

Thailand Retail Sector

เติบโตตามวัฏจักรและการขยายสาขา

Sector Valuation			Current	Target	Market	Norm EPS grw		— Norm PE —		— P/BV —		Div. yield	
Company	BBG Code	Rec.	price (Bt)	price (Bt)	Cap (US\$ m)	2023F (%)	2024F (%)	2023F (x)	2024F (x)	2023F (x)	2024F (x)	2023F (%)	2024F (%)
Berli Jucker	BJC TB	SELL	34.75	30.00	4,091	4.0	12.6	26.8	23.8	1.2	1.1	2.6	2.9
COM7 Pcl	COM7 TB	BUY	28.50	38.00	2,009	13.1	28.5	19.9	15.5	7.9	6.4	3.0	3.8
CP All Pcl	CPALL TB	BUY	62.75	73.00	16,560	35.3	36.2	33.9	24.9	5.1	4.6	1.5	2.0
CP Axtra Pcl	CPAXT TB	BUY	35.00	45.00	10,879	34.0	28.8	35.9	27.9	1.2	1.2	2.1	2.7
Central Pattana	CPN TB	BUY	65.75	80.00	8,669	11.1	14.7	26.5	23.1	3.3	3.0	1.7	1.9
Central Retail Corp.	CRC TB	BUY	40.75	54.00	7,220	27.4	27.4	27.8	21.9	3.6	3.3	1.4	1.8
Siam Global House	GLOBAL TB	BUY	16.10	22.00	2,366	(7.4)	14.4	24.6	21.5	3.3	3.0	1.4	1.6
Home Product Cen.	HMPRO TB	BUY	14.00	18.50	5,409	11.0	14.9	26.7	23.2	7.3	6.8	3.0	3.4
MC Group Pcl	MC TB	BUY	12.20	15.00	284	33.0	17.7	15.0	12.7	2.6	2.5	6.6	7.8
Moshi Retail	MOSHI TB	BUY	54.50	65.00	528	21.0	43.2	47.5	33.2	12.8	10.2	0.8	1.2

Source: Thanachart estimates. Note: MC's fiscal year ends in June.
Based on 19 July 2023 closing prices

ไม่เพียงแต่ได้ประโยชน์จากรอบการเติบโตที่ฟื้นตัวเท่านั้น แต่กลุ่มค้าปลีกไทยยังได้แรงหนุนเชิงโครงสร้างจากการขยายสาขาอย่างต่อเนื่องและโอกาสที่อัตราค่าไถ่ที่ดินจะดีขึ้นอีกด้วย เราให้น้ำหนักลงทุนเป็น **"OVERWEIGHT"** สำหรับกลุ่มฯ โดยมี CPALL และ CRC เป็น Top Picks ของเรา

ให้น้ำหนักลงทุนเป็น "OVERWEIGHT"

เรายังคงให้น้ำหนักลงทุนเป็น "OVERWEIGHT" สำหรับกลุ่มค้าปลีก เนื่องจาก 1) ยังคงมีการเติบโตเชิงโครงสร้างในระยะยาวจากการขยายสาขา อัตราค่าไถ่ที่ดินที่ดีขึ้น และผลประโยชน์จากขนาด 2) ในระยะสั้นถึงระยะกลาง กลุ่มฯ ได้ประโยชน์จากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจหลังโควิดและการฟื้นตัวของนักท่องเที่ยว 3) ด้วยตัวขับเคลื่อนตามวัฏจักรและเชิงโครงสร้าง เราคาดว่ากำไรสุทธิของกลุ่มธุรกิจในปีนี้จะสูงกว่าของปี 2019 และ EPS เติบโตแข็งแกร่งที่ 24/18% ในปี 2024-25F และ 4) กลุ่มค้าปลีกได้ถูก de-rated จากค่าเฉลี่ย 5 ปีที่ 34.1 เท่า PE ในปี 2015-19 เป็น 22.8 เท่า ในปี 2024F

เติบโตเชิงโครงสร้างในระยะยาว

ที่อัตราการขยายตัวของเมืองในประเทศไทยอยู่ที่ 53% การขยายสาขาของโมเดิร์นเทรดจึงยังไม่ถึงจุดอิ่มตัว แต่เรามองว่าค้าปลีกแต่ละกลุ่มมีอัตราการเข้าถึงของโมเดิร์นเทรดที่แตกต่างกัน จากโอกาสในการขยายตัวจากสูงไปต่ำ เราจัดอันดับร้านสะดวกซื้อ (ยังคงมี mom&pop มากกว่า 400,000 ร้าน ด้วยผลันหลักปิดร้าน) และสินค้าไลฟ์สไตล์มีโอกาสสูง และไฮเปอร์มาร์เก็ตมีโอกาสต่ำที่สุด เรามองว่าร้านค้าส่ง/ศูนย์การค้า/ห้างสรรพสินค้า ร้านจำหน่ายอุปกรณ์ซ่อมแซมปรับปรุงบ้าน และร้านค้าปลีกเฉพาะอย่างอื่น อยู่ในช่วงกลางของรอบการขยายตัว ด้วยที่มีการรุกเข้าไปยังชนเมืองมากขึ้นด้วยรูปแบบร้านใหม่ที่มีขนาดเล็กลง อัตราค่าไถ่ที่ดินมีโอกาสที่จะขยายตัวขึ้นจากสัดส่วนเช่าสัปดาห์ที่เพิ่มขึ้นและการประหยัดจากขนาด

