

HOLD (From: BUY)

TP: Bt 34.00

(From: Bt 37.00)

30 SEPTEMBER 2021

Change in Recommendation

Upside : 1.5%

Central Retail Corp Pcl (CRC TB)

เต็มมูลค่า

เราปรับลดคำแนะนำ CRC เป็น "ถือ" เนื่องจากเต็มมูลค่าแล้ว และถูกถ่วงด้วยธุรกิจห้างสรรพสินค้าที่ชะลอเส้นทางการฟื้นตัวของกำไรโดยรวมของบริษัทฯ นอกจากนี้เรายังคาดว่าจะมีผลขาดทุนทั้งใน 3Q21F และ 4Q21F อีกด้วย



PHANNARAI TIYAPITTAYARUT

662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

ปรับลดคำแนะนำเป็น "ถือ"

เราปรับลดคำแนะนำ CRD เป็น "ถือ" (จาก "ซื้อ") ประการแรก เราคาดว่าเส้นทางการฟื้นตัวของธุรกิจอาร์ตไลน์ (ร้านค้า home DIY และร้านขายอุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์) และธุรกิจอาหาร (ไฮเปอร์มาร์เก็ต/ซูเปอร์มาร์เก็ต/CVS) ของ CRC จะถูกถ่วงด้วยธุรกิจแฟชั่น (ห้างสรรพสินค้า) เราคาดว่ากำไรของ CRC จะกลับไปสู่ปี 2019 ได้ช้ากว่าคู่แข่ง ประการที่สอง เราเชื่อว่า CRC เต็มมูลค่าที่ PE ที่ 30 เท่า บนกำไรปี 2023F เทียบกับ CPN ที่ 26 เท่า, CPALL ที่ 23 เท่า, HMPRO ที่ 25 เท่า และ GLOBAL ที่ 21 เท่า ประการที่สาม เราคาดว่า CRC จะขาดทุนทั้งใน 3Q-4Q21F และปรับลดกำไรปีนี้เหลือ 1.5 พันลบ. และ 24/11/5% ในปี 2022-24F ราคาเป้าหมายปี 2022F ของเราลดลงเหลือ 34 บาท (จาก 37 บาท)

ห้างสรรพสินค้าปัจจัยถ่วง

CRC จัดประเภทธุรกิจห้างสรรพสินค้า ได้แก่ Central และ Robinson ในประเทศไทย และ Rinascente ในอิตาลี เป็นธุรกิจแฟชั่น ธุรกิจแฟชั่นคิดเป็น 33% ของรายได้ของ CRC ในปี 2019 และเราคาดว่าจะคิดเป็น 22% ในปีนี้ และ 28% ในปี 2024F เราคาดว่าธุรกิจแฟชั่นจะเป็นส่วนที่ฟื้นตัวช้าที่สุดสำหรับ CRC เมื่อเทียบกับอีกสองสายธุรกิจ เนื่องจากห้างสรรพสินค้าเป็น counter-trend business ในยุคอีคอมเมิร์ซที่กำลังเติบโต ยอดขายสาขาเดิมของธุรกิจแฟชั่น ลดลง 34% ในปี 2020 และเราคาดว่าจะลดลงอีก 15% ในปีนี้

ธุรกิจอาร์ตไลน์มีแนวโน้มดีที่สุด

จากสามสายธุรกิจ เราคาดว่าธุรกิจอาร์ตไลน์มีแนวโน้มแข็งแกร่งที่สุด ส่วนใหญ่มาจากธุรกิจอุปกรณ์ปรับปรุงบ้านของแบรนด์ไทยวัสดุ ไทยสุดยังคงมีโอกาสให้การขยายตัว และเราคาดว่าจะได้ประโยชน์จากฐานรายได้ภาคการเกษตรที่สูงขึ้น และมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจที่จะเกิดขึ้นของรัฐบาล เราคาดว่ายอดขายอาร์ตไลน์จะเพิ่มขึ้น 21/11/9% ในปี 2022-24F และคิดเป็น 35% ของยอดขายในปี 2024F เทียบกับ 26% ในปี 2019 ส่วนธุรกิจอาหารของ CRC คือ Tops supermarket และ Family Mart CVS ในประเทศไทย และ GO! ไฮเปอร์มาร์เก็ต ในเวียดนาม ด้วยแผนการขยายธุรกิจ เราคาดว่ายอดขายของกลุ่มอาหารจะเติบโต 11/11/9% ในปี 2022-24F และคิดเป็น 37% ของยอดขายในปี 2024F เทียบกับ 41% ในปี 2019

