BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 30.00 (Unchanged)

Upside : 53.1%

15 JUNE 2022

Small Cap Research

Siam Global House Pcl (GLOBAL TB)

การเติบโตชะลอตัวชั่วคราว

ด้วยกำไรที่สูงเป็นประวัติการณ์ในปีที่แล้ว และฐานกำไรที่สูงใน 2Q21 เราคาดว่า GLOBAL จะมีกำไรที่ทรงตัว y-y ใน 2Q22F ก่อนเติบโต 15/21% ใน 2H22F และปี 2023F เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" GLOBAL แต่ด้วยการเติบโตในระยะสั้นที่ไม่น่าสนใจ เราจึงชอบหุ้น CPALL และ CPN มากกว่า ซึ่งมีการเติบโตที่แข็งแกร่งขึ้นใน 2Q-4Q22F และปี 2023F



PHANNARAI TIYAPITTAYARUT

662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

ไม่เติบโตใน 2Q22F

เราคาดว่า GLOBAL จะมีกำไร 972 ลบ. ใน 2Q22F ทรงตัว y-y และลดลง 16% q-q นอกจากฐานกำไรที่สูง เนื่องจากยอดขายรายไตรมาสและอัตรากำไรขั้นต้นที่ทำสถิติในปีที่แล้วใน 2Q21 ที่ 8.9 พันลบ. และ 25.89% เราจึงคาดว่ายอดขายสาขาเดิมจะติดลบในเดือนพ.ค.ราว 5% (+7.4% ใน 1Q22 และ +5% ในเดือนเม.ย.) จากยอดขายวัสดุก่อสร้างที่ลดลง (40% ของยอดขาย) เนื่องจากกิจกรรมการก่อสร้างลดลง และฝนตกเร็วในปีนี้ อัตรากำไรขั้นต้นคาดว่าจะลดลง 23bp q-q เป็น 25.89% เนื่องจากราคาเหล็กเริ่มลดลงในเดือนพ.ค. ส่งผลให้ราคาขายเหล็กและอัตรากำไรขั้นต้นของเหล็กลดลง แต่เราคาดว่าจะได้รับแรงหนุนจากสัดส่วนยอดขายเฮาส์แบรนด์ที่เพิ่มขึ้นเป็น 23.5% จาก 21% ใน 2Q21

ชะลอการขยายสาขาในปีนี้

เนื่องจากโควิดแพร่ระบาดไปยังคนงานก่อสร้าง บริษัทฯ จึงคาดว่าจะเปิดสาขาใหม่ 5 สาขาในปีนี้ (1 สาขาใน 1Q22, 1 สาขา ใน 3Q22F, 3 สาขา ใน 4Q22F) ซึ่งต่ำกว่าเป้าหมายที่ 7 สาขา แต่อย่างไรก็ตาม บริษัทฯ คาดว่าจะกลับมาเปิดสาขาใหม่ 7 สาขาในปีหน้า เนื่องจากเชื่อมั่นในโอกาสในการขยายไปสู่อำเภอรอง ที่ซึ่งมีอัตราการเข้าถึงตลาดโมเดิร์นเทรดวัสดุก่อสร้างอยู่ในระดับต่ำที่ 30% เราคาดว่าสาขาในประเทศจะเพิ่มขึ้นจาก 75 แห่ง ในปีที่แล้ว เป็น 101 แห่งในปี 2025F

เรื่องราวในระยะยาวเป็นไปตามคาด

เรายังคงมองว่า GLOBAL เป็นหุ้นเติบโตสูงในกลุ่มค้าปลีกอุปกรณ์ปรับปรุงบ้าน นอกจากปัจจัยหนุนจากการเพิ่มสาขาแล้ว อัตรากำไรขั้นต้นน่าจะขยายตัวตามการเติบโตของสัดส่วนยอดขายเฮ้าส์แบรนด์ที่เพิ่มขึ้น 2% ต่อปี จาก 14% ในปี 2017 เป็น 23.5% ในปีนี้ โดยมีเป้าหมายระยะยาวที่ระดับ 30% กำไรจากต่างประเทศจากเมียนมาร์ ลาว และกัมพูชา มีสัดส่วน 3.2% ของกำไรทั้งหมดในปีที่แล้ว และเราคาดว่าจะเพิ่มขึ้นเป็น 4.4/4.9/5.7% ของกำไรปี 2022-24F โดยได้แรงหนุนจากการขยายสาขาในสามประเทศที่มีอยู่ และกำไรใหม่จากอินโดนีเซียในปีนี้ และจากฟิลิปปินส์ในปีหน้า

