.3%	26.1%	25.7%
Core profit margin	20.9%	15.7%	15.4%	17.3%	16.7%	11.9%	17.3%	16.5%	23.7%	20.7%	8.8%	-3.0%	17.3%	15.7%	20.8%	20.7%

Source: Company, KS Research

Fig 2 Earnings revision

Btmn	2022	2023E	New 2024E	2025E	Previous 2023E	2024E	2025E	% change 2023E	2024E	2025E
Revenue	1864	2419	2632	2836	2419	2632	2836	0.0%	0.0%	0.0%
COGS	955	1162	1249	1333	1174	1278	1378	-1.0%	-2.2%	-3.3%
Gross profit	909	1257	1383	1503	1245	1354	1458	1.0%	2.1%	3.1%
SG&A exp	531	595	659	717	615	672	725	-3.1%	-1.9%	-1.2%
Operating profit	378	662	724	786	631	682	733	4.9%	6.1%	7.3%
Other income	12	12	13	14	12	13	14	0.0%	0.0%	0.0%
EBIT	390	674	737	800	643	695	747	4.8%	6.0%	7.2%
Share of profit from associate	1	1	86	95	1	1	1	0.0%	7705.8%	8486.4%
Interest exp	15	14	15	17	14	16	17	-0.6%	-1.7%	-2.8%
EBT	376	661	808	879	630	680	731	5.0%	18.7%	20.2%
Tax	85	132	144	157	126	136	146	5.0%	6.2%	7.4%
NCI	-2	0	0	0	0	0	0	0.0%	0.0%	0.0%
Extra items	34	0	0	0	0	0	0	0.0%	0.0%	0.0%
Net profit	327	529	663	722	504	544	585	5.0%	21.8%	23.4%
Core profit	293	529	663	722	504	544	585	5.0%	21.8%	23.4%
No of shares (m)	880	1100	1100	1100	880	1100	1100	25.0%	0.0%	0.0%
EPS (Bt)	0.37	0.48	0.60	0.66	0.57	0.49	0.53	-16.0%	21.8%	23.4%
Core EPS (Bt)	0.33	0.48	0.60	0.66	0.57	0.49	0.53	-16.0%	21.8%	23.4%
DPS (Bt)	0.24	0.20	0.36	0.45	0.25	0.34	0.37	-20.0%	5.0%	21.8%

Source: Company, KS Research



Fig 3 Earnings revision (key ratios)

	2022	New			Previous			% change		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
Cosmetics (Btmn)	1839	2395	2608	2812	2395	2608	2812	0.0%	0.0%	0.0%
Warehouse rental (Btmn)	25	24	24	24	24	24	24	0.0%	0.0%	0.0%
Key financial ratios										
Revenue % YoY	44.4%	29.8%	8.8%	7.8%	29.8%	8.8%	7.8%	0.0%	0.0%	0.0%
Core profit % YoY	222.2%	80.5%	25.3%	8.8%	71.9%	8.0%	7.4%	8.5%	17.3%	1.4%
SG&A to sales	28.9%	24.9%	25.3%	25.5%	25.7%	25.8%	25.8%	-0.8%	-0.5%	-0.3%
GPM (%)	48.8%	52.0%	52.5%	53.0%	51.5%	51.4%	51.4%	0.5%	1.1%	1.6%
OPM (%)	20.9%	27.9%	28.0%	28.2%	26.6%	26.4%	26.3%	1.3%	1.6%	1.9%
CPM (%)	15.7%	21.9%	25.2%	25.4%	20.8%	20.7%	20.6%	1.0%	4.5%	4.8%
NPM (%)	17.5%	21.9%	25.2%	25.5%	20.9%	20.7%	20.6%	1.0%	4.5%	4.8%
A/R days	81	83	88	93	81	86	92	2.0%	2.0%	2.0%
INV days	176	181	187	192	178	183	189	2.0%	2.0%	2.0%
A/P days	79	77	76	74	79	77	76	-2.0%	-2.0%	-2.0%
CCC days	178	187	199	212	181	192	205	3.7%	3.6%	3.5%
Net debt to equity (x)	0.27	-0.40	0.04	0.01	0.17	-0.42	-0.41	-345.3%	-109.3%	-103.6%
Net debt to EBITDA (x)	0.84	-1.82	0.17	0.06	0.39	-1.98	-1.89	-565.5%	-108.8%	-103.4%
ROE (%)	27%	23%	20%	20%	35%	21%	16%	-11.4%	-1.6%	3.7%
ROCE (%)	30%	51%	36%	25%	38%	48%	46%	13.7%	-11.9%	-21.7%

