BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 30.00 (From: Bt 27.50)

Upside : 40.2%

5 AUGUST 2021

Small Cap Research

Siam Global House Pcl (GLOBAL TB)

ยังคงอยู่ในรอบการเติบโต

ท่ามกลางความกังวลเรื่องราคาเหล็กที่ลดลง GLOBAL ยังคงอยู่ในรอบการเติบโตเชิงโครงสร้าง โดยยังคงมีโอกาสอีกมากในการขยายสาขา การขยายตัวของอัตรากำไร และการเติบโตของยอดขายสาขาเดิม ซึ่งหลังจากมีฐานกำไรใหม่ที่เติบโต 57% ในปีนี้ เราคาดว่าจะมีการเติบโต 20% ต่อปีในปี 2022-24F และ 18% ในปี 2025F คงคำแนะนำ "ซื้อ"

PHANNARAI TIYAPITTAYARUT

662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

เป็นหุ้นเติบโตดี

เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" GLOBAL เนื่องจากหุ้นที่มีการเติบโตเชิงโครงสร้างที่ไม่แพง ด้วยคาดว่า EPS จะเติบโตที่ 57%/20%/20%/20% ในปี 2021-24F และอีก 18% ในปี 2025F เราเห็นโอกาสในการเติบโตจากการขยายสาขา ยอดขายสาขาเดิมที่เติบโต และการขยายตัวของอัตรากำไร ประมาณการกำไรของเราได้รวมราคาเหล็กที่ลดลงในปีหน้า แต่ถ้าราคาเหล็กที่ทรงตัวจะผลักดันให้ประมาณการกำไรของเราเติบโต 29% ในปี 2022F เนื่องจากกำไร 1H21 ที่แข็งแกร่งกว่าคาด (+73% y-y) เราจึงปรับเพิ่มประมาณการกำไรขึ้น 8-10% ต่อปี ในปี 2021-23F และราคาเป้าหมายของเราอยู่ที่ 30 บาท (จาก 27.5 บาท) เรามองว่า GLOBAL ไม่แพงที่ PE ที่ 26.5 เท่า ในปี 2022F เทียบกับ PE เฉลี่ยห้าปีที่ 33.5 เท่า

มีโอกาสขยายตัวในต่างจังหวัดมากกว่า

ด้วยตำแหน่งทางการตลาดที่มุ่งเป้าไปที่เขตที่มีความเป็นเมืองและความต้องการในชนบทมีความทันสมัยมากขึ้น GLOBAL จึงมีโอกาสอีกมากในการขยายสาขา ผู้ประกอบการโมเดิร์นเทรดมีส่วนแบ่งราว 35% ของตลาดวัสดุก่อสร้างและอุปกรณ์ปรับปรุงบ้าน ซึ่งเราคาดอัตราการเข้าถึงอยู่ที่ 30% สำหรับต่างจังหวัด และ 40% สำหรับในกทม. สาขาส่วนใหญ่ของ GLOBAL อยู่ในอำเภอหลักที่มีประชากรจำนวนมาก มีเพียง 25 สาขา (จากทั้งหมด 73 สาขา) เท่านั้นที่อยู่ในอำเภอย่อยและอำเภอรอง เทียบกับคาดว่าจะมีความเป็นเมืองสูงขึ้นกว่า 100 อำเภอ ใน 10 ปีข้างหน้า เราเชื่อว่า GLOBAL สามารถขยายสาขาใหม่ได้ 7 สาขาต่อปี ซึ่งทำให้มีสาขาเพิ่มสองเท่าเป็น 145 สาขา ใน 10 ปี (หรือมีพื้นที่ขายเติบโต 4-6% ต่อปี) นอกจากนี้ ด้วยส่วนแบ่งการตลาดที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่องจากร้านค้าแบบดั้งเดิม เราจึงคาดว่าจะสามารถยอดขายสาขาเดิมจะเติบโตได้ปีละ 4% ต่อเนื่องไปยังปี 2025F

อัตรากำไรขยายตัวต่อเนื่อง

เมื่อรวมผลกระทบจากราคาเหล็กที่ลดลงในปี 2019-20 และการเพิ่มขึ้นในปี 2021 อัตรากำไรขั้นต้นของ GLOBAL จะขยายตัว 31-173 pp ต่อปีในช่วงปี 2015-1H21 และในช่วงหลายปีที่ผ่านมา (ไม่รวมผลกระทบจากเหล็ก) การขยายตัวเป็นผลมาจากการเพิ่มขึ้นของสัดส่วนสินค้าเฮ้าส์แบรนด์ การปรับสัดส่วนผลิตภัณฑ์ และระบบไอทีที่ก้าวหน้ามากขึ้น เราคาดว่าเฮ้าส์แบรนด์ของ GLOBAL จะมีสัดส่วนเพิ่มขึ้นจาก 19.5% ในปี 2020 เป็น 30% ภายในปี 2030F เราคาดว่าสัดส่วนเฮาส์แบรนด์ที่เพิ่มขึ้นทุก 1% จะทำให้อัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้น 25pp นอกจากนี้ยังมีโอกาสในการปรับสัดส่วนผลิตภัณฑ์เพื่อให้ทันสมัยขึ้นโดยส่วนใหญ่เป็นสินค้าตกแต่ง ซึ่งน่าจะช่วยหนุนอัตรากำไรขั้นต้นได้ เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะเพิ่มขึ้นจาก 23.89% ในปี 2020 เป็น 27.19% ในปี 2025F

