

BUY (Unchanged)

TP: Bt 30.00

(Unchanged)

Change in Numbers

Upside : 49.3%

5 JANUARY 2022

## Siam Global House Pcl (GLOBAL TB)

## มูลค่าถูก

เรามองว่า GLOBAL เป็นหุ้นเติบโตสูงที่มีมูลค่าถูก ที่ PE ที่ 24.3 เท่า ในปี 2022F นั้นต่ำกว่า PE ของกลุ่มฯ ที่ 30.8 เท่า และ PE 5 ปี ก่อนเกิดโควิด ที่ 34.7 เท่า หากไม่รวมประโยชน์จากราคาเหล็ก EPS จะเติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ 20% ขณะที่ในระยะยาวมีแนวโน้มที่ดีจากการขยายสาขาไปยังอำเภอรองในต่างจังหวัด และการขยายสาขาในประเทศ และหน้า “ซื้อ”



PHANNARAI TIYAPITTAYARUT

662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

## คงคำแนะนำ “ซื้อ” และเป็น Top Sector Pick

เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” GLOBAL และเป็นหุ้น Top Pick ในกลุ่มฯ นอกจาก COM7 1) แม้ว่าผลการดำเนินงานจะโดดเด่นในช่วงโควิด โดยกำไรทำสถิติสูงสุดใหม่ในปี 2021F และปีต่อๆ ไป แต่หุ้นซื้อขายที่ 2022F PE ที่ 24.3 เท่า ซึ่งถูกที่สุดเป็นอันดับที่ 2 ของกลุ่มฯ รองจาก MC ที่ซื้อขายที่ 18.4 เท่า, เทียบกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มฯ ที่ 30.8 เท่า และ PE ในปี 2015-19 ที่ 34.7 เท่า 2) ความกังวลต่อการลดลงของราคาเหล็กได้สะท้อนไปใน valuation ที่ถูกแล้ว บนกำไรต่อหุ้นที่เติบโตที่ 18-21% ในปี 2022-24F 3) การเติบโตในระยะยาวมีแนวโน้มที่ดีจากจำนวนสาขาในประเทศไทยที่เพิ่มเป็นสองเท่าในสิบปีจาก 75 สาขา ในปี 2021 เป็น 145 สาขาภายในปี 2031F และกำลังขยายไปยังต่างประเทศเป็น 5 ประเทศในปัจจุบัน

## กำไรต่อหุ้นเติบโตเฉลี่ย 20% ในปี 2021-24F

ปีที่แล้วคาดว่าจะเป็นที่น่าทึ่งด้วยกำไรที่คาดว่าจะเติบโต 64% หนุนโดยยอดขายสาขาเดิมที่เติบโต 18.6% (ฟื้นตัวจาก -9% ในปี 2020 จากผลของโควิด-19 และยอดขายที่เพิ่มขึ้นจากร้านค้าที่ทันสมัยมากขึ้นหลังการปรับโฉมใหม่) อัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้น 83bp จากการมีสัดส่วนยอดขายแฮนด์แบรนด์ที่เพิ่มขึ้นเป็น 21% ในปี 2021F จาก 19.5% ในปี 2020 และราคาเหล็กที่เพิ่มขึ้น 41% สมมติว่าไม่มีผลประโยชน์จากเหล็ก เราคาดว่ากำไรต่อหุ้นจะเติบโตแข็งแกร่งที่ 18/21/20% ในปี 2022-24F จาก 7 สาขาใหม่ปี ยอดขายสาขาเดิมที่เติบโต 4-5% และอัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้น 34-46bp เราปรับกำไรของเราตามสมมติฐานอัตรากำไรขั้นต้นที่ลดลง แต่ยอดขายสาขาเดิมที่เติบโตสูงกว่าที่คาดไว้ในปีนี้ และส่วนแบ่งกำไรในต่างประเทศที่สูงขึ้น ราคาเป้าหมายของเราไม่เปลี่ยนแปลงที่ 30 บาท

## รุกตลาดต่างประเทศมากขึ้น

ใน 4Q21 GLOBAL เปิดแผนการลงทุนในต่างประเทศใหม่สองรายการ - การร่วมทุน 55% เพื่อเปิดร้านอุปกรณ์ตกแต่งปรับปรุงบ้านในฟิลิปปินส์ (วางแผนที่จะเปิดอย่างน้อย 3 สาขาภายในปี 2024) และการลงทุน 12.75% (ร่วมลงทุนกับ SCG) ใน PT Caturkarda Depo Bangunan Tbk ซึ่งเป็นผู้ค้าปลีกอุปกรณ์ปรับปรุงบ้าน บริหารสาขา Depo Bangunan 10 สาขา ในอินโดนีเซีย มีกำไร 240 ลบ. ในปี 2020 จากปัจจุบันที่ลงทุนใน 3 ประเทศ - กัมพูชา (55%), ลาว (34%), และเมียนมาร์ (30%) ซึ่งล้วนแต่ทำกำไร เราคาดว่าธุรกิจในประเทศจะสร้างกำไรให้ 2.8/3.3/4.2% ของกำไรปี 2022-24F จาก 2.7% ในปี 2021F

