

HOLD (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 38.00

(From: Bt 34.00)

6 APRIL 2022

Downside : 5.0%

Central Retail Corp Pcl (CRC TB)

In the price

CRC พื้นตัวอย่างรวดเร็วทั้งธุรกิจและต่างประเทศจากวิกฤตโควิดในปีที่แล้ว อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าราคาหุ้นปัจจุบันที่ 46 เท่า/33 เท่า PE ในปี 2022-23F ได้สะท้อนถึงแนวโน้มการฟื้นตัวและแนวโน้มการเติบโตอย่างต่อเนื่องแล้ว คงคำแนะนำ “ถือ”



PHANNARAI TIYAPITTAYARUT

662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

พื้นตัวอย่างรวดเร็ว แต่ยังคงแนะนำ “ถือ”

CRC เห็นกำไรเกือบจะหายไปในช่วงสองปีที่ผ่านมา การฟื้นตัวเริ่มตั้งแต่ 4Q21 และมีแนวโน้มแข็งแกร่งต่อเนื่องมาจนถึงปีนี้ในทุกตลาดหลักไทย เวียดนาม และอิตาลี การฟื้นตัวแข็งแกร่งกว่าที่คาด และเราปรับเพิ่มประมาณการกำไรขึ้น 23/11/3% ในปี 2022-24F และปรับราคาเป้าหมายขึ้น 12% เป็น 38 บาท (เดิม 34 บาท) อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่ามูลค่าของ CRC ได้สะท้อนแนวโน้มการฟื้นตัวที่ 46 เท่า/33 เท่า PE ในปี 2022-23F เทียบกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 31 เท่า/24 เท่า เราจึงคงคำแนะนำ “ถือ”

แนวโน้มสายธุรกิจ

CRC มี 3 สายธุรกิจหลัก แฟชั่นหรือห้างสรรพสินค้าคิดเป็น 33% ของยอดขายสินค้าในปี 2019 อาหารหรือไมตรีเทรดคิดเป็น 41% และฮาร์ดไลน์หรือของตกแต่งบ้าน/เครื่องใช้ไฟฟ้าคิดเป็น 26% เราคาดว่าสัดส่วนจะอยู่ที่ 23%:38%:39% ในอีกห้าปีข้างหน้าในปี 2026F ทุกสายธุรกิจได้รับผลกระทบจากวิกฤตโควิดในช่วงสองปีที่ผ่านมา ดังนั้นทุกสายธุรกิจจึงฟื้นตัว อย่างไรก็ตามไม่พิจารณาการฟื้นตัวดังกล่าว และมองที่แนวโน้มในระยะยาว สองธุรกิจที่ยังคงเติบโตมากกว่าปกติของธุรกิจคือ อุปกรณ์ตกแต่งปรับปรุงบ้าน และอาหาร CRC ตั้งเป้าหมายสาขาไทยสต็อก 10 แห่งต่อปี ในอีกห้าปีข้างหน้า เทียบกับ 65 สาขาที่มีอยู่ และ GO! Hypermarkets ในเวียดนาม (จัดเป็นธุรกิจอาหาร) ราว 4-6 แห่ง ต่อปี เทียบกับที่มีอยู่ 37 แห่ง

ปัจจัยผลักดันเพิ่มเติม

นอกเหนือจากการเติบโตของสายธุรกิจข้างต้นแล้ว CRC ยังมีปัจจัยผลักดันการเติบโตเพิ่มเติมจากการการผลักดันด้านต้นทุน เครือข่ายการขายทาง Omni-channel ในเชิงรุกมากขึ้น เพื่อลดการคุกคามจากการแข่งขันทางออนไลน์ที่มีต่อธุรกิจหน้าร้าน และการทำ M&A Exhibit 12 แสดงการทำ M&A ตั้งแต่เข้าจดทะเบียนในตลาดฯ การทำ M&A ครั้งล่าสุดเป็นการควบรวมกิจการอุปกรณ์สำนักงานและอุปกรณ์ และร้านค้าออนไลน์ COL Pcl (COL) ซึ่งเป็นเจ้าของโดยบริษัทในกลุ่มเซ็นทรัล COL ถูกซื้อกิจการไปเมื่อเดือนก.พ.2021 และเราคาดว่าจะสร้างกำไรให้ CRC ที่ 854 ลบ./915 ลบ./951 ลบ. ในปี 2022-24F นอกจากนี้เรายังคาดว่าอัตราส่วนการขยายผ่าน omni-channel จะเพิ่มขึ้นจาก 3.0% ของยอดขายรวมในปี 2019 เป็น 25% ในปี 2024F

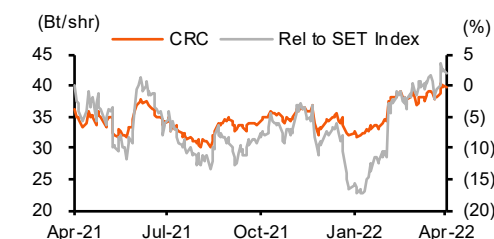
แผนสำหรับธุรกิจแฟชั่นดั้งเดิม

กลุ่มแฟชั่นถูกกระทบมากที่สุด โดยยอดขายลดลง 33% จากปี 2019 เป็น 42.8 พันลบ.ในปี 2021 โดยส่วนใหญ่มาจากห้างสรรพสินค้า 83 แห่ง และร้านค้าแบรนด์ 378 แห่ง เนื่องจากไม่มีผลของการล็อกดาวน์กระทบห้างสรรพสินค้าอีกต่อไป เราจึงคาดว่ายอดขายจะฟื้นตัวสู่ระดับปี 2019 ในปี 2023F และยอดขายเติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ 5% ในปี 2023-26F ตามแผนการขยายห้างสรรพสินค้าใหม่ 2-3 แห่ง/ปี และร้านค้าแบรนด์ 20-30 แห่งต่อปี ภัยคุกคามจากอีคอมเมิร์ซได้เปลี่ยนช่องทางการขายเป็นช่องทางออนไลน์ สัดส่วนยอดขายผ่าน Omni-channel ของกลุ่มแฟชั่นเพิ่มขึ้นจาก 4.4% ในปี 2019 เป็น 28.0% ในปีที่ผ่านมา