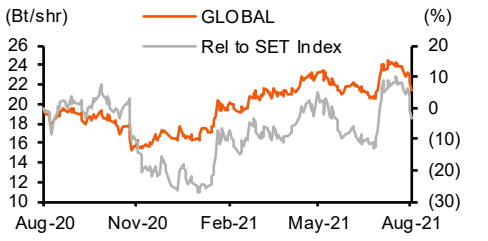
ผลกระทบจากราคาเหล็ก

เหล็กคิดเป็น 15% ของยอดขายในปี 2020 และ 20% ใน 1H21 เราคาดว่าราคาเหล็กที่เพิ่มขึ้นจะทำให้กำไรของ GLOBAL เพิ่มขึ้น 10% ในปี 2021F และยังคงคาดว่ากำไรจะเติบโต 20% ในปี 2022F แม้สมมติให้ราคาเหล็กจะลดลง 20% เราคาดว่าราคาเหล็กจะเพิ่มขึ้น 46% ใน 1H21 คิดเป็นอัตรากำไรขั้นต้นที่เพิ่มขึ้น 40pp (จากการเพิ่มทั้งหมด 107pp)

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	26,803	31,935	35,111	38,730
Net profit	1,956	3,085	3,713	4,468
Consensus NP	—	3,032	3,374	3,849
Diff frm cons (%)	—	*1.7*	*10.0*	*16.1*
Norm profit	1,956	3,085	3,713	4,468
Prev. Norm profit	—	2,858	3,373	4,043
Chg frm prev (%)	—	*7.9*	*10.1*	*10.5*
Norm EPS (Bt)	0.4	0.7	0.8	1.0
Norm EPS grw (%)	(6.9)	57.3	20.2	20.3
Norm PE (x)	50.2	31.9	26.5	22.0
EV/EBITDA (x)	34.1	23.9	20.1	16.8
P/BV (x)	5.8	5.1	4.6	4.0
Div yield (%)	1.0	1.3	1.5	1.8
ROE (%)	11.9	17.1	18.3	19.5
Net D/E (%)	76.4	62.6	49.6	37.8

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price *as of* 5-Aug-21 (Bt)	21.40
Market Cap (US$ m)	2,961.7
Listed Shares (m shares)	4,601.7
Free Float (%)	32.1
Avg Daily Turnover (US$ m)	8.9
12M Price H/L (Bt)	23.40/15.21
Sector	Commerce
Major Shareholder	Suriyawanakul family 33.66%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

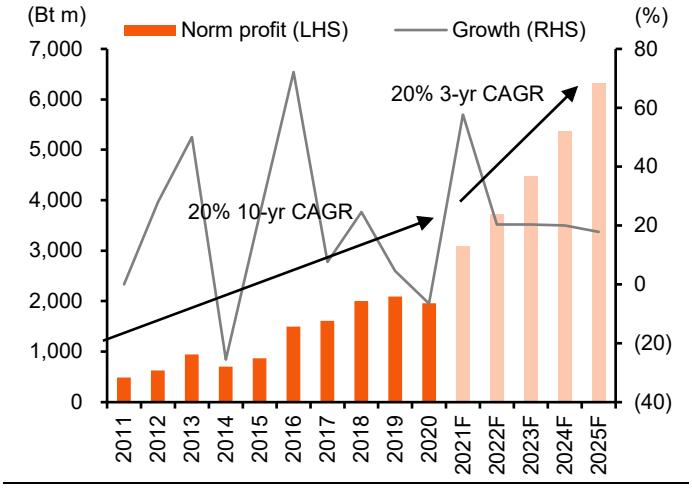
Thanachart Securities

Ex 1: Key Assumptions Changes

	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
SSSG (%)							
New	(0.1)	(8.9)	12.7	5.0	4.0	4.0	4.0
Old	(0.1)	(8.9)	12.0	3.0	4.0	4.0	4.0
No of new stores - Thailand							
New	5	5	5	6	7	7	7
Old	5	5	5	6	7	4	3
Store number (YE) - Thailand							
New	66	71	76	82	89	96	103
Old	66	71	76	82	89	93	96
Gross margin (%)							
New	22.6	23.9	25.5	25.8	26.3	26.7	27.2
Old	22.6	23.9	24.8	25.1	25.5	26.0	26.5
House brand sales mix (%) - unchanged							
New	18.0	19.5	21.0	22.0	23.0	24.0	25.0
Normalized profit (Bt m)							
New	2,093	1,956	3,085	3,713	4,468	5,359	6,317
Old	2,093	1,956	2,858	3,373	4,043	4,836	5,643
Change (%)	*0.0*	*0.0*	*7.9*	*10.1*	*10.5*	*10.8*	*12.0*

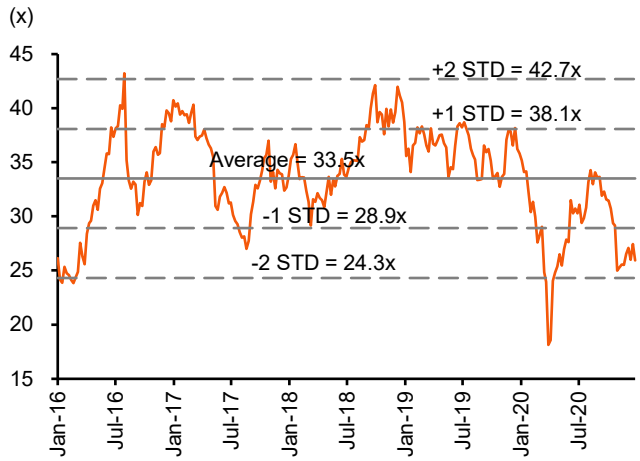
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Profit Profile



