

# T.A.C. Consumer

(TACC.BK/TACC TB)

## Outperform · Maintained

Price as of 2 Jun 2020	7.30
12M target price (Bt/shr)	11.70
Unchanged/Revised up(down)(%)	(7.1)
Upside/downside (%)	60.3

### Key messages

ก่อนหน้านี้ TACC รายงานกำไรสุทธิใน 1Q64 ต่ำกว่าคาดที่ 47 ล้านบาท (+9.5% YoY, -8.9% QoQ) คิดเป็น 21% ของประมาณการกำไรเดิมในปีของเรา เนื่องจากยอดขายต่ำกว่าที่เราคาดไว้ แม้เรายังคงมองบวกกับแนวโน้มธุรกิจของ TACC ในระยะยาว เนื่องจาก i) น่าจะมีการผ่อนคลายข้อจำกัดเพื่อคุม COVID-19 ใน 2H64 และ ii) กิจกรรมทางเศรษฐกิจมีแนวโน้มดีขึ้น YoY อย่างไรก็ตาม เราคิดว่ารายได้จะโตต่ำกว่าศักยภาพใน 1H64 ทำให้เราปรับลดประมาณการกำไรสุทธิเหลือ 211 ล้านบาท (+11.9% YoY) ในปี 2564F และเหลือ 239 ล้านบาท (+13.6% YoY) ในปี 2565F เรายังคงคำแนะนำซื้อ และประเมินราคาเป้าหมายที่ 2565 ใหม่ที่ 11.70 บาท (อิงจาก P/E เหลือที่ปีซ้อนหลังที่ 29.8x) จากเดิม 12.60 บาท ทั้งนี้ เรายังคงมอง TACC เป็นหุ้นเด่นของเราที่มีอัตรากำไรแข็งแกร่ง และ ROE สูง (26.5% ในปี 2563 และ 30.0% ในช่วงปี FY64-65F)

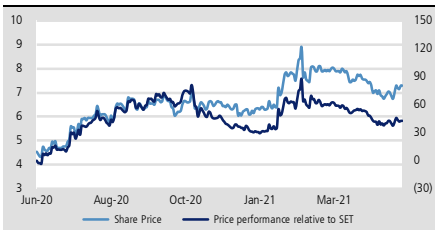
### Trading data

Mkt cap (Btmn/US\$m)	4.4/142.7		
Outstanding shares (mn)	608		
Foreign ownership (mn)	14		
3M avg. daily trading (mn)	6		
52-week trading range (Bt)	4.3-8.9		
Performance (%)	3M	6M	12M
Absolute	(9.3)	14.1	65.2
Relative	(13.9)	2.2	44.2

### Quarterly EPS

Bt	Q1	Q2	Q3	Q4
2018	0.03	0.04	0.04	0.02
2019	0.06	0.06	0.07	0.07
2020	0.07	0.08	0.08	0.08
2021	0.08			

### Share price chart



Source: SET

Parin Kitchatornpitak  
66.2658.8888 Ext. 8858  
parink@kgi.co.th

## คาดว่า จะได้น้อยลงในปี FY64-65F

### Event

การประชุม TACC หลังผลประกอบการ 1Q64

### Impact

ผลการดำเนินงานใน 1H64 จะไม่ดีเท่าที่คาดเอาไว้ก่อนหน้านี้  
ก่อนหน้านี้ TACC รายงานกำไรสุทธิใน 1Q64 ที่ 47 ล้านบาท (+9.5% YoY, -8.9% QoQ) ถือว่าต่ำกว่าคาดการณ์ของเรา โดยคิดเป็น 21% ของประมาณการกำไรเดิมของเราในปีนี้ เนื่องจากยอดขายต่ำกว่าที่เราคาดไว้ โดยรายได้จากการขายและให้บริการอยู่ที่ 325 ล้านบาท (-0.9% YoY, +1.6% QoQ) ในขณะที่ต้นทุนขายและบริการอยู่ที่ 208 ล้านบาท (-4.4% YoY, +1.2% QoQ) อย่างไรก็ตาม อัตรากำไรขั้นต้นยังคงเพิ่มขึ้นเนื่องจาก i) ยอดขายเชิงแกร่งอยู่ที่ 35.9% ซึ่งเป็นไปตามที่เราคาดไว้ อัตรากำไรขั้นต้นยังคงเพิ่มขึ้นเนื่องจาก i) ยอดขายสินค้า margin สูงเพิ่มขึ้น (All Cafe คิดเป็นประมาณ 40% ของยอดขายรวม) ii) บริหารจัดการต้นทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ (วัตถุดิบ, logistic และการขายสาขา 7-Eleven อย่างต่อเนื่อง) ii) คุมค่าใช้จ่าย SG&A ได้ดี YoY ดังนั้น เราจึงไม่กังวลกับอัตรากำไรของ TACC ในปี 2564 แต่แนวโน้มเศรษฐกิจที่อ่อนแอลง QoQ ใน 2Q64 จะทำให้รายได้ปีนี้ลดลง จากการระบาดระลอกสามของ COVID-19 ในไทย