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	181,791	212,535	246,820	276,990
Net profit	59	5,280	7,408	9,258
Consensus NP	—	5,418	7,848	10,115
Diff frm cons (%)	—	(2.5)	(5.6)	(8.5)
Norm profit	59	5,280	7,408	9,258
Prev. Norm profit	—	4,291	6,663	8,957
Chg frm prev (%)	—	23.1	11.2	3.4
Norm EPS (Bt)	0.0	0.9	1.2	1.5
Norm EPS grw (%)	24.5	8,793.2	40.3	25.0
Norm PE (x)	4,063.3	45.7	32.6	26.1
EV/EBITDA (x)	15.4	11.0	9.9	8.9
P/BV (x)	4.3	4.0	3.7	3.4
Div yield (%)	0.8	0.9	1.2	1.5
ROE (%)	0.1	9.1	11.9	13.1
Net D/E (%)	102.8	85.4	85.3	74.2

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

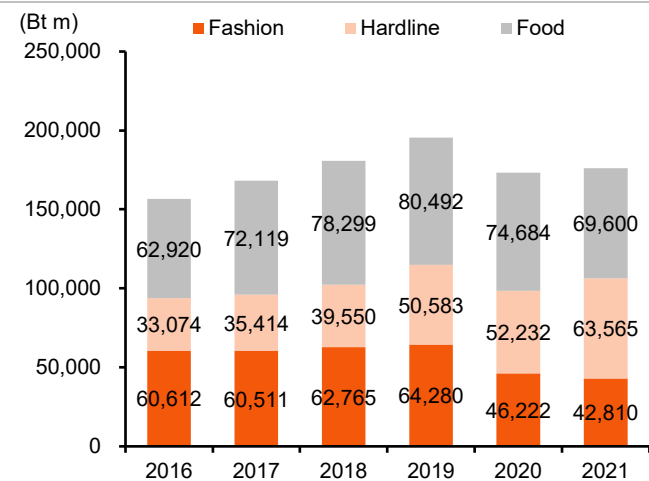
Price as of 5-Apr-22 (Bt)	40.00
Market Cap (US\$ m)	7,219.5
Listed Shares (m shares)	6,031.0
Free Float (%)	53.1
Avg Daily Turnover (US\$ m)	12.8
12M Price H/L (Bt)	40.25/30.25
Sector	Commerce
Major Shareholder	Central Group 35.06%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

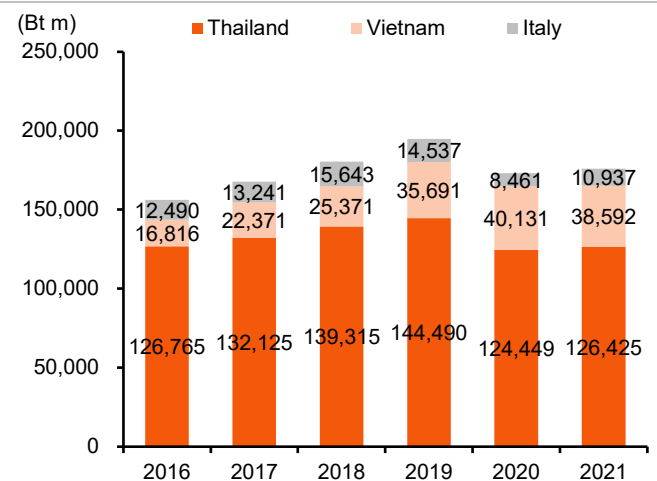
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปซ้ำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Sales By Segment



Source: Company data

Ex 2: Sales By Country



Source: Company data

Ex 3: Quarterly SSSG

(%)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F
Fashion	(28)	(58)	(22)	(27)	(20)	29	(35)	17	28	na	na	na
Hardline	(3)	(29)	(8)	(11)	(4)	24	(18)	14	5	na	na	na
Food	3	(15)	(13)	(17)	(20)	(11)	(13)	(2)	5	na	na	na
Avg SSSG	(13)	(36)	(15)	(20)	(16)	10	(23)	9	12	13	25	0
SSSG vs pre-COVID	(13)	(36)	(15)	(20)	(27)	(30)	(35)	(13)	(18)	(20)	(19)	(13)
Net profit (Bt m)	743	(2,590)	837	1,056	401	(471)	(2,241)	2,371	na	na	na	na