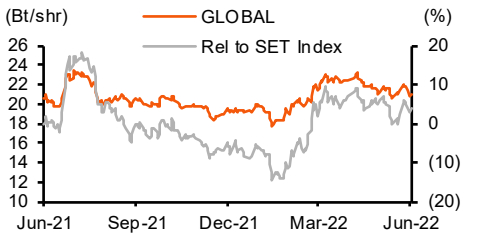
แนะนำ "ซื้อ" แต่ไม่ใช่ Top Pick ของเราอีกต่อไป

แม้จะปรับลดกำไรลง 3-4% ในปี 2022-24F จากการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมและสมมติฐานสาขาใหม่ที่ลดลงสำหรับปีนี้ แต่การปรับมาใช้ปีฐานปี 2023F ทำให้ราคาเป้าหมายของเราไม่เปลี่ยนแปลงที่ 30 บาท เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" แต่ไม่ได้เป็น Top Pick ของเราในกลุ่มฯ เนื่องจากแนวโน้มกำไรในระยะสั้นที่น่าสนใจน้อยลง ด้วยแข็งแกร่งในช่วงปีที่มีโควิด โดยมีกำไรสูงเป็นประวัติการณ์ในปี 2021 จากความต้องการปรับปรุงบ้านที่แข็งแกร่ง และอัตรากำไรขั้นต้นสูงเป็นประวัติการณ์จากการมีสัดส่วนเฮ้าแบรนด์ที่เพิ่มขึ้น และอัตรากำไรจากเหล็กที่สูงขึ้น เราจึงคาดว่าการเติบโตของกำไรจะชะลอตัวลง 9% ใน 2Q-4Q22F เราชอบ CPALL ("ซื้อ") และ CPN ("ซื้อ") มากกว่า โดยมีกำไรปกติต่อหุ้นแข็งแกร่งขึ้นใน 2Q-4Q22F ที่ 66% และ 190% และต่อเนื่องไปในปี 2023F

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	33,498	35,841	39,545	44,330
Net profit	3,344	3,746	4,529	5,501
Consensus NP	—	3,620	4,049	4,580
Diff frm cons (%)	—	*3.5*	*11.9*	*20.1*
Norm profit	3,344	3,746	4,529	5,501
Prev. Norm profit	—	3,882	4,717	5,729
Chg frm prev (%)	—	*(3.5)*	*(4.0)*	*(4.0)*
Norm EPS (Bt)	0.7	0.8	0.9	1.1
Norm EPS grw (%)	70.5	11.8	20.8	21.5
Norm PE (x)	28.1	25.1	20.8	17.1
EV/EBITDA (x)	22.0	19.9	16.6	13.6
P/BV (x)	4.8	4.2	3.8	3.3
Div yield (%)	1.2	1.6	1.9	2.3
ROE (%)	18.3	18.0	19.2	20.5
Net D/E (%)	67.9	48.0	37.6	26.2

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price *as of* 15-Jun-22 (Bt)	19.60
Market Cap (US$ m)	2,686.0
Listed Shares (m shares)	4,801.7
Free Float (%)	32.0
Avg Daily Turnover (US$ m)	7.7
12M Price H/L (Bt)	23.38/17.63
Sector	Commerce
Major Shareholder	SCG Distribution Co.,Ltd 32.37%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