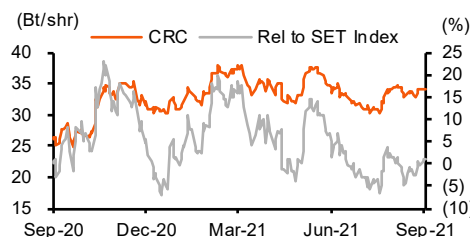
ขอคำปรึกษาอื่นมากกว่า

มูลค่าของ CRC นั้นแพงกว่าคู่แข่งหลายราย ด้วยซื้อขายที่ 30 เท่า ในปี 2023F เทียบกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มฯ ที่ 24 เท่า นอกจากนี้เรายังคาดว่ากำไรของ CRC จะใช้เวลามากกว่าจะกลับสู่ระดับก่อนเกิดโควิด-19 โดยคาดว่าจะกลับมาในปี 2024F เทียบกับหลายบริษัทคู่แข่งในปี 2023F เราชอบบมจ. ซีพี ออลล์ (CPALL) ด้วย PE ที่ถูกกว่าที่ 23 เท่า ในปี 2023F และมีหนี้สินลดลง และมีเรื่องราวการฟื้นตัวของโลตัส นอกจากนี้เรายังชอบบมจ. สยามโกลบอลเฮ้าส์ (GLOBAL) ซึ่งซื้อขายที่ 21 เท่า 2023F PE จากแนวโน้มตลาดอุปกรณ์ปรับปรุงบ้านที่แข็งแกร่ง นอกจากนี้เรายังมีบมจ. โฮม โปรดักส์ เซ็นเตอร์ (HMPRO) ที่เราแนะนำ "ซื้อ" ดู Exhibit 3 สำหรับการเปรียบเทียบบริษัทคู่แข่ง

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	179,947	163,558	201,855	228,179
Net profit	46	(1,462)	4,291	6,663
Consensus NP	—	499	4,853	7,310
Diff frm cons (%)	—	(393.1)	(11.6)	(8.8)
Norm profit	46	(1,462)	4,291	6,663
Prev. Norm profit	—	2,743	5,660	7,524
Chg frm prev (%)	—	(153.3)	(24.2)	(11.4)
Norm EPS (Bt)	0.0	(0.2)	0.7	1.1
Norm EPS grw (%)	(99.5)	na	na	55.3
Norm PE (x)	4,235.3	na	47.1	30.3
EV/EBITDA (x)	13.1	14.4	10.4	9.0
P/BV (x)	3.8	4.0	3.7	3.4
Div yield (%)	1.2	0.0	0.8	1.3
ROE (%)	0.1	na	8.1	11.7
Net D/E (%)	82.8	104.8	112.7	101.4

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 30-Sep-21 (Bt)	33.50
Market Cap (US\$ m)	5,972.2
Listed Shares (m shares)	6,031.0
Free Float (%)	53.1
Avg Daily Turnover (US\$ m)	10.1
12M Price H/L (Bt)	38.00/24.80
Sector	Commerce
Major Shareholder	Central Group 35.06%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