## แข็งแกร่งใน 4Q21F

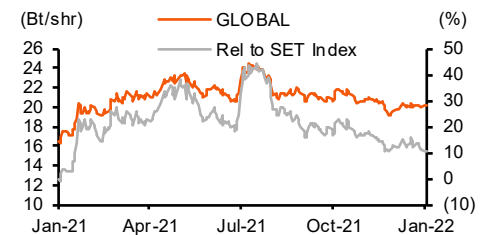
เราคาดว่าบริษัท จะมีกำไรสุทธิ 4Q21F ที่ 620 ลบ. เพิ่มขึ้น 92% y-y แต่ลดลง 6% q-q จากค่าใช้จ่าย SG&A ที่สูงขึ้นใน 4Q ผลการดำเนินงานที่ยอดเยี่ยม y-y คาดว่าจะมาจากการเติบโตของยอดขายสาขาเดิม 13% (ยอดขายสาขาเดิมดีกว่าใน 4Q19 ที่ 9%) ยอดขายจากการเปิด 4 สาขาใหม่ในปี (จำนวนสาขาเพิ่มขึ้นจาก 71 สาขาในปีที่แล้ว เป็น 75 สาขา ในปี 2021F และอัตรากำไรขั้นต้นที่เพิ่มขึ้น 183bp y-y เป็น 23.67% (ทรงตัว q-q) จากการเปลี่ยนแปลงมาตรฐานบัญชีเกี่ยวกับรายได้ส่วนลด (rebate) ใน 4Q20

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่คิดว่าดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วเห็นว่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่มาทั้งหมดหรือบางส่วนไม่ซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

## COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	26,803	33,546	36,772	40,763
Net profit	1,956	3,217	3,799	4,580
Consensus NP	—	3,179	3,466	3,951
Diff frm cons (%)	—	1.2	9.6	15.9
Norm profit	1,956	3,217	3,799	4,580
Prev. Norm profit	—	3,193	3,839	4,617
Chg frm prev (%)	—	0.7	(1.0)	(0.8)
Norm EPS (Bt)	0.4	0.7	0.8	1.0
Norm EPS grw (%)	(6.9)	64.0	18.0	20.6
Norm PE (x)	47.1	28.7	24.3	20.2
EV/EBITDA (x)	32.3	22.6	19.2	15.9
P/BV (x)	5.4	4.8	4.3	3.8
Div yield (%)	1.1	1.4	1.6	2.0
ROE (%)	11.9	17.8	18.6	19.8
Net D/E (%)	76.4	62.7	53.2	44.9

## PRICE PERFORMANCE



## COMPANY INFORMATION

Price as of 5-Jan-22 (Bt)	20.10
Market Cap (US\$ m)	2,786.4
Listed Shares (m shares)	4,601.7
Free Float (%)	32.1
Avg Daily Turnover (US\$ m)	8.1
12M Price H/L (Bt)	24.40/16.26
Sector	Commerce
Major Shareholder	SCG Distribution Co.,Ltd 32.27%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

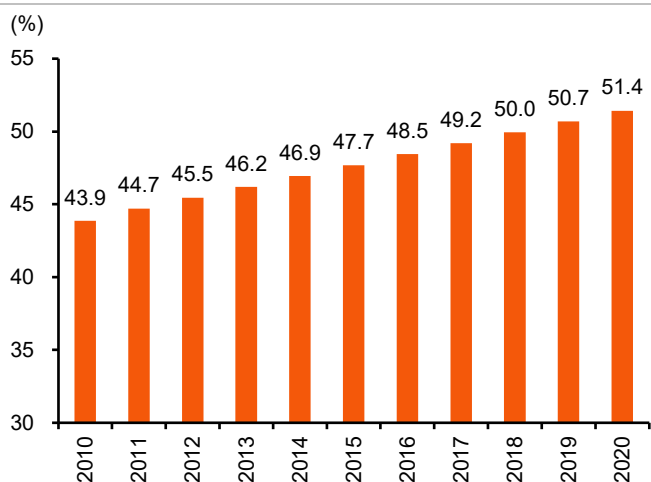


## Ex 1: Key Assumptions Changes

	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
<b>SSSG (%)</b>												
New	18.6	5.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
Old	16.0	5.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
<b>New stores - Thailand</b>												
New	4	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	0
Old	5	6	7	7	7	7	7	7	7	7	7	0
<b>Store number (YE) - Thailand</b>												
New	75	82	89	96	103	110	117	124	131	138	145	145
Old	76	82	89	96	103	110	117	124	131	138	145	145
<b>Gross margin (%)</b>												
New	24.7	25.1	25.5	26.0	26.4	26.9	27.4	27.8	28.3	28.7	28.9	29.1
Old	25.5	25.9	26.3	26.8	27.2	27.7	28.1	28.6	29.0	29.5	29.7	29.9
<b>House brand sales mix (%) - unchanged</b>	<b>21</b>	<b>22</b>	<b>23</b>	<b>24</b>	<b>25</b>	<b>26</b>	<b>27</b>	<b>28</b>	<b>29</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>30</b>
<b>Overseas stores (YE)</b>	<b>25</b>	<b>30</b>	<b>36</b>	<b>40</b>	<b>42</b>	<b>44</b>	<b>45</b>	<b>46</b>	<b>47</b>	<b>48</b>	<b>49</b>	<b>49</b>
Cambodia	1	2	3	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Philippines	0	0	2	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Laos	6	7	8	8	9	9	10	10	11	11	12	12
Myanmar	8	9	9	10	10	11	11	12	12	13	13	13
Indonesia	10	12	14	15	16	17	17	17	17	17	17	17
<b>Overseas profit (Bt m)</b>	<b>86</b>	<b>106</b>	<b>151</b>	<b>233</b>	<b>299</b>	<b>325</b>	<b>354</b>	<b>382</b>	<b>413</b>	<b>446</b>	<b>469</b>	<b>491</b>
Cambodia, Philippines (55%)	25	33	69	144	201	219	238	258	279	302	316	332
Equity income (Laos-34%, Myanmar-30%)	61	67	74	81	89	97	105	113	123	132	140	146
Dividend income (Indonesia-6.38%)	1	7	7	8	9	10	10	11	12	12	13	13
<b>Overseas profit contribution (%)</b>	<b>2.7</b>	<b>2.8</b>	<b>3.3</b>	<b>4.2</b>	<b>4.6</b>	<b>4.4</b>	<b>4.2</b>	<b>4.1</b>	<b>3.9</b>	<b>3.8</b>	<b>3.7</b>	<b>3.6</b>
<b>Normalized profit (Bt m)</b>												
New	3,217	3,799	4,580	5,503	6,504	7,368	8,349	9,392	10,541	11,801	12,802	13,656
Old	3,193	3,839	4,617	5,537	6,525	7,393	8,357	9,381	10,509	11,744	12,730	13,569
Change (%)	1	(1)	(1)	(1)	(0)	(0)	(0)	0	0	0	1	1

