

BUY (Unchanged)

TP: Bt 30.00

(Unchanged)

Change in Numbers

Upside : 45.6%

8 SEPTEMBER 2021

Siam Global House PCL (GLOBAL TB)

เติบโตท่ามกลางอุปสรรค

การดำเนินงานของ GLOBAL มีความแข็งแกร่งต้านทานต่อวิกฤตโควิด และยอดขายสาขาเดิมเติบโต 14-15% y-y ในเดือนก.ค.-ส.ค. 2021 และ 8% จากช่วงเดียวกันในปี 2019 เราเชื่อว่าฐานรายได้ภาคการเกษตร และส่วนแบ่งตลาดที่เพิ่มขึ้นจะเป็นปัจจัยหนุนหลัก คงคำแนะนำ "ซื้อ"



PHANNARAI TIYAPITTAYARUT

662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

ส่วนทางแนวโน้มเศรษฐกิจ

รวมผลกระทบจากการปิดร้าน 4-6 แห่ง (จากทั้งหมด 74 แห่ง) ในช่วงเวลาดังกล่าว GLOBAL มียอดขายสาขาเดิมเติบโต 10% y-y ในเดือนก.ค. และ 19% y-y ในเดือนส.ค.2021 และเมื่อเทียบกับช่วงเวลาเดียวกันในปี 2019 ยอดขายสาขาเดิมเพิ่มขึ้น 8% ในเดือนก.ค.-ส.ค. ซึ่งบ่งชี้ว่า GLOBAL สามารถต้านทานวิกฤตโควิดได้ดี อันที่จริงแล้วแนวโน้มนี้เป็นมาตั้งแต่ต้นปี ด้วยยอดขายสาขาเดิมเติบโต 24% y-y ใน 1H21 หรือมากกว่าใน 1H19 อยู่ 7% เราเชื่อว่าปัจจัยผลักดันมาจาก ฐานรายได้ภาคการเกษตรที่สูงขึ้นตั้งแต่ปลายปีที่แล้ว, ร้านค้าภายใต้แนวคิดใหม่หลังปรับโฉมใหม่ของ GLOBAL ได้ดึงดูดผู้มาใช้บริการและส่วนแบ่งตลาด และผลิตภัณฑ์ใหม่ที่เน้นอุปกรณ์ตกแต่งบ้านซึ่งมีราคาสูงกว่าวัสดุก่อสร้าง

ทบทวนเรื่องราวการเติบโต

เนื่องจากแนวโน้มธุรกิจที่แข็งแกร่งกว่าคาดในช่วงวิกฤตโควิด เราจึงปรับประมาณการกำไรของเราขึ้น 3% ต่อปี ในปี 2021-23F แต่คงราคาเป้าหมายไว้ที่ 30 บาท เช่นเดิม เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" GLOBAL ด้วยคิดว่ากำไรจะเติบโต 63%/20%/20% ในปี 2021-23F โดยมีปัจจัยหลักผลักดันมาจากยอดขายสาขาเดิมที่เติบโต 4-16% ต่อปี, การขยายสาขา 5-7 สาขา ต่อปี (จาก 71 สาขา ในปี 2020) และอัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้น 37-164bp ต่อปี โดยเบื้องหลังปัจจัยขับเคลื่อนเหล่านี้ คือความทันสมัยมากขึ้นและร้านค้าภายใต้แนวคิดใหม่ของ GLOBAL ที่ผลักดันยอดขายผลิตภัณฑ์ตกแต่งบ้านและยอดขายสาขาเดิม การมีสัดส่วนยอดขายสินค้าแฮนด์แบรด์ที่เพิ่มขึ้น (19.5% ในปี 2020 เป็น 21% ใน 2021F และ 23% ใน 2023F) ซึ่งผลักดันอัตรากำไรขั้นต้น และแนวโน้มความเป็นเมืองมากขึ้นที่ขยายไปสู่อำเภอรองหนุนการขยายสาขา

ร้านค้าภายใต้แนวคิดใหม่

เรามองว่าการปรับโฉมร้านด้วยแนวคิดใหม่เป็นหนึ่งในเหตุผลที่ทำให้ผลการดำเนินงานแข็งแกร่ง และมีส่วนแบ่งตลาดเพิ่มขึ้นจากร้านค้าแบบดั้งเดิม โดยสรุป GLOBAL ได้ปรับโฉมร้านในช่วงปี 2017-19 แนวคิดใหม่คือการทำให้ร้านมีความทันสมัยมากขึ้นสำหรับผู้บริโภค และเหมือนโกดังสินค้าของลงสำหรับผู้รับเหมารายย่อยซึ่งสามารถดูคลังสินค้าด้านหลังร้านได้ ปัจจุบันทุกร้านของ GLOBAL ติดเครื่องปรับอากาศ ซึ่งลูกค้าสามารถเดินชิลสบายๆ ท่ามกลางแอร์เย็นฉ่ำ ซ้อสินค้าได้อย่างสะดวกสบาย เพลิดเพลินไปกับสินค้าครบครัน หลากหลาย ทั้งสินค้าวัสดุก่อสร้าง ของตกแต่งบ้าน สินค้าไลฟ์สไตล์ และอื่นๆ อีกมากมาย (แสดงภาพบางส่วนใน Exhibit 12-15) และยังมีร้านนั่งพักจิบกาแฟ เครื่องดื่มอีกด้วย

