

KARMARTS PCL

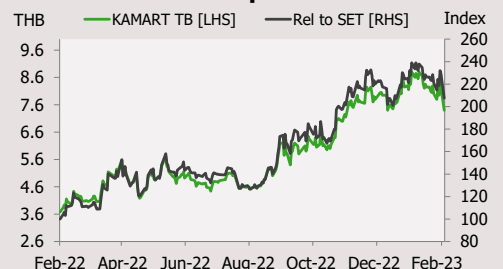
KAMART TB Outperform

Target Price	Bt	9.00
Price (27/02/2023)	Bt	7.40
Upside	%	21.59
Valuation	PER	
Sector	Commerce	
Market Cap	Btm	6,512
30-day avg turnover	Btm	63.21
No. of shares on issue	m	880
CG Scoring		N/A
Anti-Corruption Indicator		N/A

Investment fundamentals

Year end Dec 31	2022A	2023E	2024E	2025E
Company Financials				
Revenue (Btmn)	1,864	2,408	2,617	2,818
Core profit (Btmn)	293	403	431	467
Net profit (Btmn)	327	403	431	467
Net EPS (Bt)	0.37	0.46	0.49	0.53
DPS (Bt)	0.24	0.25	0.34	0.37
BVPS (Bt)	1.48	1.69	1.83	2.00
Net EPS growth (%)	11.75	23.18	6.98	8.36
ROA (%)	16.96	18.78	18.54	18.51
ROE (%)	26.62	28.89	27.80	27.69
Net D/E (x)	0.27	0.18	0.15	0.13
Valuation				
P/E (x)	22.07	19.66	18.38	16.96
P/BV (x)	5.54	5.33	4.91	4.50
EV/EBITDA (x)	17.24	14.42	13.47	12.48
Dividend yield (%)	2.93	2.78	3.81	4.08

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

28 February 2023

Kasikorn Securities Public Company Limited

แบรนด์สินค้าแข็งแกร่งขึ้นจากมิสแกรนด์

- ▶ กำไรปกติไตรมาส 4/2565 อยู่ที่ 87 ลบ. (+40% YoY และ -0.2% QoQ) ต่ำกว่าที่เรคาด 18% DPS ครึ่งหลังปี 2565 ที่ 0.08 บาท (อัตราจ่าย 58% และ DY 2.9%)
- ▶ แม้ผลประกอบการไตรมาส 4/2565 จะอ่อนแอ แต่เรคาดว่าไมเมนตัมกำไรปี 2565 จะหนุนจาก 1) การบริโภคในประเทศที่ฟื้นตัว และ 2) การเปิดตัวผลิตภัณฑ์ใหม่
- ▶ คงคำแนะนำ "ซื้อ" ราคาหุ้นที่อ่อนตัวลงจากผลประกอบการที่อ่อนแออาจสร้างโอกาสในการซื้อตามจำนวนนักท่องเที่ยวเข้าและการรวมทุนกับ MGI