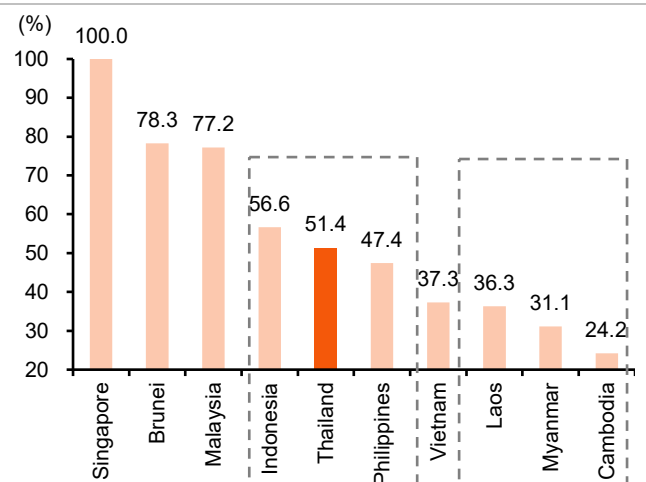
Source: Thanachart estimates

## Ex 2: Thailand's Urbanization



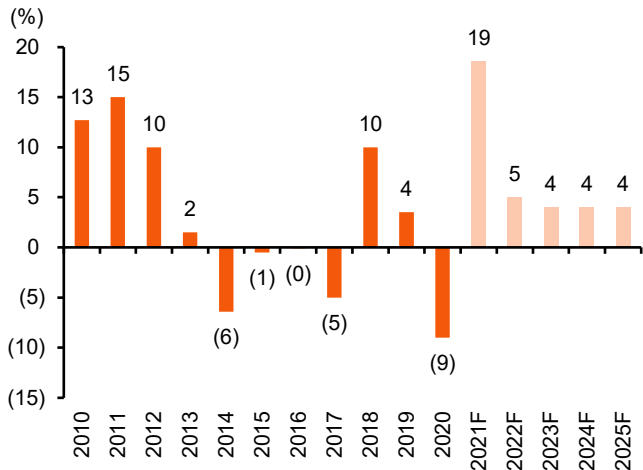
Source: www.statista.com

## Ex 3: Urbanization In Southeast Asia



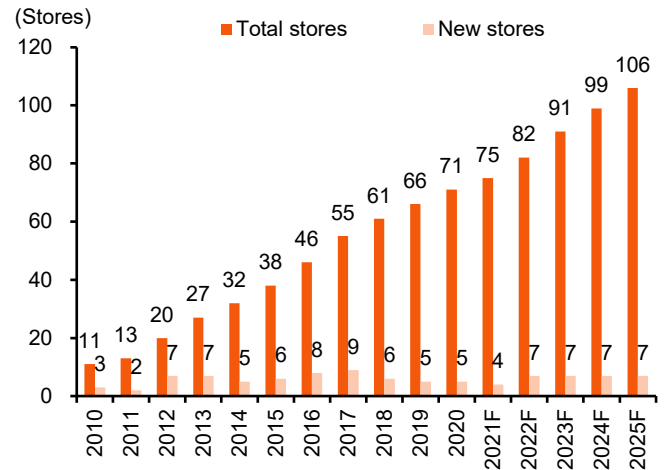
Source: www.statista.com

**Ex 4: Yearly SSSG**



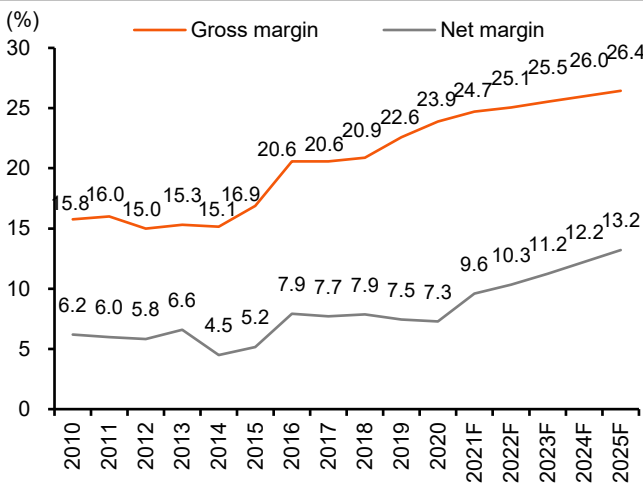
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 5: Branch Expansion – Thailand**