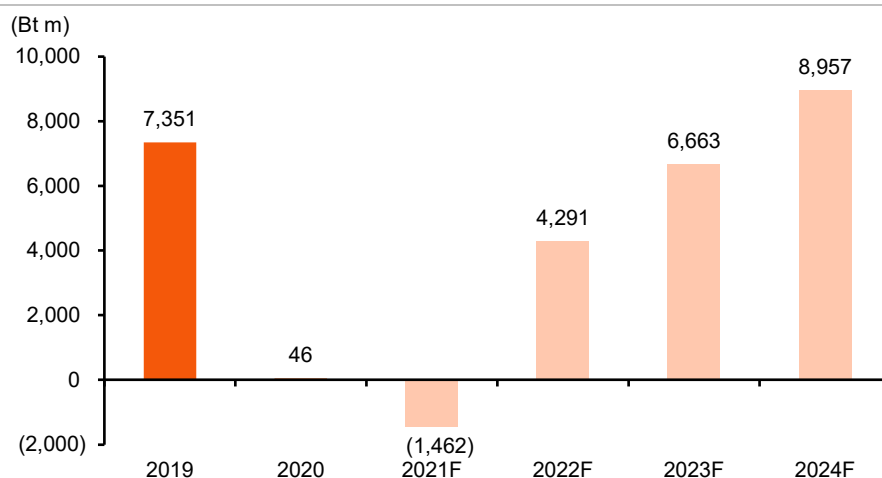


Ex 1: Key Assumption Changes

	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
SSSG (%) - New	(9)	16	9	7	5	4	4	4	4	4	4	4
Fashion segment	(15)	37	16	11	4	3	3	3	2	2	2	2
Hardline segment	(5)	10	7	5	5	5	5	5	5	5	5	5
Food segment	(11)	7	6	5	5	4	4	4	4	4	4	4
SSSG (%) - Old	(6)	10	8	5	4	4	4	4	4	4	4	4
Fashion segment	(6)	21	17	7	6	5	5	5	5	5	5	5
Hardline segment	5	5	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Food segment	(7)	7	6	5	5	5	5	5	5	5	5	5
Revenue growth (%) - New	(9)	23	12	10	7	6	6	6	6	6	6	6
Fashion segment	(25)	47	16	11	4	3	3	2	2	2	2	2
Hardline segment	10	21	11	9	8	7	7	7	7	6	6	6
Food segment	(12)	11	11	9	9	8	8	8	7	7	7	7
Revenue growth (%) - Old	(2)	18	11	8	7	7	7	7	7	6	6	6
Fashion segment	(17)	30	16	7	6	5	5	5	5	5	5	5
Hardline segment	20	16	8	8	7	6	6	5	5	5	5	5
Food segment	(7)	12	10	9	9	9	9	9	9	9	9	9
Sales of goods (Bt m)												
New	158,025	194,138	218,281	239,721	257,007	272,793	289,470	307,091	325,711	344,983	364,957	385,906
Old	170,535	200,510	223,058	241,145	258,541	275,807	294,152	313,654	334,394	356,099	378,882	403,016
Change (%)	(7.3)	(3.2)	(2.1)	(0.6)	(0.6)	(1.1)	(1.6)	(2.1)	(2.6)	(3.1)	(3.7)	(4.2)
Normalized profit (Bt m)												
New	(1,462)	4,291	6,663	8,957	10,671	11,476	13,382	15,482	17,781	20,212	22,701	25,316
Old	2,743	5,660	7,524	9,379	11,243	12,319	14,541	16,968	19,605	22,379	25,217	28,092
Change (%)	(153.3)	(24.2)	(11.4)	(4.5)	(5.1)	(6.8)	(8.0)	(8.8)	(9.3)	(9.7)	(10.0)	(9.9)

Source: Thanachart estimates

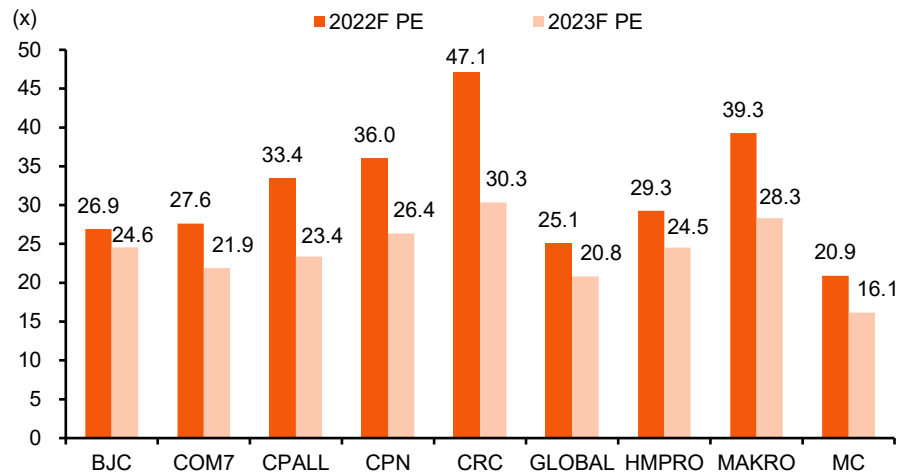
Ex 2: Full Recovery In 2024F



Sources: Company data, Thanachart estimates

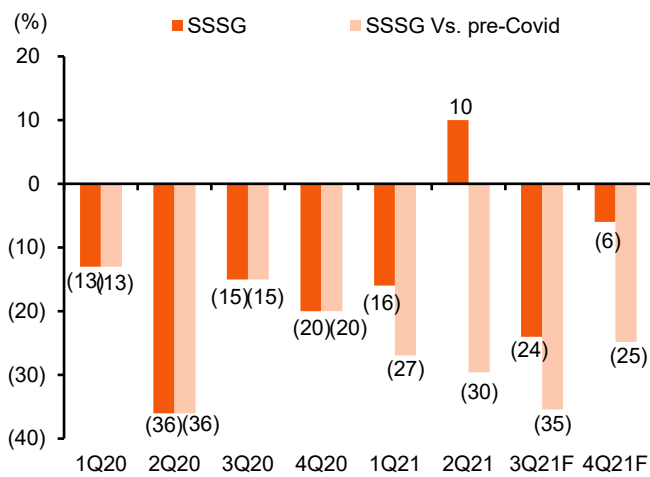
Note: Using normalized profit

Ex 3: Retail Sector PE Comparison



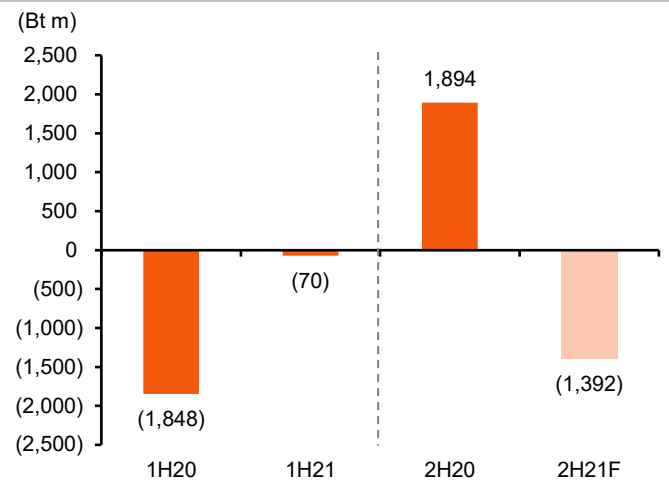
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: SSSG Vs. Pre-COVID Level