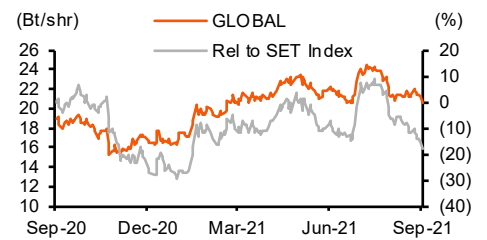
เป็นหุ้นที่มีการเติบโตสูง และไม่แพง

เนื่องจากการปรับโฉมร้านค้าเพิ่งเสร็จสิ้นในปี 2019 เราจึงคาดว่าสามารถเก็บเกี่ยวผลประโยชน์จากแนวคิดใหม่นี้ไปอีกหลายปี นอกจากนี้ GLOBAL ยังมีโอกาสอีกมากที่จะรุกไปยังอำเภอรอง และยังมีอีกกว่า 100 อำเภอที่มีความเป็นเมืองสูงขึ้น เราคาดว่ากำไรจะเติบโตแข็งแกร่งอีก 20%/18% ในปี 2024-25F ที่ 24.7 เท่า PE เทียบกับ EPS ที่เติบโตเฉลี่ยสามปี 20% ในปี 2521-24F เรามองว่า GLOBAL ไม่แพง

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	26,803	32,875	36,145	39,870
Net profit	1,956	3,193	3,839	4,617
Consensus NP	—	3,043	3,401	3,893
Diff frm cons (%)	—	4.9	12.9	18.6
Norm profit	1,956	3,193	3,839	4,617
Prev. Norm profit	—	3,085	3,713	4,468
Chg frm prev (%)	—	3.5	3.4	3.4
Norm EPS (Bt)	0.4	0.7	0.8	1.0
Norm EPS grw (%)	(6.9)	62.8	20.1	20.3
Norm PE (x)	48.3	29.7	24.7	20.5
EV/EBITDA (x)	33.0	22.6	19.0	15.8
P/BV (x)	5.6	4.9	4.4	3.9
Div yield (%)	1.1	1.3	1.6	1.9
ROE (%)	11.9	17.6	18.8	20.0
Net D/E (%)	76.4	63.7	50.2	37.9

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 8-Sep-21 (Bt)	20.60
Market Cap (US\$ m)	2,892.9
Listed Shares (m shares)	4,601.7
Free Float (%)	32.1
Avg Daily Turnover (US\$ m)	8.7
12M Price H/L (Bt)	24.40/15.21
Sector	Commerce
Major Shareholder	Suriyawanakul family 33.66%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

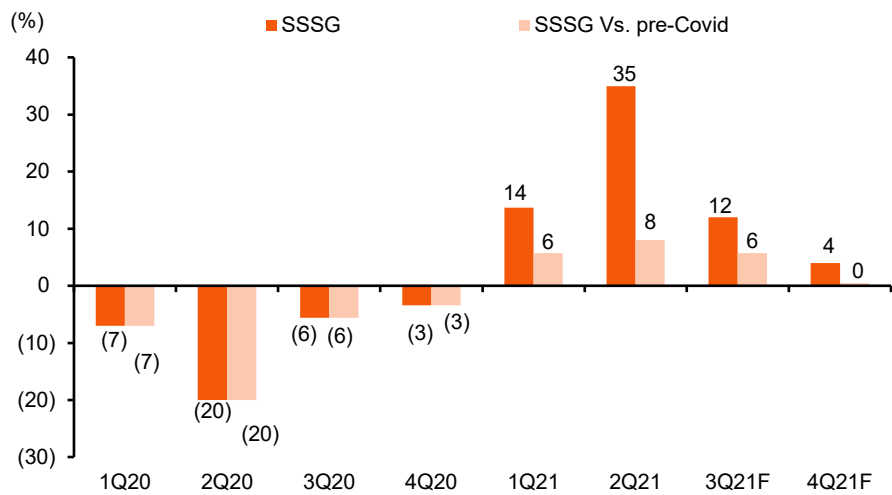


Ex 1: Key Assumption Changes

	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
SSSG (%)							
New	(0.1)	(8.9)	16.0	5.0	4.0	4.0	4.0
Old	(0.1)	(8.9)	12.7	5.0	4.0	4.0	4.0
Normalized profit (Bt m)							
New	2,093	1,956	3,193	3,839	4,617	5,537	6,525
Old	2,093	1,956	3,085	3,713	4,468	5,359	6,317
Change (%)	0.0	0.0	3.5	3.4	3.4	3.3	3.3

