

BUY (Unchanged)

TP: Bt 30.00

(Unchanged)

Change in Numbers

Upside : 39.5%

10 MARCH 2022

Siam Global House Pcl (GLOBAL TB)

มีเส้นทางการเติบโตที่แข็งแกร่ง

ในฐานะผู้ค้าปลีกอุปกรณ์ตกแต่งบ้านในต่างจังหวัดที่ได้อำนาจแบ่งการตลาดจากผู้เล่นดั้งเดิม และมีโอกาสอย่างมากที่จะขยายไปยังตลาดรองในต่างจังหวัด บริษัทฯ กำลังทำขยายการเติบโตไปยังประเทศในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ คงคำแนะนำ "ซื้อ" และเป็นหุ้น Top Pick ของเรา ด้วยมีเป็นหุ้นเติบโตที่มีมูลค่าต่ำ



PHANNARAI TIYAPITTAYARUT

662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยังคงเป็นหุ้น Top Sector Pick

หลังจากผลการดำเนินงาน 4Q21 ดีกว่าคาด เนื่องจากอัตรากำไรขั้นต้นและส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมจากเมียนมาร์และลาวที่ดีเหนือคาด เราจะปรับเพิ่มประมาณการกำไรขึ้น 4% ในปี 2022-32F โดยสมมติให้อัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเพิ่มขึ้น เนื่องจากเรากลับมาสมมติให้มีการขยายสาขาในเชิงรุกในปีนี้ - 7 สาขา ในไทย และ 1 สาขาในกัมพูชา และมีค่าใช้จ่ายในการเตรียมเปิดสาขาแรกในฟิลิปปินส์ในปีหน้า เมื่อรวมการจ่ายหุ้นปันผลแล้ว ราคาเป้าหมายของเราไม่เปลี่ยนแปลงที่ 30 บาท/หุ้น เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" GLOBAL และเป็นหนึ่งในหุ้น Top Pick ของเรา เนื่องจากเป็นหุ้นเติบโตในกลุ่มไม่เคอร์เนลเทรดอุปกรณ์ตกแต่งและปรับปรุงบ้านที่มีอัตราการเข้าถึงตลาดต่ำในไทยและภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ ขณะที่การเติบโตไม่ชะลอตัวลง และยังคงสร้างผลกำไรอย่างต่อเนื่อง การซื้อขายที่ PE ที่ 26.6 เท่า ในปี 2022F ก็ไม่แพง เทียบกับ PE ในอดีต 5 ปีที่ 32.6 เท่า ในปี 2017-21 และต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 32.0 เท่า

แฮสแบรนด์หนุนอัตรากำไรขั้นต้น

ท่ามกลางความกังวลว่าจะมีผลกระทบทางลบต่ออัตรากำไรขั้นต้นจากราคาเหล็กที่พุ่งขึ้นสูงสุดใน 3Q21 แต่อัตรากำไรขั้นต้นของ 4Q21 ออกมาสูงที่ 25.47% สูงกว่า 25.07% ใน 9M21 สาเหตุหลักมาจากสัดส่วนยอดขายสินค้าแฮสแบรนด์ที่เพิ่มขึ้นเป็น 23% ใน 4Q21 จาก 21% ใน 9M21 ด้วยการตั้งบริษัทในเครือในจีนเพื่อจัดซื้อแฮสแบรนด์ตั้งแต่ 3Q21 และลดต้นทุนจะวางขายตั้งแต่ปลาย 1Q22F สัดส่วนยอดขายแฮสแบรนด์น่าจะเร่งขึ้นเป็น 23.5% ในปี 2022F และแตะ 30% ในปี 2029F เนื่องจากผู้บริหารเชื่อว่า 50% ของสินค้าตกแต่งบ้านสามารถเป็นแฮสแบรนด์ได้ (สัดส่วนยอดขาย คือ วัสดุก่อสร้าง 40% : อุปกรณ์ตกแต่ง 60%) การเพิ่มขึ้นของแฮสแบรนด์ทุก 1% จะทำให้อัตรากำไรขั้นต้นสูงขึ้น 26bp

กำไรในต่างประเทศแข็งแกร่งขึ้น

ปีที่แล้ว GLOBAL เข้าสู่ธุรกิจอุปกรณ์ปรับปรุงบ้านใน 3 ประเทศ - 1 สาขาในกัมพูชา (ถือหุ้น 55%) 8 สาขา ในเมียนมาร์ (15%) และ 6 สาขา ในลาว (17%) ในเดือนก.พ.ปีนี้ บริษัทร่วมทุน 50:50 กับ SCG ได้เข้าซื้อหุ้นเพิ่ม 9.25% เป็น 22% ใน Depo Bangunan - ร้านค้าปลีกอุปกรณ์ตกแต่งบ้านในอินโดนีเซีย (10 สาขา) ซึ่งผ่านเกณฑ์ความเป็นเจ้าของสำหรับการบันทึกเป็น equity income (GLOBAL ถือหุ้นทางอ้อม 11%) ด้วยสาขาใหม่แห่งแรกในฟิลิปปินส์มีกำหนดเปิดในปี 2023F จึงทำให้ GLOBAL มีธุรกิจใน 5 ประเทศในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ ที่ซึ่งมีอัตราการเข้าถึงตลาดไม่เคอร์เนลเทรดที่ยังคงยังต่ำ เราคาดว่าสัดส่วนกำไรจากต่างประเทศจะเพิ่มขึ้นเป็น 3.8%/4.3%/5.1% ในปี 2022-24F จาก 3.2% ในปี 2021