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: 2H21F Profit



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Yearly SSSG

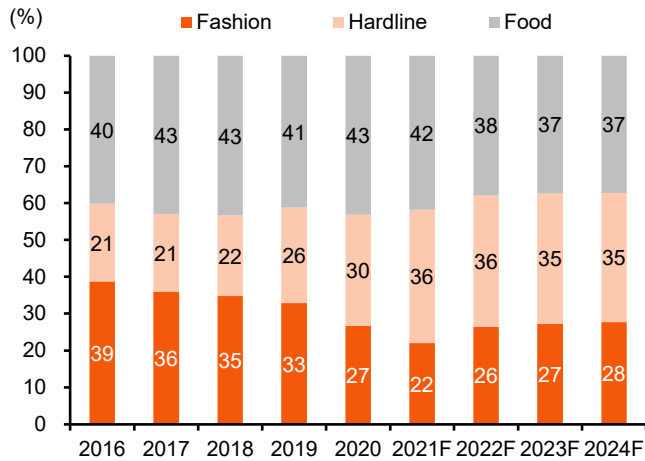
(%)	16	17	18	19	20	21F	22F	23F	24F
Fashion	0.6	(2.0)	1.1	(2.5)	(33.7)	(15.3)	36.9	16.4	11.3
Hardline	(0.5)	(3.5)	(0.2)	(2.3)	(14.3)	(5.0)	10.0	7.0	5.0
Food	3.9	2.2	2.2	2.4	(9.9)	(11.0)	7.0	6.0	5.0
Avg SSSG	1.7	(0.5)	1.3	(0.4)	(20.8)	(9.0)	16.0	9.2	6.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

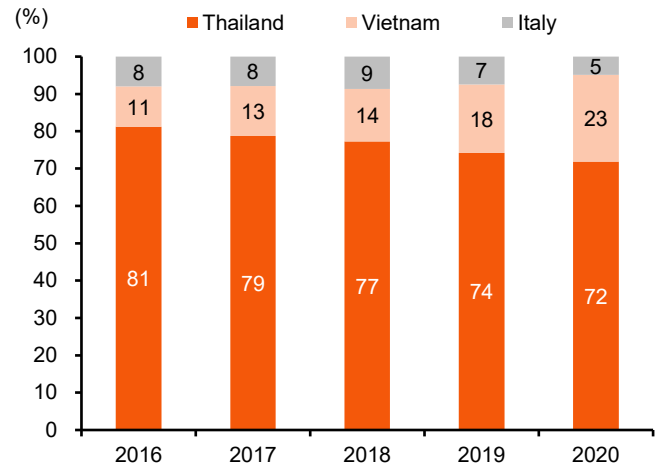
Ex 7: Quarterly SSSG

(%)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21F
Fashion	(28.0)	(58.0)	(21.8)	(27.0)	(20.0)	29.0	(30) to (40)
Hardline	(3.0)	(29.0)	(7.9)	(11.0)	(4.0)	24.0	(high teen)
Food	3.0	(15.0)	(13.0)	(17.0)	(20.0)	(11.0)	(low teen)
Avg SSSG	(13.0)	(36.0)	(15.0)	(20.0)	(16.0)	10.0	(24.0)
Net profit (Bt m)	743	(2,590)	837	1,056	401	(471)	(1,200)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: Sales By Segment

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: Sales By Geography

Source: Company data

Ex 10: 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	16,997	21,187	24,887	27,826	30,486	33,114	35,910	38,890	42,064	45,444	49,097	
Free cash flow	(2,937)	1,770	5,214	8,136	13,638	15,848	18,179	20,652	23,318	26,144	29,159	446,955
PV of free cash flow	(2,929)	1,526	4,171	6,043	9,202	9,884	10,478	11,003	11,483	11,901	11,696	179,287
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.0											
WACC (%)	7.7											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add	263,745											
Net debt	56,158											
Minority interest	2,561											
Equity value	205,026											
# of shares (m)	6,031											
Equity value/share (Bt)	34											