Source: Company, KS Research

Fig 4 Performance breakdown (after revision)

Btmn	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2019	2022	2023E	2024E	2025E
Cosmetic	569	581	599	646	1487	1839	2395	2608	2812
Warehouse rental	7	7	7	4	21	25	24	24	24
Revenue	575	588	605	651	1508	1864	2419	2632	2836
COGS	275	288	289	311	695	955	1162	1249	1333
Gross profit	300	300	317	340	813	909	1257	1383	1503
SG&A exp	138	149	151	157	494	531	595	659	717
Operating profit	163	151	165	183	319	378	662	724	786
Other inc (exp)	10	2	1	0	18	12	12	13	14
Share of profit from associate	0	2	1	-2	1	1	1	89	97
EBIT	172	155	167	181	338	391	675	825	898
D&A exp	13	13	14	12	40	54	52	54	56
EBITDA	186	168	181	192	378	445	727	879	954
Interest exp	3	3	5	2	10	15	14	15	17
EBT	169	151	162	179	328	376	661	810	881
Tax charge	32	30	32	36	65	85	132	144	157
Minority interest	0	0	0	1	2	-2	0	0	0
Extra items	21	0	0	0	0	34	0	0	0
Net profit	158	122	130	142	261	327	529	665	724
Core profit	136	122	130	142	261	293	529	665	724
FD core EPS (Bt)	0.15	0.14	0.15	0.16	0.30	0.33	0.48	0.60	0.66
FD DPS (Bt)	0.08	0.05	0.07	0.05	0.28	0.24	0.20	0.36	0.45
Key financial ratios (%)									
GPM	52.2%	51.0%	52.3%	52.3%	53.9%	48.8%	52.0%	52.5%	53.0%
SG&A to sales	23.9%	25.4%	25.0%	24.2%	32.8%	28.5%	24.6%	25.0%	25.3%
Operating margin	28.3%	25.7%	27.3%	28.1%	21.2%	20.3%	27.4%	27.5%	27.7%
Core profit margin	23.7%	20.7%	21.5%	21.8%	17.3%	15.7%	21.9%	25.3%	25.5%

Source: Company, KS Research

Fig 5 Objectives of private placement agreement

Activity	Btmn	% of net proceeds	Period
Establishing manufacturing facilities internationally	159.5	10.0%	2024-2027
Expanding beauty-related business both domestically and internationally	717.8	45.0%	2024-2027
- Engage in the promotion of inorganic growth options in Thailand	-	-	2024
Investing in acquiring sales channels and distribution companies internationally	720	45.1%	2024-2027

Source: IFA report, KS Research

Fig 6 Lock-up requirement of Marubeni Corporation and Quadriga Private Equity Co., Ltd

Major shareholders	% of paid up	# shares (mn)	% of Theekhakhirikul Group	Period
Wellsiam Co., Ltd	18%	198.00	62.6%	3 years lock up
QPE Fund 1 Limited	2%	22.00	7.0%	3 years lock up