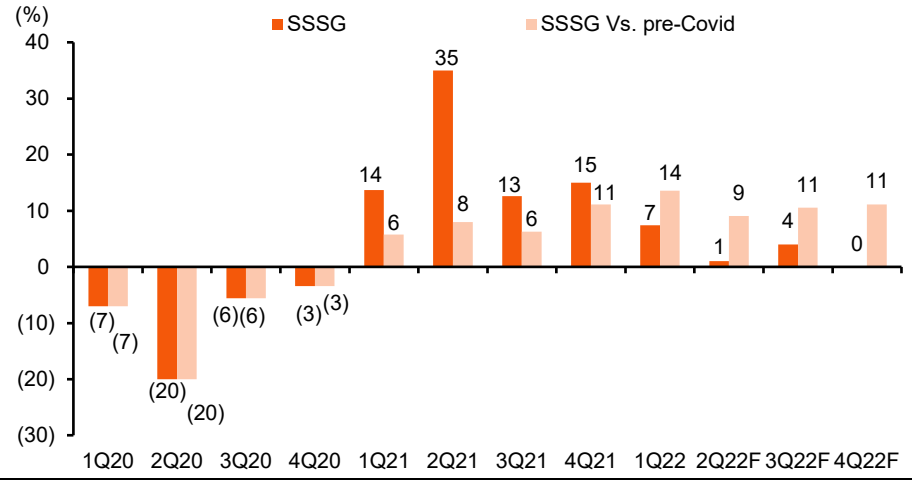
Thanachart Securities

Ex 1: Key Assumptions

	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
SSSG (%)						
New	3.5	(9.0)	18.2	3.0	4.0	4.0
Old	3.5	(9.0)	18.2	5.5	4.0	4.0
New stores - Thailand						
New	5	5	4	5	7	7
Old	5	5	4	7	7	7
Gross margin (%) (unchanged)	22.58	23.89	25.17	25.38	25.84	26.30
House brand sales mix (%) (unchanged)	18.0	19.5	21.5	23.5	24.5	25.5
SG&A/sales (%)						
New	14.4	16.0	14.4	14.4	13.7	13.0
Old	14.4	16.0	14.4	14.2	13.5	12.8
Equity income (Bt m)						
New	29	23	81	132	155	171
Old	29	23	81	116	131	146
Overseas profit (Bt m)	47	39	106	164	223	314
Cambodia, Philippines (55%)	18	16	26	32	68	143
Equity income (Laos, Myanmar, Indonesia)	29	23	81	132	155	171
Overseas profit contribution (%)	2.3	2.0	3.2	4.4	4.9	5.7
Normalized profit (Bt m)						
New	2,093	1,956	3,344	3,746	4,529	5,501
Old	2,093	1,956	3,344	3,882	4,717	5,729
Change (%)	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*(3.5)*	*(4.0)*	*(4.0)*

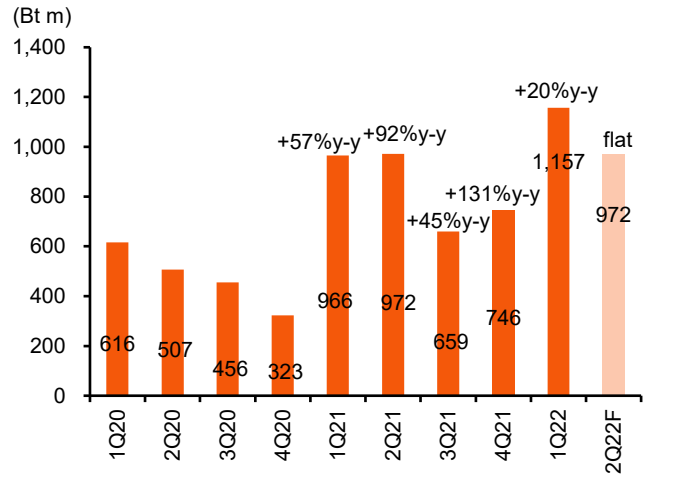
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Quarterly SSSG



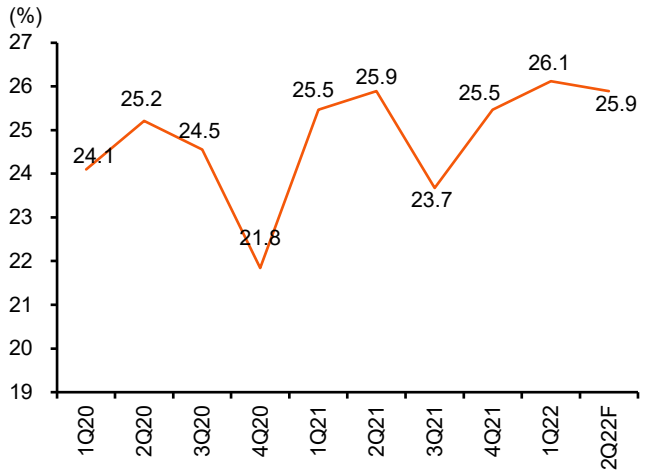
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Quarterly Net Profit



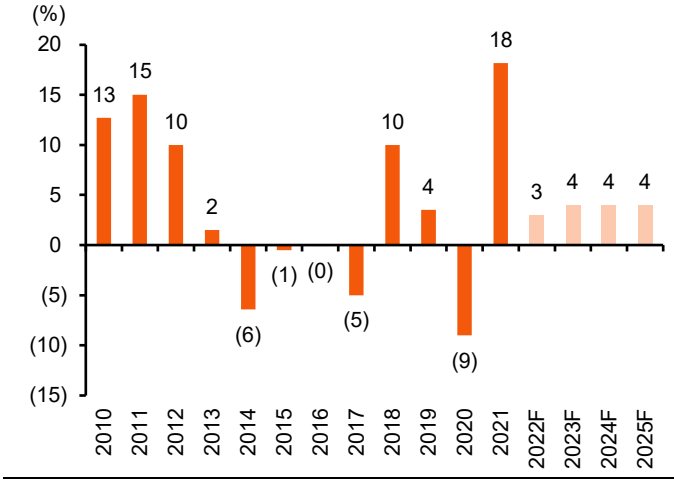
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Quarterly Gross Margin