แนวโน้มระยะยาวยังเป็นบวก แต่ระยะสั้นยังมีแนวโน้มจะอ่อนแออยู่

เรายังคงมองบวกกับแนวโน้มธุรกิจของ TACC ในระยะยาว เนื่องจาก i) น่าจะมีการผ่อนคลายข้อจำกัดเพื่อคุม COVID-19 ใน 2H64 และ ii) กิจกรรมทางเศรษฐกิจมีแนวโน้มดีขึ้น YoY แต่เราคิดว่ารายได้จะโตต่ำกว่าศักยภาพใน 1H64 ดังนั้น เราจึงปรับลดประมาณการยอดขายปีนี้ลง 3.0% เหลือ 1.45 พันล้านบาท (+10.0% YoY) และปรับหน้าลง 3.4% เหลือ 1.59 พันล้านบาท (+10.5% YoY) โดยเราคิดว่าสัดส่วนรายได้จากธุรกิจ B2B:B2C จะอยู่ที่ 95:5 ในปี FY64-65F นอกจากนี้ เรายังปรับประมาณการสัดส่วน SG&A/ยอดขายปี FY64-65F เหลือ 17.0% และ 17.5% (จากเดิม 16.5% และ 17.0%) เนื่องจากธุรกิจมีแนวโน้มจะดีขึ้นตั้งแต่ 2H64 เป็นต้นไป สำหรับธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับกัญชา บริษัทคาดว่าจะเริ่มออกผลิตภัณฑ์บางชนิดได้ภายใน 2H64 เมื่อได้รับอนุมัติจาก อย. แล้ว

ปรับลดประมาณการกำไรปี FY64 ลงอีก 5.6% และปี FY65 ลงอีก 6.0%

เราปรับลดประมาณการกำไรสุทธิเหลือ 211 ล้านบาท (+11.9% YoY) ในปี 2564F และเหลือ 239 ล้านบาท (+13.6% YoY) ในปี 2565F เพื่อสะท้อนถึงผลทางลบที่เพิ่มขึ้นจากการที่ COVID-19 ยังคงระบาด

### Valuation & Action

เรายังคงคำแนะนำซื้อ และประเมินราคาเป้าหมายที่ 2565 ใหม่ที่ 11.70 บาท (อิงจาก P/E เหลือที่ปีซ้อนหลังที่ 29.8x) จากเดิม 12.60 บาท เรายังคงมอง TACC เป็นหุ้นเด่นของเราที่มีอัตรากำไรแข็งแกร่ง และ ROE สูง (26.5% ในปี 2563 และ 30.0% ในช่วงปี FY64-65F)

### Risks

COVID-19 ระบาด, เศรษฐกิจฟื้นตัวช้ากว่าที่คาดไว้ และปัญหาความขัดแย้งทางการเมือง

### Key financials and valuations

	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21F	Dec-22F
Revenue (Bt mn)	1,290	1,520	1,315	1,446	1,598
Gross profit (Bt mn)	371	467	445	506	575
Pretax profit (Bt mn)	96	210	235	264	299
Net profit (Bt mn)	68	159	188	211	239
EPS (Bt)	0.11	0.26	0.31	0.35	0.39
DPS (Bt)	0.13	0.24	0.30	0.31	0.35
EPS growth (%)	(38.9)	132.7	18.4	11.9	13.6
P/E (x)	64.9	27.9	23.6	21.1	18.5
P/B (x)	6.8	6.4	6.1	5.9	5.7
EV/EBITDA (x)	40.0	20.1	16.7	15.1	13.2
Net Debt to Equity (%)	Cash	Cash	Cash	Cash	Cash
Dividend Yield (%)	1.8	3.3	4.1	4.3	4.9
Return on Avg. Equity (%)	10.4	24.9	26.5	28.7	31.3