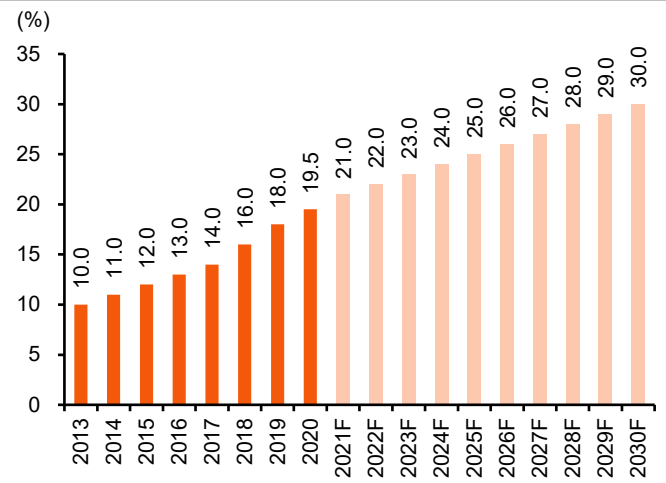
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 6: Gross Margin Expansion**



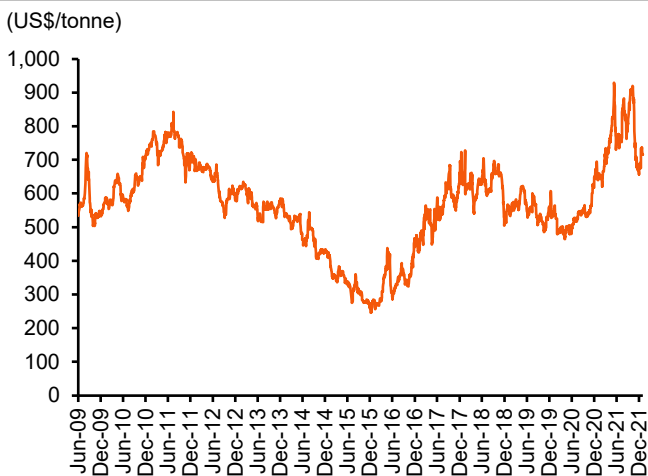
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 7: Private-Label Sales Mix**



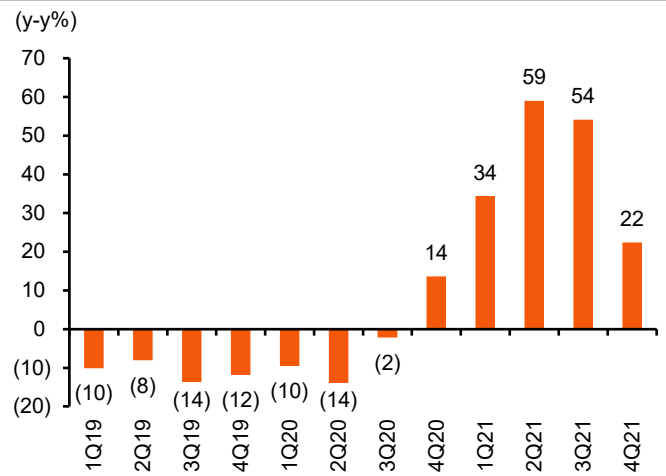
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 8: Steel Prices**