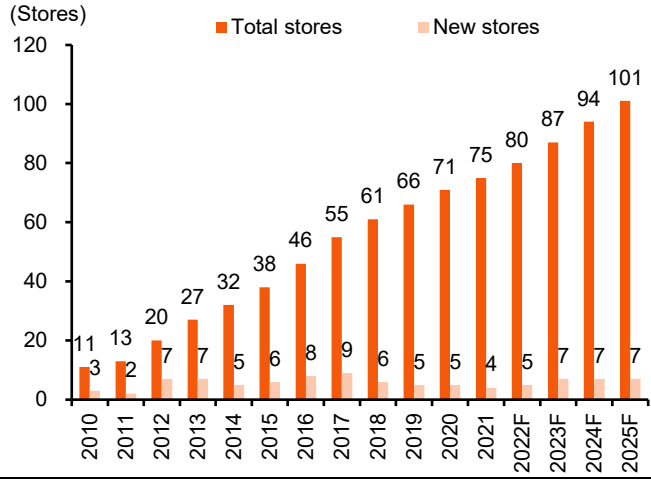
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: SSSG



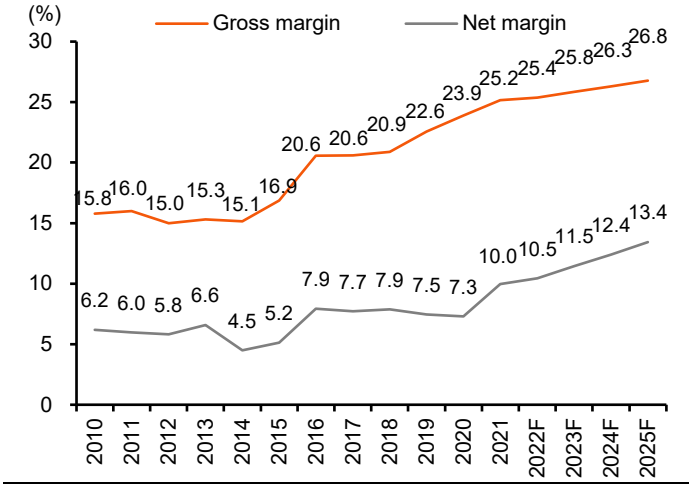
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Branch Expansion - Thailand



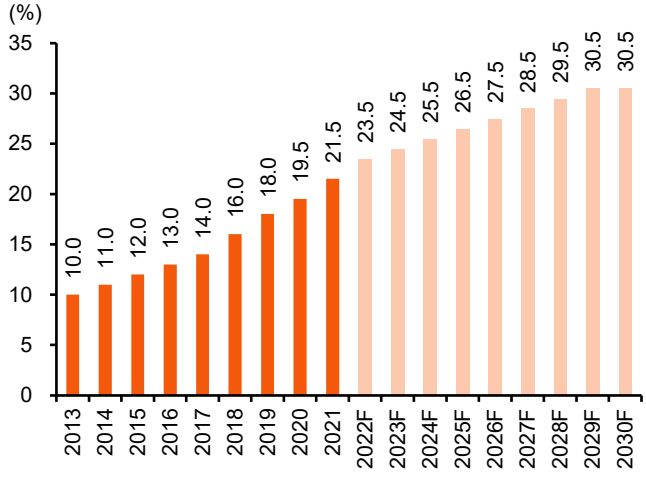
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: Margin Expansion



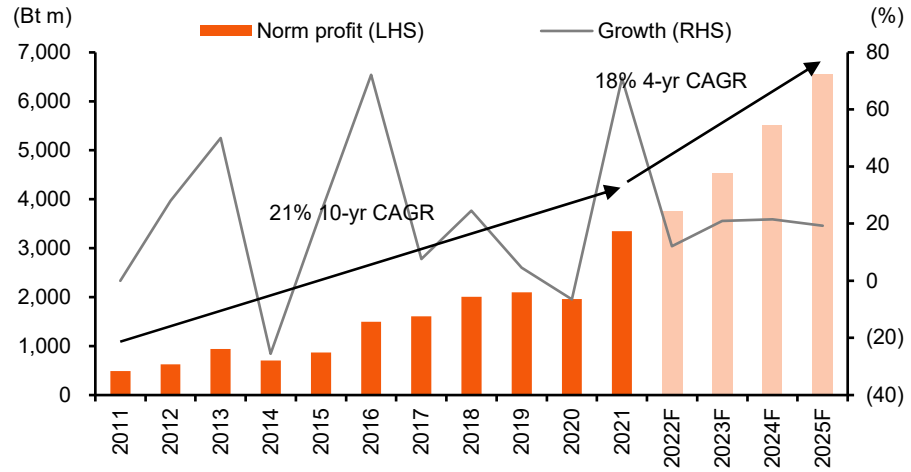
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: Private-Label Sales Mix