Source: Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 11: 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	77.6	11.8	1.0	1.4	8.9	6.3	0.0	0.6
J Sainsbury PLC	SBRY LN	Britain	(44.4)	99.1	23.7	11.9	0.8	0.9	6.4	5.5	5.6	4.4
Tesco	TSCO LN	Britain	(53.0)	87.3	22.9	12.2	1.1	1.4	8.8	7.4	3.5	4.1
Carrefour SA	CA FP	France	12.4	13.3	11.3	10.0	1.2	1.1	6.4	6.1	3.5	3.8
Casino Guichard	CO FP	France	29.1	16.9	11.7	10.0	0.8	0.8	7.3	7.0	4.4	4.8
L'Oreal SA	OR FP	France	19.5	9.2	42.4	38.8	6.7	6.3	26.0	24.0	1.2	1.3
Alimentation Couche	ATD/B CN	Canada	22.7	2.3	20.7	20.2	4.5	4.2	9.7	9.5	0.6	0.7
Aeon	8267 JP	Japan	na	na	na	88.3	2.5	2.6	10.5	8.9	1.2	1.2
Kao Corporation	4452 JP	Japan	1.0	10.9	24.8	22.4	3.3	3.2	12.3	11.3	2.2	2.3
Lion Corporation	4912 JP	Japan	(25.5)	4.7	23.7	22.7	2.1	2.0	10.5	9.8	1.3	1.4
Shiseido Co. Ltd	4911 JP	Japan	na	28.4	62.6	48.7	5.8	5.3	26.7	18.5	0.7	0.8
Lawson	2651 JP	Japan	(56.6)	98.6	61.2	30.8	2.1	2.0	4.2	3.7	2.7	2.7
Seven & I Holdings	3382 JP	Japan	(25.7)	33.3	28.4	21.3	1.7	1.6	6.9	5.6	1.9	2.0
Lotte Corp	004990 KS	South Korea	152.4	22.8	11.4	9.3	0.5	0.4	9.0	8.7	3.6	3.9
Shinsegae	004170 KS	South Korea	na	32.3	11.3	8.5	0.7	0.7	8.3	7.9	0.7	0.8
Amore Pacific Group	002790 KS	South Korea	199.3	14.1	22.0	19.3	1.3	1.3	5.5	4.7	0.8	0.7
Best Buy Co Inc	BBY US	USA	25.0	(4.3)	11.1	11.6	6.5	6.6	6.1	6.3	2.0	2.5
Wal-Mart Stores	WMT US	USA	13.7	4.3	22.1	21.2	4.6	4.3	11.4	11.0	1.5	1.5
Home Depot Inc	HD US	USA	21.4	4.6	23.1	22.1	295.6	2,674.0	16.1	15.7	1.8	2.0
Yonghui Superstores	601933 CH	China	na	na	na	47.8	2.1	2.0	60.7	24.1	1.3	0.7
Sa International	178 HK	Hong Kong	na	na	na	96.7	3.7	3.4	na	23.9	0.0	0.9
Dairy Farm Intl Hldgs	DFI SP	Hong Kong	(27.0)	57.5	26.9	17.1	3.6	3.3	12.4	14.0	3.2	4.6
President Chain Store	2912 TT	Taiwan	(7.7)	20.6	30.9	25.6	8.3	7.3	12.1	11.3	3.0	3.4
7-Eleven Malaysia	SEM MK	Malaysia	(20.8)	63.2	40.3	24.7	19.9	21.0	9.9	8.4	1.8	2.9
Berli Jucker *	BJC TB	Thailand	(0.5)	25.7	33.8	26.9	1.1	1.1	13.7	13.3	1.5	1.9
COM7 *	COM7 TB	Thailand	44.3	39.6	38.6	27.6	17.9	15.0	25.7	19.2	2.1	3.0
CP All *	CPALL TB	Thailand	(37.9)	84.8	61.8	33.4	5.7	5.1	17.8	15.1	0.8	1.5
Central Pattana *	CPN TB	Thailand	(44.7)	127.5	81.9	36.0	3.3	3.0	22.3	16.4	0.9	1.4
Central Retail Corp. *	CRC TB	Thailand	na	na	na	47.1	4.0	3.7	14.4	10.4	0.0	0.8
Siam Global House *	GLOBAL TB	Thailand	62.8	20.1	30.1	25.1	5.0	4.4	22.9	19.2	1.3	1.6
Home Product*	HMPRO TB	Thailand	(1.0)	19.8	35.1	29.3	8.2	7.6	18.5	16.2	2.3	2.7
Siam Makro *	MAKRO TB	Thailand	(5.0)	16.4	45.7	39.3	1.8	1.8	29.9	47.0	0.9	2.0
Mc Group *	MC TB**	Thailand	(20.6)	29.5	20.9	16.1	2.1	2.1	8.3	7.4	4.9	5.9
Average			5.4	35.1	33.0	28.3	13.0	84.9	14.7	12.8	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 30 September 2021 closing price