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Key Assumption Changes

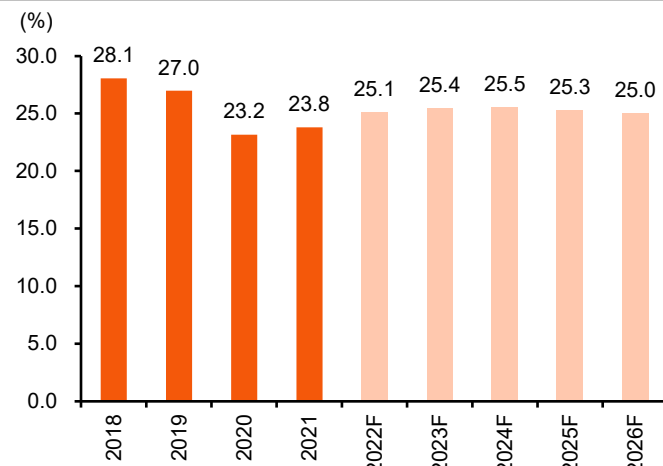
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
SSSG (%) – New	(21)	(5)	12	9	6
Fashion segment	(34)	(5)	27	17	9
Hardline segment	(14)	3	10	7	5
Food segment	(10)	(12)	4	5	4
SSSG (%) – Old	(21)	(9)	16	9	7
Fashion segment	(34)	(15)	37	16	11
Hardline segment	(14)	(5)	10	7	5
Food segment	(10)	(11)	7	6	5
Revenue growth (%) - New	(11)	2	16	16	12
Fashion segment	(28)	(7)	29	16	9
Hardline segment	3	22	16	16	13
Food segment	(7)	(7)	9	14	13
Revenue growth (%) - Old	(11)	(9)	23	12	10
Fashion segment	(28)	(25)	47	16	11
Hardline segment	3	10	21	11	9
Food segment	(7)	(12)	11	11	9
Sales of goods (Bt m)					
New	173,138	175,975	204,524	236,324	264,597
Old	173,138	158,025	194,138	218,281	239,721
Change (%)	0.0	11.4	5.3	8.3	10.4
Gross margin on sales (%)					
New	23.2	23.8	25.1	25.4	25.5
Old	23.2	23.7	25.9	26.4	26.6
Normalized profit (Bt m)					
New	46	59	5,280	7,408	9,258
Old	46	(1,462)	4,291	6,663	8,957
Change (%)	0.0	na	23.1	11.2	3.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

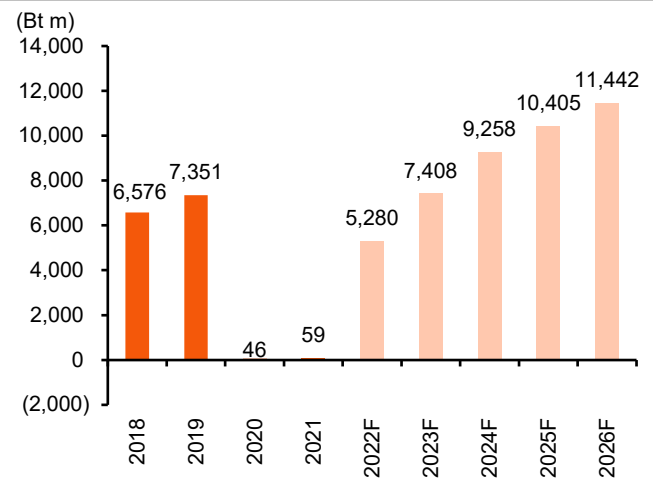
Ex 5: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2022F

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	Terminal Value
EBITDA	17,637	21,327	24,741	26,917	29,103	31,015	33,014	35,116	37,332	39,571	41,591	43,520	
Free cash flow	(5,416)	902	5,959	8,023	9,967	13,795	15,700	17,547	19,488	24,425	32,107	34,165	540,719
PV of free cash flow	(5,401)	781	4,796	6,006	6,941	8,705	9,174	9,496	9,767	11,337	13,800	12,909	204,304
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	0.9												
WACC (%)	7.5												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value - add	292,615												
Net debt	60,752												
Minority interest	2,693												
Equity value	229,170												
# of shares (m)	6,031												
Equity value/share (Bt)	38												