Source: Company data, KGI Research

**Figure 1: TACC's 1Q21 earnings performance**

Bt mn	1Q21	1Q20	YoY (%)	4Q20	QoQ (%)
Sales and service income	325	328	(0.9)	320	1.6
Cost of sales and services	(208)	(218)	(4.4)	(206)	1.2
Gross profit	117	110	6.0	114	2.5
SG&A	(61)	(63)	(2.6)	(47)	29.7
Pretax profit	56	48	16.3	68	(17.1)
After tax profit	44	38	16.7	55	(19.4)
Net profit	47	43	9.5	51	(8.9)
EPS (Bt)	0.08	0.07	9.5	0.08	(8.9)
Percent	1Q21	1Q20	YoY (ppts)	4Q20	QoQ (ppts)
Gross margin	35.9	33.6	2.3	35.6	0.3
EBIT margin	17.4	14.8	2.5	21.3	(3.9)
SG&A/Sales	18.7	19.1	(0.3)	14.7	4.1
Effective tax rate	21.8	22.1	(0.3)	19.6	2.2
Net margin	14.4	13.0	1.4	16.0	(1.7)
Revenue (%)	1Q21	1Q20	YoY (ppts)	4Q20	QoQ (ppts)
B2B	97.0	93.0	4.0	95.0	2.0
B2C	3.0	7.0	(4.0)	5.0	(2.0)
Revenue (Bt mn)	1Q21	1Q20	YoY (%)	4Q20	QoQ (%)
B2B	315	305	3.4	304	3.8
B2C	10	23	(57.5)	16	(39.0)

Source: Company data, KGI Research estimates

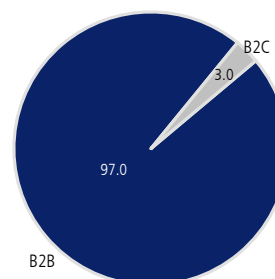
**Figure 2: Earnings revisions**

	2021F		Change (%)	2022F		Change (%)
	Revised	Previous		Revised	Previous	
Revenue (Bt mn)	1,446	1,491	(3.0)	1,598	1,655	(3.4)
Gross profit (Bt mn)	506	522	(3.0)	575	596	(3.4)
Normalized profit (Bt mn)	211	223	(5.6)	239	255	(6.0)
Net profit (Bt mn)	211	223	(5.6)	239	255	(6.0)
EPS (Bt/share)	0.3	0.4	(5.6)	0.4	0.4	(6.0)
	Revised	Previous	Change (ppt)	Revised	Previous	Change (ppt)
Gross profit margin (%)	35.0	35.0	0.0	36.0	36.0	0.0
SG&A to sales (%)	17.0	16.5	0.5	17.5	17.0	0.5
Net profit margin (%)	14.6	15.0	(0.4)	15.0	15.4	(0.4)

Source: Company data, KGI Research

**Figure 3: TACC's revenue breakdown in 1Q21**

Percent



Source: Company data, KGI Research

**Figure 4: Key assumptions and earnings outlook**

	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F
<b>TACC:</b>						
Sales revenue (Bt mn)	1,282	1,290	1,520	1,315	1,446	1,598
Growth (%)	8.9	0.6	17.9	(13.5)	10.0	10.5
Net profit (Bt mn)	112	68	159	188	211	239
Growth (%)	9.9	(38.9)	132.7	18.4	11.9	13.6
EPS (Bt)	0.2	0.1	0.3	0.3	0.3	0.4
Growth (%)	9.9	(38.9)	132.7	18.4	11.9	13.6
B2B business segment (%)	84	88	89	95	95	95
B2C business segment (%)	16	12	11	5	5	5
<b>TACC sales/CPALL sales (%)</b>	<b>0.3</b>	<b>0.3</b>	<b>0.3</b>	<b>0.3</b>	<b>0.3</b>	<b>0.3</b>
<b>CPALL:</b>						
CPALL sales revenue (Bt mn)	471,069	508,212	550,901	525,884	547,815	596,892
Growth (%)	8.4	7.9	8.4	(4.5)	4.2	9.0
7-Eleven store numbers at year-end (stores)	10,268	10,988	11,712	12,421	13,132	13,832
7-Eleven new stores opening (stores)	726	720	724	720	700	700
7-Eleven new stores growth (%)	7.6	7.0	6.6	6.1	5.7	5.3