Source: IFA report, KS Research

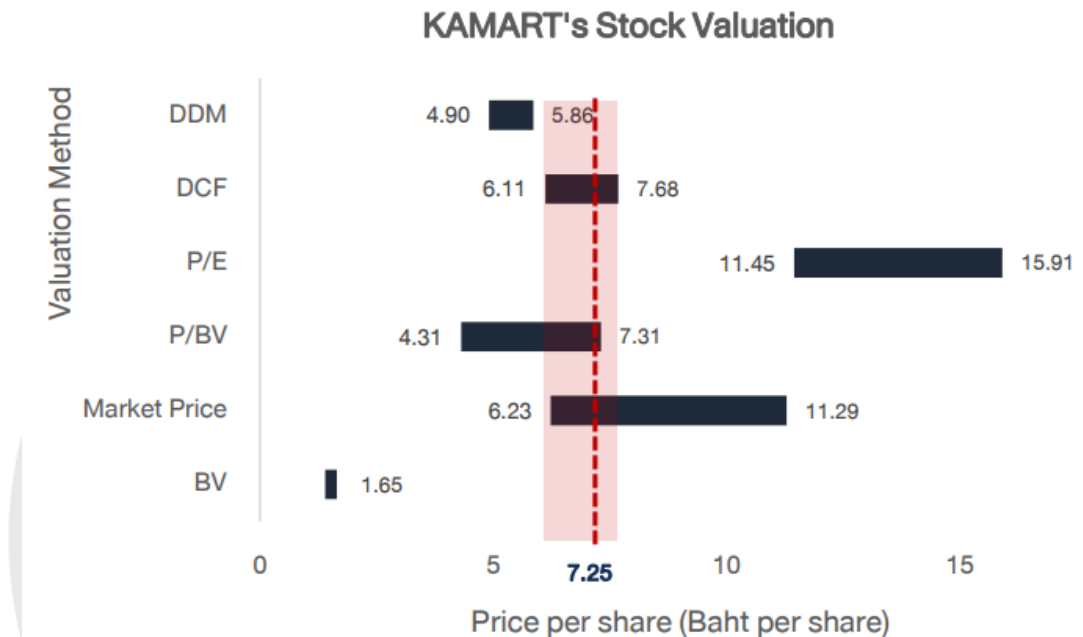
Fig 7 Target price based on PER approach

	Amount
PER - Global peers (Mean) (x)	20.5
PER - KAMART (Mean) (x)	16.0
Assigned PER (x) (+0.5SD)	18.5
Net proceeds (Btmn)	1595.0
2024 Potential equity income from net proceeds (Btmn)	86.2
mid-2024 net profit (Btmn) (Include equity income)	692.4
2023 PER value	12,809
No of shares (m)	1,100
Bt per share	11.64

Source: Company, KS Research



Fig 8 KAMART's stock valuation based on IFA report (PP agreement)



Source: IFA report, KS Research

Fig 9 Financial projections for KAMART from IFA

Btmn	2023E	2024E	2025E
Cosmetic	2281	2492	2724
Warehouse rental	26	26	31
Revenue	2307	2519	2754
COGS	1151	1256	1369
Gross profit	1156	1262	1386
SG&A exp	583	622	657
Operating profit	574	640	728
Other inc (exp)	11	11	11
Share of profit from associate	33	27	6
EBIT	619	679	746
D&A exp	62	64	56
EBITDA	681	743	802
Interest exp	16	16	16
EBT	602	663	730
Tax charge	120	133	146
Minority interest	0	0	0
Extra items	0	0	0
Net profit	482	530	584
Core profit	482	530	584
FD core EPS (Bt)	0.44	0.48	0.53
FD DPS (Bt)	-	-	-
Key financial ratios (%)			
GPM	50.1%	50.1%	50.3%
SG&A to sales	25.2%	24.7%	23.9%
Operating margin	24.9%	25.4%	26.4%
Core profit margin	20.9%	21.0%	21.2%

Source: IFA report, KS Research

Fig 10 Financial projections for KAMART from KS

Btmn	2023E	2024E	2025E
Cosmetic	2395	2608	2812
Warehouse rental	24	24	24
Revenue	2419	2632	2836
COGS	1162	1249	1333
Gross profit	1257	1383	1503
SG&A exp	595	659	717
Operating profit	662	724	786
Other inc (exp)	12	13	14
Share of profit from associate	1	89	97
EBIT	675	825	898
D&A exp	52	54	56
EBITDA	727	879	954
Interest exp	14	15	17
EBT	661	810	881
Tax charge	132	144	157
Minority interest	0	0	0
Extra items	0	0	0
Net profit	529	665	724
Core profit	529	665	724
FD core EPS (Bt)	0.48	0.60	0.66
FD DPS (Bt)	0.20	0.36	0.45
Key financial ratios (%)			
GPM	52.0%	52.5%	53.0%
SG&A to sales	24.6%	25.0%	25.3%
Operating margin	27.4%	27.5%	27.7%
Core profit margin	21.9%	25.3%	25.5%