Investment Highlights

- ▶ **รีวิวดำเนินงาน** รายได้ไตรมาส 4/2565 เมื่อวันที่ 24 ก.พ. KAMART รายงานกำไรสุทธิไตรมาส 4/2565 ที่ 121 ลบ. หากไม่รวมรายการที่เกิดขึ้นครั้งเดียวอย่าง กำไรจากการปรับมูลค่าสินค้าหัตถกรรม (35 ลบ.) กำไรปกติอยู่ที่ 87 ลบ. เพิ่มขึ้น 40% YoY จากการเติบโตของรายได้ที่แข็งแกร่ง แต่ลดลง 0.2% QoQ จากค่าใช้จ่ายทางภาษีที่สูงขึ้น กำไรปกติไตรมาส 4/2565 ต่ำกว่าประมาณการของเรา 18% เนื่องจากค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (SG&A) ของการเปิดตัวผลิตภัณฑ์ใหม่ และสูงกว่ากำไรปกติไตรมาส 4/2561 ถึง 40% (ระดับก่อนเกิดโควิด-19) บริษัทฯ ประกาศเงินปันผลต่อหุ้น (DPS) สำหรับการดำเนินงานครึ่งหลังของปี 2565 ที่ 0.08 บาท (จะขึ้นเครื่องหมาย XD ในวันที่ 8 พ.ค.) คิดเป็นอัตราจ่ายที่ 58% และอัตราตอบแทนเงินปันผล (DY) ที่ 2.9%
- ▶ **การดำเนินงาน** รายได้ไตรมาส 4/2565 อยู่ที่ 527 ลบ. เพิ่มขึ้น 35% YoY จากการเปิดตัวผลิตภัณฑ์ใหม่ เช่น คอลเลกชันตุ๊กตาโบกี้ (Bowky Doll) แบรนด์เคที ดอลล์ (Cathy Doll) แต่ต่ำกว่าประมาณการของเรา 20% จากยอดขายที่ฟื้นตัวช้ากว่าคาด อัตรากำไรขั้นต้น (GPM) ไตรมาส 4/2565 อยู่ที่ 48.1% เทียบกับ 48.5% ในไตรมาส 4/2564 และต่ำกว่าสมมติฐานของเรา 3% ขณะที่ SG&A ต่อรายได้ไตรมาส 4/2565 อยู่ที่ 25% ลดลงจาก 30% ในไตรมาส 4/2564 และต่ำกว่าประมาณการของเรา 9% ส่วนรอบการแปลงเงินสดไตรมาส 4/2565 คือ 178 วัน เทียบกับ 192 วันในไตรมาส 4/2564 และ 181 วันในไตรมาส 4/2562
- ▶ **ความร่วมมือกับมิสแกรนด์** เมื่อวันที่ 17 ก.พ. บอร์ดบริหาร KAMART อนุมัติให้จัดตั้งบริษัทร่วมทุน (บริษัท KMGI จำกัด) กับ บมจ.มิสแกรนด์ อินเตอร์เนชั่นแนล (MGI ไม่ได้จดทะเบียนใน ดลท.) โดย KMGI จะมีคณะกรรมการ 6 คน ซึ่งแต่งตั้งโดย KAMART และ MGI อย่างเท่าเทียมกัน KMGI จะพัฒนาผลิตภัณฑ์เครื่องสำอางและผลิตภัณฑ์ดูแลผิวภายใต้เครื่องหมายการค้า "Face It" และ "BEAUTILOZ" เพื่อจำหน่ายในประเทศและต่างประเทศ เรามีมุมมองเชิงบวกกับบริษัทร่วมทุนดังกล่าว เนื่องจากเราเข้าใจว่าการประกวดมิสแกรนด์ไทยแลนด์เป็นหนึ่งในกิจกรรมที่มีการถ่ายทอดสดสดที่ได้รับความนิยมมากที่สุดในประเทศ ซึ่งจะช่วยเสนอผลิตภัณฑ์และแบรนด์ให้เข้าถึงกลุ่มลูกค้าเป้าหมายได้อย่างมีประสิทธิภาพ และด้วยข้อมูลทางการเงินที่จำกัดเกี่ยวกับ KMGI เราจึงตัดสินใจไม่รวม upside ต่อกำไรจากการลงทุนนี้เข้ากับประมาณการทางการเงินของเรา
- ▶ **แนวโน้ม** เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อผลประกอบการทางการเงินของ KAMART ในปี 2566 ประการแรก เราคาดว่ายอดขายเครื่องสำอางจะแข็งแกร่งขึ้นที่ 2.4 พันลบ. และ 2.6 พันลบ. ในปี 2566-67 เปรียบเทียบกับแนวทางของบริษัทฯ ที่ 2.5 พันลบ. ในปี 2566 ประการที่สอง เราคาดว่า GPM ที่สูงขึ้นเป็น 52% และ 53% ในปี 2566-67 จากราคาขายที่เพิ่มขึ้นและการขยายธุรกิจในตลาดต่างประเทศ ประการที่สาม KAMART มีแผนที่จะทำการตลาดเชิงรุกมากขึ้นเนื่องจากจะเปิดตัวแบรนด์ใหม่อย่างน้อย 3 แบรนด์ที่มีผู้มีชื่อเสียงร่วมงานด้วยในไตรมาส 1/2566 เพื่อเจาะกลุ่มลูกค้าที่กว้างขึ้น
- ▶ **ความเคลื่อนไหวของราคาหุ้น** ในเชิง YTD ราคาหุ้น KAMART ปรับตัวขึ้น 3.14% เทียบกับ SET Index ที่ลดลง 0.97% ราคาหุ้นขณะนี้ซื้อขายด้วย PER ปี 2566 ที่ 19.7 เท่า สูงกว่าค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปีที่ 16.5 เท่า