Source: Company data, KGI Research

**Figure 5: B2B business**

**B2B(Exclusive for 7-Eleven)**  
**covers 3 segments in beverages**

**1 Cold Beverage Dispenser**



**Core Flavor : Espresso, Latte, Milk Tea**  
**Optional core : Hershey's**  
**Seasonal Flavor : Milky Berry, Passion Fruit tea and Matcha Latte**

 **12,000++ outlets**

**2 Non Coffee Menu @ All Café coffee corner**



**Core Flavor : Thai Milk Tea, Matcha Green Tea, Lemon Ice Tea, Taiwan Milk Tea**  
**Optional core : Fruit Yogurt**  
**Seasonal Flavor : Fruit Tea, Honey Black Tea, Orange Passion Fruit, Hojicha and etc.**

 **8,300++ outlets**

**3 Hot Beverage Dispenser**



 **540 outlets**

Source: Company data

**Figure 6: B2C business**

**covers 5 segments in category**

**1 License business**



**San-X**  
**Maa ja**  
**Art Story**

**2 Na-Arun RTD Beverage Instant Mix Beverage**



**4 Stationary business**



**T.A.C.C. stationery**

**3 Zenya RTD Green Tea**



**5 Brand Representative**



**HERSHEY'S**  
**DaVinci GOURMET**  
**FLAVOUR GENIUS™**

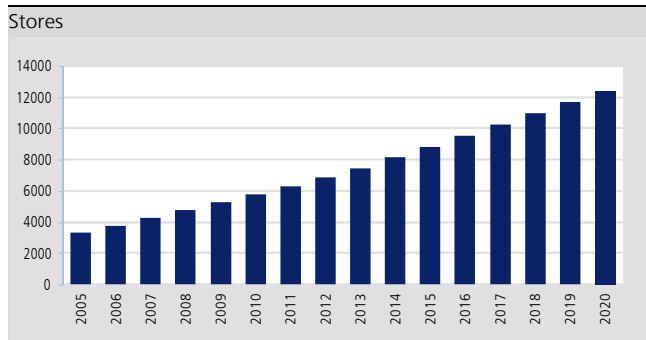
Source: Company data

**Figure 7: Company profile**

T.A.C. Consumer (TACC) was registered as a company on March 28, 2002, with authorized capital of Bt2mn to operate and sell dispenser drink products in 7-Eleven convenience stores, which were jointly developed by the company and CPALL. The company's products include iced tea, milk tea, coffee, and fruit juices such as punch and cantaloupe juice. TACC has partnered with CPALL in a business to business (B2B) platform, which supports CPALL's core business in the retail sector convenience stores under the trademark 7-Eleven. The other business platform, namely Business to Consumer Group (B2C), has been strengthening and the company is a licensing agent of San-X Japan (licensor). Also, the company expanded its beverage business to cafe business with Muanchon Café, Arabitia Café, Jungle Café, CP Fresh Mart and Black Canyon, which have stores nationwide and offer more channels to sell products.