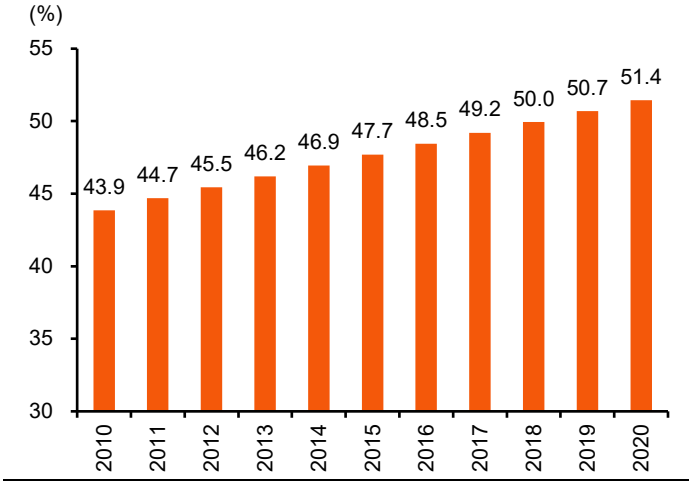
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: GLOBAL's PE



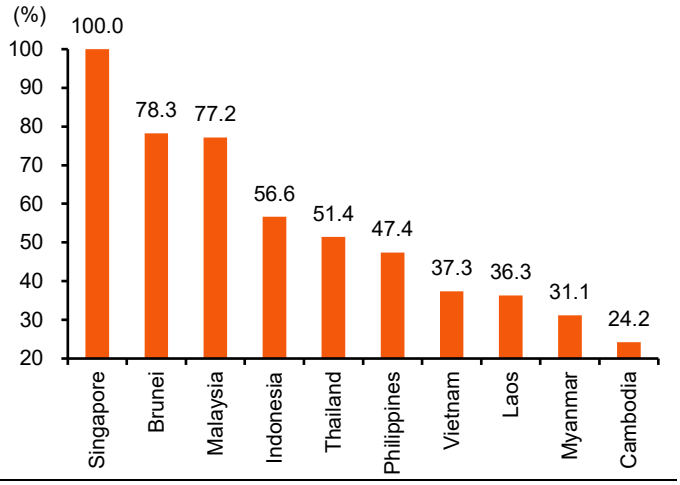
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 4: Thailand's Urbanization



Source: www.statista.com

Ex 5: Urbanization In Southeast Asia

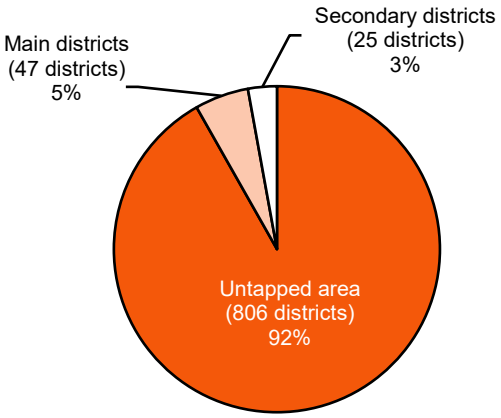


Source: www.statista.com

Ex 6: GLOBAL Has Stores In 58 Provinces

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: Current Exposure In 72 Districts



Sources: Company data, Thanachart estimates

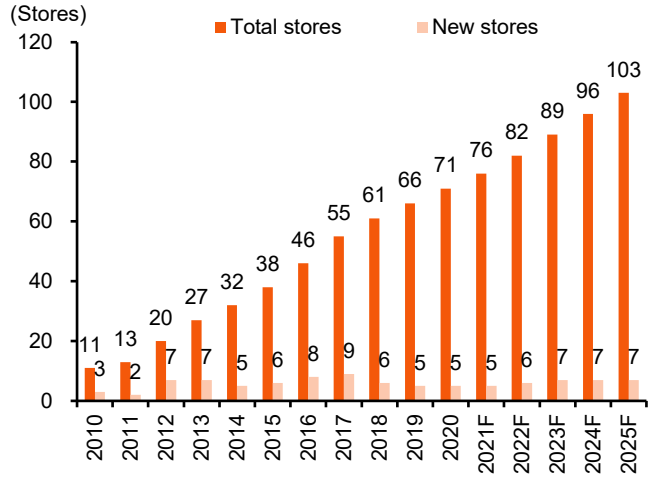
Ex 8: GLOBAL's New Look

Source: Company data

Ex 9: La Mayon Coffee Shops

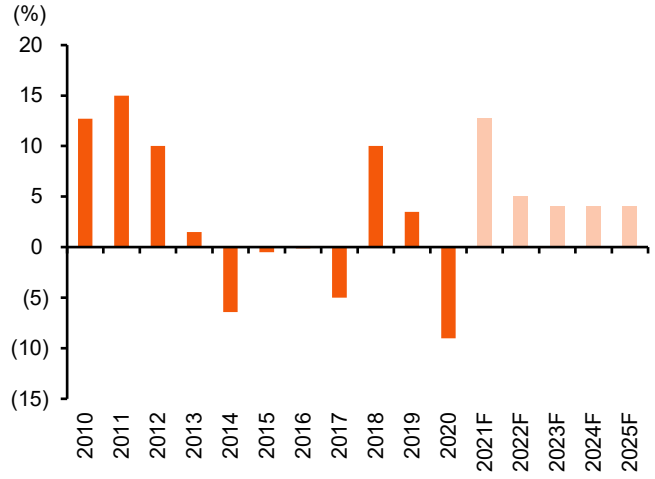
Source: Company data

Ex 10: Branch Expansion – Thailand



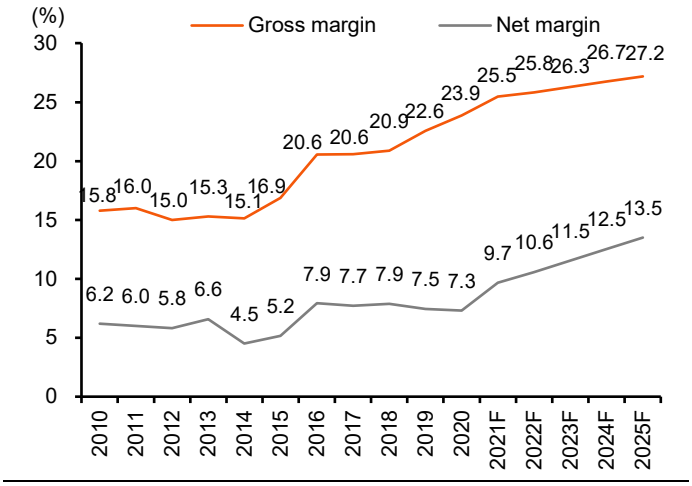
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: SSSG