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บมจ. เซ็นทรัล รีเทล คอร์ปอเรชั่น (CRC) เป็นผู้ค้าปลีกชั้นนำของประเทศไทย ภายใต้ตระกูลจิราธิวัฒน์ของกลุ่มเซ็นทรัล บริษัทฯ ดำเนินธุรกิจค้าปลีกสินค้าหลากหลาย ประเภทผ่านรูปแบบและช่องทางที่หลากหลาย (Multi-format and Multi-category) (กลุ่มแฟชั่น กลุ่มฮาร์ดไลน์ กลุ่มฟู้ด) ในรูปแบบค้าปลีก 8 รูปแบบ (ห้างสรรพสินค้า ร้านค้าเฉพาะทาง แปรนติช้อปปิ้งเปอร์มาร์เก็ต ไฮเปอร์มาร์เก็ต ร้านสะดวกซื้อ พลาซ่า การจัดจำหน่ายหน้าร้าน) ใน 3 ประเทศ (ไทย เวียดนาม อิตาลี) ณ 2Q20 บริษัทฯ มีร้านค้าปลีก 2,092 แห่ง และพลาซ่า 64 แห่ง โดยมีพื้นที่ขายสุทธิ 3 ตร.ม. และพื้นที่ให้เช่าสุทธิ 0.6 ม.ตรม.

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ผู้นำตลาดค้าปลีกในประเทศไทยด้วยรูปแบบค้าปลีกที่หลากหลาย
- มีช่องทางการตลาดแบบ omni-channel เพื่อตอบสนองแนวโน้มการบริโภคใหม่
- ตำแหน่งทางการตลาดที่แข็งแกร่งในแต่ละกลุ่มค้าปลีก

O — Opportunity

- มีโอกาสในการเปิดร้านใหม่เพิ่มเติมในกลุ่มอุตสาหกรรมปรับปรุงและซ่อมแซมบ้านที่กำลังเติบโต
- มีโอกาสสูงในการเติบโตในเวียดนามจากการเติบโตทางเศรษฐกิจที่แข็งแกร่ง และมีอัตราการเข้าถึงโมเดิร์นเทรดที่ยังต่ำ
- โอกาสในการทำ M&As เพิ่มเติม

CONSENSUS COMPARISON

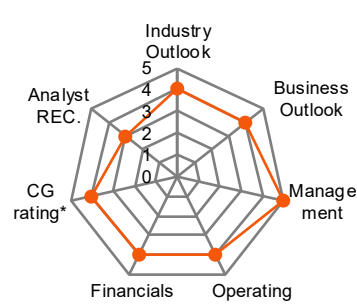
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	38.96	34.00	-13%
Net profit 21F (Bt m)	499	(1,462)	-393%
Net profit 22F (Bt m)	4,853	4,291	-12%
Consensus REC	BUY: 18	HOLD: 1	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- เราคาดว่าจะมีผลขาดทุนในปี 2021F ต่ำกว่าของตลาด เนื่องจากเราสมมติให้สถานการณ์โควิดยืดเยื้อ และการบริโภคในประเทศที่ฟื้นตัวช้ากว่าคาด
- ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าตลาด 13% เนื่องจากเราคาดว่ากรบริโภคในประเทศฟื้นตัวช้า

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Rating Scale

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

Source: Thanachart; * No CG Rating

W — Weakness

- ผลตอบแทนที่ต่ำในบางธุรกิจและจำเป็นต้องปรับรูปแบบธุรกิจ
- เป็นธุรกิจที่ใช้เงินทุนสูงและค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานสูง

T — Threat

- การแข่งขันจากผู้เข้ามาใหม่
- เศรษฐกิจที่อ่อนแอ
- การระบาดของโรค

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- จะมีความเสี่ยงต่อการคาดการณ์กำไรของเรา หากไม่สามารถเปิดร้านใหม่ตามที่เราคาดไว้ได้ในปัจจุบัน
- การเติบโตอาจถูกขัดขวางหากคู่แข่งขยายสาขาในเชิงรุกมากกว่าที่เราคาดไว้ในปัจจุบัน
- การชะลอตัวทางเศรษฐกิจอาจเป็นความเสี่ยงอีกประการต่อประมาณการของเรา
- การฟื้นตัวของเศรษฐกิจที่เร็วกว่าที่คาดเป็น upside risk

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	204,009	179,947	163,558	201,855	228,179
Cost of sales	144,856	134,948	122,051	145,789	163,174
Gross profit	59,153	44,999	41,507	56,066	65,005
% gross margin	29.0%	25.0%	25.4%	27.8%	28.5%
Selling & administration expenses	62,332	57,088	53,310	63,581	71,190
Operating profit	12,016	1,973	1,317	8,330	11,415
% operating margin	5.9%	1.1%	0.8%	4.1%	5.0%
Depreciation & amortization	9,874	16,558	16,576	17,428	18,205
EBITDA	21,889	18,531	17,893	25,758	29,619
% EBITDA margin	10.7%	10.3%	10.9%	12.8%	13.0%
Non-operating income	15,446	14,364	13,390	16,125	17,894
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(1,085)	(2,950)	(3,029)	(3,217)	(3,346)
Pre-tax profit	11,181	(675)	(1,442)	5,394	8,364
Income tax	2,495	(884)	0	1,079	1,673
After-tax profit	8,686	209	(1,442)	4,315	6,691
% net margin	4.3%	0.1%	-0.9%	2.1%	2.9%
Shares in affiliates' Earnings	391	132	220	270	304
Minority interests	(1,726)	(295)	(240)	(295)	(332)
Extraordinary items	3,283	0	0	0	0
NET PROFIT	10,633	46	(1,462)	4,291	6,663
Normalized profit	7,351	46	(1,462)	4,291	6,663
EPS (Bt)	2.3	0.0	(0.2)	0.7	1.1
Normalized EPS (Bt)	1.6	0.0	(0.2)	0.7	1.1