รอบการฟื้นตัวยังไม่จบ

แม้ยอดขายสาขาเดิมของผู้ค้าปลีกบางรายจะกลับมาสู่ระดับก่อนโควิด แต่เราคาดว่า CPALL, CPN, CRC และ MOSHI ซึ่งเกี่ยวกับการท่องเที่ยวสูงจะมียอดขายสาขาเดิมเติบโตแข็งแกร่งใน 2H23F ไปถึงปี 2024F ด้วยเราคาดว่านักท่องเที่ยวจะฟื้นตัวเต็มที่ เราคาดว่าเฉพาะ GLOBAL ซึ่งมีสัดส่วนยอดขายหลัก 15% ซึ่งผันผวนตามราคาสินค้าโภคภัณฑ์จะมียอดขายสาขาเดิมติดลบในปีนี้ เราคาดว่ากำไรเติบโตของยอดขายสาขาเดิมของกลุ่มฯ อยู่ที่ 8.6/5.4/4.1% ในปี 2023-25F

CPALL และ CRC เป็น Top Picks

Top Picks ของเราคือ CPALL และ CRC เนื่องจากทั้งคู่ได้ประโยชน์สูงสุดจากทั้งปัจจัยเชิงโครงสร้างและรอบการเติบโตของธุรกิจ ด้วยคาดว่าจะมี EPS เติบโตมากกว่ากลุ่มฯ ในปี 2024-25F MOSHI เป็นตัวเลือกของเราสำหรับค้าปลีกขนาดเล็กที่คาดว่าจะมี EPS เติบโตเฉลี่ย 5 ปี สูงสุดที่ 31% เนื่องจากเป็นช่วงเริ่มต้นของการขยายตัวของอุตสาหกรรมผลิตภัณฑ์ไลฟ์สไตล์ที่กำลังเติบโต

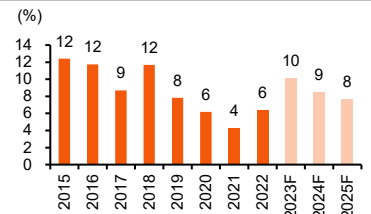


PHANNARAI TIYAPITTAYARAT

662 – 779 9109

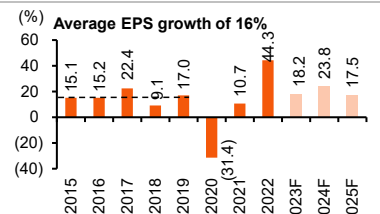
phannarai.von@thanachartsec.co.th

Store Expansion Growth



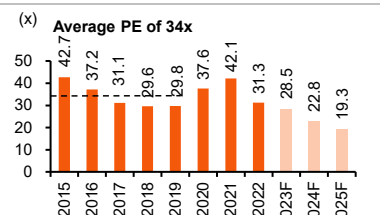
Sources: Company data; Thanachart estimates

Retail Sector's Core EPS Growth

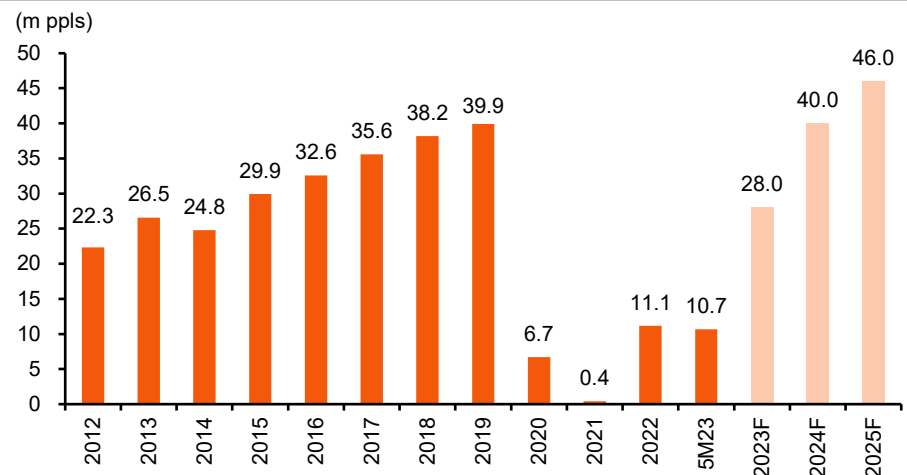


Sources: Company data; Thanachart estimates

Sector's PE



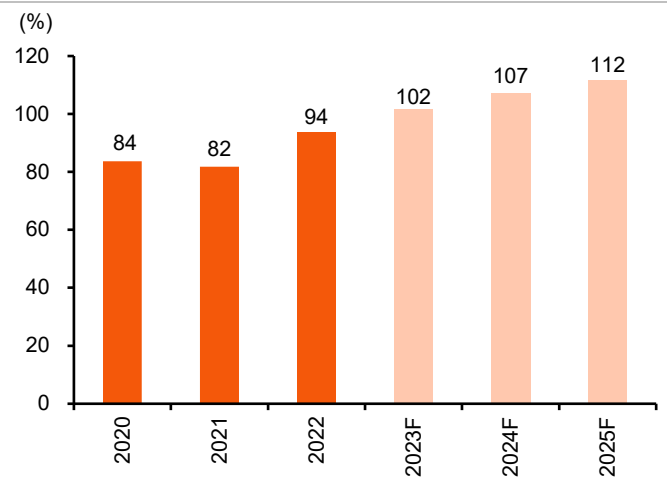
Sources: Bloomberg; Thanachart estimates