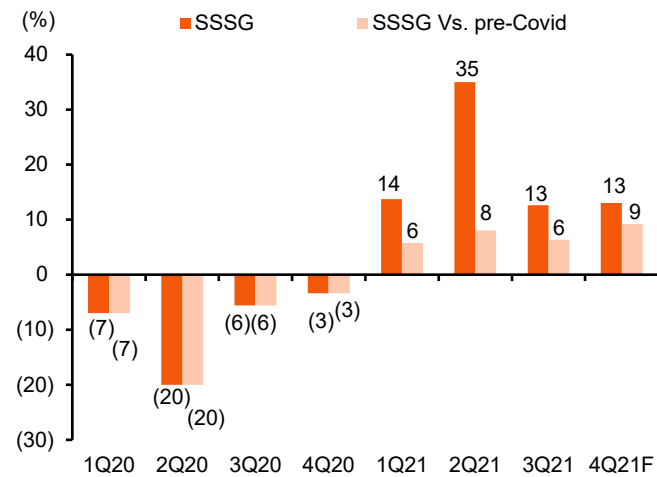
Source: Bloomberg

**Ex 9: Steel Price Change**



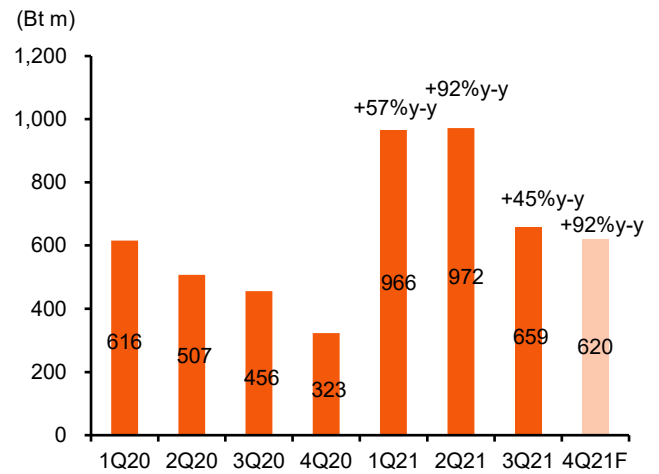
Sources: Bloomberg, Thanachart

**Ex 10: Quarterly SSSG And SSSG Vs. Pre-Covid**



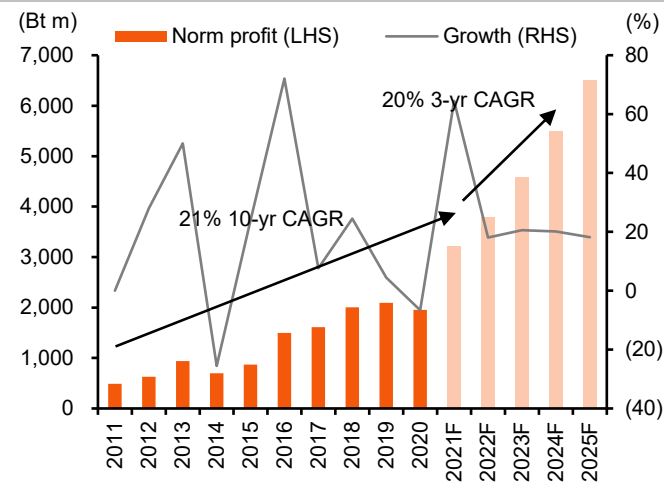
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 11: Quarterly Net Profit**



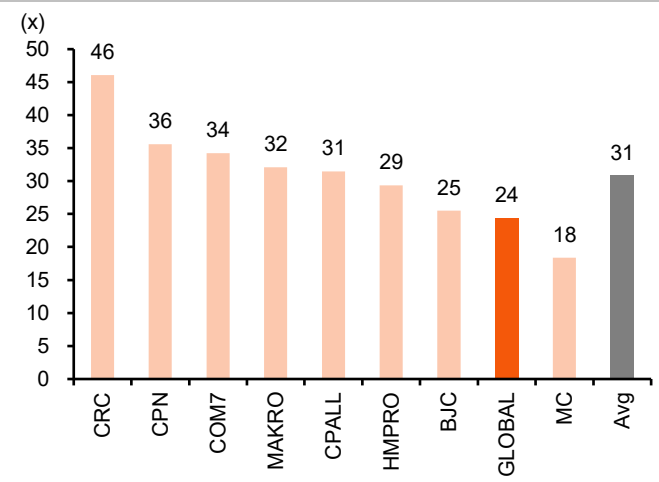
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 12: Profit Profile**



Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 13: Retail Sector Valuation – 2022F PE**



Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 14: 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	5,358	6,419	7,606	8,812	9,876	11,037	12,302	13,678	15,175	16,303	17,198	
Free cash flow	2,276	2,472	5,290	7,207	8,509	7,522	8,608	9,788	11,069	14,072	15,126	235,781
PV of free cash flow	2,270	2,135	4,244	5,374	5,770	4,719	4,996	5,256	5,499	6,469	6,136	95,647
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.0											
WACC (%)	7.6											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	150,514.8											
Net debt (2021F)	12,217.0											
Minority interest	249.8											
Equity value	138,048.1											
# of shares (m)	4,601.7											
<b>Equity value / share (Bt)</b>	<b>30.00</b>											