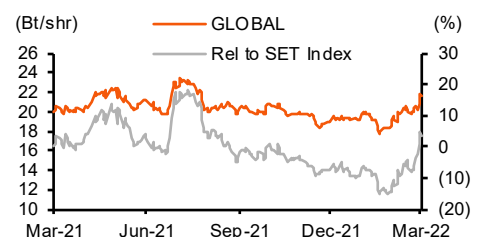
ไม่ได้รับผลกระทบจากเงินเฟ้อ และราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่สูงขึ้น

ขณะที่บริษัทฯ สามารถขึ้นราคาสินค้าเพื่อสะท้อนต้นทุนสินค้าที่สูงขึ้นและส่งต่อต้นทุนขนส่งที่สูงขึ้นไปยังผู้ขาย ความขัดแย้งระหว่างรัสเซียกับยูเครนได้ผลักดันให้ราคาเหล็กสูงขึ้น ซึ่งเป็นบวกต่อยอดขายสาขาเดิมและอัตรากำไรขั้นต้น เพราะยอดขายเหล็กคิดเป็นสัดส่วน 15-20% ในเดือนม.ค.-ก.พ. ยอดขายมีแนวโน้มแข็งแกร่งด้วยยอดขายสาขาเดิมโต 8%

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	33,498	36,894	41,077	46,001
Net profit	3,344	3,882	4,717	5,729
Consensus NP	—	3,517	3,968	4,586
Diff frm cons (%)	—	10.4	18.9	24.9
Norm profit	3,344	3,882	4,717	5,729
Prev. Norm profit	—	3,799	4,580	5,503
Chg frm prev (%)	—	2.2	3.0	4.1
Norm EPS (Bt)	0.7	0.8	1.0	1.2
Norm EPS grw (%)	70.5	15.9	21.4	21.5
Norm PE (x)	30.8	26.6	21.9	18.0
EV/EBITDA (x)	23.8	21.1	17.4	14.2
P/BV (x)	5.3	4.6	4.1	3.6
Div yield (%)	1.1	1.5	1.8	2.2
ROE (%)	18.3	18.6	19.8	21.1
Net D/E (%)	67.9	51.3	41.2	27.8

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 10-Mar-22 (Bt)	21.50
Market Cap (US\$ m)	2,993.7
Listed Shares (m shares)	4,601.7
Free Float (%)	32.1
Avg Daily Turnover (US\$ m)	7.7
12M Price H/L (Bt)	23.38/17.63
Sector	Commerce
Major Shareholder	SCG Distribution Co.,Ltd 32.27%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

**กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ**

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลนี้ไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไม่เข้าข่าย ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