Valuation and Recommendation

- ▶ **แนะนำ "ซื้อ"** เราคงประมาณการกำไรปกติปี 2566-67 ราคาเป้าหมายสิ้นปี 2566 ที่ 9 บาท และคำแนะนำ "ซื้อ" KAMART ปัจจุบันด้วยมูลค่าหุ้น ได้แก่ 1) upside จากการรวมทุนกับ MGI 2) ความนิยมที่เพิ่มขึ้นของผลิตภัณฑ์ของ KAMART ในประเทศส่งออกอย่าง ญี่ปุ่น และ 3) ยอดขายในประเทศสูงขึ้นจากอุปสงค์ของนักท่องเที่ยวที่แข็งแกร่ง ราคาเป้าหมายสิ้นปี 2566 ที่ 9 บาท อ้างอิงตาม PER ล่วงหน้าปี 18.4 เท่า หรือเท่ากับ +0.5SD ของค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี
- ▶ **ปัจจัยเสี่ยง** ได้แก่ 1) อุปสงค์เครื่องสำอางที่ฟื้นตัวช้ากว่าคาดจากต้นทุนที่สูงขึ้นในปี 2565 และสภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลงในปี 2566 2) อัตรากำไรที่ถูกลดต้นทุนจากต้นทุนวัตถุดิบที่สูงขึ้นและเงินบาทที่อ่อนค่าลงและ 3) กำไรที่น้อยกว่าคาดจากธุรกิจนอกกลุ่มเครื่องสำอาง

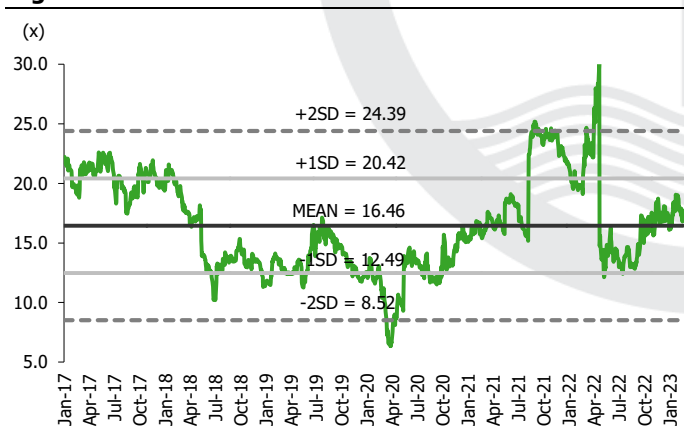


Fig 1 4Q22 performance review

	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	%YoY	%QoQ	4Q22E	% Deviate	2021	2022	% Change
Financials														
Sales (Btmn)	306	252	392	412	419	506	527	34.5	4.2	658	-19.9	1,291	1,864	44.4
EBITDA (Btmn)	34	27	90	102	75	128	138	54.5	8.3	137	1.0	219	444	102.8
Operating profit (Btmn)	22	15	77	89	62	115	123	59.5	7.2	136	-9.3	169	390	129.9
Core profit (Btmn)	15	11	62	69	49	88	87	40.8	-0.2	107	-18.4	131	293	123.0
Net profit (Btmn)	16	173	61	69	49	88	121	98.0	38.4	107	13.2	293	327	11.8
Net EPS (Bt)	0.02	0.20	0.07	0.08	0.06	0.10	0.14	98.0	38.4	0.12	13.2	0.33	0.37	11.8
Performance Drivers														
Cosmetic Sales	300	247	387	407	412	499	520	34.6	4.3	646	-19.4	1,270	1,839	44.8
Warehouse revenue	5	5	5	5	7	7	6	22.2	-1.6	12	-45.5	21	25	17.7
Quarterly DPS (Bt/shr)	0.04	0.04	0.06	0.06	0.05	0.07	0.08	33.3	14.3	0.07	14.3	0.16	0.24	46.9
SG&A to sales (%)	40.5	39.3	29.9	28.2	33.7	27.7	25.3	-15.2	-8.6	34.3	-9.0	35.5	28.5	-19.7
Ratios														
Gross margin (%)	46.8	44.5	48.5	48.5	48.2	50.3	48.1	-0.4	-2.2	50.5	-2.5	47.9	48.8	0.9
EBITDA margin (%)	11.2	10.8	22.8	24.8	18.0	25.3	26.2	3.4	1.0	20.8	5.4	16.9	23.8	6.9
Optg. margin (%)	7.2	5.9	19.7	21.6	14.9	22.7	23.4	3.7	0.6	20.6	2.7	13.1	20.9	7.8
ROE (%)	6.3	61.5	21.2	22.6	16.9	29.0	37.2	16.0	8.3	31.9	5.3	27.2	26.6	-0.6