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: Growing Profit



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2023F

(Bt m)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	Terminal value
EBITDA	6,179	7,428	8,720	9,773	10,921	12,171	13,532	14,822	16,211	17,247	18,041	
Free cash flow	3,066	4,154	7,030	8,397	7,428	8,502	9,669	10,739	11,929	14,608	15,591	240,357
PV of free cash flow	3,057	3,583	5,631	6,247	5,021	5,313	5,587	5,738	5,894	6,672	6,278	96,786

Risk-free rate (%)	2.5
Market risk premium (%)	8.0
Beta	0.9
WACC (%)	7.7
Terminal growth (%)	2.0
Enterprise value - add investments	157,809.4
Net debt (2022F)	13,477.7
Minority interest	275.2
Equity value	144,056.6
# 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 11: Valuation Comparison With Regional Peers

			EPS growth		—— PE ——		—— P/BV ——		EV/EBITDA		— Div. yield —	
Name	**BBG code**	**Country**	**22F**	**23F**	**22F**	**23F**	**22F**	**23F**	**22F**	**23F**	**22F**	**23F**
			(%)	**(%)**	**(x)**	**(x)**	**(x)**	**(x)**	**(x)**	**(x)**	**(%)**	**(%)**
Marks & Spencer	MKS LN	Britain	na	(20.7)	5.8	7.3	1.0	0.9	4.3	4.7	0.0	0.6
J Sainsbury PLC	SBRY LN	Britain	109.1	(7.4)	8.3	9.0	0.6	0.5	5.0	5.3	7.6	6.4
Tesco	TSCO LN	Britain	110.8	(2.8)	10.6	10.9	1.3	1.1	6.5	6.7	3.5	4.7
Carrefour SA	CA FP	France	21.3	14.7	10.9	9.5	1.3	1.2	5.6	5.2	2.9	3.3
Casino Guichard	CO FP	France	(3.7)	51.8	11.0	7.2	0.6	0.5	6.5	6.0	4.4	0.9
L'Oreal SA	OR FP	France	17.8	8.4	29.4	27.1	6.5	5.9	18.9	17.5	1.5	1.8
Alimentation Couche	ATD/B CN	Canada	7.8	1.9	na	na	na	na	9.7	10.0	na	na
Aeon	8267 JP	Japan	na	129.0	157.4	68.8	2.0	2.0	8.7	8.1	1.7	1.7
Kao Corporation	4452 JP	Japan	(7.7)	12.9	21.6	19.1	2.4	2.3	10.5	9.6	2.8	2.9
Lion Corporation	4912 JP	Japan	(7.3)	0.9	19.8	19.6	1.5	1.4	8.0	7.5	1.7	1.8
Shiseido Co. Ltd	4911 JP	Japan	15.5	69.1	49.4	29.2	3.7	3.4	17.7	12.8	1.0	1.9
Lawson	2651 JP	Japan	105.8	14.1	23.3	20.4	1.6	1.5	3.4	3.2	3.5	3.5
Seven & I Holdings	3382 JP	Japan	36.3	20.1	21.3	17.8	1.6	1.5	8.4	7.1	1.9	1.9
Lotte Corp	004990 KS	South Korea	(8.0)	39.8	12.8	9.2	0.6	0.5	10.6	9.9	3.1	4.3
Shinsegae	004170 KS	South Korea	17.3	16.3	6.8	5.8	0.6	0.5	6.3	5.9	0.8	1.2
Amore Pacific Group	002790 KS	South Korea	(23.7)	32.9	20.4	15.4	1.2	1.2	6.7	5.4	1.2	1.0
Best Buy Co Inc	BBY US	USA	(13.8)	14.5	8.2	7.2	5.5	5.3	4.8	4.4	3.1	4.0
Wal-Mart Stores	WMT US	USA	0.0	8.9	18.6	17.1	3.7	3.3	10.2	9.7	1.8	1.8
Home Depot Inc	HD US	USA	6.7	6.1	16.8	15.8	na	na	12.1	11.8	2.2	2.4
Yonghui Superstores	601933 CH	China	na	106.0	62.2	30.2	3.4	3.1	19.0	15.2	1.2	0.6
Sa International	178 HK	Hong Kong	na	na	na	52.7	3.9	3.6	na	25.5	0.0	0.0
Dairy Farm Intl Hldgs	DFI SP	Hong Kong	12.2	66.4	26.4	15.8	3.1	2.9	9.2	8.6	3.1	3.7
President Chain Store	2912 TT	Taiwan	15.9	11.5	26.6	23.9	7.7	7.2	11.5	11.4	2.9	3.4
7-Eleven Malaysia	SEM MK	Malaysia	188.9	7.7	17.8	16.5	11.6	8.7	7.1	7.1	1.9	2.9
Berli Jucker *	BJC TB	Thailand	47.9	10.7	27.2	24.5	1.2	1.2	13.6	13.2	2.8	3.1
COM7 *	COM7 TB	Thailand	28.4	22.4	22.9	18.7	10.1	8.3	16.1	13.3	2.0	4.4
CP All *	CPALL TB	Thailand	121.5	43.0	32.4	22.6	5.0	4.4	14.7	12.4	1.5	2.2
Central Pattana *	CPN TB	Thailand	146.0	34.3	32.5	24.2	3.4	3.1	19.0	15.4	1.4	1.9
Central Retail Corp. *	CRC TB	Thailand	na	40.3	40.0	28.5	3.5	3.3	9.8	8.9	1.0	1.4
Siam Global House *	GLOBAL TB	Thailand	11.8	20.8	25.1	20.8	4.2	3.8	19.9	16.6	1.6	1.9
Home Product*	HMPRO TB	Thailand	21.1	20.5	26.9	22.4	7.4	6.8	15.4	13.3	3.0	3.6
Siam Makro *	MAKRO TB	Thailand	(20.6)	40.6	38.0	27.0	1.2	1.2	14.6	12.5	2.0	2.8
Mc Group *	MC TB**	Thailand	9.6	25.0	15.1	12.1	2.0	2.0	5.4	4.7	6.6	8.3
Average			**34.5**	**26.9**	**27.3**	**20.5**	**3.3**	**3.0**	**10.6**	**10.0**	**2.4**	**2.7**