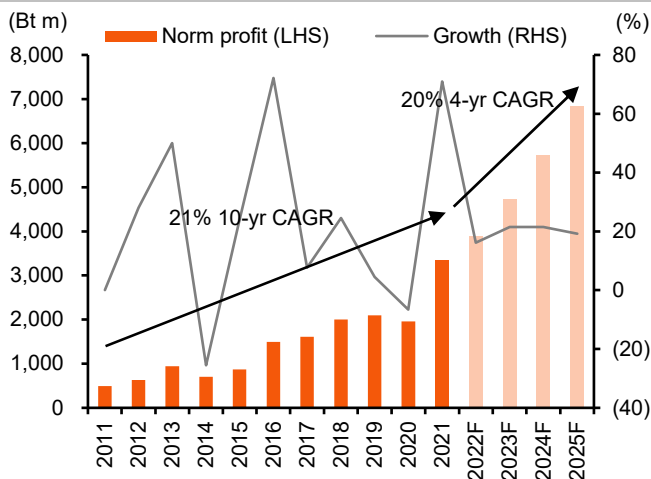


Ex 1: Key Assumption Changes

	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
SSSG (%)											
New	5.5	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
Old	5.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
New stores - Thailand (unchanged)	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	0
Store number (YE) - Thailand (unchanged)	82	89	96	103	110	117	124	131	138	145	145
Gross margin (%)											
New	25.4	25.8	26.3	26.8	27.2	27.7	28.1	28.6	28.8	29.0	29.2
Old	25.1	25.5	26.0	26.4	26.9	27.4	27.8	28.3	28.7	28.9	29.1
House-brand sales mix (%)											
New	23.5	24.5	25.5	26.5	27.5	28.5	29.5	30.5	30.5	30.5	30.5
Old	22.0	23.0	24.0	25.0	26.0	27.0	28.0	29.0	30.0	30.0	30.0
SG&A/sales (%)											
New	14.2	13.5	12.8	12.1	11.9	11.7	11.5	11.3	11.1	10.9	10.9
Old	14.0	13.3	12.6	12.0	11.8	11.6	11.4	11.2	11.0	10.8	10.6
Equity income (Bt m)											
New	116	131	146	161	175	188	202	217	232	249	263
Old	67	74	81	89	97	105	113	123	132	140	146
Overseas profit (Bt m)											
Cambodia, Philippines (55%)	33	71	148	209	229	249	269	291	310	330	348
Equity income (Laos, Myanmar, Indonesia)	116	131	146	161	175	188	202	217	232	249	263
Overseas profit contribution (%)	3.8	4.3	5.1	5.4	5.2	5.0	4.8	4.6	4.4	4.3	4.2
Normalized profit (Bt m)											
New	3,882	4,717	5,729	6,828	7,768	8,782	9,877	11,071	12,223	13,463	14,422
Old	3,799	4,580	5,503	6,504	7,368	8,349	9,392	10,541	11,801	12,802	13,656
Change (%)	2	3	4	5	5	5	5	5	4	5	6