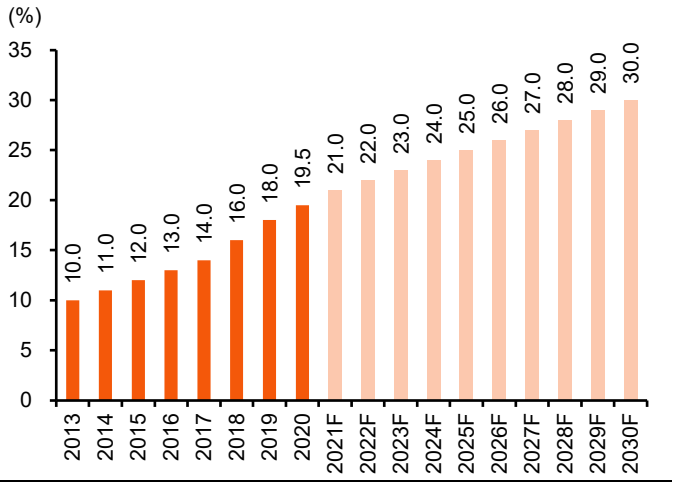
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 12: Gross Margin Expansion



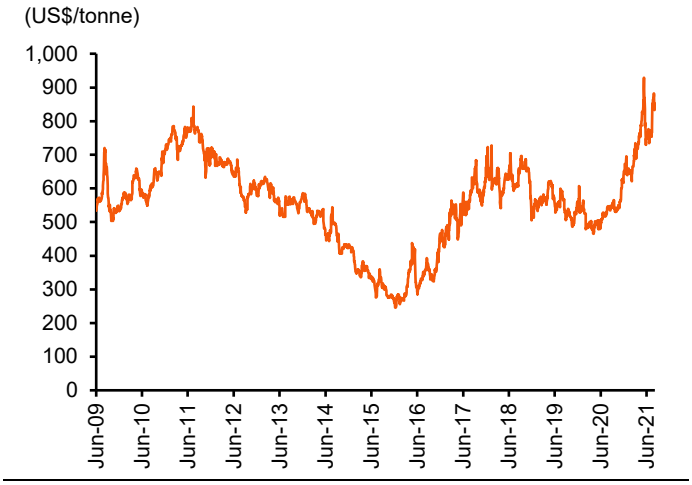
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 13: Private-Label Sales Mix



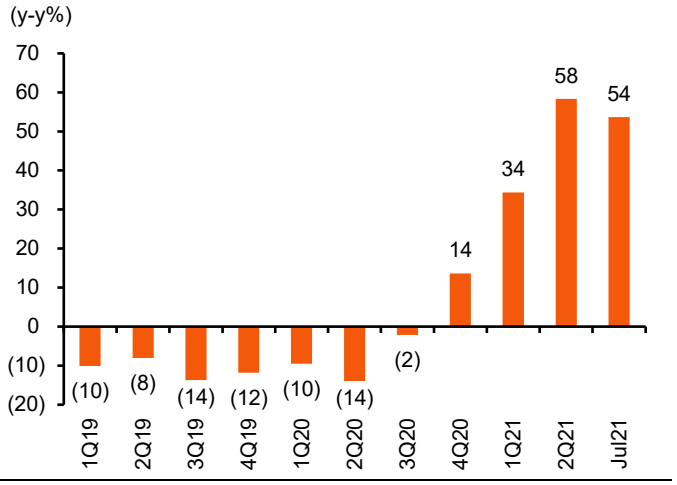
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 14: Steel Prices