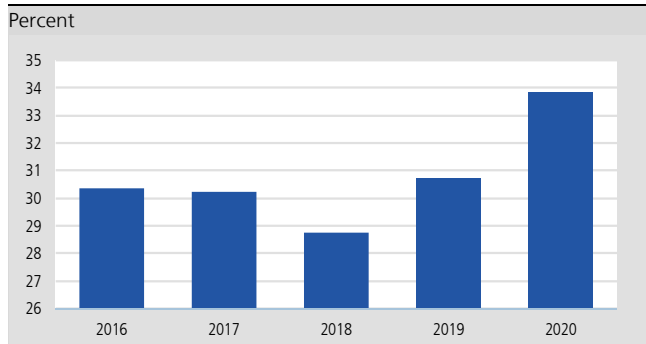
Source: Company data

**Figure 9: 7-Eleven store expansion during 2005-20**



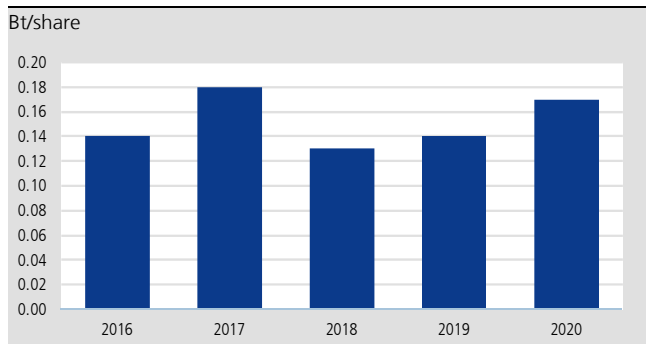
Source: CPALL, KGI Research

**Figure 11: Gross margin during 2016-20**



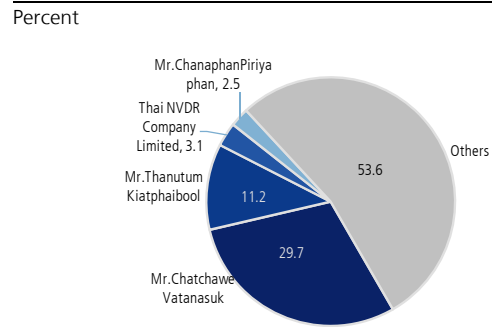
Source: Company data, KGI Research

**Figure 13: Dividend payment during 2016-20**



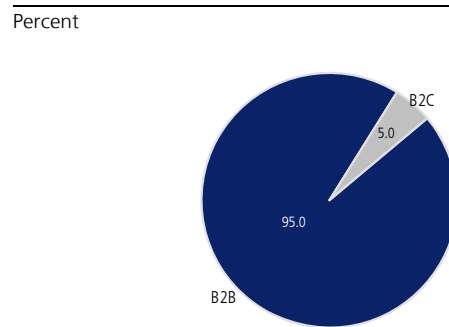
Source: Company data, KGI Research

**Figure 8: Shareholding structure**



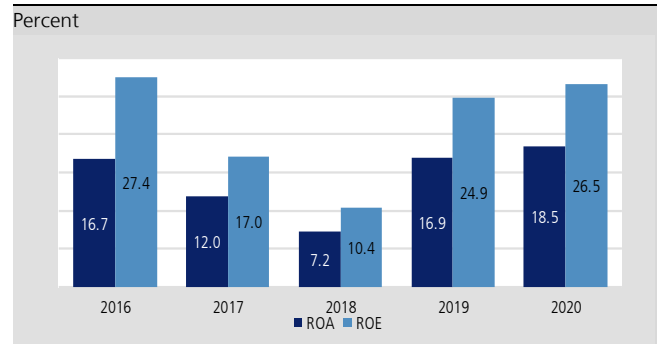
Source: Company data, KGI Research

**Figure 10: Breakdown of revenue by B2B and B2C in 2020**



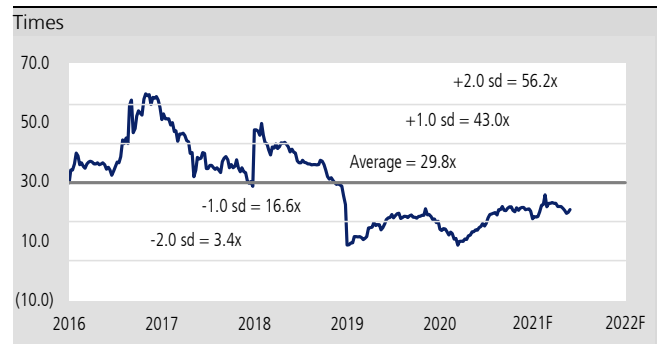
Source: Company data, KGI Research

**Figure 12: ROA and ROE during 2016-20**



Source: Company data, KGI Research

**Figure 14: Trading PE**



Source: Bloomberg, KGI Research

**Quarterly Income Statement**

	Mar-18A	Jun-18A	Sep-18A	Dec-18A	Mar-19A	Jun-19A	Sep-19A	Dec-19A	Mar-20A	Jun-20A	Sep-20A	Dec-20A	Mar-21A
<b>Income Statement (Bt mn)</b>													
<b>Revenue</b>	<b>282</b>	<b>325</b>	<b>313</b>	<b>370</b>	<b>353</b>	<b>402</b>	<b>368</b>	<b>397</b>	<b>328</b>	<b>321</b>	<b>345</b>	<b>320</b>	<b>325</b>
Cost of Goods Sold	(210)	(229)	(217)	(263)	(249)	(277)	(253)	(275)	(218)	(211)	(234)	(206)	(208)
<b>Gross Profit</b>	<b>72</b>	<b>95</b>	<b>96</b>	<b>107</b>	<b>104</b>	<b>125</b>	<b>115</b>	<b>123</b>	<b>110</b>	<b>110</b>	<b>111</b>	<b>114</b>	<b>117</b>
<b>Operating Expenses</b>	<b>(54)</b>	<b>(72)</b>	<b>(68)</b>	<b>(87)</b>	<b>(60)</b>	<b>(73)</b>	<b>(64)</b>	<b>(68)</b>	<b>(63)</b>	<b>(48)</b>	<b>(55)</b>	<b>(47)</b>	<b>(61)</b>
Other incomes	1	4	1	(0)	2	2	3	3	1	1	1	1	1
<b>Operating Profit</b>	<b>19</b>	<b>27</b>	<b>29</b>	<b>21</b>	<b>46</b>	<b>54</b>	<b>53</b>	<b>58</b>	<b>49</b>	<b>63</b>	<b>57</b>	<b>68</b>	<b>56</b>
<b>Non-Operating Income</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Interest Income	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Other Non-op Income	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Non-Operating Expenses</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>	<b>(0)</b>	<b>(0)</b>	<b>(0)</b>	<b>(0)</b>