Ex 1: Tourist Arrivals

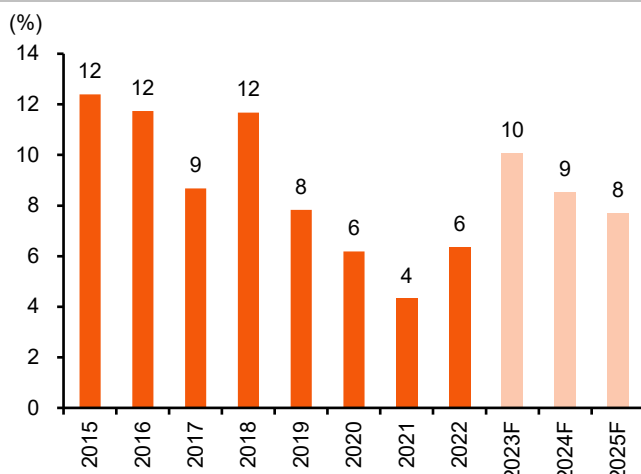
Sources: Ministry of Tourism & Sports, Thanachart estimates

Ex 2: SSSG

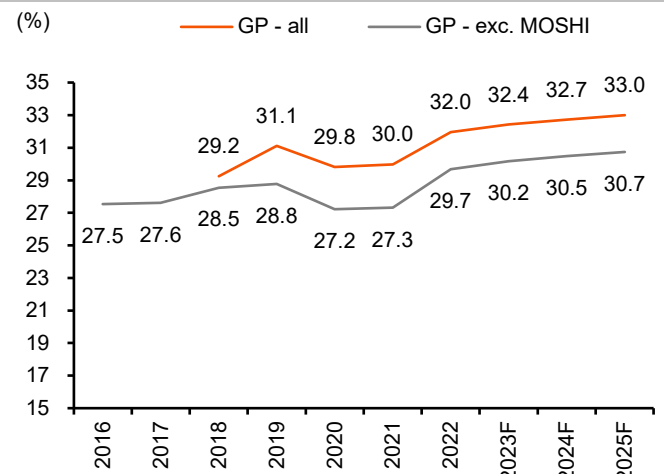
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: SSSG Vs. Pre-COVID

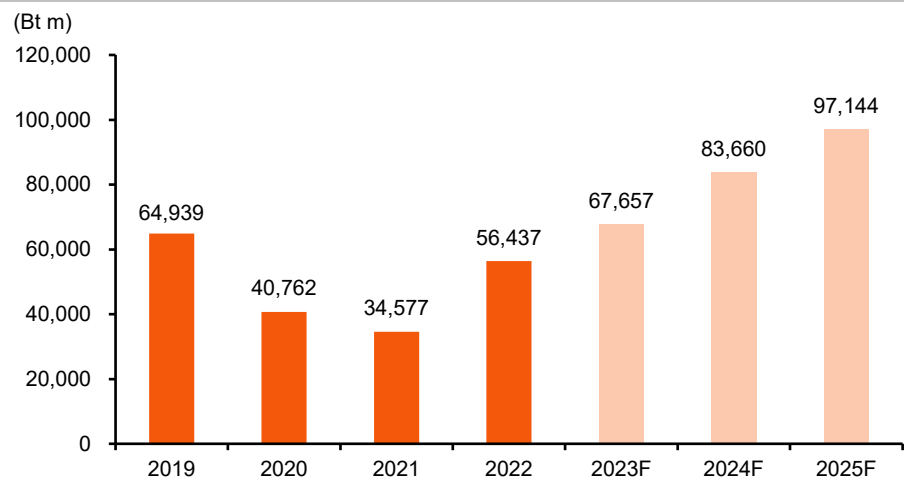
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Store Expansion Growth

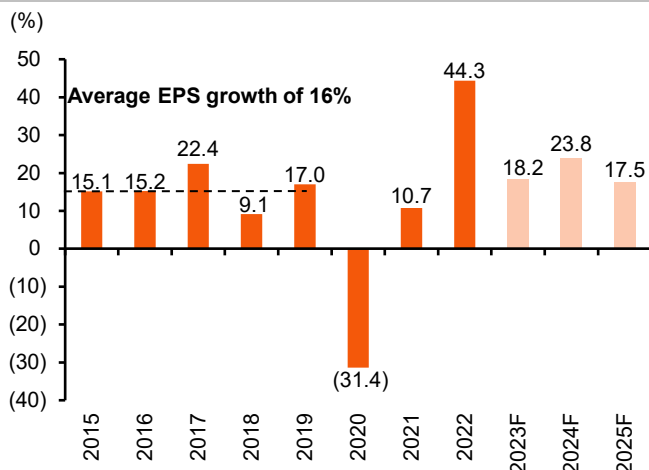
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Expanding Gross Margin

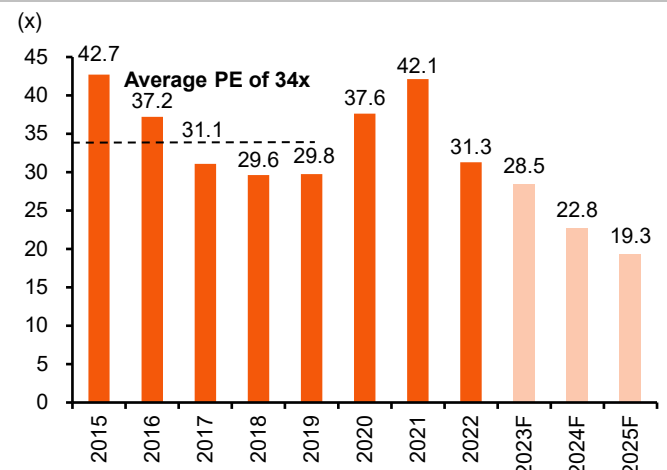
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Retail Sector's Core Profit