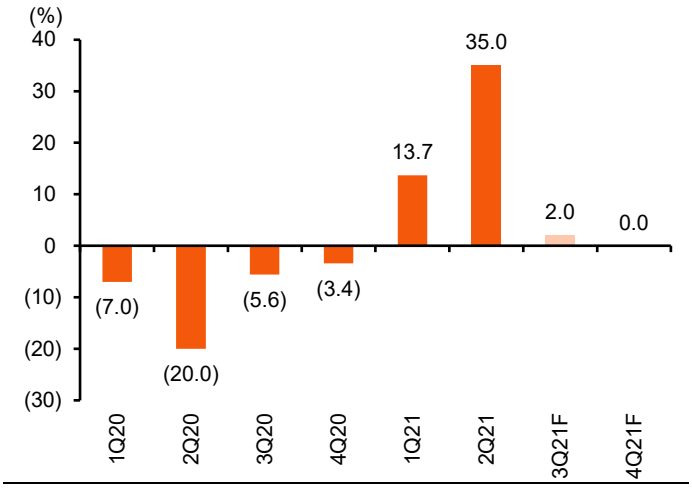
Source: Bloomberg

Ex 15: Steel Price Change



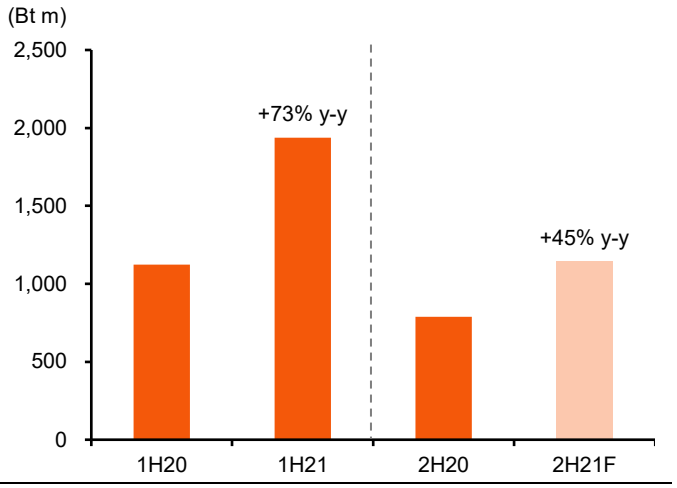
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 16: Quarterly SSSG



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 17: 1H21 Vs. 2H21F Profit



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 18: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2022F

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal value
EBITDA	5,360	6,333	7,454	8,615	9,646	10,769	11,991	13,320	14,764	15,856	16,720	
Free cash flow	3,008	3,424	5,299	6,900	8,145	7,239	8,284	9,417	10,645	13,601	14,607	231,754
PV of free cash flow	3,000	2,963	4,265	5,167	5,553	4,571	4,844	5,100	5,340	6,319	5,995	95,113

Risk-free rate (%)	2.5
Market risk premium (%)	8.0
Beta	1.0
WACC (%)	7.5
Terminal growth (%)	2.0
Enterprise value - add investments	150,229.5
Net debt (2021F)	12,133.0
Minority interest	253.6
Equity value	137,842.9
# of shares (m)	4,601.7
Equity value / share (Bt)	**30.00**

Investment: (Bt m)	
Land @ Muang Thong Thani	2,000

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 19: Valuation Comparison With Regional Peers

			EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div. yield	
Name	BBG code	Country	21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Marks & Spencer	MKS LN	Britain	(86.7)	na	57.2	9.4	0.7	1.0	7.7	5.7	0.0	1.1
J Sainsbury PLC	SBRY LN	Britain	(44.4)	96.4	24.0	12.2	0.8	0.9	9.6	8.4	5.5	4.2
Tesco	TSCO LN	Britain	(53.0)	82.4	20.9	11.4	1.0	1.3	8.3	7.1	3.8	4.4
Carrefour SA	CA FP	France	12.5	12.2	11.7	10.4	1.3	1.2	6.6	6.2	3.3	3.7
Casino Guichard	CO FP	France	29.8	18.5	11.5	9.7	0.8	0.7	7.5	6.9	5.7	5.1
L'Oreal SA	OR FP	France	18.1	9.6	47.0	42.9	7.3	6.8	28.5	26.4	1.1	1.2
Alimentation Couche	ATD/B CN	Canada	22.7	(4.4)	21.7	22.7	4.7	4.4	10.3	10.7	0.6	0.6
Aeon	8267 JP	Japan	na	na	na	90.9	2.5	2.6	10.7	8.9	1.2	1.2
Kao Corporation	4452 JP	Japan	1.7	10.4	25.0	22.7	3.4	3.2	12.5	11.6	2.2	2.3
Lion Corporation	4912 JP	Japan	(26.0)	6.1	24.1	22.7	2.1	2.0	10.6	9.8	1.3	1.4
Shiseido Co. Ltd	4911 JP	Japan	na	49.3	71.7	48.0	5.7	5.3	26.9	18.4	0.7	0.8
Lawson	2651 JP	Japan	(56.6)	94.5	61.3	31.5	2.1	2.0	4.2	3.7	2.7	2.7
Seven & I Holdings	3382 JP	Japan	(25.7)	51.9	27.3	18.0	1.6	1.5	6.6	5.4	2.0	2.1
Lotte Corp	004990 KS	South Korea	167.9	20.0	12.2	10.2	0.6	0.5	9.5	9.3	3.2	3.5
Shinsegae	004170 KS	South Korea	na	21.2	10.5	8.6	0.7	0.6	8.7	8.5	0.7	0.8
Amore Pacific Group	002790 KS	South Korea	193.6	19.8	27.1	22.7	1.6	1.5	6.5	5.4	0.7	0.6
Best Buy Co Inc	BBY US	USA	6.4	2.7	13.5	13.1	7.3	7.2	7.0	7.2	1.9	2.4
Wal-Mart Stores	WMT US	USA	6.6	4.8	24.0	22.9	4.8	4.5	12.1	11.7	1.5	1.5
Home Depot Inc	HD US	USA	18.7	4.2	23.2	22.2	142.4	254.1	16.1	15.7	1.8	2.0
Yonghui Superstores	601933 CH	China	(55.6)	57.3	37.0	23.5	2.0	1.9	21.4	16.6	2.9	3.3
Sa International	178 HK	Hong Kong	na	na	na	98.4	4.0	3.6	na	25.6	0.0	0.9
Dairy Farm Intl Hldgs	DFI SP	Hong Kong	(12.6)	48.7	23.9	16.1	3.7	3.4	12.5	11.2	3.6	4.7
President Chain Store	2912 TT	Taiwan	(4.8)	17.8	30.8	26.1	7.7	7.3	12.7	11.8	2.9	3.3
7-Eleven Malaysia	SEM MK	Malaysia	8.3	19.2	28.8	24.2	19.5	19.7	8.5	8.7	2.5	2.7
Berli Jucker *	BJC TB	Thailand	(0.5)	25.7	34.9	27.7	1.2	1.1	13.9	13.5	1.4	1.8
COM7 *	COM7 TB	Thailand	40.8	34.5	36.9	27.4	16.8	14.3	24.4	18.8	2.2	3.0
CP All *	CPALL TB	Thailand	(34.9)	70.9	53.4	31.2	5.1	4.7	15.4	13.2	0.9	1.6
Central Pattana *	CPN TB	Thailand	(44.7)	127.5	71.0	31.2	2.8	2.6	19.8	14.6	1.0	1.6
Central Retail Corp. *	CRC TB	Thailand	na	106.4	67.1	32.5	3.4	3.2	10.3	9.0	0.6	1.2
Siam Global House *	GLOBAL TB	Thailand	57.3	20.2	31.9	26.5	5.1	4.6	23.9	20.1	1.3	1.5
Home Product*	HMPRO TB	Thailand	12.7	15.9	29.4	25.4	7.7	7.1	16.3	14.6	2.7	3.2
Siam Makro *	MAKRO TB	Thailand	10.2	8.0	24.4	22.6	7.2	6.7	14.0	13.1	3.1	3.5
Mc Group *	MC TB	Thailand	21.1	8.0	13.2	12.3	2.0	1.9	7.7	6.9	7.3	7.9
Average			**6.5**	**35.3**	**32.1**	**26.6**	**8.5**	**11.6**	**12.8**	**11.7**	**2.2**	**2.5**