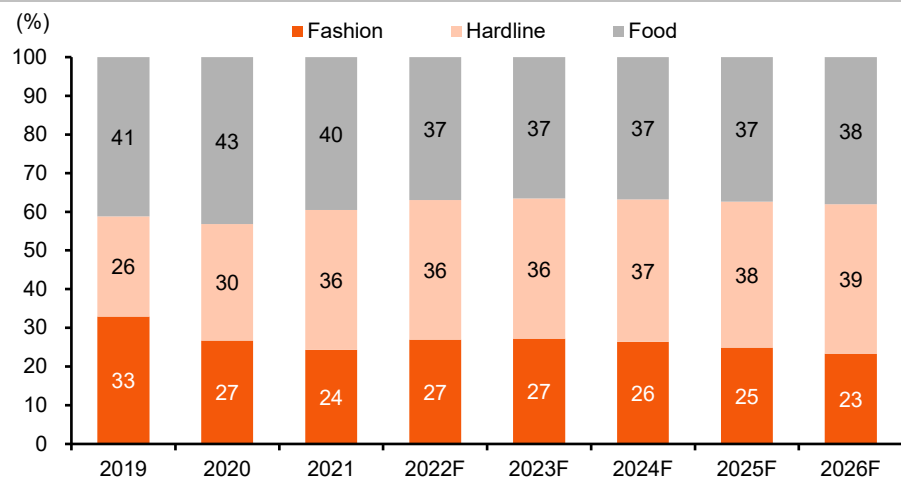
Source: Thanachart estimates

Ex 6: Declining Gross Margin In 2020-21 Vs. 2019

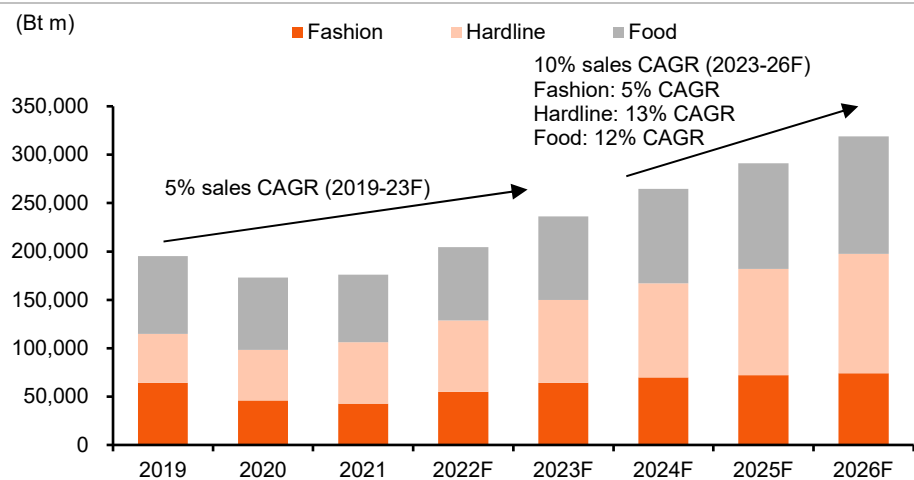
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: We Forecast A Full Earnings Recovery In 2023F

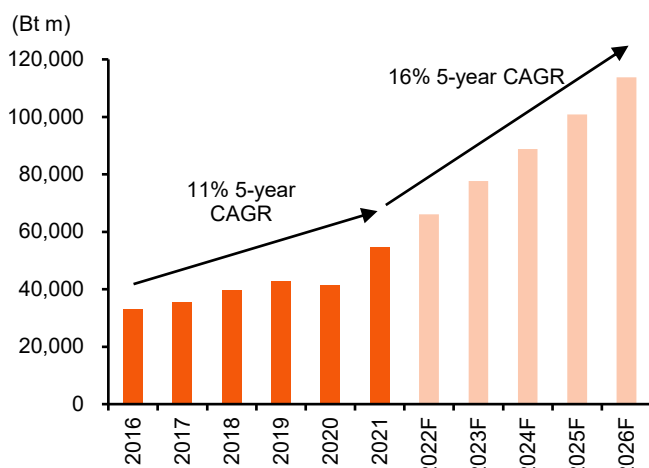
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: Sales Mix

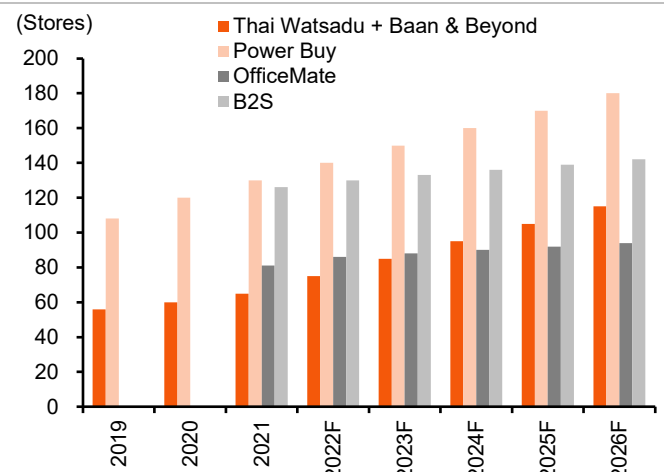
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: A 10% Sales CAGR Over 2023-26F

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: Growing Hardline Sales In Thailand

Sources: Company data, Thanachart estimates

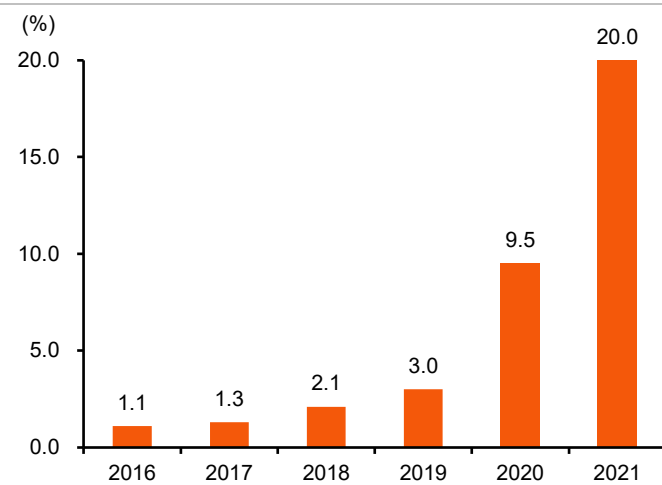
Ex 11: Hardline Stores In Thailand (Year End)