Interest Expense	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Other Non-op Expenses	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Net Investment Income/(Loss)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Pre-tax Profit</b>	<b>19</b>	<b>27</b>	<b>29</b>	<b>21</b>	<b>46</b>	<b>54</b>	<b>53</b>	<b>58</b>	<b>48</b>	<b>62</b>	<b>56</b>	<b>68</b>	<b>56</b>
Current taxation	(4)	(5)	(6)	(9)	(9)	(9)	(12)	(12)	(11)	(11)	(11)	(13)	(12)
Minorities	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Extraordinary items	-	-	-	(1)	(1)	(7)	(0)	(1)	5	(3)	2	(3)	3
<b>Net Profit</b>	<b>16</b>	<b>22</b>	<b>23</b>	<b>11</b>	<b>36</b>	<b>37</b>	<b>41</b>	<b>45</b>	<b>43</b>	<b>48</b>	<b>47</b>	<b>51</b>	<b>47</b>
EPS (Bt)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>Margins (%)</b>													
Gross profit margin	25.6	29.4	30.7	29.0	29.6	31.1	31.2	30.9	33.6	34.2	32.2	35.6	35.9
Operating margin	6.9	8.3	9.3	5.6	13.0	13.4	14.5	14.5	14.8	19.5	16.4	21.3	17.4
Net profit margin	5.5	6.7	7.4	3.0	10.2	9.3	11.2	11.3	13.0	14.9	13.5	16.0	14.4
<b>Growth (%)</b>													
Revenue growth	(0.5)	(1.6)	(5.2)	9.3	25.2	24.0	17.6	7.2	(7.0)	(20.1)	(6.1)	(19.5)	(0.9)
Operating growth	(40.2)	(30.6)	(25.7)	(30.8)	135.4	99.5	84.5	178.0	6.3	16.3	6.0	18.1	16.1
Net profit growth	(39.9)	(30.5)	(25.9)	(54.6)	130.8	72.3	79.2	304.4	19.0	28.1	13.0	14.6	9.5

Source: Company data, KGI Research

**Balance Sheet**

As of 31 Dec (Bt mn)	2018	2019	2020	2021F	2022F
<b>Total Assets</b>	962	1,029	1,012	1,059	1,123
<b>Current Assets</b>	857	911	879	926	989
Cash & ST Investments	472	557	204	183	169
Inventories	63	40	35	38	41
Accounts Receivable	318	303	242	266	294
Others	4	12	399	439	485
<b>Non-current Assets</b>	105	118	132	133	134
LT Investments	3	0	0	0	0
Net fixed Assets	90	104	98	101	102
Others	12	14	34	32	31
<b>Total Liabilities</b>	304	330	289	311	338
<b>Current Liabilities</b>	288	310	255	276	300
Accounts Payable	256	267	214	232	252
ST Borrowings	2	1	5	5	5
Others	30	42	35	39	43
<b>Long-term Liabilities</b>	16	20	34	36	38
Long-term Debts	16	20	34	36	38
Others	0	0	0	0	0
<b>Shareholders' Equity</b>	657	698	723	747	784
Common Stock	152	152	152	152	152
Capital Surplus	427	427	427	427	427
Retained Earnings	78	119	144	168	205
Preferred Stock	0	0	0	0	0