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates using normalized EPS growth

Based on 5 August 2021 closing price

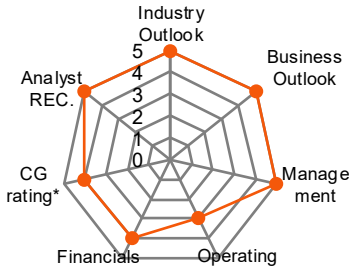
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

GLOBAL เป็นหนึ่งในผู้นำตลาดค้าปลีกวัสดุก่อสร้างและอุปกรณ์ตกแต่งบ้านภายใต้แบรนด์ "โกลบอลเฮ้าส์" GLOBAL มีสาขาทั้งหมด 66 สาขา ตั้งอยู่ในต่างจังหวัดในประเทศไทย และมี 1 สาขา ในกัมพูชา

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Rating Scale	
Excellent	5
Good	4
Fair	3
Weak	2
Very Weak	1
None	0

Source: Thanachart; * CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- GLOBAL มีสาขาทั้งหมดในต่างจังหวัด และเราคาดว่า GLOBAL จะเป็นผู้ได้ประโยชน์หลักจากเศรษฐกิจต่างจังหวัดที่เติบโต
- ผู้บริหารของ GLOBAL มีประสบการณ์อย่างมากในกลุ่มอุปกรณ์ตกแต่งบ้าน
- การเข้าซื้อหุ้น GLOBAL ของ SCC ใน พ.ย. 2012 เรามองว่าบริษัทฯ มีความสามารถในการแข่งขันมากขึ้นทั้งเชิงของการปฏิบัติงานและฐานะทางการเงิน

W — Weakness

- ไม่มีสาขาในกรุงเทพฯ

O — Opportunity

- การเปลี่ยนแปลงไลต์สไตล์ของประชาชน โดยหันมาซื้อสินค้าทางห้างสมัยใหม่มากกว่าร้านแบบดั่งเดิม
- เราเห็นการเติบโตที่เร็วขึ้น และความเสี่ยงที่ลดลงหลัง SCC ซื้อหุ้น GLOBAL
- การขยายไปยังตลาด CLMV

T — Threat

- การชะลอตัวของเศรษฐกิจในต่างจังหวัด
- การแข่งขันที่เพิ่มขึ้นจากคู่แข่งใหม่ เช่น ไทวัสดุ (กลุ่มเซ็นทรัล), ร้านค้ารูปแบบใหม่ของ HMPRO (Mega Home) และผู้ประกอบการกลุ่มอุปกรณ์ตกแต่งบ้านรายอื่น

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	25.81	30.00	16%
Net profit 21F (Bt m)	3,032	3,085	2%
Net profit 22F (Bt m)	3,374	3,713	10%
Consensus REC	**BUY: 11**	**HOLD: 3**	**SELL: 2**

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรสุทธิปี 2021-22F ของเราสูงกว่าตลาด 2-10% เนื่องจากเราให้สมมติฐานอัตราการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมและอัตรากำไรขั้นต้นที่สูงขึ้น เนื่องจากจำนวนที่แข็งแกร่ง YTD
- ด้วยปรับมาใช้ปีฐาน 2022F เราเชื่อว่าเป็นเหตุผลที่ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากจำนวนสาขาที่เปิดใหม่ต่ำกว่าที่เราคาด จะทำให้เกิดความเสี่ยงต่อประมาณการและคำแนะนำของเรา
- หากการแข่งขันรุนแรงมากกว่าคาด จะส่งผลกระทบต่อประมาณการเติบโตของยอดขายสาขาเดิม และอัตรากำไรของเรา