Sources: Company data, Thanachart estimates

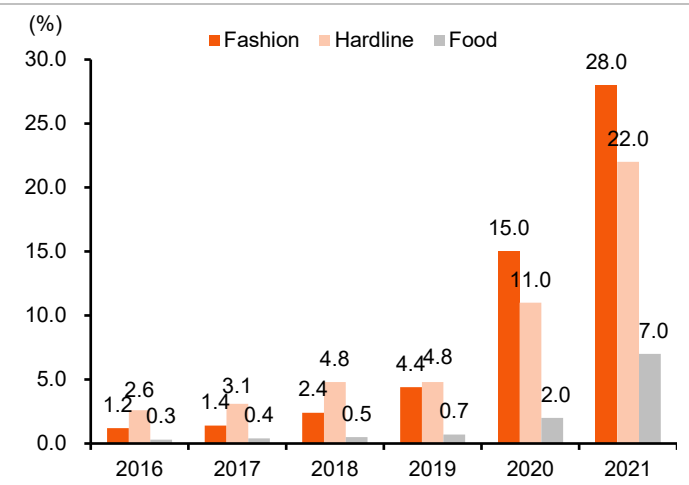
Ex 12: CRC's M&As Since Listing

Company	Stake	Timing
Central FamilyMart Co Ltd	From 51% to 100%	May 2020
COL Pcl (OfficeMate, B2S)	99.7%	Feb 2021
- COL has a 74.8% stake in Meb's E-Books		
Porto Worldwide Ltd	67%	Dec 2021
- Porto has a 40% stake in GrabTaxi Holdings (Thailand) Co Ltd		
Before listing		
Nguyen Kim electronics stores	From 49% to 100%	Jun 2019
Robinson Department Store Pcl	From 53.8% to 98.4%	Share swap at listing

Sources: Company data, Thanachart compilation

Ex 13: A Swift Rise In Omni-Channel Sales Mix

Source: Company data

Ex 14: Omni-Channel Sales Mix By Segment

Source: Company data

Ex 15: Fashion Segment Key Data

	2019	2020	2021
Fashion sales (Bt m)	64,280	46,222	42,810
Fashion EBITDA (Bt m)	15,458	7,011	7,080
Fashion omni-channel sales mix (%)	4.4	15.0	28.0
Fashion SSSG (%)	(3)	(34)	(5)
Total number of stores	601	597	559
- Department stores	82	82	83
- Brand shops	421	413	378
- Others	98	102	98

Source: Company data

Valuation Comparison

Ex 16: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div. yield	
			22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Marks & Spencer	MKS LN	Britain	na	(14.0)	6.8	7.9	1.1	1.1	5.0	5.2	0.0	0.6
J Sainsbury PLC	SBRY LN	Britain	109.1	(0.4)	9.7	9.8	0.7	0.7	5.0	5.0	6.5	5.4
Tesco	TSCO LN	Britain	110.8	1.4	11.5	11.4	1.5	1.4	6.9	6.9	3.3	4.3
Carrefour SA	CA FP	France	20.2	14.1	11.1	9.7	1.3	1.2	5.9	5.5	2.9	3.3
Casino Guichard	CO FP	France	36.8	22.6	8.8	7.1	0.7	0.7	6.6	6.4	3.9	1.2
L'Oreal SA	OR FP	France	14.8	9.0	37.1	34.0	7.7	7.0	23.5	21.8	1.2	1.4
Alimentation Couche	ATD/B CN	Canada	6.7	2.2	na	na	na	na	10.6	10.9	na	na
Aeon	8267 JP	Japan	na	145.1	191.9	78.3	2.4	2.4	9.1	8.3	1.4	1.4
Kao Corporation	4452 JP	Japan	(1.2)	11.6	20.0	17.9	2.4	2.3	9.5	8.8	2.9	2.9
Lion Corporation	4912 JP	Japan	(6.6)	0.8	19.3	19.2	1.5	1.4	7.4	6.9	1.8	1.8
Shiseido Co. Ltd	4911 JP	Japan	33.8	59.7	54.0	33.8	4.6	4.2	18.7	13.9	0.8	1.5
Lawson	2651 JP	Japan	106.7	22.8	24.8	20.2	1.7	1.6	3.7	3.5	3.3	3.3
Seven & I Holdings	3382 JP	Japan	36.3	30.2	23.7	18.2	1.8	1.7	9.2	7.9	1.7	1.8
Lotte Corp	004990 KS	South Korea	17.7	29.1	9.5	7.4	0.4	0.4	12.7	12.7	3.3	3.7
Shinsegae	004170 KS	South Korea	12.3	16.0	7.8	6.7	0.7	0.6	7.4	6.9	0.7	0.8
Amore Pacific Group	002790 KS	South Korea	(22.0)	23.4	23.5	19.0	1.3	1.3	6.4	5.4	1.0	0.9
Best Buy Co Inc	BBY US	USA	(9.7)	17.2	10.4	8.9	7.5	7.0	5.4	4.9	2.3	3.0
Wal-Mart Stores	WMT US	USA	6.0	7.4	22.2	20.7	4.7	4.2	11.9	11.3	1.4	1.4
Home Depot Inc	HD US	USA	5.1	5.9	18.7	17.7	na	na	13.5	13.1	2.0	2.2
Yonghui Superstores	601933 CH	China	na	82.5	73.5	40.3	2.5	2.3	24.7	18.0	1.2	0.6
Sa International	178 HK	Hong Kong	na	na	na	32.9	4.2	3.9	na	19.3	0.0	0.0
Dairy Farm Intl Hldgs	DFI SP	Hong Kong	40.8	38.4	21.7	15.7	3.2	2.9	10.0	8.6	3.0	3.8
President Chain Store	2912 TT	Taiwan	23.4	9.4	24.5	22.4	7.1	6.7	11.8	11.4	3.0	3.5
7-Eleven Malaysia	SEM MK	Malaysia	129.6	12.9	23.1	20.4	13.0	10.2	7.6	7.9	1.8	2.0
Berli Jucker *	BJC TB	Thailand	42.8	9.5	29.1	26.6	1.2	1.2	13.8	13.1	1.7	1.9
COM7 *	COM7 TB	Thailand	28.4	22.5	30.4	24.9	13.5	11.1	21.4	17.7	1.5	3.3
CP All *	CPALL TB	Thailand	121.5	43.0	34.6	24.2	5.3	4.7	15.4	13.0	1.4	2.1
Central Pattana *	CPN TB	Thailand	124.0	40.2	35.3	25.2	3.4	3.1	19.7	15.7	1.4	1.8
Central Retail Corp. *	CRC TB	Thailand	8,793.2	40.3	45.7	32.6	4.0	3.7	11.0	9.9	0.9	1.2
Siam Global House *	GLOBAL TB	Thailand	15.9	21.4	27.6	22.7	4.8	4.2	21.8	18.0	1.5	1.8
Home Product*	HMPRO TB	Thailand	21.1	20.0	32.3	27.0	9.0	8.2	18.2	15.8	2.5	3.0
Siam Makro *	MAKRO TB	Thailand	16.1	38.6	30.8	22.2	1.4	1.4	37.2	33.1	2.6	3.6
Mc Group *	MC TB**	Thailand	9.6	25.0	14.6	11.7	2.0	1.9	5.2	4.5	6.9	8.6
Average			37.5	25.2	30.1	21.8	3.8	3.4	12.4	11.2	2.2	2.4