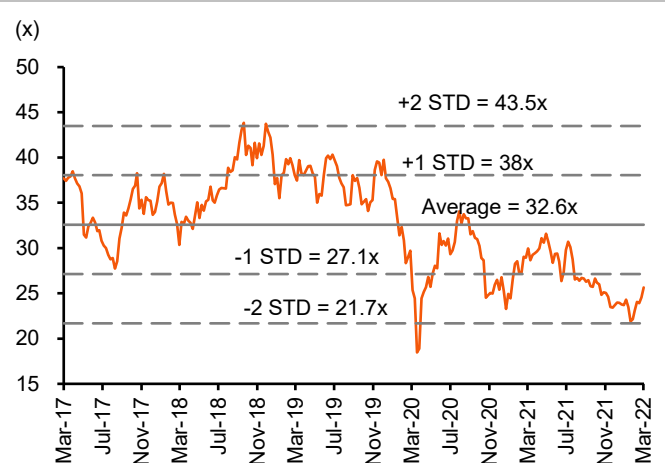
Source: Thanachart estimates

Ex 2: Delivering Record Profit



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: GLOBAL's PE Band



Source: Bloomberg

Ex 4: House-Brand Goods



House Brand Products Over 10,000 Items

Quality, You Can Touch



Source: Company data

Ex 5: Private Label Brands

Knob, Hinge and Door Accessories

Kitchen Ware

Hardware and Tools

Furniture

Ceramic

Roof

Chemical

Source: Company data

Ex 6: Private Label Brands

Electric Appliance

Sanitary Ware

Door, Window and Floor

Cleaning

Home and Garden

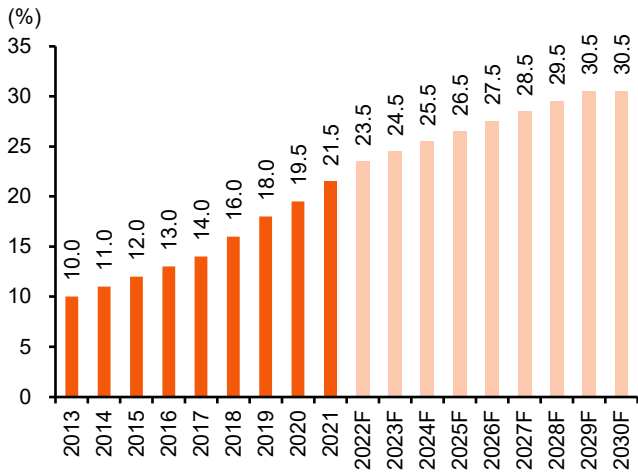
Construction Material

The Vehicle

Fitness Equipment

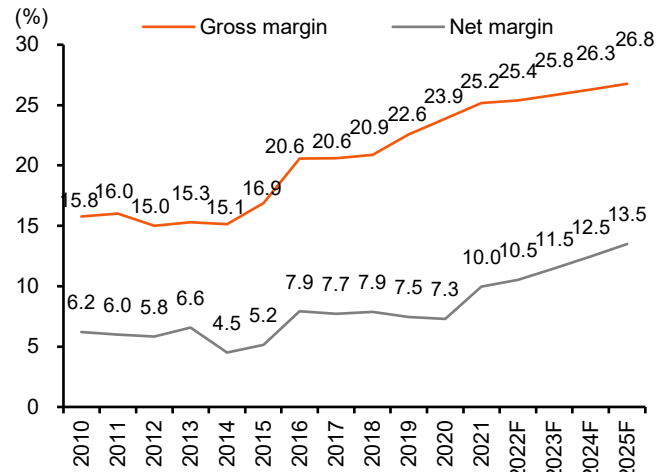
Source: Company data

Ex 7: Private-Label Sales Mix



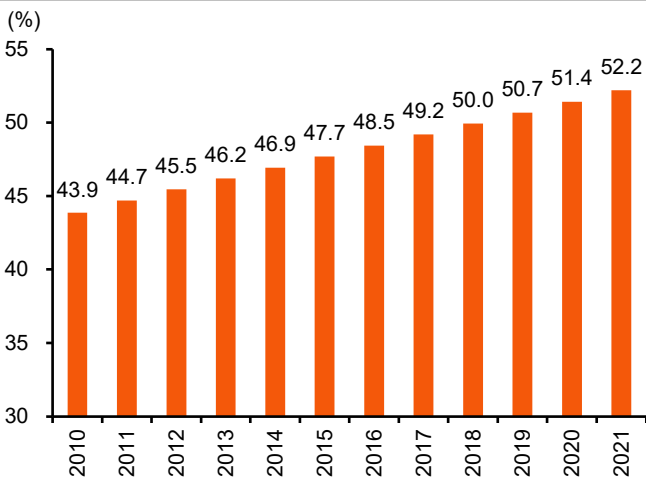
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: Gross Margin Expansion



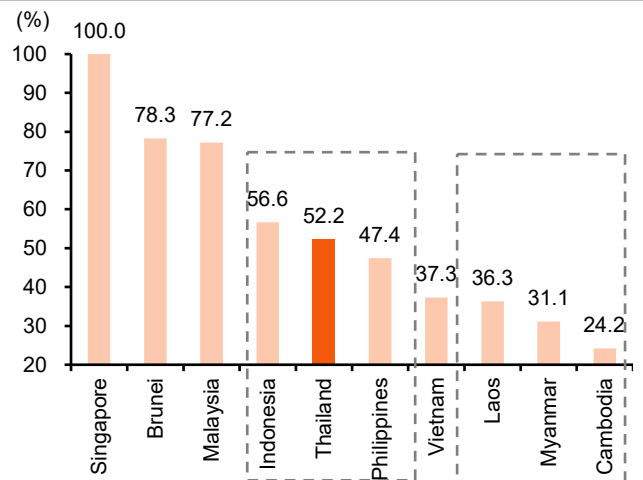
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: Thailand's Urbanization



Source: www.statista.com

Ex 10: Urbanization In Southeast Asia



Source: www.statista.com

Ex 11: Global House – Phnom Penh (Cambodia)



Source: Company data

Ex 12: Inside The Store (Cambodia)



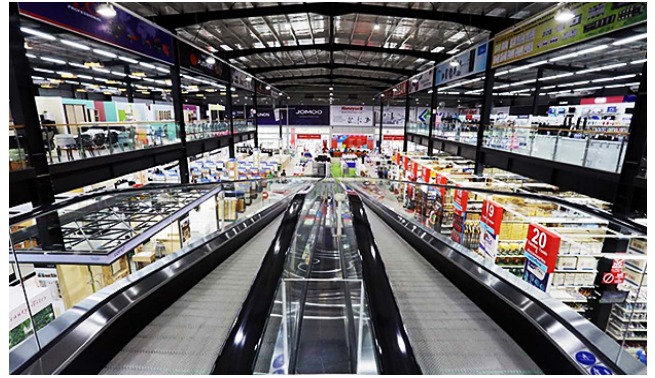
Source: Company data

Ex 13: PRO1 Global Home Center (Myanmar)



Source: Company data

Ex 14: Inside The Store (Myanmar)



Source: Company data

Ex 15: Souvanny Home Center (Laos)



Source: Company data

Ex 16: Inside The Store (Laos)



Source: Company data

Ex 17: Depo Bangunan (Indonesia)



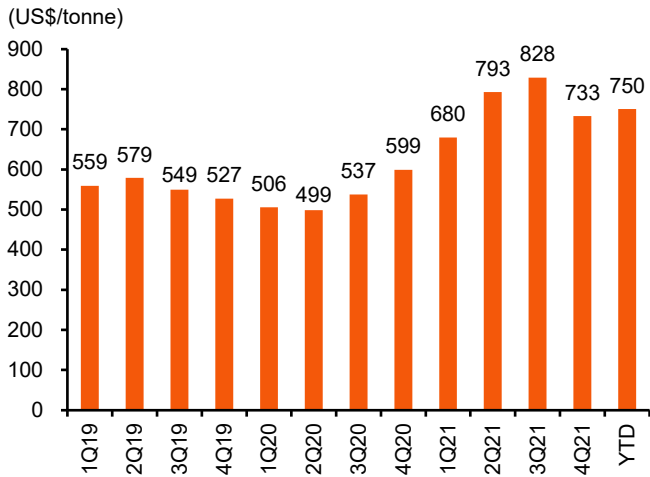
Source: Company data

Ex 18: Inside The Store (Indonesia)