Source: Thanachart

We expect both existing stores' sales and new stores to boost sales

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	28,081	26,803	31,935	35,111	38,730
Cost of sales	21,741	20,401	23,800	26,038	28,547
Gross profit	**6,340**	**6,402**	**8,134**	**9,074**	**10,183**
% gross margin	22.6%	23.9%	25.5%	25.8%	26.3%
Selling & administration expenses	4,038	4,301	4,758	4,986	5,228
Operating profit	**2,302**	**2,101**	**3,376**	**4,088**	**4,954**
% operating margin	8.2%	7.8%	10.6%	11.6%	12.8%
Depreciation & amortization	931	1,164	1,253	1,350	1,460
EBITDA	**3,232**	**3,265**	**4,629**	**5,438**	**6,414**
% EBITDA margin	11.5%	12.2%	14.5%	15.5%	16.6%
Non-operating income	544	552	639	702	813
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(268)	(246)	(229)	(209)	(210)
Pre-tax profit	**2,577**	**2,407**	**3,786**	**4,581**	**5,558**
Income tax	493	455	719	893	1,112
After-tax profit	**2,085**	**1,952**	**3,066**	**3,688**	**4,446**
% net margin	7.4%	7.3%	9.6%	10.5%	11.5%
Shares in affiliates' Earnings	29	23	40	44	48
Minority interests	(21)	(20)	(21)	(19)	(27)
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	**2,093**	**1,956**	**3,085**	**3,713**	**4,468**
Normalized profit	**2,093**	**1,956**	**3,085**	**3,713**	**4,468**
EPS (Bt)	0.5	0.4	0.7	0.8	1.0
Normalized EPS (Bt)	0.5	0.4	0.7	0.8	1.0

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	18,179	16,184	17,597	18,083	18,998
Cash & cash equivalent	1,299	1,224	1,287	1,178	1,234
Account receivables	1,271	666	1,312	1,924	2,122
Inventories	15,603	14,287	14,998	14,981	15,642
Others	7	7	0	0	0
Investments & loans	815	838	838	838	838
Net fixed assets	16,105	17,148	17,719	18,447	19,319
Other assets	887	1,850	1,950	2,005	2,065
Total assets	**35,986**	**36,020**	**38,105**	**39,373**	**41,220**
LIABILITIES:					
Current liabilities:	18,824	15,261	15,941	14,977	14,105
Account payables	3,399	2,988	3,586	3,924	4,302
Bank overdraft & ST loans	14,220	11,193	10,736	9,574	8,431
Current LT debt	953	884	1,342	1,197	1,054
Others current liabilities	252	197	277	282	319
Total LT debt	**833**	**2,303**	**1,342**	**1,197**	**1,054**
Others LT liabilities	198	1,242	1,426	1,431	1,436
Total liabilities	**19,855**	**18,806**	**18,709**	**17,605**	**16,595**
Minority interest	219	233	254	272	299
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	4,202	4,402	4,602	4,602	4,602
Share premium	4,739	4,739	4,739	4,739	4,739
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	2	(5)	(5)	(5)	(5)
Retained earnings	**6,969**	**7,845**	**9,806**	**12,159**	**14,991**
Shareholders' equity	15,912	16,981	19,142	21,495	24,327
Liabilities & equity	**35,986**	**36,020**	**38,105**	**39,373**	**41,220**

GLOBAL has continued to open new stores

Sources: Company data, Thanachart estimates

Strong and sustainable cash flows, on our estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	2,577	2,407	3,786	4,581	5,558
Tax paid	(457)	(502)	(663)	(882)	(1,080)
Depreciation & amortization	931	1,164	1,253	1,350	1,460
Chg In w orking capital	(1,623)	1,510	(759)	(258)	(482)
Chg In other CA & CL / minorities	45	(63)	(21)	(31)	0
Cash flow from operations	**1,473**	**4,515**	**3,596**	**4,760**	**5,456**
Capex	(2,577)	(2,207)	(1,750)	(2,000)	(2,250)
Right of use	0	(1,270)	(64)	(64)	(64)
ST loans & investments	0	0	7	0	0
LT loans & investments	(29)	(23)	0	0	0
Adj for asset revaluation	3	(7)	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(449)	1,424	158	6	(21)
Cash flow from investments	**(3,052)**	**(2,083)**	**(1,649)**	**(2,058)**	**(2,335)**
Debt financing	3,074	(1,627)	(959)	(1,452)	(1,430)
Capital increase	200	200	200	0	0
Dividends paid	(823)	(863)	(1,124)	(1,360)	(1,636)
Warrants & other surplus	(235)	(218)	0	0	0
Cash flow from financing	**2,217**	**(2,507)**	**(1,884)**	**(2,812)**	**(3,066)**
Free cash flow	**(1,104)**	**2,309**	**1,846**	**2,760**	**3,206**

2022F PE is below its 33.5x five-year average during 2016-20

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	46.7	50.2	31.9	26.5	22.0
Normalized PE - at target price (x)	65.5	70.3	44.7	37.2	30.9
PE (x)	46.7	50.2	31.9	26.5	22.0
PE - at target price (x)	65.5	70.3	44.7	37.2	30.9
EV/EBITDA (x)	34.8	34.1	23.9	20.1	16.8
EV/EBITDA - at target price (x)	47.0	46.2	32.4	27.4	23.0
P/BV (x)	6.2	5.8	5.1	4.6	4.0
P/BV - at target price (x)	8.6	8.1	7.2	6.4	5.7
P/CFO (x)	66.4	21.7	27.4	20.7	18.0
Price/sales (x)	3.5	3.7	3.1	2.8	2.5
Dividend yield (%)	0.9	1.0	1.3	1.5	1.8
FCF Yield (%)	(1.1)	2.4	1.9	2.8	3.3
(Bt)					
Normalized EPS	0.5	0.4	0.7	0.8	1.0
EPS	0.5	0.4	0.7	0.8	1.0
DPS	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4
BV/share	3.5	3.7	4.2	4.7	5.3
CFO/share	0.3	1.0	0.8	1.0	1.2
FCF/share	(0.2)	0.5	0.4	0.6	0.7