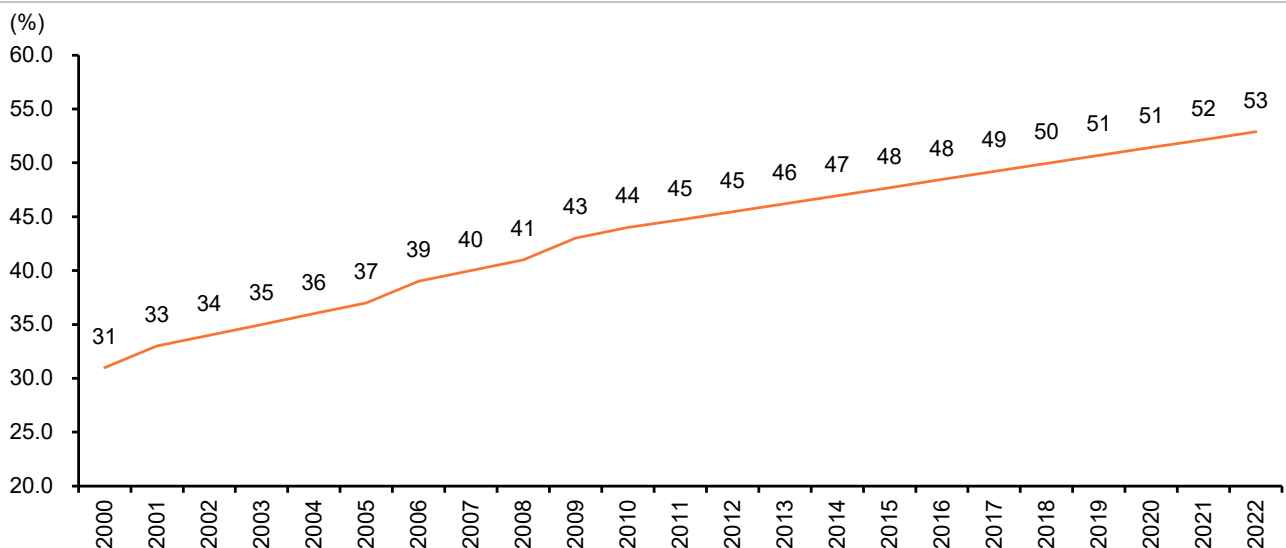
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: Retail Sector's Normalized EPS Growth

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: Sector's PE

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

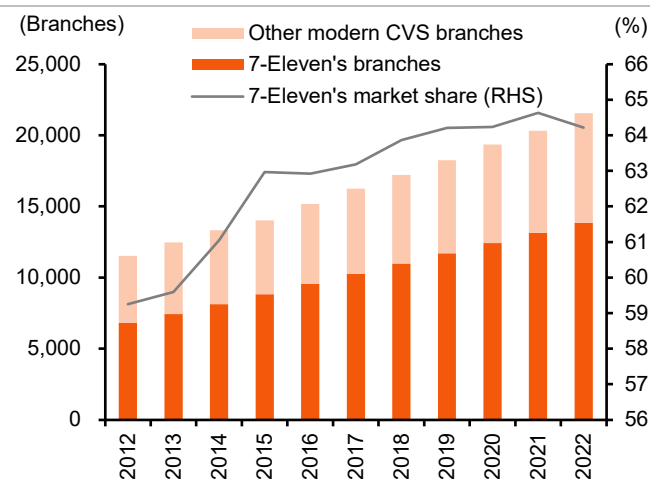
Ex 9: Thailand's Urbanization Rate

Sources: Statista.com, World Bank

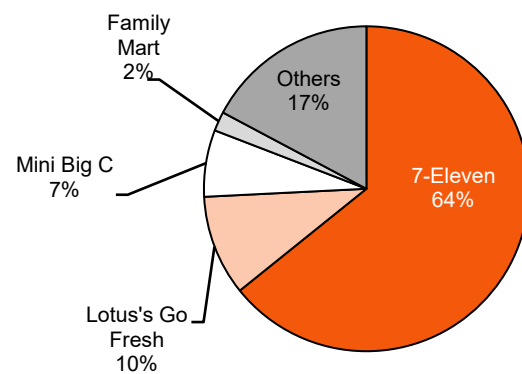
Ex 10: Expansion Opportunity

Segment	Expansion Room	Stock	Reason
Convenience stores	High	CPALL, CRC	Large number of mom & pop stores, rivals slow down expansion/close stores.
Lifestyle products	High	MOSHI	Lifestyle product market growth, few competitors.
Wholesale	Medium	CPAXT	Fragmented wholesale market, share gain from wet markets.
Shopping malls	Medium	CPN	Current coverage in less than 50% of the total 77 provinces.
Department stores	Medium	CRC	Current coverage in less than 50% of the total 77 provinces.
Home improvement	Medium	GLOBAL, HMPRO, CRC	Expansion room in Greater Bangkok and secondary provinces.
IT products	Medium	COM7	Expansion room for modern-trade stores, new standalone formats.
Fashion clothing	Medium	MC	Mc outlets at gas stations.
Hypermarket	Low	BJC, CPAXT	Losing share to other segments, both players' SSSG has not returned to pre-COVID level.