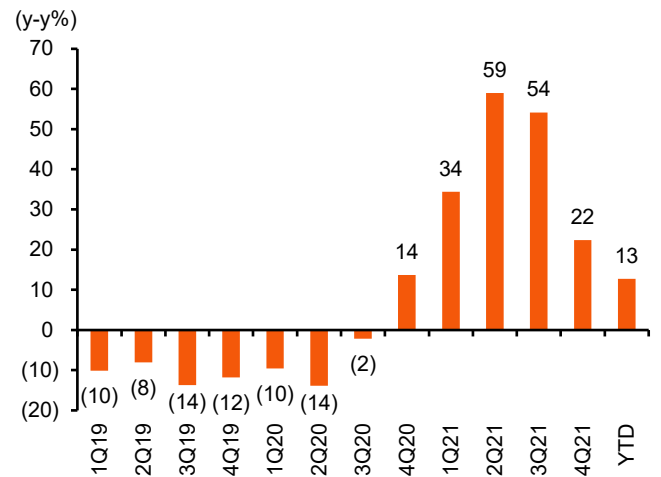
Source: Company data

Ex 19: Steel Price



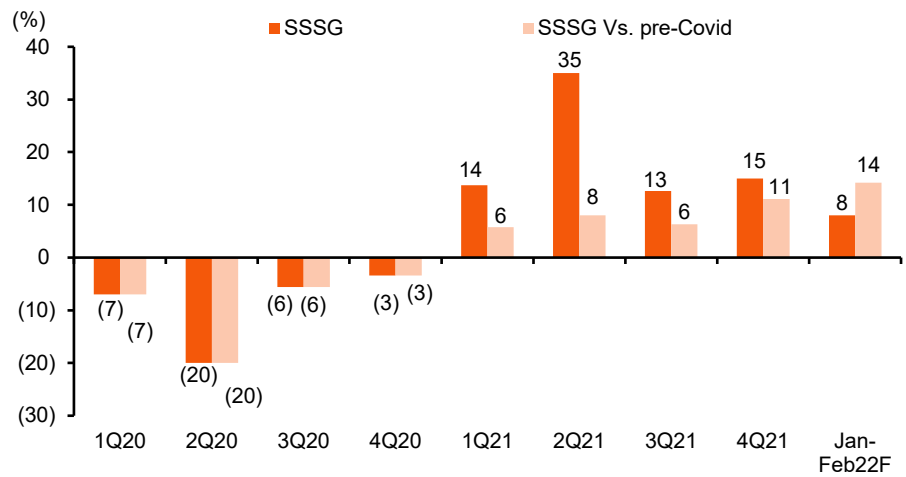
Source: Bloomberg

Ex 20: Steel Price Change



Sources: Bloomberg, Thanachart

Ex 21: SSSG Surpassing Pre-COVID Level



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 22: 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	2033F	Terminal value
EBITDA	5,377	6,459	7,751	9,083	10,173	11,362	12,656	14,064	15,400	16,836	17,910	18,736	
Free cash flow	3,186	2,942	4,727	7,400	8,811	7,803	8,915	10,121	11,227	12,458	15,176	16,193	253,730
PV of free cash flow	3,177	2,543	3,798	5,526	6,117	4,906	5,187	5,451	5,596	5,748	6,479	6,075	95,182
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	0.9												
WACC (%)	7.6												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value - add investments	157,785.0												
Net debt (2021)	13,477.7												
Minority interest	275.2												
Equity value	144,032.1												
# of shares (m)	4,801.8												
Equity value / share (Bt)	30.00												

Investment: (Bt m)