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates using normalized EPS growth

Based on 15 June 2022 closing price

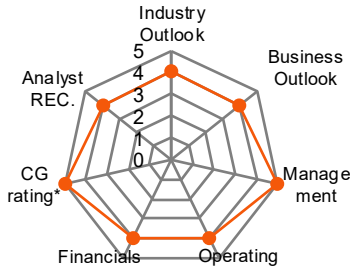
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

GLOBAL เป็นหนึ่งในผู้นำตลาดค้าปลีกวัสดุก่อสร้างและอุปกรณ์ตกแต่งบ้าน ภายใต้แบรนด์ "โกลบอลเฮ้าส์" GLOBAL มีสาขาทั้งหมด 76 สาขา ตั้งอยู่ในต่างจังหวัดในประเทศไทย และมี 1 สาขา ในกัมพูชา นอกจากนี้ยังลงทุนในต่างประเทศในธุรกิจอุปกรณ์ปรับปรุงบ้านในเมียนมาร์ (ถือหุ้นโดยอ้อม 15%) ลาว (17%) และอินโดนีเซีย (11%)

Source: Thanachart

COMPANY RATING



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

Source: Thanachart; * CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

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

W — Weakness

- ไม่มีสาขาในกรุงเทพฯ

O — Opportunity

- การเปลี่ยนแปลงไลต์สไตล์ของประชาชน โดยหันมาซื้อสินค้าทางห้างสมัยใหม่มากกว่าร้านแบบดั่งเดิม
- เราเห็นการเติบโตที่เร็วขึ้น และความเสี่ยงที่ลดลงหลัง SCC ซื้อหุ้น GLOBAL
- การขยายไปยังตลาด CLMV และเอเชียตะวันออกเฉียงใต้

T — Threat

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

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	25.45	30.00	18%
Net profit 22F (Bt m)	3,615	3,746	4%
Net profit 23F (Bt m)	4,024	4,529	13%
Consensus REC	**BUY: 13**	**HOLD: 3**	**SELL: 2**

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรสุทธิปี 2022-23F ของเราสูงกว่าตลาด 4-13% เนื่องจากเราให้สมมติฐานอัตรากำไรขั้นต้น การเปิดสาขาในประเทศ และกำไรจากต่างประเทศที่สูงขึ้น
- เนื่องจากปรับมาใช้ปีฐาน 2023 ราคาเป้าหมายของเราจึงสูงกว่าของตลาด 18%

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากจำนวนสาขาที่เปิดใหม่ต่ำกว่าที่เราคาด จะทำให้เกิดความเสี่ยงต่อประมาณการและคำแนะนำของเรา
- หากการแข่งขันรุนแรงมากกว่าคาด จะส่งผลกระทบต่อประมาณการเติบโตของยอดขายสาขาเดิม และอัตรากำไรของเรา