Source: Company, KS Research



Fig 11 Scenario analysis

Net proceeds (Btmn)	1,595	2,393	3,190
Leverage	0x	0.5x	1x
P/E (x)	Potential value from net proceeds (Btmn)		
10	2,951	4,426	5,902
15	1,967	2,951	3,934
18.5	1,595	2,393	3,190
25	1,180	1,770	2,361
30	984	1,475	1,967

Source: Company, KS Research

Fig 12 Scenario analysis (value creation per share)

Value per share (Bt)			
Leverage	0x	0.5x	1x
P/E (x)			
10	2.68	4.02	5.37
15	1.79	2.68	3.58
18.5	1.45	2.18	2.90
25	1.07	1.61	2.15
30	0.89	1.34	1.79

Source: KS Research

Fig 13 Target price under each scenario analysis

TP in each scenario analysis			
Leverage	0x	0.5x	1x
P/E (x)			
10	12.87	14.21	15.56
15	11.98	12.87	13.77
18.5	11.64	12.37	13.09
25	11.26	11.80	12.34
30	11.08	11.53	11.98

Source: KS Research

Fig 14 Potential acquisition targets in domestic cosmetics market

Domestic cosmetic company	Business size	Operating years	Cosmetics revenue	Net profit	2022 Financial information (Btmn)						
					Total Assets	Total Liabilities	Total Equity	Rev YoY (%)	Net profit YoY (%)	ROA (%)	ROE (%)
SMOOTH E	L	26	449	13	2200	1700	500	7.6%	0.4%	0.6%	2.6%
SRICHAND	L	34	731	26	519	340	179	43.2%	Turn from net loss	5.5%	15.5%
SSUP (Cute Press, Oriental Princess)	L	37	3219	31	1295	668	627	10.9%	-61.9%	2.6%	5.1%
BETTER WAY (Mistine)	L	34	4014	126	7919	653	7266	-17.2%	-24.2%	1.6%	1.7%
4U2	M	21	516	140	288	104	184	88.2%	178.3%	58.8%	100.2%
CHAONANG	M	6	131	0	98	84	14	50.7%	-33.3%	0.6%	3.3%
CHO Cosmetics	M	6	71	7	63	34	29	2.6%	24.9%	10.9%	27.9%
First class innovation (Dr. Pong)	M	6	854	132	253	100	153	501.2%	701.9%	91.4%	151.8%
SM COSMIC (Supermom)	S	6	27	3	7648	2079	5569	57.1%	Turn from net loss	49.0%	88.7%

Source: DBD and KS Research



Fig 15 Cosmetics business breakdown

Cosmetic business breakdown	1Q22	1Q23	2021	2022	% YoY
Revenue	407	569	1270	1839	44.8%
COGS	212	275	673	954	41.8%
Gross profit	195	294	597	884	48.1%
SG&A exp	115	135	457	524	14.6%
Operating profit	80	158	140	360	158.0%
Other income	4	4	212	6	-97.0%
Share of profit from associate	0	21	0	1	138.1%
EBIT	83	184	352	368	4.4%
Interest exp	2	3	8	14	90.2%
EBT	81	181	345	354	2.5%
Tax	16	31	68	73	6.4%
Net profit	64	150	277	281	1.6%
Key financial ratios (%)					
GPM	47.8%	51.7%	47.0%	48.1%	1.1%
SG&A to sales	28.3%	23.8%	36.0%	28.5%	-7.5%
Operating margin	19.6%	27.9%	11.0%	19.6%	8.6%
Net profit margin	15.7%	26.3%	21.8%	15.3%	-6.5%