*Source: KGI Research*
**Key Ratios**

Year to 31 Dec	2018	2019	2020	2021F	2022F
<b>Growth (% YoY)</b>					
Sales	0.6	17.9	(13.5)	10.0	10.5
EBIT	(32.0)	123.1	15.4	12.2	13.6
EBITDA	(27.2)	101.1	16.2	10.9	14.5
NP	(38.9)	132.7	18.4	11.9	13.6
EPS	(38.9)	132.7	18.4	11.9	13.6
<b>Profitability (%)</b>					
Gross Margin	28.8	30.7	33.9	35.0	36.0
Operating Margin	7.0	13.2	17.6	18.0	18.5
EBITDA Margin	8.5	14.4	19.4	19.6	20.3
Net Profit Margin	5.6	11.1	14.3	14.6	15.0
ROAA	7.2	16.9	18.5	20.4	22.0
ROAE	10.9	24.9	26.5	28.7	31.3
<b>Stability</b>					
Gross Debt/Equity (%)	(0.7)	(0.4)	(2.9)	(2.7)	(2.7)
Net Debt/Equity (%)	(11.4)	(1.9)	(25.3)	(21.8)	(18.9)
Interest Coverage (X)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Interest & ST Debt Coverage (X)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Cash Flow Interest Coverage (X)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Cash Flow/Interest & ST Debt (X)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Current Ratio (X)	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
Quick Ratio (X)	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9
Net Debt (Bt mn)	(75)	(13)	(183)	(163)	(148)
<b>Per Share Data (Bt)</b>					
EPS	0.1	0.3	0.3	0.3	0.4
CFPS	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
BVPS	1.1	1.1	1.2	1.2	1.3
SPS	-	-	-	-	-
EBITDA/Share	0.2	0.4	0.4	0.5	0.5
DPS	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4
<b>Activity</b>					
Asset Turnover (x)	1.4	1.5	1.3	1.4	1.5
Days Receivables	89.9	72.7	67.1	67.1	67.1
Days Inventory	25.2	13.7	14.7	14.7	14.7
Days Payable	101.7	92.4	90.0	90.0	90.0
Cash Cycle	13.4	(6.0)	(8.3)	(8.3)	(8.3)

*Source: KGI Research*
**Profit & Loss**

Year to 31 Dec (Bt mn)	2018	2019	2020	2021F	2022F
<b>Sales</b>	1,290	1,520	1,315	1,446	1,598
Cost of Goods Sold	919	1,053	869	940	1,023
<b>Gross Profit</b>	371	467	445	506	575
Operating Expenses	281	266	213	246	280
<b>Operating Profit</b>	90	201	232	260	296
Net Interest	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)
Interest Income	-	-	-	-	-
Interest Expense	0	0	1	1	1
Net Investment Income/(Loss)	(3)	-	-	-	-
Net other Non-op. Income/(Loss)	6	10	4	4	5
Net Extraordinaries	(1)	(9)	(0)	-	-
Pretax Income	92	201	235	264	299
Income Taxes	24	42	46	53	60
<b>Net Profit</b>	68	159	188	211	239
EBITDA	109	220	255	283	324
<b>EPS (Bt)</b>	0.11	0.26	0.31	0.35	0.39