Source: Thanachart

We expect both existing and new stores to boost sales

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	26,803	33,498	35,841	39,545	44,330
Cost of sales	20,401	25,067	26,745	29,327	32,671
Gross profit	**6,402**	**8,431**	**9,096**	**10,218**	**11,659**
% gross margin	23.9%	25.2%	25.4%	25.8%	26.3%
Selling & administration expenses	4,301	4,807	5,143	5,398	5,741
Operating profit	**2,101**	**3,624**	**3,952**	**4,820**	**5,918**
% operating margin	7.8%	10.8%	11.0%	12.2%	13.4%
Depreciation & amortization	1,164	1,264	1,312	1,430	1,580
EBITDA	**3,265**	**4,888**	**5,264**	**6,251**	**7,499**
% EBITDA margin	12.2%	14.6%	14.7%	15.8%	16.9%
Non-operating income	552	618	717	830	931
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(246)	(180)	(182)	(187)	(183)
Pre-tax profit	**2,407**	**4,062**	**4,487**	**5,463**	**6,667**
Income tax	455	783	853	1,065	1,300
After-tax profit	**1,952**	**3,278**	**3,634**	**4,398**	**5,367**
% net margin	7.3%	9.8%	10.1%	11.1%	12.1%
Shares in affiliates' Earnings	23	81	132	155	171
Minority interests	(20)	(15)	(20)	(24)	(36)
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	**1,956**	**3,344**	**3,746**	**4,529**	**5,501**
Normalized profit	**1,956**	**3,344**	**3,746**	**4,529**	**5,501**
EPS (Bt)	0.4	0.7	0.8	0.9	1.1
Normalized EPS (Bt)	0.4	0.7	0.8	0.9	1.1

GLOBAL has continued to open new stores

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	16,184	18,631	18,880	19,414	19,775
Cash & cash equivalent	1,224	1,772	1,287	1,178	1,234
Account receivables	666	674	1,473	2,167	2,429
Inventories	14,287	16,186	16,120	16,069	16,112
Others	7	0	0	0	0
Investments & loans	838	1,607	1,607	1,607	1,607
Net fixed assets	17,148	17,099	17,859	19,250	20,990
Other assets	1,850	1,937	1,912	1,914	1,936
Total assets	**36,020**	**39,275**	**40,258**	**42,185**	**44,309**
LIABILITIES:					
Current liabilities:	15,261	16,011	15,225	14,442	13,271
Account payables	2,988	2,543	4,030	4,419	4,923
Bank overdraft & ST loans	11,193	12,066	9,660	8,562	7,051
Current LT debt	884	1,045	1,207	1,070	881
Others current liabilities	197	358	328	391	416
Total LT debt	**2,303**	**2,139**	**1,207**	**1,070**	**881**
Others LT liabilities	1,242	1,289	1,359	1,307	1,261
Total liabilities	**18,806**	**19,439**	**17,791**	**16,820**	**15,413**
Minority interest	233	275	295	320	355
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**	**12,585**	**15,459**	**18,954**
Shareholders' equity	16,981	19,561	22,172	25,045	28,541
Liabilities & equity	**36,020**	**39,275**	**40,258**	**42,185**	**44,309**

Sources: Company data, Thanachart estimates

Strong and sustainable cash flows, on our estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	2,407	4,062	4,487	5,463	6,667
Tax paid	(502)	(632)	(887)	(1,003)	(1,275)
Depreciation & amortization	1,164	1,264	1,312	1,430	1,580
Chg In w orking capital	1,510	(2,352)	754	(254)	200
Chg In other CA & CL / minorities	(22)	(18)	5	94	124
Cash flow from operations	**4,556**	**2,323**	**5,670**	**5,730**	**7,296**
Capex	(2,207)	(1,215)	(2,000)	(2,750)	(3,250)
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	156	(61)	(94)
Cash flow from investments	**(2,124)**	**(1,832)**	**(1,844)**	**(2,812)**	**(3,345)**
Debt financing	(1,627)	870	(3,175)	(1,372)	(1,889)
Capital increase	200	200	200	0	0
Dividends paid	(863)	(814)	(1,336)	(1,655)	(2,006)
Warrants & other surplus	(218)	(200)	0	0	0
Cash flow from financing	**(2,507)**	**56**	**(4,310)**	**(3,027)**	**(3,895)**
Free cash flow	**2,350**	**1,108**	**3,670**	**2,980**	**4,046**

2023F PE is far below its five-year average (2017-21) of 32.6x

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	47.9	28.1	25.1	20.8	17.1
Normalized PE - at target price (x)	73.3	43.0	38.4	31.8	26.2
PE (x)	47.9	28.1	25.1	20.8	17.1
PE - at target price (x)	73.3	43.0	38.4	31.8	26.2
EV/EBITDA (x)	32.7	22.0	19.9	16.6	13.6
EV/EBITDA - at target price (x)	47.9	32.1	29.4	24.6	20.2
P/BV (x)	5.5	4.8	4.2	3.8	3.3
P/BV - at target price (x)	8.4	7.3	6.5	5.8	5.0
P/CFO (x)	20.5	40.4	16.6	16.4	12.9
Price/sales (x)	3.5	2.8	2.6	2.4	2.1
Dividend yield (%)	1.1	1.2	1.6	1.9	2.3
FCF Yield (%)	2.5	1.2	3.9	3.2	4.3
(Bt)					
Normalized EPS	0.4	0.7	0.8	0.9	1.1
EPS	0.4	0.7	0.8	0.9	1.1
DPS	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5
BV/share	3.6	4.1	4.6	5.2	5.9
CFO/share	1.0	0.5	1.2	1.2	1.5
FCF/share	0.5	0.2	0.8	0.6	0.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