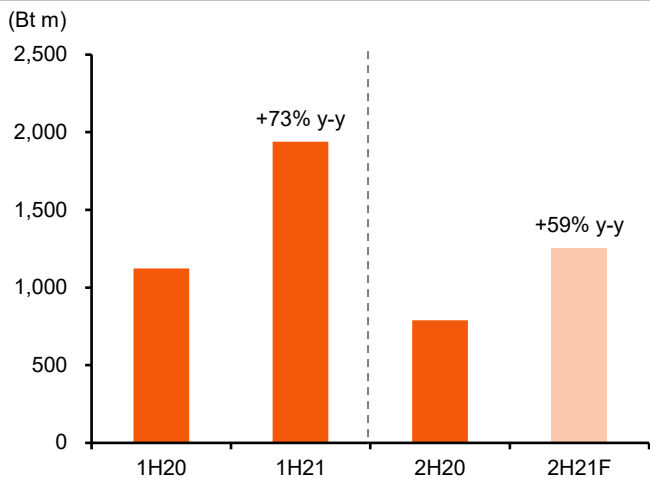
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Quarterly SSSG And SSSG Vs. Pre-Covid



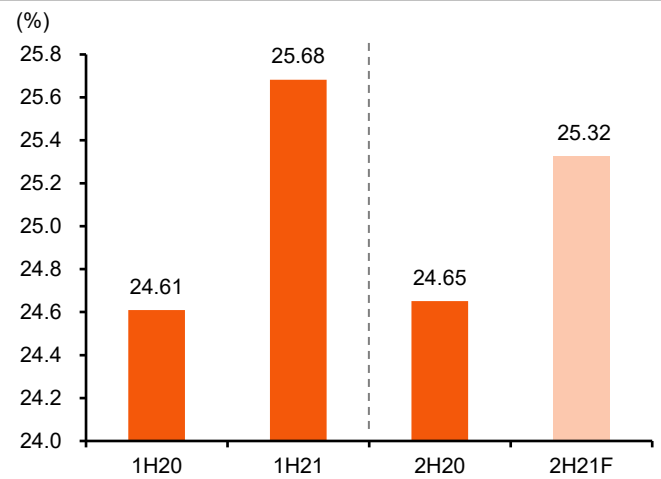
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: 1H21 Vs. 2H21F Profit



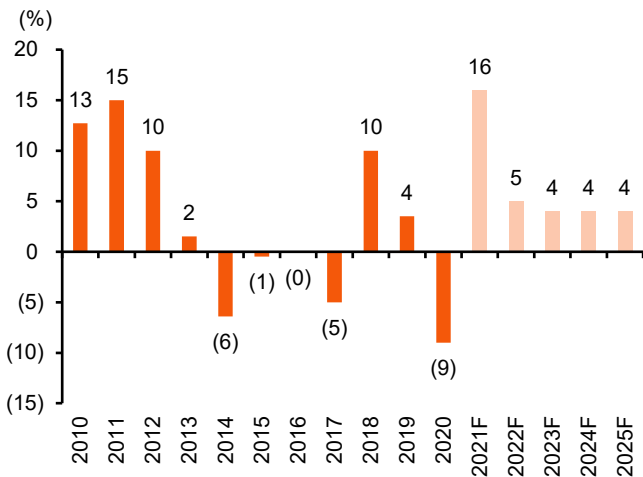
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: 1H21 Vs. 2H21F Gross Profit



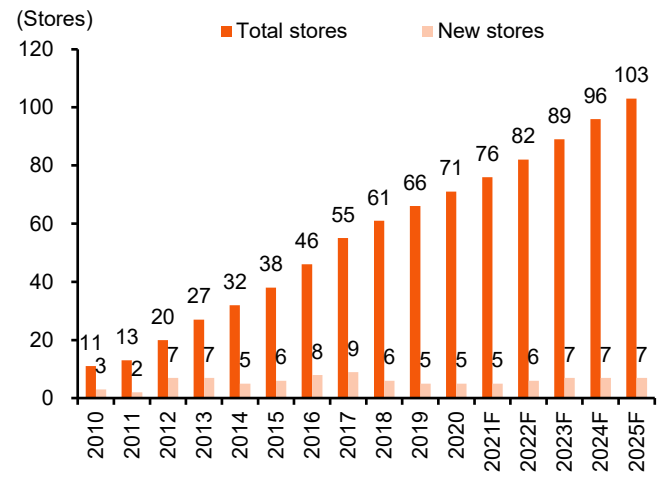
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Yearly SSSG