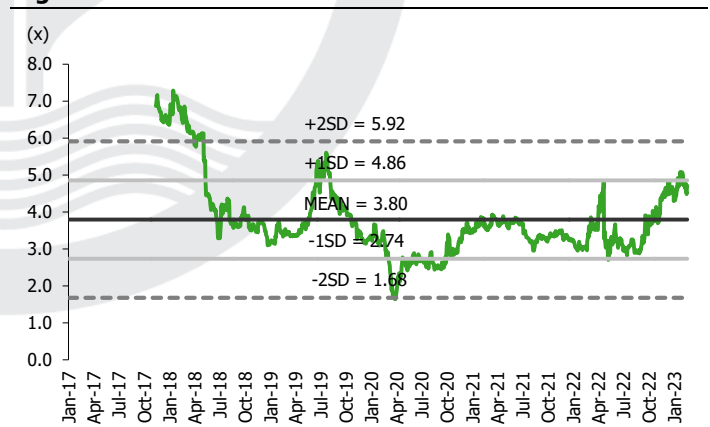
Source: Company and KS Research

Fig 2 12M forward PER



Source: Bloomberg and KS Research

Fig 3 12M forward PBV



Source: Bloomberg and KS Research



KAMART: Year-end 31 Dec

Income Statement (Btmn)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Revenue	1,291	1,864	2,408	2,617	2,818
Cost of sales and services	-673	-955	-1,151	-1,239	-1,353
Gross Profit	618	909	1,258	1,378	1,464
SG&A	-458	-531	-760	-845	-888
Other income	10	12	35	38	41
EBIT	372	424	534	572	618
EBITDA	219	444	574	614	662
Interest expense	-7	-15	-13	-15	-16
Equity earnings	0	1	1	1	1
EBT	365	410	520	557	603
Income tax	-72	-85	-104	-111	-120
NPAT	292	325	417	446	482
Minority Interest	0	2	-14	-15	-15
Core Profit	131	293	403	431	467
Extraordinary items	202	34	0	0	0
FX gain (loss)	0	0	0	0	0
Reported net profit	293	327	403	431	467

Balance Sheet (Btmn)

Cash & equivalents	152	28	65	115	173
ST investments	0	0	0	0	0
Accounts receivable	320	412	506	583	665
Inventories	334	460	527	584	657
Other current assets	52	55	55	55	55
Total current assets	858	955	1,153	1,337	1,551
Investment in subs & others	181	179	179	179	179
Fixed assets-net	467	488	488	488	488
Other assets	210	501	494	494	494
Total assets	1,715	2,123	2,314	2,498	2,712
Short-term debt	247	383	351	378	414
Accounts payable	147	206	248	262	280
Other current liabilities	104	91	91	91	91
Total current liabilities	497	679	690	731	785
Long-term debt	14	16	0	0	0
Other liabilities	43	62	62	62	62
Total liabilities	554	758	753	793	848
Paid-up capital	528	528	528	528	528
Share premium	88	88	88	88	88
Reserves & others, net	138	172	172	172	172
Retained earnings	399	515	698	827	970
Minority interests	7	62	76	91	106
Total shareholders' equity	1,161	1,365	1,561	1,705	1,864
Total equity & liabilities	1,715	2,123	2,314	2,498	2,712