**Investment: (Bt m)**

Land @ Muang Thong Thani 2,000

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Valuation Comparison

## Ex 15: 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	101.2	10.8	1.3	1.8	9.8	6.3	0.0	0.3
J Sainsbury PLC	SBRY LN	Britain	(44.4)	97.3	23.2	11.8	0.8	0.9	6.3	5.5	5.7	4.5
Tesco	TSCO LN	Britain	(53.0)	102.0	26.4	13.1	1.3	1.6	9.2	7.5	3.0	3.8
Carrefour SA	CA FP	France	13.6	15.3	11.7	10.2	1.3	1.2	6.6	6.1	3.3	3.8
Casino Guichard	CO FP	France	26.0	21.1	11.8	9.7	0.8	0.7	7.3	7.0	4.5	5.3
L'Oreal SA	OR FP	France	21.8	11.2	49.2	44.3	7.9	7.4	30.2	27.6	1.1	1.2
Alimentation Couche	ATD/B CN	Canada	22.7	0.6	21.1	21.0	4.6	4.1	10.2	10.1	0.6	0.7
Aeon	8267 JP	Japan	na	na	na	92.9	2.3	2.4	9.9	8.5	1.3	1.3
Kao Corporation	4452 JP	Japan	(3.2)	10.4	23.8	21.5	3.1	2.9	11.8	10.9	2.4	2.5
Lion Corporation	4912 JP	Japan	(26.0)	0.8	20.7	20.5	1.8	1.7	9.2	8.7	1.5	1.6
Shiseido Co. Ltd	4911 JP	Japan	na	49.7	69.0	46.1	5.2	4.8	25.4	17.1	0.8	0.9
Lawson	2651 JP	Japan	(56.6)	109.5	61.5	29.4	2.1	2.0	5.1	4.4	2.7	2.7
Seven & I Holdings	3382 JP	Japan	(25.7)	29.8	29.3	22.6	1.7	1.7	10.8	8.7	1.9	2.0
Lotte Corp	004990 KS	South Korea	na	(4.3)	7.4	7.7	0.3	0.3	9.3	9.2	3.4	3.4
Shinsegae	004170 KS	South Korea	na	4.9	8.8	8.3	0.7	0.6	7.5	7.3	0.8	0.8
Amore Pacific Group	002790 KS	South Korea	na	(8.9)	17.4	19.1	1.2	1.1	5.9	5.1	0.8	0.7
Best Buy Co Inc	BBY US	USA	27.4	(6.2)	10.4	11.1	6.2	6.0	5.7	6.0	2.1	2.7
Wal-Mart Stores	WMT US	USA	14.8	5.0	22.1	21.1	4.7	4.3	11.6	11.2	1.5	1.5
Home Depot Inc	HD US	USA	29.4	4.4	26.6	25.4	567.9	na	18.2	17.7	1.5	1.6
Yonghui Superstores	601933 CH	China	na	na	na	72.7	2.4	2.4	314.5	25.7	1.0	0.5
Sa International	178 HK	Hong Kong	na	na	na	na	3.4	4.3	na	na	0.0	0.0
Dairy Farm Intl Hldgs	DFI SP	Hong Kong	(44.3)	99.0	30.4	15.3	3.2	3.0	11.9	10.8	3.1	4.8
President Chain Store	2912 TT	Taiwan	(12.3)	26.8	31.9	25.2	8.4	7.8	12.2	11.9	2.8	3.5
7-Eleven Malaysia	SEM MK	Malaysia	(43.8)	125.9	55.6	24.6	20.0	18.3	10.0	8.5	1.7	3.3
Berli Jucker *	BJC TB	Thailand	(0.5)	25.7	32.0	25.5	1.1	1.1	13.4	13.0	1.6	2.0
COM7 *	COM7 TB	Thailand	44.3	39.6	47.8	34.2	22.2	18.6	31.8	23.7	1.7	2.4
CP All *	CPALL TB	Thailand	(37.9)	84.8	58.2	31.5	5.4	4.8	17.0	14.4	0.9	1.6
Central Pattana *	CPN TB	Thailand	(49.9)	163.1	93.6	35.6	3.4	3.1	23.1	16.1	0.9	1.4
Central Retail Corp. *	CRC TB	Thailand	na	na	na	46.0	3.9	3.6	14.2	10.2	0.0	0.9
Siam Global House *	GLOBAL TB	Thailand	64.0	18.0	28.7	24.3	4.8	4.3	22.6	19.2	1.4	1.6
Home Product*	HMPRO TB	Thailand	4.1	21.2	35.5	29.3	8.7	8.0	19.0	16.5	2.3	2.7
Siam Makro *	MAKRO TB	Thailand	(5.0)	16.4	37.4	32.1	1.5	1.5	24.9	38.7	1.1	2.5
Mc Group *	MC TB**	Thailand	(11.5)	32.0	18.4	13.9	2.0	2.0	7.7	6.8	5.5	7.2
<b>Average</b>			<b>(9.3)</b>	<b>39.1</b>	<b>34.9</b>	<b>26.8</b>	<b>21.4</b>	<b>4.0</b>	<b>22.9</b>	<b>12.5</b>	<b>1.9</b>	<b>2.3</b>

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 5 January 2022 closing price

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

GLOBAL เป็นหนึ่งในผู้นำตลาดค้าปลีกวัสดุก่อสร้างและอุปกรณ์ตกแต่งบ้าน ภายใต้แบรนด์ "โกลบอลเฮ้าส์" GLOBAL มีสาขาทั้งหมด 75 สาขา ตั้งอยู่ในต่างจังหวัดในประเทศไทย และมี 1 สาขา ในกทมพญา นอกจากนี้ยังลงทุนในต่างประเทศในธุรกิจอุปกรณ์ปรับปรุงบ้านในเมียนมาร์ (30%) ลาว (34%) และอินโดนีเซีย (6.38%)

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 และความเสียหายที่ลดลงหลัง SCC ซื้อหุ้น GLOBAL
- การขยายไปยังตลาด CLMV และเอเชียตะวันออกเฉียงใต้

## CONSENSUS COMPARISON

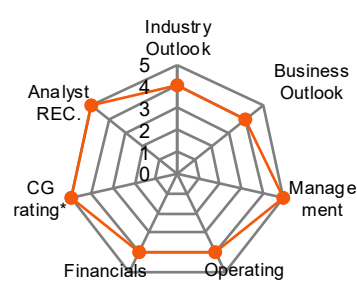
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	26.02	30.00	15%
Net profit 21F (Bt m)	3,179	3,217	1%
Net profit 22F (Bt m)	3,466	3,799	10%
Consensus REC	BUY: 12	HOLD: 3	SELL: 1

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรสุทธิปี 2021-22F ของเราสูงกว่าตลาด 1-10% เนื่องจากเราให้สมมติฐานอัตราการเติบโตของยอดขายสาขาเดิม อัตรากำไรขั้นต้น และกำไรจากต่างประเทศที่สูงขึ้น
- ดังนั้นราคาเป้าหมายของเราจึงสูงกว่าของตลาด 15%