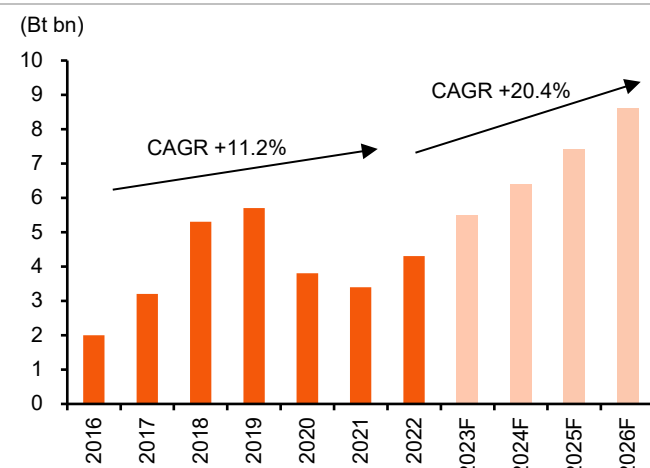
Source: Thanachart

Ex 11: 7-Eleven's Rising Market Share

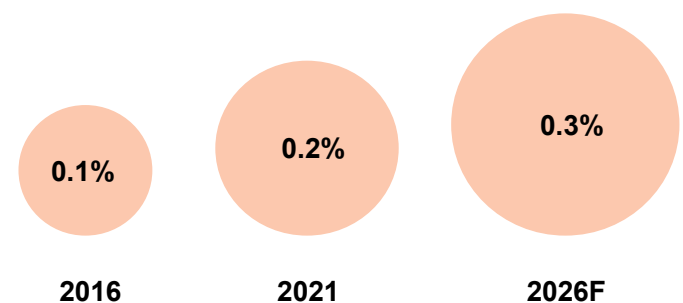
Source: CPALL Compilation (CPALL's Annual Report)

Ex 12: CVS's Market Share – 2022

Source: CPALL Compilation (CPALL's Annual Report)

Ex 13: Lifestyle Goods Market Size – Thailand

Source: Frost & Sullivan

Ex 14: Lifestyle Goods To Total Retail Market Size

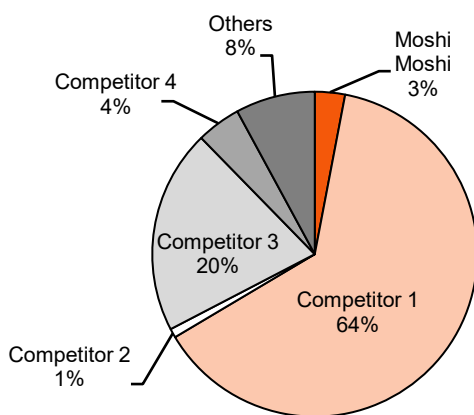
Source: Frost & Sullivan

Ex 15: Key Lifestyle Product Retailers In Thailand

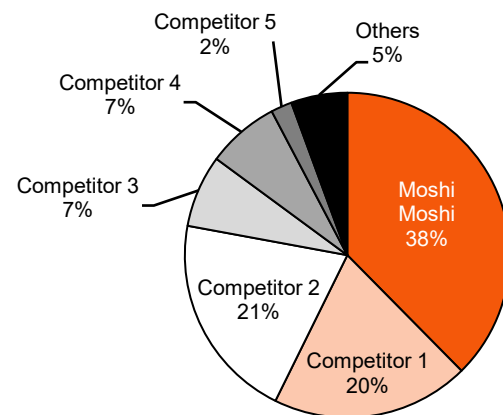
Player	Founding year	Headquarters	No of stores	No of stores in Bkk & vicinity	% Bkk & vicinity stores	Provinces covered
MOSHI	2016	Thailand	99	34	34	41
Miniso	2016	China	57	34	60	20
Daiso	2003	Japan	107	71	66	28
Komonoya	2009	Thailand	36	19	53	22
MINI MONO	2018	Thailand	18	12	67	9
Just Buy	2016	Thailand	44	9	20	33