Land @ Muang Thong Thani 2,000

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 23: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div. yield	
			22F (%)	23F (%)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (%)	23F (%)
Marks & Spencer	MKS LN	Britain	na	(11.4)	6.9	7.8	1.1	1.1	5.0	5.2	0.0	0.4
J Sainsbury PLC	SBRY LN	Britain	109.1	0.0	10.0	10.0	0.8	0.7	5.1	5.1	6.3	5.2
Tesco	TSCO LN	Britain	111.8	1.4	11.6	11.5	1.5	1.4	7.0	7.0	3.2	4.2
Carrefour SA	CA FP	France	20.1	12.9	10.3	9.2	1.2	1.1	5.7	5.3	3.1	3.5
Casino Guichard	CO FP	France	30.0	28.7	8.3	6.4	0.5	0.5	6.6	6.2	4.3	3.1
L'Oreal SA	OR FP	France	14.5	9.3	34.7	31.7	7.2	6.4	21.9	20.4	1.3	1.5
Alimentation Couche	ATD/B CN	Canada	3.4	(0.0)	na	na	na	na	9.2	9.5	na	na
Aeon	8267 JP	Japan	na	115.4	160.3	74.4	2.4	2.3	8.9	8.2	1.4	1.4
Kao Corporation	4452 JP	Japan	2.3	10.8	18.5	16.7	2.3	2.2	9.0	8.4	3.0	3.1
Lion Corporation	4912 JP	Japan	(7.3)	6.3	20.4	19.2	1.5	1.4	7.7	7.1	1.7	1.7
Shiseido Co. Ltd	4911 JP	Japan	44.4	54.0	45.3	29.4	4.2	3.8	15.6	12.2	0.9	1.3
Lawson	2651 JP	Japan	102.2	27.3	26.7	20.9	1.8	1.7	3.9	3.7	3.1	3.1
Seven & I Holdings	3382 JP	Japan	36.9	33.6	22.1	16.6	1.7	1.6	8.7	7.4	1.8	1.9
Lotte Corp	004990 KS	South Korea	17.7	29.1	8.7	6.8	0.4	0.3	9.3	9.3	3.6	4.1
Shinsegae	004170 KS	South Korea	8.1	20.0	8.0	6.7	0.6	0.6	7.2	6.8	0.7	0.8
Amore Pacific Group	002790 KS	South Korea	(24.7)	11.2	24.3	21.8	1.3	1.3	5.9	5.0	1.0	1.0
Best Buy Co Inc	BBY US	USA	(9.9)	19.6	11.3	9.4	8.1	7.6	6.3	5.7	2.2	2.8
Wal-Mart Stores	WMT US	USA	6.0	7.4	20.5	19.1	4.4	3.9	11.1	10.6	1.5	1.6
Home Depot Inc	HD US	USA	4.4	6.4	19.5	18.4	na	na	14.0	13.6	1.9	2.1
Yonghui Superstores	601933 CH	China	na	119.1	77.4	35.3	2.1	1.9	24.9	17.2	1.6	0.8
Sa International	178 HK	Hong Kong	na	na	na	29.3	3.7	3.5	na	14.4	0.0	0.0
Dairy Farm Intl Hldgs	DFI SP	Hong Kong	40.8	37.7	18.2	13.2	2.7	2.5	13.9	9.9	3.6	4.6
President Chain Store	2912 TT	Taiwan	23.5	8.1	24.9	23.0	7.3	6.9	11.6	11.4	2.9	3.4
7-Eleven Malaysia	SEM MK	Malaysia	129.6	9.7	23.5	21.5	14.6	12.9	7.7	7.9	1.8	2.7
Berli Jucker *	BJC TB	Thailand	25.7	9.5	28.3	25.9	1.2	1.1	13.6	13.0	1.8	1.9
COM7 *	COM7 TB	Thailand	37.8	22.2	30.0	24.5	17.6	15.1	21.2	17.6	2.7	3.5
CP All *	CPALL TB	Thailand	84.8	43.0	34.6	24.2	5.3	4.7	15.4	13.0	1.4	2.1
Central Pattana *	CPN TB	Thailand	163.1	43.7	35.7	24.9	3.1	2.9	16.1	13.5	1.4	1.9
Central Retail Corp. *	CRC TB	Thailand	na	55.3	53.4	34.4	4.2	3.9	11.4	9.9	0.7	1.2
Siam Global House *	GLOBAL TB	Thailand	15.9	21.4	26.6	21.9	4.6	4.1	21.1	17.4	1.5	1.8
Home Product*	HMPRO TB	Thailand	21.1	20.0	32.7	27.3	9.1	8.3	18.4	16.0	2.4	2.9
Siam Makro *	MAKRO TB	Thailand	16.4	38.6	32.3	23.3	1.5	1.5	39.0	34.7	2.5	3.4
Mc Group *	MC TB**	Thailand	9.6	25.0	14.7	11.7	2.0	2.0	5.2	4.5	6.8	8.5
Average			37.1	26.1	29.0	21.1	3.9	3.5	12.1	10.8	2.3	2.5

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates using normalized EPS growth

Based on 10 March 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 และเรคาดว่า 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 และเอเชียตะวันออกเฉียงใต้

CONSENSUS COMPARISON

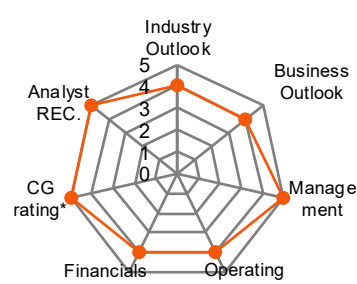
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	24.69	30.00	21%
Net profit 22F (Bt m)	3,517	3,882	10%
Net profit 23F (Bt m)	3,968	4,717	19%
Consensus REC	BUY: 14	HOLD: 2	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรสุทธิปี 2022-23F ของเราสูงกว่าตลาด 10-19% เนื่องจากเราให้สมมติฐาน อัตรากำไรขั้นต้น การเปิดสาขาในประเทศ และกำไรจากต่างประเทศที่สูงขึ้น
- ดังนั้นราคาเป้าหมายของเราจึงสูงกว่าของตลาด 21%

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 ทีวีสตุ (กลุ่มเซ็นทรัล), ร้านค้ารูปแบบใหม่ของ HMPRO (Mega Home) และผู้ประกอบการกลุ่มอุปกรณ์ตกแต่งบ้านรายอื่น