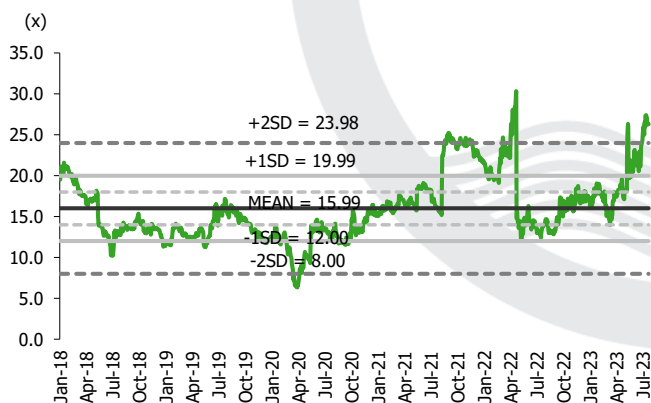
Source: Company, KS Research

Fig 16 Warehouse rental business breakdown

Warehouse rental breakdown	1Q22	1Q23	2021	2022	% YoY
Revenue	5	7	21	25	17.7%
COGS	0	0	0	0	-42.3%
Gross profit	5	7	21	25	18.1%
SG&A exp	0	0	0	0	0.0%
Operating profit	5	7	21	25	18.1%
Other income	0	0	-1	35	n.a.
Share of profit from associate	0	0	0	0	0.0%
EBIT	5	7	20	60	195.6%
Interest exp	0	0	0	0	0.0%
EBT	5	7	20	60	195.6%
Tax	1	1	4	12	195.6%
Net profit	4	5	16	48	195.6%
Key financial ratios (%)					
GPM	99.6%	99.6%	99.2%	99.6%	0.4%
SG&A to sales	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Operating margin	99.6%	99.6%	99.2%	99.6%	0.4%
Net profit margin	79.7%	79.7%	76.7%	192.7%	116.0%