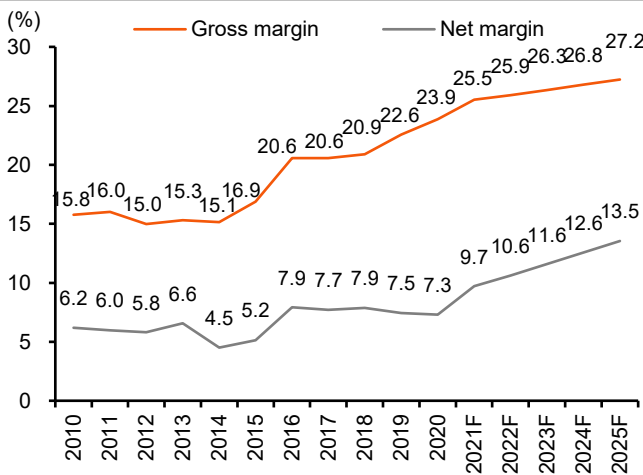
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Branch Expansion – Thailand



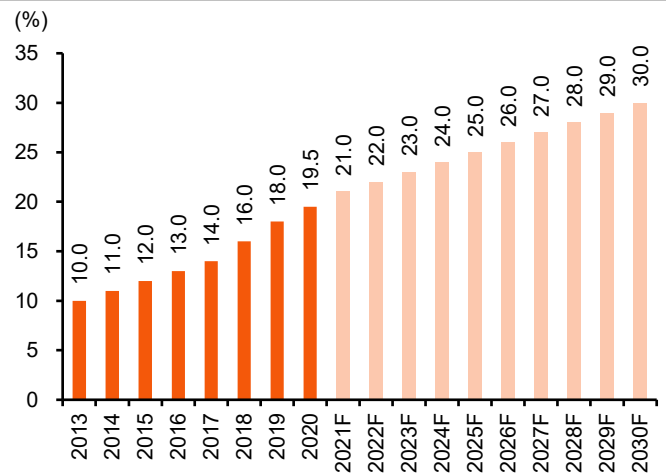
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: Gross Margin Expansion



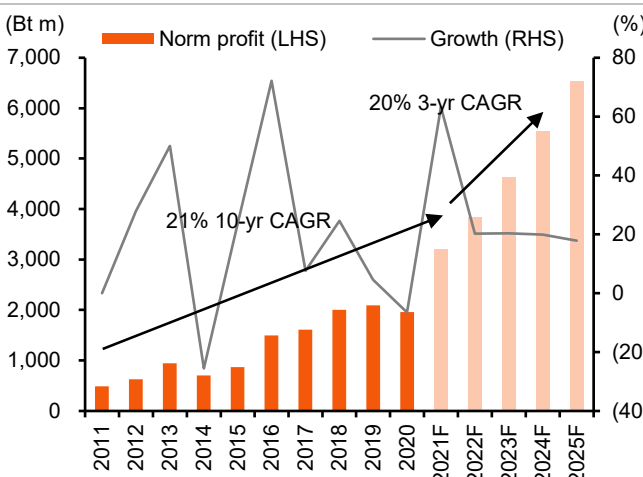
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: Private-Label Sales Mix



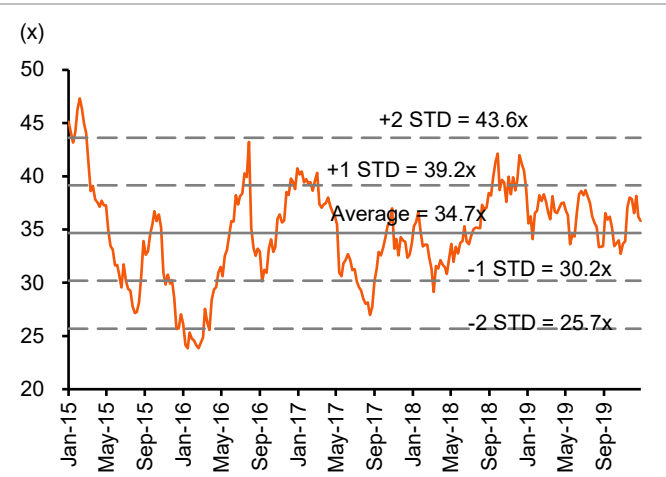
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: Profit Profile