Sources: Company data, Thanachart estimates

We expect solid earnings growth from this year

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	10.5	(4.6)	19.1	9.9	10.3
Net profit (%)	4.5	(6.6)	57.7	20.3	20.3
EPS (%)	4.2	(6.9)	57.3	20.2	20.3
Normalized profit (%)	4.5	(6.6)	57.7	20.3	20.3
Normalized EPS (%)	4.2	(6.9)	57.3	20.2	20.3
Dividend payout ratio (%)	41.2	51.9	40.0	40.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	22.6	23.9	25.5	25.8	26.3
Operating margin (%)	8.2	7.8	10.6	11.6	12.8
EBITDA margin (%)	11.5	12.2	14.5	15.5	16.6
Net margin (%)	7.4	7.3	9.6	10.5	11.5
D/E (incl. minor) (x)	1.0	0.8	0.7	0.5	0.4
Net D/E (incl. minor) (x)	0.9	0.8	0.6	0.5	0.4
Interest coverage - EBIT (x)	8.6	8.5	14.7	19.6	23.6
Interest coverage - EBITDA (x)	12.1	13.3	20.2	26.0	30.5
ROA - using norm profit (%)	6.2	5.4	8.3	9.6	11.1
ROE - using norm profit (%)	13.7	11.9	17.1	18.3	19.5
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	13.6	11.9	17.0	18.2	19.4
- asset turnover (x)	0.8	0.7	0.9	0.9	1.0
- operating margin (%)	10.1	9.9	12.6	13.6	14.9
- leverage (x)	2.2	2.2	2.1	1.9	1.8
- interest burden (%)	90.6	90.7	94.3	95.6	96.4
- tax burden (%)	80.9	81.1	81.0	80.5	80.0
WACC (%)	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5
ROIC (%)	6.9	5.6	9.1	10.5	12.3
NOPAT (Bt m)	1,862	1,704	2,734	3,291	3,964
invested capital (Bt m)	30,619	30,136	31,275	32,285	33,631

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

Recommendation Structure:
Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an “Overweight” sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. “Underweight” is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. “Neutral” is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 82 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ADVA16C2110A, AEON16C2108A, AOT16C2109A, BAM16C2110A, BANP16C2109A, BANP16C2110A, BCH16C2111B, BCH16C2111A, BCH16C2109A, BCPG16C2111A, BDMS16C2109A, BGRI16C2110A, BH16C2109A, CBG16C2108A, CBG16C2109A, CBG16C2109B, CHG16C2111A, COM716C2110A, CPAL16C2111A, CPAL16C2109A, CPF16C2108A, CPN16C2109A, DELT16C2108A, DELT16C2109A, DOHO16C2111A, DTAC16C2112A, EA16C2108A, EA16C2110A, EGCO16C2110A, EPG16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2110A, GUNK16C2108A, GUNK16C2110A, IRPC16C2108A, IRPC16C2110A, IVL16C2111A, IVL16C2109A, IVL16C2110A, JMAR16C2111A, JMT16C2110A, KBAN16C2111B, KBAN16C2111A, KBAN16C2108A, KBAN16C2109A, KCE16C2109A, KCE16C2110A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, MINT16C2109A, MTC16C2108A, MTC16C2109A, OR16C2108A, OR16C2109A, PRM16C2109A, PTG16C2109A, PTT16C2109A, PTTG16C2111A, PTTG16C2108A, PTTG16C2110A, RBF16C2110A, RS16C2108A, RS16C2109A, S5016P2109B, S5016C2109D, S5016C2112A, S5016P2112A, S5016C2109C, S5016C2109A, S5016C2109B, S5016P2109A, S5016P2109B, SAWA16C2112A, SCB16C2111A, SCGP16C2109A, STEC16C2110A, STGT16C2111A, TASC16C2109A, TQM16C2108A, TU16C2111A, TU16C2110A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AOT, BAM, BANPU, BCH, BCPG, BDMS, BGRIM, BH, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DOHOME, EA, EGCO, EPG, GPSC, GUNKUL, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MINT, MTC, OR, PRM, PTG, PTT, PTTGC, RBF, RS, SET50, SCGP, STEC, STGT, TASCO, TQM, TU). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทุนธนชาต จากัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จากัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จากัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททุนธนชาต จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททุนธนชาต จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทุนธนชาต จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมู่ศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอัศวินี ไตลังคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ “หุ้นกู้ บริษัท สหกลอิควิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สหกลอิควิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจัดจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566” ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย
พิมพ์ผกา นิจการุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

พลังงาน , ปิโตรเคมี, กระดาษ
จักร เรืองสินภิญญา
Tel: 662-779-9104
chak.reu@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร
ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์
Tel: 662-483-8296
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เดินเรือ
พัทธดนย์ บุนนาค
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย์
พรรณารายณ์ ติยะพิทยารัตน์
Tel: 662-779-9109
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง
รตา ลิ้มสุทธิวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน
สรัชดา ศรทรง
Tel: 662-779-9106
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา
ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์
Tel: 662-779-9112
saksid.pha@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม
ศิริพร อรุโณทัย
Tel: 662-779-9113
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒน์หิรัญกุล, CFA
Tel: 662-779-9120
adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค
ภัทรวัลล์ หวังมิ่งมาศ
Tel: 662-779-9105
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค
วิชนันท์ ธรรมบำรุง
Tel: 662-779-9123
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล
Tel: 662-483-8304
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ
สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัศมีพัฒน์
Tel: 662-483-8303
sittichet.run@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แปล
ลาภินี ทิพยมณฑล
Tel: 662-779-9115
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล
Tel: 662-779-9108
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุศล
Tel: 662-779-9118
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์
Tel: 662-779-9114
varathip.run@thanachartsec.co.th

สุเนตร รักษาวัด
Tel: 662-779-9117
sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี
Tel: 662-779-9116
suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สถาพร
Tel: 662-779-9198
sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.
Research Team
19 Floor, MBK Tower
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330
Tel: 662 -779-9119
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th