Key Assumptions

SG&A to sales (%)	35.5	28.5	31.5	32.3	31.5
Revenue breakdown (Btmn)					
Traditional trade	508	813	894	957	1,071
Kamart shop	51	61	83	101	116
Modern trade	495	768	837	896	961
Export	140	230	277	304	322
Warehouse and new business	21	25	199	217	176
Revenue growth by channels (%)					
Traditional trade	-4.26	60.00	10.00	7.00	12.00
Kamart shop	-60.74	20.90	34.44	22.00	15.33
Modern trade	-6.65	55.14	8.97	7.05	7.20
Export	7.95	65.00	20.00	10.00	6.00
Warehouse and new business	0.00	17.65	698.98	8.79	-18.89

Cashflow (Btmn)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Net profit	292	325	417	446	482
Depreciation & amortization	49	54	42	43	45
Change in working capital	12	-178	-118	-121	-137
Others	79	6	-14	-15	-15
CF from operation activities	433	208	326	354	375
Capital expenditure	-74	-272	-42	-43	-45
Investment in subs and affiliates	-13	-3	0	0	0
Others	8	65	7	0	0
CF from investing activities	-79	-210	-35	-43	-45
Cash dividend	-144	-211	-220	-302	-323
Net proceeds from debt	-50	136	-48	27	36
Capital raising	0	0	0	0	0
Others	-17	-47	14	15	15
CF from financing activities	-211	-122	-254	-260	-272
Net change in cash	143	-124	37	50	58

Key Statistics & Ratios

Per share (Bt)

Reported EPS	0.33	0.37	0.46	0.49	0.53
Core EPS	0.15	0.33	0.46	0.49	0.53
DPS	0.16	0.24	0.25	0.34	0.37
BV	1.31	1.48	1.69	1.83	2.00
EV	4.38	8.69	9.41	9.40	9.39
Free Cash Flow	0.41	-0.07	0.32	0.35	0.38

Valuation analysis

Reported P/E (x)	12.78	22.07	19.66	18.38	16.96
Core P/E (x)	28.44	24.61	19.66	18.38	16.96
P/BV (x)	3.24	5.54	5.33	4.91	4.50
EV/EBITDA (x)	17.63	17.24	14.42	13.47	12.48
Price/Cash flow (x)	8.64	34.73	24.28	22.38	21.11
Dividend yield (%)	3.84	2.93	2.78	3.81	4.08

Profitability ratios

Gross margin (%)	47.87	48.78	52.22	52.66	51.97
EBITDA margin (%)	16.95	23.80	23.85	23.47	23.51
EBIT margin (%)	28.78	22.78	22.17	21.85	21.95
Net profit margin (%)	22.65	17.46	17.30	17.04	17.12
ROA (%)	18.08	16.96	18.78	18.54	18.51
ROE (%)	27.19	26.62	28.89	27.80	27.69

Liquidity ratios

Current ratio (x)	1.73	1.41	1.67	1.83	1.98
Quick ratio (x)	0.95	0.65	0.83	0.95	1.07

Leverage Ratios

Liabilities/Equity ratio (x)	0.48	0.56	0.48	0.46	0.45
Net debt/EBITDA (x)	0.50	0.84	0.50	0.43	0.36
Net debt/equity (x)	0.09	0.27	0.18	0.15	0.13
Int. coverage ratio (x)	53.79	29.18	39.72	39.21	39.03

Growth

Revenue (%)	-1.83	44.35	29.22	8.67	7.67
EBITDA (%)	-7.18	102.76	29.50	6.91	7.85
Reported net profit (%)	120.31	11.75	23.18	6.98	8.36
Reported EPS (%)	120.31	11.75	23.18	6.98	8.36
Core profit (%)	-0.93	123.02	37.37	6.98	8.36
Core EPS (%)	-0.93	123.02	37.37	6.98	8.36

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 <http://www.thai-iod.com/en/publications-detail.asp?id=170>. 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 Stocks: ADVANC, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BDMS, BEM, BGRIM, BH, CBG, CHG, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KTC, MINT, MTC, OSP, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPRC, STA, STEC, STGT, TIDLOR, TISCO, TOP, TRUE, TTB, TU, VGI, WHA.