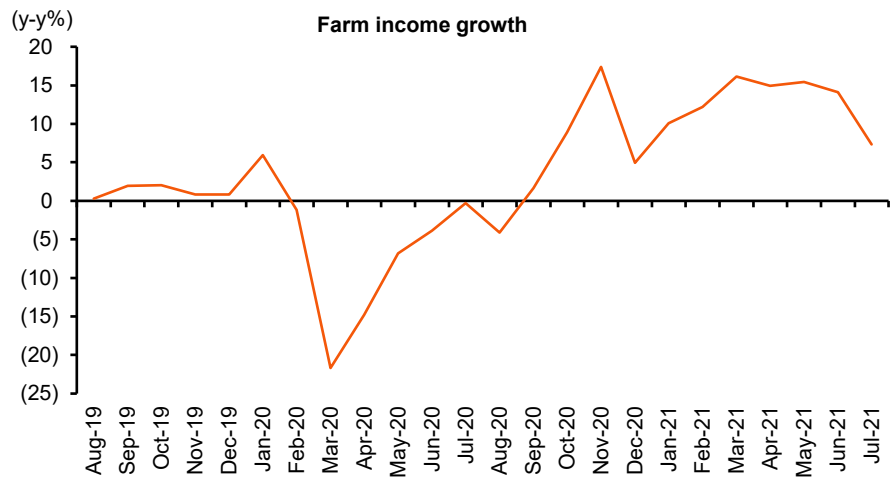
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: GLOBAL's PE



Source: Bloomberg

Ex 11: Rising Farm Income



Source: Office of Agricultural Economics

Ex 12: More Lifestyle Products



Source: Company data

Ex 13: More Lifestyle Products



Source: Company data

Ex 14: The Magnet – Electronic Appliances



Source: Company data

Ex 15: La Mayon Coffee Shops



Source: Company data

Ex 16: 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	5,500	6,500	7,653	8,847	9,907	11,062	12,319	13,686	15,172	16,297	17,187	
Free cash flow	3,133	3,568	5,495	7,134	8,414	7,482	8,555	9,721	10,984	13,973	15,010	233,091
PV of free cash flow	3,125	3,080	4,406	5,314	5,699	4,688	4,958	5,210	5,446	6,409	6,074	94,317
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.0											
WACC (%)	7.6											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	150,726.3											
Net debt (2021F)	12,419.1											
Minority interest	254.2											
Equity value	138,053.0											
# 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 17: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div. yield	
			21F (%)	22F (%)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (%)	22F (%)
Marks & Spencer	MKS LN	Britain	(86.7)	na	76.8	11.9	1.0	1.4	8.8	6.3	0.0	0.7
J Sainsbury PLC	SBRY LN	Britain	(44.4)	99.1	24.7	12.4	0.8	0.9	6.6	5.7	5.3	4.2
Tesco	TSCO LN	Britain	(53.0)	86.3	22.9	12.3	1.1	1.4	8.8	7.4	3.5	4.1
Carrefour SA	CA FP	France	13.5	12.4	11.0	9.8	1.2	1.1	6.4	6.0	3.5	3.9
Casino Guichard	CO FP	France	38.5	17.0	11.0	9.4	0.8	0.8	7.3	7.0	5.1	6.0
L'Oreal SA	OR FP	France	19.0	10.2	45.8	41.5	7.2	6.6	27.9	25.8	1.1	1.3
Alimentation Couche	ATD/B CN	Canada	22.7	2.3	21.3	20.8	4.7	4.3	10.0	9.8	0.6	0.7
Aeon	8267 JP	Japan	na	na	na	93.2	2.6	2.7	10.8	9.1	1.2	1.2
Kao Corporation	4452 JP	Japan	1.6	11.0	25.6	23.1	3.5	3.3	12.6	11.6	2.1	2.2
Lion Corporation	4912 JP	Japan	(25.8)	6.4	25.2	23.7	2.2	2.1	11.2	10.4	1.3	1.3
Shiseido Co. Ltd	4911 JP	Japan	na	25.5	69.3	55.2	6.3	5.8	29.5	20.7	0.6	0.7
Lawson	2651 JP	Japan	(56.6)	96.1	62.9	32.1	2.1	2.1	4.4	3.8	2.7	2.7
Seven & I Holdings	3382 JP	Japan	(25.7)	33.3	28.4	21.3	1.7	1.6	6.8	5.6	1.9	2.0
Lotte Corp	004990 KS	South Korea	167.9	20.0	11.2	9.3	0.6	0.5	9.1	8.9	3.5	3.8
Shinsegae	004170 KS	South Korea	na	24.9	11.5	9.2	0.7	0.7	8.5	8.3	0.7	0.7
Amore Pacific Group	002790 KS	South Korea	193.6	19.8	25.1	21.0	1.5	1.4	5.9	5.0	0.7	0.7
Best Buy Co Inc	BBY US	USA	23.2	(3.4)	11.4	11.8	6.7	6.7	6.2	6.5	2.0	2.5
Wal-Mart Stores	WMT US	USA	13.5	4.3	23.2	22.3	4.9	4.5	11.9	11.5	1.5	1.5
Home Depot Inc	HD US	USA	21.3	4.5	22.6	21.6	288.6	2,610.7	15.7	15.3	1.8	2.0
Yonghui Superstores	601933 CH	China	na	na	na	34.0	2.1	2.0	37.5	22.4	1.2	1.7
Sa International	178 HK	Hong Kong	na	na	na	102.2	3.9	3.6	na	25.2	0.0	0.9
Dairy Farm Intl Hldgs	DFI SP	Hong Kong	(27.0)	57.5	28.2	17.9	3.8	3.5	12.7	11.5	3.1	4.4
President Chain Store	2912 TT	Taiwan	(7.3)	20.8	30.0	24.9	7.1	6.7	12.1	10.9	3.1	3.5
7-Eleven Malaysia	SEM MK	Malaysia	(14.6)	51.2	37.8	25.0	20.1	21.2	9.5	9.1	1.8	2.6
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	37.1	42.1	30.7	19.2	16.2	27.9	21.1	1.9	2.7
CP All *	CPALL TB	Thailand	(34.9)	70.9	58.2	34.1	5.6	5.1	16.4	14.1	0.9	1.5
Central Pattana *	CPN TB	Thailand	(44.7)	127.5	81.5	35.8	3.2	3.0	22.2	16.3	0.9	1.4
Central Retail Corp. *	CRC TB	Thailand	na	106.4	73.7	35.7	3.7	3.5	11.1	9.7	0.5	1.1
Siam Global House *	GLOBAL TB	Thailand	62.8	20.1	29.7	24.7	4.9	4.4	22.6	19.0	1.3	1.6
Home Product*	HMPRO TB	Thailand	(1.0)	19.8	35.8	29.9	8.4	7.8	18.9	16.5	2.2	2.7
Siam Makro *	MAKRO TB	Thailand	10.2	8.0	37.3	34.6	11.1	10.3	21.8	20.4	2.0	2.3
Mc Group *	MC TB**	Thailand	(20.6)	29.5	21.0	16.2	2.1	2.1	8.3	7.5	4.8	5.9
Average			6.9	36.0	34.7	28.3	13.2	83.3	13.9	12.2	1.9	2.3