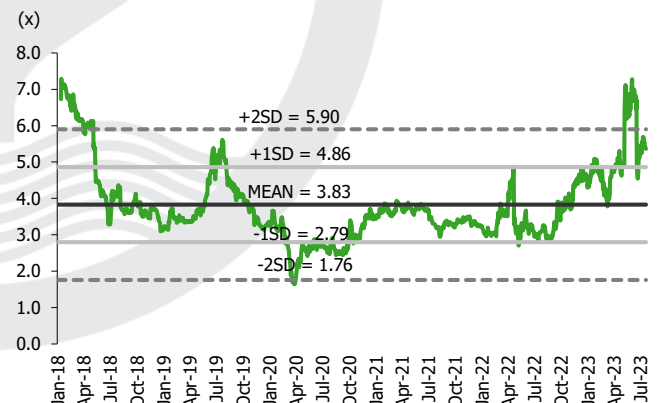
Source: Company, KS Research

Fig 17 5-year 12M FWD PER



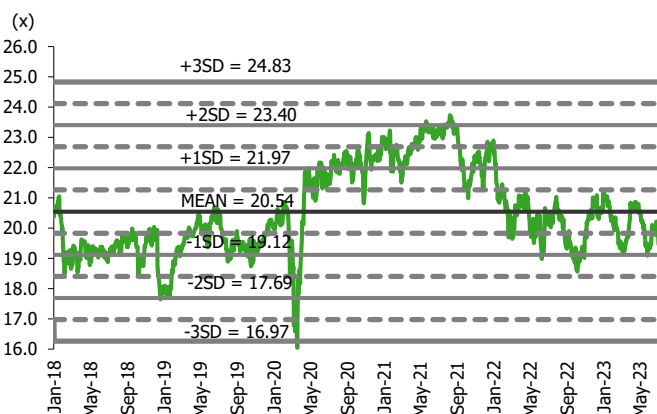
Source: Bloomberg and KS Research

Fig 18 5-year 12M FWD PBV



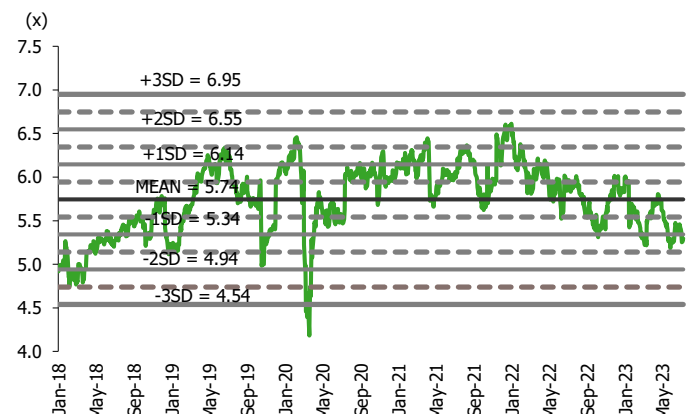
Source: Bloomberg and KS Research

Fig 19 5-year 12M FWD PER of global cosmetic peers



Source: Bloomberg and KS Research

Fig 20 5-year 12M FWD PBV of global cosmetic peers



Source: Bloomberg and KS Research

Fig 21 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	27.9	22.1	20.0	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	24.3	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	57.3	37.2	28.3	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	14.9	14.5	14.0	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	34.0	31.2	28.9	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	65.6	36.4	27.8	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	18.0	16.7	15.6	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	35.3	26.4	22.7	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	
Simple Weighted Average - Global Peers	24.4	21.5	19.7	16.4	15.1	14.0	6.2	5.3	4.9	3.8	4.4	4.5	13.6	9.1	7.2	2.5	2.6	2.7	29.2	28.8	28.2	

Source: Bloomberg, KS Research

Fig 22 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	24.2	19.3	17.7	15.9	16.4	15.1	4.0	3.7	3.5	29.8	8.8	7.8	80.5	25.3	8.8	1.7	3.1	3.9	23.5	19.9	20.1
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	88.8	23.1	18.3	15.1	12.4	10.4	2.6	2.4	2.2	2.2	26.2	18.3	14.9	32.5	257.3	32.6	1.9	2.5	2.8	10.2	11.4	13.3
Simple Weighted Average - Local Peers	47.1	22.0	19.2	13.8	12.8	11.4	2.8	2.6	2.4	2.3	23.6	13.1	10.0	40.2	100.8	17.0	2.3	3.1	3.6	13.7	13.0	13.8