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates using normalized EPS growth

Based on 5 April 2022 closing price

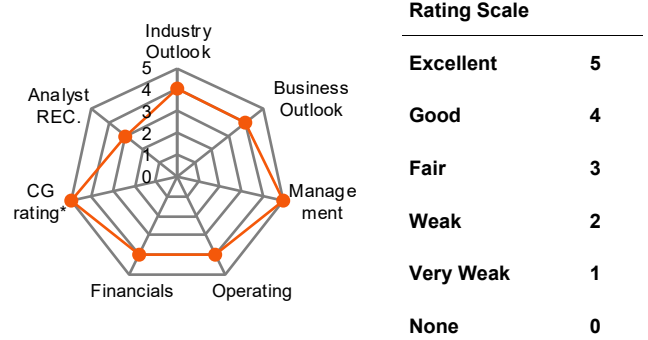
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บมจ. เซ็นทรัล รีเทล คอร์ปอเรชั่น (CRC) เป็นผู้ค้าปลีกชั้นนำของประเทศไทย ภายใต้ตระกูลจิราธิวัฒน์ของกลุ่มเซ็นทรัล บริษัท ดำเนินธุรกิจค้าปลีกสินค้าหลากหลาย ประเภทผ่านรูปแบบและช่องทางที่หลากหลาย (Multi-format and Multi-category) (กลุ่มแฟชั่น กลุ่มฮาร์ดไลน์ กลุ่มฟู้ด) ในรูปแบบค้าปลีก 8 รูปแบบ (ห้างสรรพสินค้า ร้านค้าเฉพาะทาง แปรนติช็อป ซูเปอร์มาร์เก็ต ไฮเปอร์มาร์เก็ต ร้านสะดวกซื้อ ฟลาซ่า การจัดจำหน่ายหน้าร้าน) ใน 3 ประเทศ (ไทย เวียดนาม อิตาลี) ณ สิ้นปี 2021 บริษัท มีร้านค้าปลีก 2,180 แห่ง ใน 3 ประเทศ โดยมีพื้นที่ขายสุทธิ 3.2 ล้าน ตร.ม. และพื้นที่ให้เช่าสุทธิ 0.66 ล้าน ตร.ม.

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * No CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ผู้นำตลาดค้าปลีกในประเทศไทยด้วยรูปแบบค้าปลีกที่หลากหลาย
- มีช่องทางการตลาดแบบ omni-channel เพื่อตอบสนองแนวโน้มการบริโภคใหม่
- ตำแหน่งทางการตลาดที่แข็งแกร่งในแต่ละกลุ่มค้าปลีก

O — Opportunity

- มีโอกาสในการเปิดร้านใหม่เพิ่มเติมในกลุ่มอุตสาหกรรมปรับปรุงและซ่อมแซมบ้านที่กำลังเติบโต
- มีโอกาสสูงในการเติบโตในเวียดนามจากการเติบโตทางเศรษฐกิจที่แข็งแกร่ง และมีอัตราการเข้าถึงโมเดิร์นเทรดที่ยังต่ำ
- โอกาสในการทำ M&As เพิ่มเติม

W — Weakness

- ผลตอบแทนที่ต่ำในบางธุรกิจและจำเป็นต้องปรับรูปแบบธุรกิจ
- เป็นธุรกิจที่ใช้เงินทุนสูงและค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานสูง

T — Threat

- การแข่งขันจากผู้เข้ามาใหม่
- เศรษฐกิจที่อ่อนแอ
- การระบาดของโรค

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	42.43	38.00	-10%
Net profit 22F (Bt m)	5,418	5,280	-3%
Net profit 23F (Bt m)	7,848	7,408	-6%
Consensus REC	BUY: 18	HOLD: 2	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- กำไรปี 2022-23F ของเรต่ำกว่าของตลาด 3-6% เนื่องจากเราสมมติให้อัตรากำไรขั้นต้นลดลง เนื่องจากสัดส่วนยอดขายสินค้าแฟชั่นที่ลดลง และยอดขายผ่าน omni-channel เพิ่มขึ้น
- ราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่าของตลาด 10%

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- จะมีความเสี่ยงต่อการคาดการณ์กำไรของเรา หากไม่สามารถเปิดร้านใหม่ตามที่เราคาดไว้ได้ในปัจจุบัน
- การเติบโตอาจถูกขัดขวางหากคู่แข่งขยายสาขาในเชิงรุกมากกว่าที่เราคาดไว้ในปัจจุบัน
- การชะลอตัวทางเศรษฐกิจอาจเป็นความเสี่ยงอีกประการต่อประมาณการของเรา
- การฟื้นตัวของเศรษฐกิจที่เร็วกว่าที่คาดเป็น upside risk