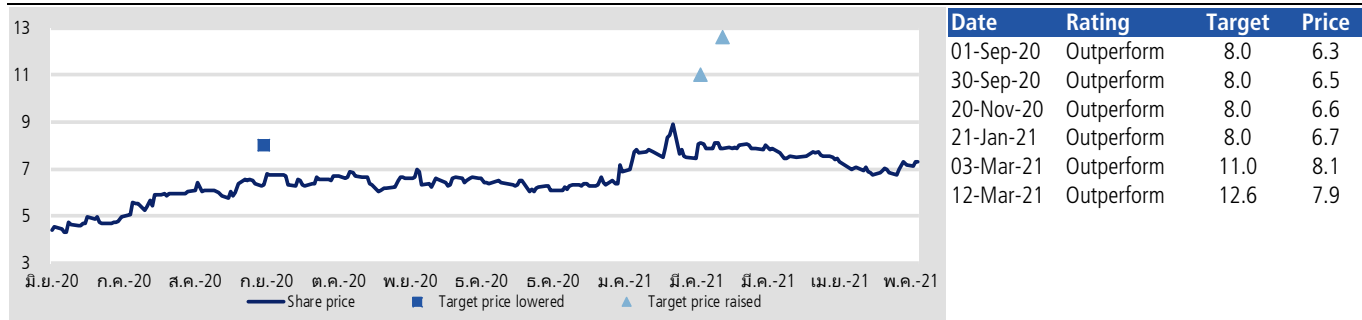
*Source: KGI Research*
**Cash Flow**

Year to 31 Dec (Bt mn)	2018	2019	2020	2021F	2022F
<b>Operating Cash Flow</b>	153	217	242	242	276
Net Profit	68	159	188	211	239
Depreciation & Amortization	19	19	23	23	28
Change in Working Capital	61	33	24	0	(0)
Others	5	6	7	8	8
<b>Investment Cash Flow</b>	(78)	(178)	276	(22)	(27)
Net CAPEX	(5)	(33)	138	(25)	(30)
Change in LT Investment	(98)	(148)	138	0	0
Change in Other Assets	26	4	(0)	3	3
<b>Free Cash Flow</b>	76	39	519	220	249
<b>Financing Cash Flow</b>	(46)	(112)	(161)	(163)	(170)
Change in Share Capital	2	3	4	5	5
Net Change in Debt	(50)	(118)	(169)	(173)	(180)
Change in Other LT Liab.	2	3	4	5	5
<b>Net Cash Flow</b>	30	(73)	357	57	79

*Source: KGI Research*
**Rates of Return on Invested Capital**

Year	1- $\frac{\text{COGS}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Depreciation}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Operating Exp.}}{\text{Revenue}}$	= <b>Operating Margin</b>
2018	71.2%	1.5%	19.9%	7.4%
2019	69.3%	1.2%	21.8%	7.7%
2020	66.1%	1.8%	17.5%	14.6%
2021F	65.0%	1.6%	16.2%	17.2%
2022F	64.0%	1.8%	17.0%	17.2%
Year	1/ $\frac{\text{Working Capital}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Net PPE}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Other Assets}}{\text{Revenue}}$	= <b>Capital Turnover</b>
2018	0.5	0.1	0.0	1.7
2019	0.5	0.1	0.0	1.7
2020	0.4	0.1	0.0	1.8
2021F	0.5	0.1	0.0	1.8
2022F	0.5	0.1	0.0	1.8
Year	<b>Operating Margin</b>	x $\frac{\text{Capital Turnover}}{\text{Revenue}}$	x $\frac{\text{Cash Tax Rate}}{\text{Revenue}}$	= <b>After-tax Return on Inv. Capital</b>
2018	7.4%	1.7	75%	9.5%
2019	7.7%	1.7	80%	10.6%
2020	14.6%	1.8	80%	21.4%
2021F	17.2%	1.8	80%	25.0%
2022F	17.2%	1.8	80%	25.1%

*Source: KGI Research*

**T.A.C. Consumer - Recommendation & target price history**


Source: KGI Research





## 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	KASIKORNBANK	SIRI	SANSIRI
BIGC	BIG C SUPERCENTER	KCE	KCE ELECTRONICS	SPALI	SUPALAI
CK	CH. KARNCHANG	KKP	KIATNAKIN BANK	STEC	SINO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION
DCC	DYNASTY CERAMIC	KTB	KRUNG THAI BANK	TCAP	THANACHART CAPITAL
DELTA	DELTA ELECTRONICS (THAILAND)	LPH	LADPRAO GENERAL HOSPITAL	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP
DRT	DIAMOND ROOFING TILES	PACE	PACE DEVELOPMENT CORPORATION	TMT	THAI METAL TRADE
EGCO	ELECTRICITY GENERATING	PTT	PTT	TOP	THAI OIL
GFPT	GFPT	PTTGC	PTT GLOBAL CHEMICAL		

### Level 4: Certified

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AAV	ASIA AVIATION	ERW	THE ERAWAN GROUP	SAPPE	SAPPE
AP	ASIAN PROPERTY DEVELOPMENT	GLOW	GLOW ENERGY	SAWAD	SRISAWAD POWER 1979
BA	BANGKOK AIRWAYS	GUNKUL	GUNKUL ENGINEERING	SCB	THE SIAM COMMERCIAL BANK
BANPU	BANPU	ILINK	INTERLINK COMMUNICATION	SCN	SCAN INTER
BCP	THE BANGCHAK PETROLEUM	KTC	KRUNGTHAI CARD	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.  <i>Excess return = 12M target price/current price-</i>
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.