Source: Bloomberg, KS Research



KAMART: Year-end 31 Dec

Income Statement (Btmn)						Cashflow (Btmn)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Revenue	1,291	1,864	2,419	2,632	2,836	Net profit	292	325	529	663	722
Cost of sales and services	-673	-955	-1,162	-1,249	-1,333	Depreciation & amortization	49	54	52	54	56
Gross Profit	618	909	1,257	1,383	1,503	Change in working capital	12	-178	-216	-133	-142
SG&A	-458	-531	-595	-659	-717	Others	79	6	-0	-0	-0
Other income	10	12	12	13	14	CF from operation activities	433	208	365	584	636
EBIT	372	424	675	823	895	Capital expenditure	-74	-272	-52	-54	-56
EBITDA	219	444	726	791	856	Investment in subs and affiliates	-13	-3	0	0	0
Interest expense	-7	-15	-14	-15	-17	Others	8	65	7	-1,595	0
Equity earnings	0	1	1	86	95	CF from investing activities	-79	-210	-45	-1,649	-56
EBT	365	410	661	808	879	Cash dividend	-144	-211	-220	-397	-497
Income tax	-72	-85	-132	-144	-157	Net proceeds from debt	-50	136	-27	28	27
NPAT	292	325	529	663	722	Capital raising	0	0	1,595	0	0
Minority Interest	0	2	-0	-0	-0	Others	-17	-47	0	0	0
Core Profit	91	293	529	663	722	CF from financing activities	-211	-122	1,348	-369	-470
Extraordinary items	202	34	0	0	0	Net change in cash	143	-124	1,668	-1,434	110
FX gain (loss)	0	0	0	0	0	Key Statistics & Ratios					
Reported net profit	293	327	529	663	722	Per share (Bt)					
Balance Sheet (Btmn)						Reported EPS	0.33	0.37	0.48	0.60	0.66
Cash & equivalents	152	28	1,696	262	371	Core EPS	0.10	0.33	0.48	0.60	0.66
ST investments	0	0	0	0	0	DPS	0.16	0.24	0.20	0.36	0.45
Accounts receivable	320	412	551	635	726	BV	1.31	1.48	2.92	3.16	3.36
Inventories	334	460	577	639	702	EV	4.38	8.69	10.49	11.82	11.75
Other current assets	52	55	55	55	55	Free Cash Flow	0.41	-0.07	0.28	0.48	0.53
Total current assets	858	955	2,879	1,591	1,855	Valuation analysis					
Investment in subs & others	181	179	179	179	179	Reported P/E (x)	12.78	22.07	24.20	19.31	17.74
Fixed assets-net	467	488	488	488	488	Core P/E (x)	41.09	24.61	24.20	19.31	17.74
Other assets	210	501	494	2,089	2,089	P/BV (x)	3.24	5.54	3.99	3.69	3.46
Total assets	1,715	2,123	4,040	4,347	4,611	EV/EBITDA (x)	17.63	17.24	15.91	16.45	15.09
Short-term debt	247	383	372	400	427	Price/Cash flow (x)	8.64	34.73	35.07	21.94	20.14
Accounts payable	147	206	245	259	270	Dividend yield (%)	3.84	2.93	1.72	3.10	3.88
Other current assets	104	91	91	91	91	Profitability ratios					
Total current liabilities	497	679	708	749	788	Gross margin (%)	47.87	48.78	51.97	52.53	52.99
Long-term debt	14	16	0	0	0	EBITDA margin (%)	16.95	23.80	30.00	30.04	30.19
Other liabilities	43	62	62	62	62	EBIT margin (%)	28.78	22.78	27.90	31.27	31.56
Total liabilities	554	758	770	812	850	Net profit margin (%)	22.65	17.46	21.88	25.20	25.45
Paid-up capital	528	528	660	660	660	ROA (%)	18.08	16.96	17.18	15.82	16.12
Share premium	88	88	1,551	1,551	1,551	ROE (%)	27.19	26.62	23.47	19.85	20.13
Reserves & others, net	138	172	185	185	185	Liquidity ratios					
Retained earnings	399	515	811	1,077	1,302	Current ratio (x)	1.73	1.41	4.07	2.12	2.35
Minority interests	7	62	62	62	63	Quick ratio (x)	0.95	0.65	3.17	1.20	1.39
Total shareholders' equity	1,161	1,365	3,269	3,536	3,760	Leverage Ratios					
Total equity & liabilities	1,715	2,123	4,040	4,347	4,611	Liabilities/Equity ratio (x)	0.48	0.56	0.24	0.23	0.23
Key Assumptions						Net debt/EBITDA (x)	0.50	0.84	-1.82	0.17	0.06
SG&A to sales (%)	35.5	28.5	24.6	25.0	25.3	Net debt/equity (x)	0.09	0.27	-0.40	0.04	0.01
Revenue breakdown (Btmn)						Int. coverage ratio (x)	53.79	29.18	49.84	53.34	54.17
Traditional trade	508	736	1,089	1,172	1,246	Growth					
Kamart shop	51	74	83	101	116	Revenue (%)	-1.83	44.35	29.80	8.80	7.76
Modern trade	495	768	837	896	961	EBITDA (%)	-7.18	102.76	63.59	8.96	8.31
Export	140	202	243	267	283	Reported net profit (%)	120.31	11.75	61.81	25.31	8.84
Warehouse and new business	21	25	24	24	24	Reported EPS (%)	120.31	11.75	29.45	25.31	8.84
Revenue growth by channels (%)						Core profit (%)	-31.42	222.15	80.46	25.31	8.84
Traditional trade	-4.26	44.80	48.07	7.60	6.30	Core EPS (%)	-31.42	222.15	44.36	25.31	8.84
Kamart shop	-60.74	44.80	12.25	22.00	15.33						
Modern trade	-6.65	55.14	8.97	7.05	7.20						
Export	7.95	44.80	20.00	10.00	6.00						
Warehouse and new business	0.00	17.65	-3.64	0.00	0.00						

Source: Company, KS Research



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.