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	179,947	181,791	212,535	246,820	276,990
Cost of sales	134,948	135,847	155,278	178,855	200,187
Gross profit	44,999	45,944	57,256	67,964	76,803
% gross margin	25.0%	25.3%	26.9%	27.5%	27.7%
Selling & administration expenses	57,088	57,068	62,804	72,639	80,879
Operating profit	1,973	2,518	9,350	11,831	14,139
% operating margin	1.1%	1.4%	4.4%	4.8%	5.1%
Depreciation & amortization	16,558	17,041	17,538	18,398	19,156
EBITDA	18,531	19,559	26,889	30,229	33,296
% EBITDA margin	10.3%	10.8%	12.7%	12.2%	12.0%
Non-operating income	14,364	13,863	15,096	16,709	18,429
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(2,950)	(3,113)	(3,118)	(2,970)	(2,999)
Pre-tax profit	(675)	(374)	6,431	9,065	11,354
Income tax	(884)	(372)	1,286	1,813	2,271
After-tax profit	209	(2)	5,145	7,252	9,084
% net margin	0.1%	0.0%	2.4%	2.9%	3.3%
Shares in affiliates' Earnings	132	279	300	347	388
Minority interests	(295)	(217)	(165)	(191)	(213)
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	46	59	5,280	7,408	9,258
Normalized profit	46	59	5,280	7,408	9,258
EPS (Bt)	0.0	0.0	0.9	1.2	1.5
Normalized EPS (Bt)	0.0	0.0	0.9	1.2	1.5

EBITDA hit by COVID and lockdowns in 2020-21

We expect a full earnings recovery in 2023F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	67,177	69,918	77,791	88,401	97,552
Cash & cash equivalent	17,742	18,088	18,181	19,204	20,040
Account receivables	4,570	4,860	5,823	8,115	9,107
Inventories	34,296	36,516	41,691	47,041	52,652
Others	10,570	10,455	12,096	14,041	15,753
Investments & loans	2,634	5,559	5,559	5,559	5,559
Net fixed assets	41,654	43,359	53,072	60,152	64,551
Other assets	127,715	144,392	127,047	122,576	114,358
Total assets	239,180	263,228	263,470	276,689	282,019
LIABILITIES:					
Current liabilities:	89,049	111,662	104,979	116,094	121,578
Account payables	31,569	35,632	38,288	44,101	49,361
Bank overdraft & ST loans	31,625	36,905	35,813	38,453	37,372
Current LT debt	2,763	13,418	3,581	3,845	3,737
Others current liabilities	23,091	25,707	27,297	29,694	31,107
Total LT debt	29,492	28,517	32,232	34,608	33,635
Others LT liabilities	64,924	63,968	63,694	58,361	53,041
Total liabilities	183,465	204,147	200,905	209,063	208,254
Minority interest	2,321	2,693	2,858	3,048	3,262
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	6,031	6,031	6,031	6,031	6,031
Share premium	66,885	66,885	66,885	66,885	66,885
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(30,299)	(24,951)	(24,951)	(24,951)	(24,951)
Retained earnings	10,777	8,424	11,743	16,613	22,538
Shareholders' equity	53,394	56,388	59,708	64,578	70,503
Liabilities & equity	239,180	263,228	263,470	276,689	282,019

Well-controlled debt with net gearing at around 1x despite continuing M&A

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	(675)	(374)	6,431	9,065	11,354
Tax paid	108	694	(1,398)	(1,650)	(2,271)
Depreciation & amortization	16,558	17,041	17,538	18,398	19,156
Chg In working capital	(2,578)	1,552	(3,482)	(1,828)	(1,343)
Chg In other CA & CL / minorities	(14,761)	3,913	(782)	(354)	(660)
Cash flow from operations	(1,349)	22,826	18,307	23,631	26,237
Capex	(16,350)	(18,745)	(18,000)	(16,577)	(15,000)
Right of use	(67,029)	1,691	85	4	4
ST loans & investments	(4)	(98)	102	0	0
LT loans & investments	(1,443)	(2,926)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	60,750	(20,297)	8,774	(8,777)	(4,911)
Cash flow from investments	(24,076)	(40,375)	(9,039)	(25,350)	(19,907)
Debt financing	2,953	14,960	(7,214)	5,280	(2,161)
Capital increase	55,177	0	0	0	0
Dividends paid	(12,187)	(2,412)	(1,961)	(2,538)	(3,333)
Warrants & other surplus	(14,452)	5,348	0	0	0
Cash flow from financing	31,491	17,895	(9,174)	2,742	(5,494)
Free cash flow	(17,699)	4,080	307	7,054	11,237

Positive FCF resumed in 2021

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	5,057.1	4,063.3	45.7	32.6	26.1
Normalized PE - at target price (x)	4,804.2	3,860.2	43.4	30.9	24.8
PE (x)	5,057.1	4,063.3	45.7	32.6	26.1
PE - at target price (x)	4,804.2	3,860.2	43.4	30.9	24.8
EV/EBITDA (x)	15.1	15.4	11.0	9.9	8.9
EV/EBITDA - at target price (x)	14.5	14.8	10.5	9.5	8.5
P/BV (x)	4.5	4.3	4.0	3.7	3.4
P/BV - at target price (x)	4.3	4.1	3.8	3.5	3.3
P/CFO (x)	(173.4)	10.6	13.2	10.2	9.2
Price/sales (x)	1.3	1.3	1.1	1.0	0.9
Dividend yield (%)	1.0	0.8	0.9	1.2	1.5
FCF Yield (%)	(7.6)	1.7	0.1	2.9	4.7
(Bt)					
Normalized EPS	0.0	0.0	0.9	1.2	1.5
EPS	0.0	0.0	0.9	1.2	1.5
DPS	0.4	0.3	0.4	0.5	0.6
BV/share	8.9	9.3	9.9	10.7	11.7
CFO/share	(0.2)	3.8	3.0	3.9	4.4
FCF/share	(3.0)	0.7	0.1	1.2	1.9