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates using normalized EPS growth, ** MC's fiscal year ends in June. The figures shown in the table are for FY22F and FY23F
Based on 8 September 2021 closing price

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

GLOBAL เป็นหนึ่งในผู้นำตลาดค้าปลีกวัสดุก่อสร้างและอุปกรณ์ตกแต่งบ้าน ภายใต้แบรนด์ "โกลบอลเฮ้าส์" GLOBAL มีสาขาทั้งหมด 74 สาขา ตั้งอยู่ในต่างจังหวัดในประเทศไทย และมี 1 สาขา ในกทม.พญา

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

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

O — Opportunity

- การเปลี่ยนแปลงไลฟ์สไตล์ของประชาชน โดยหันมาซื้อสินค้าทางห้างสมัยใหม่มากกว่าร้านแบบดั้งเดิม
- เราเห็นการเติบโตที่เร็วขึ้น และความเสี่ยงที่ลดลงหลัง SCC ซื้อหุ้น GLOBAL
- การขยายไปยังตลาด CLMV

CONSENSUS COMPARISON

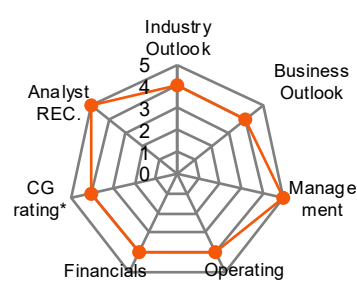
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	26.02	30.00	15%
Net profit 21F (Bt m)	3,043	3,193	5%
Net profit 22F (Bt m)	3,401	3,839	13%
Consensus REC	BUY: 12	HOLD: 2	SELL: 2

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรสุทธิปี 2021-22F ของเราสูงกว่าตลาด 5-13% เนื่องจากเราให้สมมติฐานอัตราการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมและอัตรากำไรขั้นต้นที่สูงขึ้น เนื่องจากจำนวนที่แข็งแกร่ง YTD
- ด้วยปรับมาใช้ปีฐาน 2022F เราเชื่อว่าเป็นเหตุผลที่ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Rating Scale

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

Source: Thanachart; * CG Rating

W — Weakness

- ไม่มีสาขาในกรุงเทพฯ

T — Threat

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

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากจำนวนสาขาที่เปิดใหม่ต่ำกว่าที่เราคาด จะทำให้เกิดความเสี่ยงต่อประมาณการและคำแนะนำของเรา
- หากการแข่งขันรุนแรงมากกว่าคาด จะส่งผลกระทบต่อประมาณการเติบโตของยอดขายสาขาเดิม และอัตรากำไรของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