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากจำนวนสาขาที่เปิดใหม่ต่ำกว่าที่เรคาด 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)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	26,803	33,498	36,894	41,077	46,001
Cost of sales	20,401	25,067	27,531	30,463	33,902
Gross profit	6,402	8,431	9,363	10,614	12,099
% gross margin	23.9%	25.2%	25.4%	25.8%	26.3%
Selling & administration expenses	4,301	4,807	5,239	5,545	5,888
Operating profit	2,101	3,624	4,124	5,069	6,211
% operating margin	7.8%	10.8%	11.2%	12.3%	13.5%
Depreciation & amortization	1,164	1,264	1,324	1,462	1,612
EBITDA	3,265	4,888	5,448	6,530	7,822
% EBITDA margin	12.2%	14.6%	14.8%	15.9%	17.0%
Non-operating income	552	618	738	863	966
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(246)	(180)	(187)	(204)	(196)
Pre-tax profit	2,407	4,062	4,675	5,727	6,980
Income tax	455	783	888	1,117	1,361
After-tax profit	1,952	3,278	3,786	4,610	5,619
% net margin	7.3%	9.8%	10.3%	11.2%	12.2%
Shares in affiliates' Earnings	23	81	116	131	146
Minority interests	(20)	(15)	(20)	(25)	(37)
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	1,956	3,344	3,882	4,717	5,729
Normalized profit	1,956	3,344	3,882	4,717	5,729
EPS (Bt)	0.4	0.7	0.8	1.0	1.2
Normalized EPS (Bt)	0.4	0.7	0.8	1.0	1.2

BALANCE SHEET

GLOBAL has continued to open new stores

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	16,184	18,631	19,397	20,121	20,474
Cash & cash equivalent	1,224	1,772	1,287	1,178	1,234
Account receivables	666	674	1,516	2,251	2,521
Inventories	14,287	16,186	16,594	16,692	16,719
Others	7	0	0	0	0
Investments & loans	838	1,607	1,607	1,607	1,607
Net fixed assets	17,148	17,099	18,346	19,956	21,415
Other assets	1,850	1,937	1,933	1,944	1,969
Total assets	36,020	39,275	41,283	43,628	45,465
LIABILITIES:					
Current liabilities:	15,261	16,011	16,058	15,543	13,984
Account payables	2,988	2,543	4,149	4,590	5,109
Bank overdraft & ST loans	11,193	12,066	10,287	9,376	7,507
Current LT debt	884	1,045	1,286	1,172	938
Others current liabilities	197	358	337	405	430
Total LT debt	2,303	2,139	1,286	1,172	938
Others LT liabilities	1,242	1,289	1,364	1,315	1,269
Total liabilities	18,806	19,439	18,708	18,030	16,192
Minority interest	233	275	296	321	357
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	4,402	4,602	4,802	4,802	4,802
Share premium	4,739	4,739	4,739	4,739	4,739
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(5)	46	46	46	46
Retained earnings	7,845	10,174	12,693	15,690	19,330
Shareholders' equity	16,981	19,561	22,280	25,277	28,917
Liabilities & equity	36,020	39,275	41,283	43,628	45,465

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

Strong and sustainable cash flows, on our estimates

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	2,407	4,062	4,675	5,727	6,980
Tax paid	(502)	(632)	(914)	(1,050)	(1,335)
Depreciation & amortization	1,164	1,264	1,324	1,462	1,612
Chg In working capital	1,510	(2,352)	355	(391)	222
Chg In other CA & CL / minorities	(22)	(18)	(15)	65	96
Cash flow from operations	4,556	2,323	5,425	5,813	7,575
Capex	(2,207)	(1,215)	(2,500)	(3,000)	(3,000)
Right of use	(1,270)	(12)	(1)	(1)	(1)
ST loans & investments	0	7	0	0	0
LT loans & investments	(23)	(769)	0	0	0
Adj for asset revaluation	(7)	51	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	1,383	108	144	(63)	(93)
Cash flow from investments	(2,124)	(1,832)	(2,356)	(3,064)	(3,093)
Debt financing	(1,627)	870	(2,391)	(1,139)	(2,336)
Capital increase	200	200	200	0	0
Dividends paid	(863)	(814)	(1,363)	(1,720)	(2,089)
Warrants & other surplus	(218)	(200)	0	0	0
Cash flow from financing	(2,507)	56	(3,554)	(2,858)	(4,425)
Free cash flow	2,350	1,108	2,925	2,813	4,575

VALUATION

2022F PE is far below its 32.6x five-year average during 2017-21

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	52.5	30.8	26.6	21.9	18.0
Normalized PE - at target price (x)	73.3	43.0	37.1	30.5	25.1
PE (x)	52.5	30.8	26.6	21.9	18.0
PE - at target price (x)	73.3	43.0	37.1	30.5	25.1
EV/EBITDA (x)	35.5	23.8	21.1	17.4	14.2
EV/EBITDA - at target price (x)	47.9	32.1	28.5	23.7	19.5
P/BV (x)	6.1	5.3	4.6	4.1	3.6
P/BV - at target price (x)	8.4	7.3	6.5	5.7	5.0
P/CFO (x)	22.5	44.3	19.0	17.8	13.6
Price/sales (x)	3.7	3.0	2.7	2.4	2.2
Dividend yield (%)	1.0	1.1	1.5	1.8	2.2
FCF Yield (%)	2.3	1.1	2.8	2.7	4.4
(Bt)					
Normalized EPS	0.4	0.7	0.8	1.0	1.2
EPS	0.4	0.7	0.8	1.0	1.2
DPS	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5
BV/share	3.6	4.1	4.6	5.3	6.0
CFO/share	1.0	0.5	1.1	1.2	1.6
FCF/share	0.5	0.2	0.6	0.6	1.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

	FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate						
<i>Delivering record profit and growth is not slowing down</i>	Sales (%)	(4.6)	25.0	10.1	11.3	12.0
	Net profit (%)	(6.6)	70.9	16.1	21.5	21.5
	EPS (%)	(6.9)	70.5	15.9	21.4	21.5
	Normalized profit (%)	(6.6)	70.9	16.1	21.5	21.5
	Normalized EPS (%)	(6.9)	70.5	15.9	21.4	21.5
	Dividend payout ratio (%)	51.9	35.1	40.0	40.0	40.0
Operating performance						
	Gross margin (%)	23.9	25.2	25.4	25.8	26.3
	Operating margin (%)	7.8	10.8	11.2	12.3	13.5
	EBITDA margin (%)	12.2	14.6	14.8	15.9	17.0
	Net margin (%)	7.3	9.8	10.3	11.2	12.2
	D/E (incl. minor) (x)	0.8	0.8	0.6	0.5	0.3
	Net D/E (incl. minor) (x)	0.8	0.7	0.5	0.4	0.3
	Interest coverage - EBIT (x)	8.5	20.1	22.0	24.8	31.6
	Interest coverage - EBITDA (x)	13.3	27.1	29.1	32.0	39.8
	ROA - using norm profit (%)	5.4	8.9	9.6	11.1	12.9
	ROE - using norm profit (%)	11.9	18.3	18.6	19.8	21.1
DuPont						
	ROE - using after tax profit (%)	11.9	17.9	18.1	19.4	20.7
	- asset turnover (x)	0.7	0.9	0.9	1.0	1.0
	- operating margin (%)	9.9	12.7	13.2	14.4	15.6
	- leverage (x)	2.2	2.1	1.9	1.8	1.6
	- interest burden (%)	90.7	95.7	96.2	96.6	97.3
	- tax burden (%)	81.1	80.7	81.0	80.5	80.5
	WACC (%)	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6
	ROIC (%)	5.6	9.7	10.1	12.1	14.0
	NOPAT (Bt m)	1,704	2,925	3,340	4,080	4,999
	invested capital (Bt m)	30,136	33,039	33,851	35,819	37,066

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:

บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ถือและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 90 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVA16C2203A, AMAT16C2206A, AOT16C2204A, AWC16C2207A, BAM16C2206A, BAM16C2204A, BANP16C2205A, BANP16C2204A, BBL16C2203A, BBL16C2204A, BCH16C2207A, BCH16C2203A, BEC16C2205A, BEC16C2204A, BGRI16C2203A, BGRI16C2205A, BLA16C2205A, CBG16C2204A, CBG16C2205A, CHG16C2207A, COM716C2203A, COM716C2205A, CPAL16C2203A, CPAL16C2204A, CPF16C2205A, CRC16C2204A, DELT16C2203A, DTAC16C2203A, EA16C2206A, EA16C2203A, EA16C2205A, GLOB16C2203A, GPSC16C2206A, GPSC16C2203A, GPSC16C2205A, GULF16C2203A, GULF16C2205A, GUNK16C2206A, GUNK16C2203A, GUNK16C2205A, HANA16C2204A, HANA16C2205A, HANA16C2207A, INTU16C2205A, IRPC16C2205A, IVL16C2203A, IVL16C2206A, JMAR16C2206A, JMAR16C2205A, JMT16C2203A, JMT16C2205A, KBAN16C2206A, KBAN16C2204A, KCE16C2204A, KCE16C2205A, KCE16C2205B, MEGA16C2207A, MINT16C2207A, MINT16C2203A, MINT16C2204A, MTC16C2204A, OR16C2203A, OR16C2205A, PTG16C2203A, PTL16C2202B, PTT16C2203A, PTT16C2205A, PTTE16C2203A, RCL16C2205A, RS16C2205A, S5016P2206B, S5016C2203A, S5016C2203B, S5016C2206A, S5016P2203A, S5016P2203B, S5016P2206A, SAWA16C2204A, SAWA16C2205A, SCC16C2204A, STA16C2203A, STEC16C2204A, SYNE16C2206A, TOP16C2206A, TRUE16C2205B, TRUE16C2205A, TRUE16C2203A, TRUE16C2203B, TU16C2204A, WHA16C2204A (underlying securities are ADVANC, AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BBL, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CRC, DELTA, DTAC, EA, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, RCL, RS, SAWAD, SCC, SYNTEC, SET50, STA, STEC, TOP, TU, WHA, TRUE). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลีซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 23 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมกร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลีควิเบเนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีควิเบเนท์ 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

Thematic Research, กระดาษ

จักร เรื่องสิทธิสัญญา
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 บุณนาค
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

สรชดา 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

พลังงาน, ปิโตรเคมี

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ
Tel: 662-779-9110
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพลตฟอร์ม

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

กลยุทธ์การลงทุน

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

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ
Tel: 662-779-9105
pattawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

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

กลยุทธ์การลงทุน

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

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์
Tel: 662-483-8303
sittichet.run@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน

นลินภรณ์ คลังเปรมจิตต์
Tel: 662-779-9107
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล

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

เกษมรัตน์ จิตกุล

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
sunset.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