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 ไทวัสดุ (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	33,546	36,772	40,763
Cost of sales	21,741	20,401	25,253	27,556	30,359
<b>Gross profit</b>	<b>6,340</b>	<b>6,402</b>	<b>8,293</b>	<b>9,216</b>	<b>10,404</b>
% gross margin	22.6%	23.9%	24.7%	25.1%	25.5%
Selling & administration expenses	4,038	4,301	4,914	5,130	5,401
<b>Operating profit</b>	<b>2,302</b>	<b>2,101</b>	<b>3,378</b>	<b>4,086</b>	<b>5,003</b>
% operating margin	8.2%	7.8%	10.1%	11.1%	12.3%
Depreciation & amortization	931	1,164	1,247	1,350	1,497
<b>EBITDA</b>	<b>3,232</b>	<b>3,265</b>	<b>4,625</b>	<b>5,436</b>	<b>6,500</b>
% EBITDA margin	11.5%	12.2%	13.8%	14.8%	15.9%
Non-operating income	544	552	722	797	864
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(268)	(246)	(183)	(223)	(234)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>2,577</b>	<b>2,407</b>	<b>3,917</b>	<b>4,661</b>	<b>5,632</b>
Income tax	493	455	744	909	1,098
<b>After-tax profit</b>	<b>2,085</b>	<b>1,952</b>	<b>3,173</b>	<b>3,752</b>	<b>4,534</b>
% net margin	7.4%	7.3%	9.5%	10.2%	11.1%
Shares in affiliates' Earnings	29	23	61	67	74
Minority interests	(21)	(20)	(17)	(20)	(28)
Extraordinary items	0	0	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>2,093</b>	<b>1,956</b>	<b>3,217</b>	<b>3,799</b>	<b>4,580</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>2,093</b>	<b>1,956</b>	<b>3,217</b>	<b>3,799</b>	<b>4,580</b>
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
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	18,179	16,184	18,233	19,047	20,103
Cash & cash equivalent	1,299	1,224	1,287	1,178	1,234
Account receivables	1,271	666	1,379	2,015	2,234
Inventories	15,603	14,287	15,567	15,854	16,635
Others	7	7	0	0	0
Investments & loans	815	838	838	838	838
Net fixed assets	16,105	17,148	17,476	18,703	20,537
Other assets	887	1,850	1,985	2,041	2,109
<b>Total assets</b>	<b>35,986</b>	<b>36,020</b>	<b>38,532</b>	<b>40,629</b>	<b>43,588</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	18,824	15,261	16,248	15,993	16,057
Account payables	3,399	2,988	3,805	4,152	4,575
Bank overdraft & ST loans	14,220	11,193	10,803	10,263	9,909
Current LT debt	953	884	1,350	1,283	1,239
Others current liabilities	252	197	289	295	335
<b>Total LT debt</b>	<b>833</b>	<b>2,303</b>	<b>1,350</b>	<b>1,283</b>	<b>1,239</b>
Others LT liabilities	198	1,242	1,436	1,441	1,448
<b>Total liabilities</b>	<b>19,855</b>	<b>18,806</b>	<b>19,035</b>	<b>18,717</b>	<b>18,743</b>
Minority interest	219	233	250	269	297
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)
<b>Retained earnings</b>	<b>6,969</b>	<b>7,845</b>	<b>9,911</b>	<b>12,307</b>	<b>15,211</b>
Shareholders' equity	15,912	16,981	19,247	21,643	24,547
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>35,986</b>	<b>36,020</b>	<b>38,532</b>	<b>40,629</b>	<b>43,588</b>

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	3,917	4,661	5,632
Tax paid	(457)	(502)	(677)	(898)	(1,064)
Depreciation & amortization	931	1,164	1,247	1,350	1,497
Chg In working capital	(1,623)	1,510	(1,176)	(576)	(577)
Chg In other CA & CL / minorities	45	(63)	(47)	(13)	21
<b>Cash flow from operations</b>	<b>1,473</b>	<b>4,515</b>	<b>3,266</b>	<b>4,523</b>	<b>5,509</b>
Capex	(2,577)	(2,207)	(1,500)	(2,500)	(3,250)
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	180	10	(21)
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(3,052)</b>	<b>(2,083)</b>	<b>(1,377)</b>	<b>(2,554)</b>	<b>(3,335)</b>
Debt financing	3,074	(1,627)	(875)	(675)	(443)
Capital increase	200	200	200	0	0
Dividends paid	(823)	(863)	(1,151)	(1,403)	(1,676)
Warrants & other surplus	(235)	(218)	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>2,217</b>	<b>(2,507)</b>	<b>(1,826)</b>	<b>(2,078)</b>	<b>(2,119)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>(1,104)</b>	<b>2,309</b>	<b>1,766</b>	<b>2,023</b>	<b>2,259</b>

## VALUATION

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

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	43.9	47.1	28.7	24.3	20.2
Normalized PE - at target price (x)	65.5	70.3	42.9	36.3	30.1
PE (x)	43.9	47.1	28.7	24.3	20.2
PE - at target price (x)	65.5	70.3	42.9	36.3	30.1
EV/EBITDA (x)	33.0	32.3	22.6	19.2	15.9
EV/EBITDA - at target price (x)	47.0	46.2	32.5	27.5	23.0
P/BV (x)	5.8	5.4	4.8	4.3	3.8
P/BV - at target price (x)	8.6	8.1	7.2	6.4	5.6
P/CFO (x)	62.4	20.4	28.3	20.4	16.8
Price/sales (x)	3.3	3.5	2.8	2.5	2.3
Dividend yield (%)	0.9	1.1	1.4	1.6	2.0
FCF Yield (%)	(1.2)	2.5	1.9	2.2	2.4
<b>(Bt)</b>					
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	1.0	1.2
FCF/share	(0.2)	0.5	0.4	0.4	0.5