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

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	28,081	26,803	32,875	36,145	39,870
Cost of sales	21,741	20,401	24,483	26,785	29,365
Gross profit	6,340	6,402	8,392	9,360	10,504
% gross margin	22.6%	23.9%	25.5%	25.9%	26.3%
Selling & administration expenses	4,038	4,301	4,898	5,133	5,382
Operating profit	2,302	2,101	3,493	4,228	5,122
% operating margin	8.2%	7.8%	10.6%	11.7%	12.8%
Depreciation & amortization	931	1,164	1,253	1,350	1,460
EBITDA	3,232	3,265	4,747	5,578	6,581
% EBITDA margin	11.5%	12.2%	14.4%	15.4%	16.5%
Non-operating income	544	552	657	723	837
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(268)	(246)	(231)	(212)	(213)
Pre-tax profit	2,577	2,407	3,919	4,738	5,746
Income tax	493	455	745	924	1,149
After-tax profit	2,085	1,952	3,175	3,814	4,597
% net margin	7.4%	7.3%	9.7%	10.6%	11.5%
Shares in affiliates' Earnings	29	23	40	44	48
Minority interests	(21)	(20)	(22)	(19)	(27)
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	2,093	1,956	3,193	3,839	4,617
Normalized profit	2,093	1,956	3,193	3,839	4,617
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

GLOBAL has continued to open new stores

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	18,179	16,184	18,066	18,569	19,509
Cash & cash equivalent	1,299	1,224	1,287	1,178	1,234
Account receivables	1,271	666	1,351	1,981	2,185
Inventories	15,603	14,287	15,428	15,410	16,091
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	1,971	2,027	2,090
Total assets	35,986	36,020	38,594	39,881	41,756
LIABILITIES:					
Current liabilities:	18,824	15,261	16,309	15,291	14,358
Account payables	3,399	2,988	3,689	4,036	4,425
Bank overdraft & ST loans	14,220	11,193	10,965	9,747	8,538
Current LT debt	953	884	1,371	1,218	1,067
Others current liabilities	252	197	284	290	328
Total LT debt	833	2,303	1,371	1,218	1,067
Others LT liabilities	198	1,242	1,432	1,437	1,443
Total liabilities	19,855	18,806	19,111	17,947	16,868
Minority interest	219	233	254	273	301
Preferred 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	9,892	12,325	15,251
Shareholders' equity	15,912	16,981	19,228	21,661	24,587
Liabilities & equity	35,986	36,020	38,594	39,881	41,756

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

Strong and sustainable cash flows, on our estimates

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	2,577	2,407	3,919	4,738	5,746
Tax paid	(457)	(502)	(682)	(913)	(1,116)
Depreciation & amortization	931	1,164	1,253	1,350	1,460
Chg In working capital	(1,623)	1,510	(1,125)	(265)	(496)
Chg In other CA & CL / minorities	45	(63)	(21)	(33)	(0)
Cash flow from operations	1,473	4,515	3,345	4,878	5,593
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	144	6	(22)
Cash flow from investments	(3,052)	(2,083)	(1,663)	(2,058)	(2,336)
Debt financing	3,074	(1,627)	(673)	(1,523)	(1,510)
Capital increase	200	200	200	0	0
Dividends paid	(823)	(863)	(1,146)	(1,406)	(1,691)
Warrants & other surplus	(235)	(218)	0	0	0
Cash flow from financing	2,217	(2,507)	(1,619)	(2,929)	(3,202)
Free cash flow	(1,104)	2,309	1,595	2,878	3,343

VALUATION

2022F PE is below its 34.7x five-year average during 2015-19

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	45.0	48.3	29.7	24.7	20.5
Normalized PE - at target price (x)	65.5	70.3	43.2	36.0	29.9
PE (x)	45.0	48.3	29.7	24.7	20.5
PE - at target price (x)	65.5	70.3	43.2	36.0	29.9
EV/EBITDA (x)	33.7	33.0	22.6	19.0	15.8
EV/EBITDA - at target price (x)	47.0	46.2	31.7	26.7	22.4
P/BV (x)	5.9	5.6	4.9	4.4	3.9
P/BV - at target price (x)	8.6	8.1	7.2	6.4	5.6
P/CFO (x)	63.9	20.9	28.3	19.4	16.9
Price/sales (x)	3.4	3.5	2.9	2.6	2.4
Dividend yield (%)	0.9	1.1	1.3	1.6	1.9
FCF Yield (%)	(1.2)	2.4	1.7	3.0	3.5
(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	0.7	1.1	1.2
FCF/share	(0.2)	0.5	0.3	0.6	0.7