Source: Frost & Sullivan

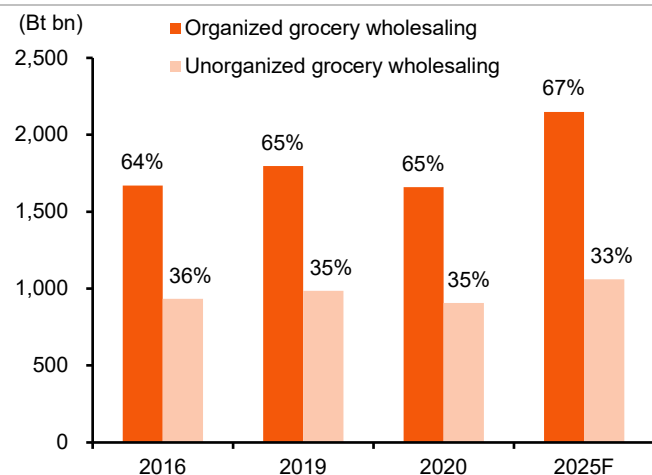
Note: Data as of June 2022

Ex 16: Market Share – 2016

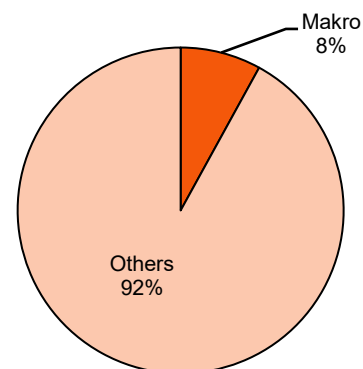
Source: Frost & Sullivan

Ex 17: Market Share – 2021

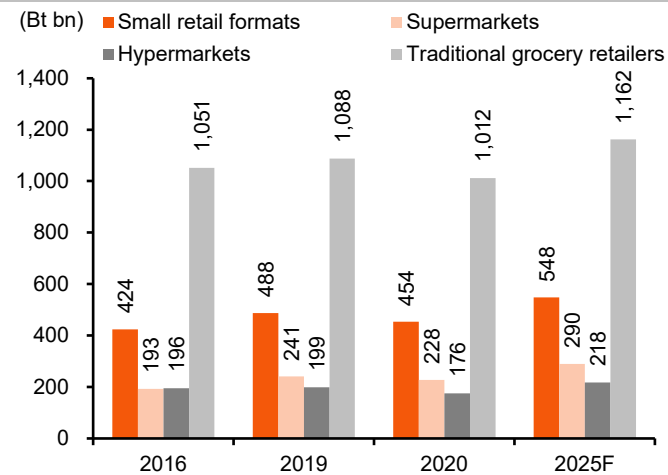
Source: Frost & Sullivan

Ex 18: B2B Grocery Wholesaling Market Value

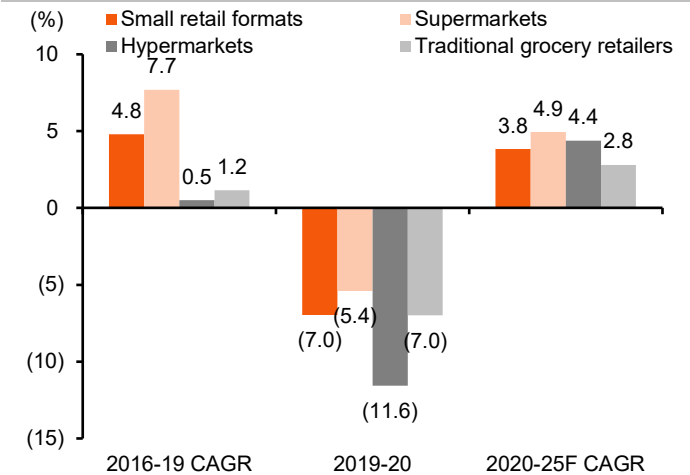
Source: Euromonitor (MAKRO's IFA Report)

Ex 19: Makro's Market Share

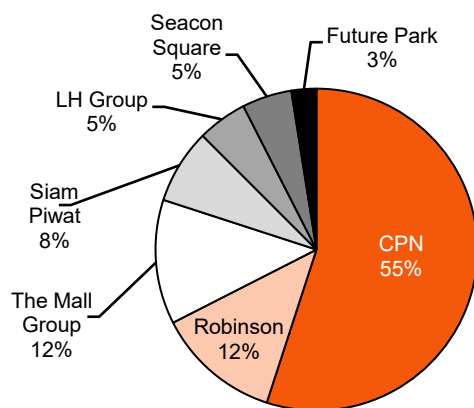
Source: Euromonitor (MAKRO's IFA Report)

Ex 20: B2C Grocery Retailing Market Value

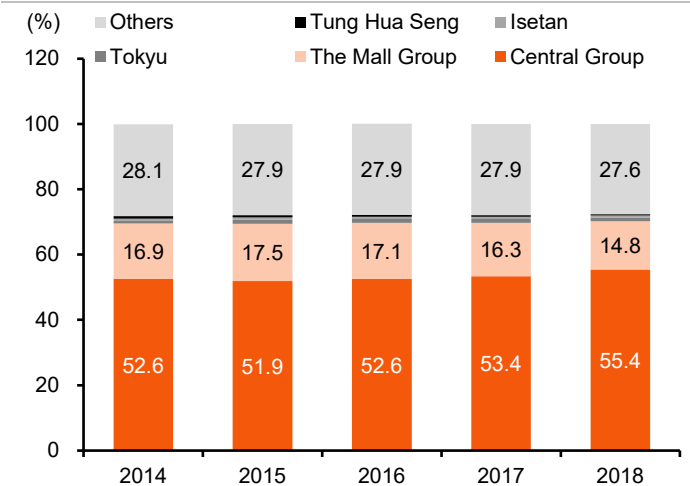
Source: Euromonitor (MAKRO's IFA Report)

Ex 21: B2C Growth Rate

Source: Euromonitor (MAKRO's IFA Report)