Hit by COVID and lockdowns in 2020-21F

We expect it to turn profit in 2022F and make a full earnings recovery in 2024F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	65,785	67,177	67,379	76,830	84,739
Cash & cash equivalent	11,676	17,742	18,181	19,204	20,040
Account receivables	4,383	4,570	4,481	6,636	7,502
Inventories	37,436	34,296	35,110	39,143	43,811
Others	12,290	10,570	9,607	11,847	13,386
Investments & loans	1,190	2,634	2,634	2,634	2,634
Net fixed assets	41,862	41,654	47,540	55,450	60,678
Other assets	74,669	127,715	126,092	121,741	113,751
Total assets	183,505	239,180	243,644	256,655	261,802
LIABILITIES:					
Current liabilities:	119,513	89,049	91,100	100,331	106,279
Account payables	37,101	31,569	21,735	25,962	29,058
Bank overdraft & ST loans	51,104	31,625	37,169	42,066	41,668
Current LT debt	429	2,763	3,717	4,207	4,167
Others current liabilities	30,880	23,091	28,478	28,096	31,386
Total LT debt	9,395	29,492	33,452	37,860	37,501
Others LT liabilities	17,078	64,924	65,513	60,865	55,619
Total liabilities	145,986	183,465	190,065	199,056	199,399
Minority interest	12,709	2,321	2,561	2,856	3,188
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	4,700	6,031	6,031	6,031	6,031
Share premium	13,039	66,885	66,885	66,885	66,885
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(6,110)	(30,299)	(30,299)	(30,299)	(30,299)
Retained earnings	13,181	10,777	8,401	12,126	16,598
Shareholders' equity	24,810	53,394	51,018	54,743	59,215
Liabilities & equity	183,505	239,180	243,644	256,655	261,802

Well-controlled debt with net gearing at around 1x despite M&As lining up

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	11,181	(675)	(1,442)	5,394	8,364
Tax paid	(2,898)	108	293	(1,169)	(1,524)
Depreciation & amortization	9,874	16,558	16,576	17,428	18,205
Chg In working capital	(4,060)	(2,578)	(10,560)	(1,961)	(2,437)
Chg In other CA & CL / minorities	11,651	(14,761)	5,263	(3,335)	1,069
Cash flow from operations	25,748	(1,349)	10,130	16,358	23,677
Capex	(1,464)	(16,350)	(13,500)	(16,577)	(15,000)
Right of use	0	(67,029)	(3,351)	(168)	(168)
ST loans & investments	64	(4)	5	0	0
LT loans & investments	4,799	(1,443)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(7,901)	60,750	(2,388)	(7,819)	(4,685)
Cash flow from investments	(4,502)	(24,076)	(19,235)	(24,564)	(19,852)
Debt financing	18,810	2,953	10,459	9,794	(797)
Capital increase	0	55,177	0	0	0
Dividends paid	(22,695)	(12,187)	(914)	(566)	(2,191)
Warrants & other surplus	(18,485)	(14,452)	0	0	0
Cash flow from financing	(22,371)	31,491	9,545	9,229	(2,988)
Free cash flow	24,285	(17,699)	(3,370)	(219)	8,677

Positive FCF should resume from 2023F

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	21.4	4,235.3	na	47.1	30.3
Normalized PE - at target price (x)	21.7	4,298.5	na	47.8	30.8
PE (x)	14.8	4,235.3	na	47.1	30.3
PE - at target price (x)	15.0	4,298.5	na	47.8	30.8
EV/EBITDA (x)	9.4	13.1	14.4	10.4	9.0
EV/EBITDA - at target price (x)	9.6	13.2	14.6	10.5	9.1
P/BV (x)	6.3	3.8	4.0	3.7	3.4
P/BV - at target price (x)	6.4	3.8	4.0	3.7	3.5
P/CFO (x)	6.1	(145.2)	19.9	12.4	8.5
Price/sales (x)	1.0	1.1	1.2	1.0	0.9
Dividend yield (%)	0.0	1.2	0.0	0.8	1.3
FCF Yield (%)	15.4	(9.0)	(1.7)	(0.1)	4.3
(Bt)					
Normalized EPS	1.6	0.0	(0.2)	0.7	1.1
EPS	2.3	0.0	(0.2)	0.7	1.1
DPS	0.0	0.4	0.0	0.3	0.4
BV/share	5.3	8.9	8.5	9.1	9.8
CFO/share	5.5	(0.2)	1.7	2.7	3.9
FCF/share	5.2	(3.0)	(0.6)	(0.0)	1.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