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

We expect solid earnings growth from this year

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	10.5	(4.6)	22.7	9.9	10.3
Net profit (%)	4.5	(6.6)	63.2	20.2	20.3
EPS (%)	4.2	(6.9)	62.8	20.1	20.3
Normalized profit (%)	4.5	(6.6)	63.2	20.2	20.3
Normalized EPS (%)	4.2	(6.9)	62.8	20.1	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	25.9	26.3
Operating margin (%)	8.2	7.8	10.6	11.7	12.8
EBITDA margin (%)	11.5	12.2	14.4	15.4	16.5
Net margin (%)	7.4	7.3	9.7	10.6	11.5
D/E (incl. minor) (x)	1.0	0.8	0.7	0.6	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	15.1	19.9	24.0
Interest coverage - EBITDA (x)	12.1	13.3	20.5	26.3	30.9
ROA - using norm profit (%)	6.2	5.4	8.6	9.8	11.3
ROE - using norm profit (%)	13.7	11.9	17.6	18.8	20.0
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	13.6	11.9	17.5	18.7	19.9
- asset turnover (x)	0.8	0.7	0.9	0.9	1.0
- operating margin (%)	10.1	9.9	12.6	13.7	14.9
- leverage (x)	2.2	2.2	2.1	1.9	1.8
- interest burden (%)	90.6	90.7	94.4	95.7	96.4
- tax burden (%)	80.9	81.1	81.0	80.5	80.0
WACC (%)	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6
ROIC (%)	6.9	5.6	9.4	10.8	12.5
NOPAT (Bt m)	1,862	1,704	2,830	3,403	4,097
invested capital (Bt m)	30,619	30,136	31,647	32,666	34,026

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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 ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ถือและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 101 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ADVA16C2110A, AMAT16C2112A, AOT16C2109A, AOT16C2112A, BAM16C2110A, BAM16C2112A, BANP16C2109A, BANP16C2110A, BANP16C2112A, BCH16C2109A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCPG16C2111A, BDMS16C2109A, BGRI16C2110A, BGRI16C2112A, BH16C2109A, CBG16C2109A, CBG16C2109B, CBG16C2201A, CHG16C2111A, CHG16C2112A, COM716C2110A, COM716C2112A, CPAL16C2109A, CPAL16C2111A, CPAL16C2112A, CPF16C2112A, CPN16C2109A, DELT16C2109A, DELT16C2112A, DOHO16C2111A, DOHO16C2112A, DTAC16C2112A, EA16C2110A, EGCO16C2110A, EPG16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2110A, GPSC16C2201A, GULF16C2112A, GUNK16C2110A, GUNK16C2112A, GUNK16C2201A, HANA16C2112A, IRPC16C2110A, IRPC16C2112A, IVL16C2110A, IVL16C2110A, IVL16C2111A, JMART16C2111A, JMAR16C2111A, JMT16C2110A, KBAN16C2109A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111B, KCE16C2109A, KCE16C2110A, KCE16C2201A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, KTC16C2112A, MEGA16C2112A, MINT16C2109A, MINT16C2112A, MTC16C2109A, MTC16C2112A, OR16C2109A, OR16C2112A, PRM16C2109A, PTG16C2109A, PTT16C2109A, PTT16C2112A, PTT16C2112A, PTTG16C2110A, PTTG16C2111A, RBF16C2110A, RBF16C2112A, RS16C2109A, RS16C2112A, S5016C2109A, S5016C2109B, S5016C2109C, S5016C2109D, S5016C2112A, S5016P2109A, S5016P2109B, S5016P2112A, S5016P2112B, SAWA16C2112A, SCB16C2111A, SCB16C2112A, SCC16C2112A, SCGP16C2109A, STA16C2112A, STEC16C2110A, STGT16C2111A, TASC16C2109A, TOP16C2112A, TU16C2110A, TU16C2111A (underlying securities are ACE, ADVANC, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BCH, BCPG, BDMS, BGRI, BH, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, EPG, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MEGA, MINT, MTC, OR, PRM, PTG, PTT, PTTG, PTTG, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, STA, STEC, STGT, TASC, TOP, TU). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้นบริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรสมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอติวีณี ไตลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท 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 นิจารุณ, CFA

Tel: 662-779-9199

pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

พลังงาน , บีโตร์เคมี, กระจดาษ

จักร เรื่องสินภิญญา

Tel: 662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภพ ประสิทธิ์สุทัศน์

Tel: 662-483-8296

nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ

พัทธดนย์ บุณนาค

Tel: 662-483-8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์

Tel: 662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ

Tel: 662-483-8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน

สรชชดา สรทรง

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

อดิศศักดิ์ ผู้พัฒนาหลักทรัพย์, CFA

Tel: 662-779-9120

adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลลีย์ หวังมิ่งมาศ

Tel: 662-779-9105

pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ 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, แพล

ลาภินี ทิพยมณฑล

Tel: 662-779-9115

lapinee.dib@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล

Tel: 662-779-9108

monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุลล

Tel: 662-779-9118

kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

Tel: 662-779-9114

varathip.run@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต

Tel: 662-779-9117

sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปรานี

Tel: 662-779-9116

suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สดภาพร

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