Delivering record profit in the COVID year of 2021 with growth likely to continue

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(4.6)	25.0	7.0	10.3	12.1
Net profit (%)	(6.6)	70.9	12.0	20.9	21.5
EPS (%)	(6.9)	70.5	11.8	20.8	21.5
Normalized profit (%)	(6.6)	70.9	12.0	20.9	21.5
Normalized EPS (%)	(6.9)	70.5	11.8	20.8	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	11.0	12.2	13.4
EBITDA margin (%)	12.2	14.6	14.7	15.8	16.9
Net margin (%)	7.3	9.8	10.1	11.1	12.1
D/E (incl. minor) (x)	0.8	0.8	0.5	0.4	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	21.7	25.7	32.4
Interest coverage - EBITDA (x)	13.3	27.1	28.9	33.4	41.1
ROA - using norm profit (%)	5.4	8.9	9.4	11.0	12.7
ROE - using norm profit (%)	11.9	18.3	18.0	19.2	20.5
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	11.9	17.9	17.4	18.6	20.0
- asset turnover (x)	0.7	0.9	0.9	1.0	1.0
- operating margin (%)	9.9	12.7	13.0	14.3	15.5
- leverage (x)	2.2	2.1	1.9	1.7	1.6
- interest burden (%)	90.7	95.7	96.1	96.7	97.3
- tax burden (%)	81.1	80.7	81.0	80.5	80.5
WACC (%)	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7
ROIC (%)	5.6	9.7	9.7	11.8	13.8
NOPAT (Bt m)	1,704	2,925	3,201	3,880	4,764
invested capital (Bt m)	30,136	33,039	32,959	34,570	36,120

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด 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 ธนชาต จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 70 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2210A, AMAT16C2209A, AMAT16C2206A, AOT16C2209A, AOT16C2206A, AWC16C2207A, BAM16C2206A, BAM16C2207A, BANP16C2207A, BCH16C2207A, BEC16C2207A, BGRI16C2209A, BLA16C2209A, BLA16C2205A, BLA16C2208A, CBG16C2207A, CENTEL16C2209A, CHG16C2207A, COM716C2211A, COM716C2208A, COM716C2209A, DOHO16C2207A, EA16C2206A, EA16C2207A, EA16C2209A, ESSO16C2209B, ESSO16C2209A, GPSC16C2206A, GPSC16C2207A, GPSC16C2209A, GULF16C2207A, GUNK16C2206A, GUNK16C2207A, GUNK16C2209A, HANA16C2207A, HANA16C2209A, IVL16C2209A, IVL16C2206A, JMART16C2210A, JMAR16C2206A, JMT16C2207A, KBAN16C2206A, KBAN16C2208A, KBAN16C2209A, KCE16C2208A, KCE16C2209A, KTC16C2209A, MEGA16C2207A, MINT16C2207A, MTC16C2209A, PTG16C2209A, PTTE16C2209A, PTTG16C2207A, RBF16C2209A, RCL16C2208A, SET5016P2209B, S5016C2206A, S5016C2209A, S5016P2206A, S5016P2206B, S5016P2209A, SAWA16C2209A, SCB16C2208A, SPRC16C2209A, STEC16C2209A, SYNE16C2206A, TOP16C2206A, TTA16C2211A, TTA16C2207A, TTA16C2208A, WHA16C2209A (underlying securities are ADVANC, AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CENTEL, CHG, COM7, DOHOME, EA, ESSO, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MEGA, MINT, MTC, PTG, PTTEP, PTTGC, RBF, RCL, SET50, SAWAD, SCB, SPRC, STEC, SYNEX, TOP, TTA, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทุนธนชาต จากัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จากัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ทุนธนชาต จากัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มี สัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จากัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททุนธนชาต จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 23 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททุนธนชาต จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทุนธนชาต จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมู่ศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอัศวินี ไตลังคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต 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 นิจการุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

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

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

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

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

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง
รตา ลิ้มสุทธิวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน
สรัชดา 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, แปล
ลาภินี ทิพยมณฑล
Tel: 662-779-9115
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

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

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

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

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

วิเคราะห์เชิงปริมาณ
สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัศมีพัฒน์
Tel: 662-483-8303
sittichet.run@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน
นลิภรณ์ 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 จิตกุศล
Tel: 662-779-9118
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์
Tel: 662-779-9114
varathip.run@thanachartsec.co.th

สุเนตร รักษาวัด
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