Ex 22: Shopping Mall Market Shares

Sources: CPN, Thanachart calculation

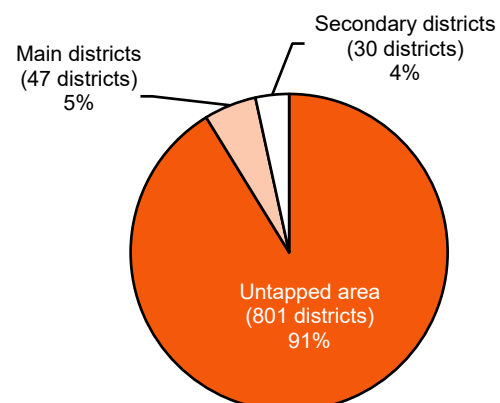
Ex 23: Department Store Market Shares

Source: CRC

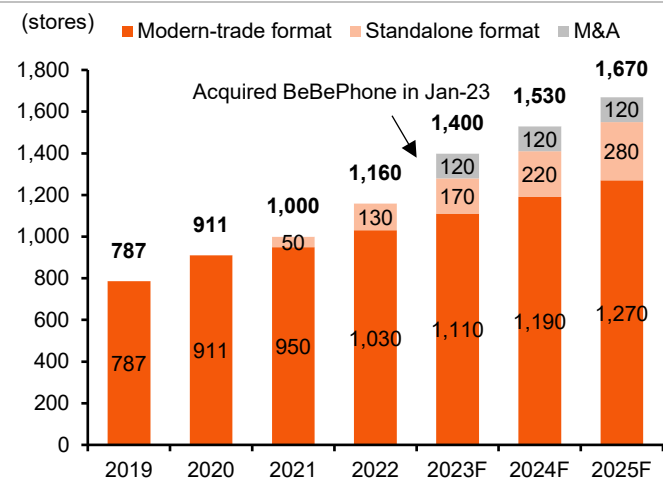
Ex 24: Home Improvement Branches

Brand	Greater Bkk	Upcountry	Total Thailand stores	2023F new stores
Do Home	5	16	21	3
Global House	6	71	77	7
HomePro	30	57	87	2
Mega Home	3	15	18	8-9
Thai Watsadu + BnB	20	50	70	14

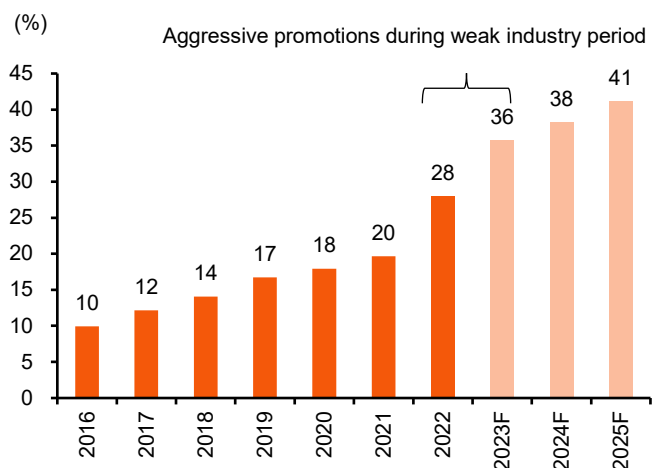
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 25: GLOBAL's Exposure In 77 Districts

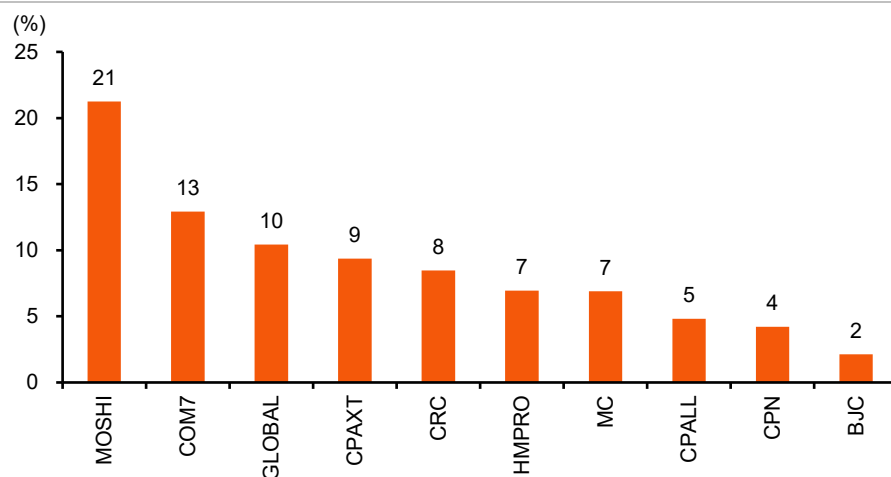
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 26: COM7's Expansion Milestones

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 27: COM7's Market Share

Sources: Company data, Thanachart compilation, Thanachart estimates

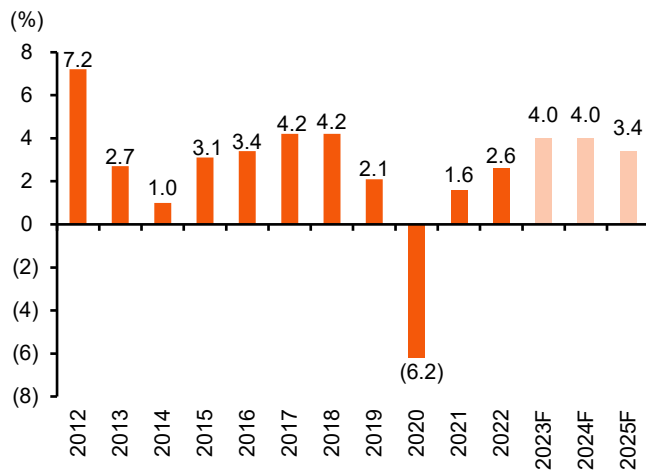
Ex 28: A Three-Year Expansion CAGR (2023-25F)