Sources: Company data, Thanachart estimates

32.6x 2023F PE looks expensive vs. peers'

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(11.8)	1.0	16.9	16.1	12.2
Net profit (%)	(99.6)	28.3	8,793.2	40.3	25.0
EPS (%)	(99.7)	24.5	8,793.2	40.3	25.0
Normalized profit (%)	(99.4)	28.3	8,793.2	40.3	25.0
Normalized EPS (%)	(99.5)	24.5	8,793.2	40.3	25.0
Dividend payout ratio (%)	5,214.2	3,047.5	40.0	40.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	25.0	25.3	26.9	27.5	27.7
Operating margin (%)	1.1	1.4	4.4	4.8	5.1
EBITDA margin (%)	10.3	10.8	12.7	12.2	12.0
Net margin (%)	0.1	(0.0)	2.4	2.9	3.3
D/E (incl. minor) (x)	1.1	1.3	1.1	1.1	1.0
Net D/E (incl. minor) (x)	0.8	1.0	0.9	0.9	0.7
Interest coverage - EBIT (x)	0.7	0.8	3.0	4.0	4.7
Interest coverage - EBITDA (x)	6.3	6.3	8.6	10.2	11.1
ROA - using norm profit (%)	0.0	0.0	2.0	2.7	3.3
ROE - using norm profit (%)	0.1	0.1	9.1	11.9	13.1
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	0.5	na	8.9	11.7	12.9
- asset turnover (x)	0.9	0.7	0.8	0.9	1.0
- operating margin (%)	na	na	4.5	4.9	5.2
- leverage (x)	5.4	4.6	4.5	4.3	4.0
- interest burden (%)	(29.7)	(13.7)	67.3	75.3	79.1
- tax burden (%)	na	na	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5
ROIC (%)	2.7	2.5	6.4	8.4	9.3
NOPAT (Bt m)	1,973	2,518	7,480	9,465	11,311
invested capital (Bt m)	99,532	117,140	113,153	122,280	125,208

Sources: Company data, Thanachart estimates

Net margin looks to be on
the way up

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

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

Recommendation Structure:

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

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

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 77 หลักทรัพย์ ได้แก่ AMAT16C2206A , AOT16C2204A , AOT16C2206A , AWC16C2207A , BAM16C2204A , BAM16C2206A , BAM16C2207A , BAN16C2204A , BANP16C2205A , BANP16C2207A , BBL16C2204A , BCH16C2207A , BEC16C2204A , BEC16C2207A , BGRI16C2205A , BLA16C2208A , BLA16C2205A , CBG16C2204A , CBG16C2205A , CBG16C2207A , CHG16C2207A , COM716C2205A , CPAL16C2204A , CPF16C2205A , CRC16C2204A , DOHO16C2207A , EA16C2205A , EA16C2206A , EA16C2207A , GPSC16C2205A , GPSC16C2206A , GPSC16C2207A , GULF16C2205A , GULF16C2207A , GUNK16C2205A , GUNK16C2206A , GUNK16C2207A , HANA16C2204A , HANA16C2205A , HANA16C2207A , INTU16C2205A , IRPC16C2205A , IVL16C2206A , JMAR16C2205A , JMAR16C2206A , JMT16C2205A , JMT16C2207A , KBAN16C2208A , KBAN16C2204A , KBAN16C2206A , KCE16C2208A , KCE16C2204A , KCE16C2205A , KCE16C2205B , MEGA16C2207A , MINT16C2204A , MINT16C2207A , MTC16C2204A , OR16C2205A , PTT16C2205A , PTTG16C2207A , RCL16C2205A , RS16C2205A , S5016C2206A , S5016P2206A , S5016P2206B , SAWA16C2204A , SAWA16C2205A , SCC16C2204A , STEC16C2204A , SYNE16C2206A , TOP16C2206A , TRUE16C2205A , TRUE16C2205B , TTA16C2207A , TU16C2204A , WHA16C2204A (underlying securities are AMATA , AOT , AWC , BAM , BANPU , BBL , BCH , BEC , BGRIM , BLA , CBG , CHG , COM7 , CPALL , CPF , CRC , DOHOME , EA , GPSC , GULF , GUNKUL , HANA , INTUCH , IRPC , IVL , JMART , JMT , KBANK , KCE , MEGA , MINT , MTC , OR , PTT , PTTGC , RCL , RS , SAWAD , SCC , SET50 , STEC , SYNEX , TOP , TRUE , TTA , TU , WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง 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 และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 23 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรสมิล 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 มีการรวมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการรวมการร่วมกันได้แก่นางอัครวิณี ไตรลัคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

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

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

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย

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

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

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน
สรชดา สรทรง
Tel: 662-779-9106
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเท่ง
รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

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

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

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

Data Support Team

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

สุนทร รักษาวัต
Tel: 662-779-9117
sunset.rak@thanachartsec.co.th

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

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

วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์
Tel: 662-779-9114
varathip.run@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