Sources: Company data, Thanachart estimates

## FINANCIAL RATIOS

*We expect solid earnings growth in 2021F and a 20% CAGR in 2021-24F*

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	10.5	(4.6)	25.2	9.6	10.9
Net profit (%)	4.5	(6.6)	64.5	18.1	20.6
EPS (%)	4.2	(6.9)	64.0	18.0	20.6
Normalized profit (%)	4.5	(6.6)	64.5	18.1	20.6
Normalized EPS (%)	4.2	(6.9)	64.0	18.0	20.6
Dividend payout ratio (%)	41.2	51.9	40.0	40.0	40.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	22.6	23.9	24.7	25.1	25.5
Operating margin (%)	8.2	7.8	10.1	11.1	12.3
EBITDA margin (%)	11.5	12.2	13.8	14.8	15.9
Net margin (%)	7.4	7.3	9.5	10.2	11.1
D/E (incl. minor) (x)	1.0	0.8	0.7	0.6	0.5
Net D/E (incl. minor) (x)	0.9	0.8	0.6	0.5	0.4
Interest coverage - EBIT (x)	8.6	8.5	18.5	18.3	21.4
Interest coverage - EBITDA (x)	12.1	13.3	25.3	24.4	27.8
ROA - using norm profit (%)	6.2	5.4	8.6	9.6	10.9
ROE - using norm profit (%)	13.7	11.9	17.8	18.6	19.8
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	13.6	11.9	17.5	18.4	19.6
- asset turnover (x)	0.8	0.7	0.9	0.9	1.0
- operating margin (%)	10.1	9.9	12.2	13.3	14.4
- leverage (x)	2.2	2.2	2.1	1.9	1.8
- interest burden (%)	90.6	90.7	95.5	95.4	96.0
- tax burden (%)	80.9	81.1	81.0	80.5	80.5
WACC (%)	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6
ROIC (%)	6.9	5.6	9.1	10.5	12.1
NOPAT (Bt m)	1,862	1,704	2,736	3,289	4,027
invested capital (Bt m)	30,619	30,136	31,464	33,294	35,699

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 108 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2201A, ACE16C2202A, ADVA16C2201A, ADVA16C2202A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AOT16C2204A, AOT16C2202A, BAM16C2204A, BANP16C2204A, BANP16C2201A, BANP16C2202A, BBL16C2204A, BBL16C2201A, BBL16C2203A, BCH16C2201A, BCH16C2203A, BEC16C2202A, BGRI16C2205A, CBG16C2204A, CBG16C2201A, CBG16C2202A, CHG16C2202A, COM716C2203A, CPAL16C2204A, CPAL16C2203A, CPN16C2202A, CRC16C2204A, DELT16C2202A, DELT16C2203A, DOHO16C2202A, EA16C2201A, ESSO16C2202A, GLOB16C2201A, GLOB16C2203A, GPSC16C2201A, GPSC16C2201B, GPSC16C2203A, GULF16C2202A, GUNK16C2201A, GUNK16C2203A, HANA16C2204A, HANA16C2202A, HMPR16C2202A, INTU16C2201A, INTU16C2202A, IVL16C2202A, JAS16C2202A, JMAR16C2201A, JMAR16C2202A, JMT16C2205A, JMT16C2201A, JMT16C2203A, KBAN16C2201A, KBAN16C2202A, KCE16C2201A, KTC16C2202A, LH16C2202A, MAJO16C2201A, MINT16C2204A, MINT16C2203A, MTC16C2204A, MTC16C2202A, OR16C2202A, OR16C2203A, PTG16C2201A, PTG16C2202A, PTG16C2203A, PTL16C2201A, PTL16C2202A, PTL16C2202B, PTT16C2201A, PTT16C2203A, PTTE16C2203A, RBF16C2202A, RS16C2201A, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016C2112C, S5016C2112D, S5016C2203A, S5016P2112A, S5016P2112B, S5016P2112C, S5016P2112D, S5016P2203A, SAWA16C2204A, SAWA16C2202A, SCB16C2201A, SCB16C2202A, SCC16C2204A, SCGP16C2201A, SCGP16C2202A, SPAL16C2202A, SPRC16C2201A, STA16C2203A, STA16C2201A, STEC16C2204A, STEC16C2201A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TASC16C2201A, TOP16C2202A, TRUE16C2202A, TRUE16C2203A, TU16C2204A, TU16C2202A, WHA16C2202A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BEC, BGRIM, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, ESSO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, LH, MAJOR, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SPALI, SPRC, SET50, STA, STEC, STGT, SYNTEC, TESCO, TOP, TRUE, TU, WHA). และบริษัทจัดทำใบวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

**หมายเหตุ:** บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้นบริษัท ราชธานีลิซซิง 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 การจัดทำใบวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำใบวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

**หมายเหตุ:** \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

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

## Thanachart Research Team

### หัวหน้าฝ่าย

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

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

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

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

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชยกรรม  
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  
สรัชชา 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 ผู้พัฒนาหลักทรัพย์, CFA  
Tel: 662-779-9120  
adisak.phu@thanachartsec.co.th

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

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

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน  
นลินภรณ์ คลังเปรมจิตต์  
Tel: 662-779-9107  
naripom.kla@thanachartsec.co.th

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

วิเคราะห์เชิงปริมาณ  
สิทธิเชษฐ 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 เพชรแสงไสกกุล  
Tel: 662-779-9108  
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุลศล  
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 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