30x 2023F PE looks expensive vs. peers'

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	8.3	(11.8)	(9.1)	23.4	13.0
Net profit (%)	(2.7)	(99.6)	na	na	55.3
EPS (%)	(2.7)	(99.7)	na	na	55.3
Normalized profit (%)	11.8	(99.4)	na	na	55.3
Normalized EPS (%)	11.8	(99.5)	na	na	55.3
Dividend payout ratio (%)	0.0	5,214.2	40.0	40.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	29.0	25.0	25.4	27.8	28.5
Operating margin (%)	5.9	1.1	0.8	4.1	5.0
EBITDA margin (%)	10.7	10.3	10.9	12.8	13.0
Net margin (%)	4.3	0.1	(0.9)	2.1	2.9
D/E (incl. minor) (x)	1.6	1.1	1.4	1.5	1.3
Net D/E (incl. minor) (x)	1.3	0.8	1.0	1.1	1.0
Interest coverage - EBIT (x)	11.1	0.7	0.4	2.6	3.4
Interest coverage - EBITDA (x)	20.2	6.3	5.9	8.0	8.9
ROA - using norm profit (%)	4.1	0.0	na	1.7	2.6
ROE - using norm profit (%)	18.3	0.1	na	8.1	11.7
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	21.7	0.5	na	8.2	11.7
- asset turnover (x)	1.1	0.9	0.7	0.8	0.9
- operating margin (%)	6.0	na	na	4.3	5.1
- leverage (x)	4.5	5.4	4.6	4.7	4.5
- interest burden (%)	91.2	(29.7)	(90.9)	62.6	71.4
- tax burden (%)	77.7	na	na	80.0	80.0
WACC (%)	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7
ROIC (%)	11.0	2.7	1.1	6.2	7.6
NOPAT (Bt m)	9,334	1,973	1,053	6,664	9,132
invested capital (Bt m)	74,061	99,532	107,175	119,672	122,511

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) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 96 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2201A, ACE16C2201A, ADVA16C2201A, ADVA16C2201A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AMAT16C2201A, AOT16C2201A, BAM16C2201A, BAM16C2201A, BANP16C2201A, BANP16C2201A, BANP16C2201A, BBL16C2201A, BCH16C2201A, BCH16C2201B, BCH16C2201A, BCPG16C2201A, BGRI16C2201A, BGRI16C2201A, CBG16C2201A, CHG16C2201A, CHG16C2201A, COM716C2201A, COM716C2201A, CPAL16C2201A, CPAL16C2201A, CPF16C2201A, DELT16C2201A, DOHO16C2201A, DOHO16C2201A, DTAC16C2201A, EA16C2201A, EA16C2201A, EGCO16C2201A, GLOB16C2201A, GPSC16C2201A, GPSC16C2201A, GULF16C2201A, GUNK16C2201A, GUNK16C2201A, GUNK16C2201A, HANA16C2201A, INTU16C2201A, IRPC16C2201A, IRPC16C2201A, IVL16C2201A, IVL16C2201A, JMART16C2201A, JMART16C2201A, JMAR16C2201A, JMT16C2201A, KBAN16C2201A, KBAN16C2201A, KBAN16C2201A, KCE16C2201A, KCE16C2201A, KTC16C2201A, KTC16C2201A, MAJO16C2201A, MEGA16C2201A, MINT16C2201A, MTC16C2201A, OR16C2201A, PTG16C2201A, PTL16C2201A, PTT16C2201A, PTT16C2201A, PTTG16C2201A, PTTG16C2201A, RBF16C2201A, RBF16C2201A, RS16C2201A, S5016C2201A, S5016C2201A, S5016C2201B, S5016C2201C, S5016P2201A, S5016P2201A, S5016P2201B, SAWA16C2201A, SCB16C2201A, SCB16C2201A, SCB16C2201A, SCC16C2201A, SCGP16C2201A, SPRC16C2201A, STA16C2201A, STA16C2201A, STEC16C2201A, STEC16C2201A, STGT16C2201A, TASC16C2201A, TOP16C2201A, TU16C2201A, TU16C2201A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BCPG, BGRI, CBG, CHG, COM7, CPAL, CPF, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MAJOR, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SPRC, SET50, STA, STEC, STGT, TASC, TOP, TU). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชวนชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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 ไตลัดจะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ ของบริษัท 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

สรชดา 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

อดิศักดิ์ ผู้พัฒนาหลักทรัพย์, CFA

Tel: 662-779-9120

adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลลี 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

มลฤดี 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