Source: Thanachart estimates

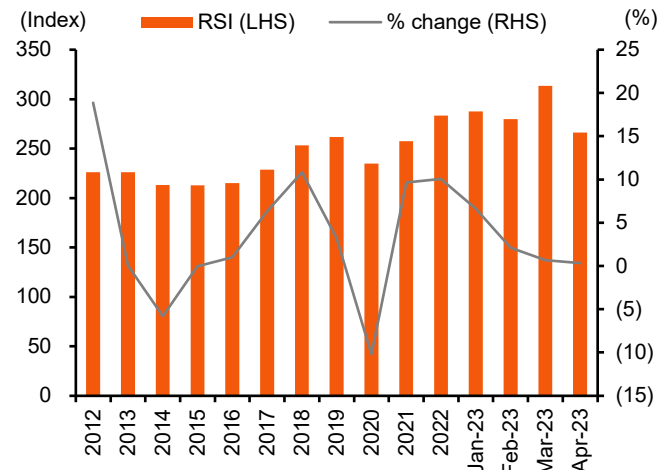
Ex 29: Gross Margin Strategy

Segment		Strategy	Private brands	
			Current	Target
BJC	Big C Hypermarket, supermarket, small-format store	Lower low-profitable B2B sales, increase private brand sales	14.6%	25.0%
COM7	IT products, computers, mobiles	Increase sales of private brands and high-margin gadgets & IT accessories	2.0%	5.0%
CPALL	7-Eleven CVS, 59.92% stake in CPAXT	Expand higher-margin products, i.e., ready-to-eat & drinks	7.0%	na
CPAXT	Cash & carry (Makro wholesale)	Grow fresh food sales, increase private label sales mix from a current 17.1%	15.0%	20.0%
	Retail (Lotus's hypermarket)	Grow fresh food sales, increase private label sales mix from a current 12.8%		
CPN	Shopping malls	Rental rate adjustments, economies of scale, cost control	-	-
CRC	Multi-retail stores of food, hardline and fashion	Increase private brand sales mix from a current 5% for fashion, 10% food, 18% Thai Watsadu (to 25%)	10%	13-15%
GLOBAL	Home improvement & building materials	Expand private brand sales to 30%	24.7%	30.0%
HMPRO	Home improvement & furnishing	Expand private brand sales to 25%	20.7%	25.0%
MC	Jeans, clothing	Expand higher-margin products, i.e., non-denim, cost efficiency	100.0%	100.0%
MOSHI	Lifestyle product retailer	Increase imported products from 54% of sales YTD to 60-65%	100.0%	100.0%

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 30: Thailand's GDP Growth

Sources: BoT, Thanachart estimates

Ex 31: Retail Sales index

Sources: BoT, Thanachart estimates

Ex 32: Quarterly SSSG

(%)	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F
BIGC	(0.1)	2.9	5.2	(2.4)	2.3	1.6	5.0	5.0	0.0
CPALL	1.3	13.0	14.2	22.1	15.0	8.0	7.0	6.0	6.0
CPN	(8.0)	15.0	40.0	102.0	31.3	14.6	13.4	10.0	10.0
CRC	9.0	11.0	24.0	43.0	9.0	13.0	4.0	1.0	3.0
GLOBAL	15.0	7.4	1.5	4.3	(2.2)	(8.7)	(7.5)	(4.0)	(2.0)
HMPRO	11.0	3.1	(1.1)	17.8	2.9	5.8	4.5	2.0	(1.0)
CPAXT	4.1	1.0	7.4	8.9	9.6	10.9	5.5	3.0	4.5
MC	(5.7)	(7.7)	43.0	86.0	14.6	27.6	3.0	5.0	7.0
MOSHI		(3.4)	53.4	149.1	27.1	43.6	21.0	8.0	6.0
Average	3.3	4.7	20.8	47.9	12.2	12.9	6.2	4.0	3.7

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 33: Quarterly SSSG Vs. Pre-COVID

(%)	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F
BIGC	(20.9)	(23.6)	(25.2)	(25.1)	(19.1)	(22.4)	(21.4)	(21.3)	(19.1)
CPALL	(16.9)	(10.1)	(7.0)	(5.0)	(4.5)	(2.9)	(0.4)	0.7	1.3
CPN	(29.2)	(16.3)	(15.4)	(11.1)	(7.0)	(4.0)	(4.0)	(2.2)	2.3
CRC	(12.8)	(18.9)	(12.7)	(6.4)	(5.0)	(8.3)	(9.2)	(5.5)	(2.1)
GLOBAL	11.1	13.6	9.7	10.9	8.6	3.7	1.4	6.4	6.5
HMPRO	4.0	(2.6)	(6.7)	1.0	7.0	3.0	(2.5)	3.0	6.0
CPAXT	4.7	6.8	9.8	14.6	14.8	18.4	15.9	18.1	19.9
MC	(14.1)	(23.8)	4.7	0.6	(1.6)	(2.8)	7.8	5.7	5.3
Average	(9.3)	(9.4)	(5.3)	(2.6)	(0.8)	(1.9)	(1.6)	0.6	2.5

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 34: Yearly SSSG

(%)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
BIGC	(15.2)	(11.0)	2.0	2.9	3.0	3.0
CPALL	(14.5)	(6.7)	15.9	6.8	7.0	3.0
CPN	(34.0)	(8.0)	45.0	12.0	6.0	4.0
CRC	(20.8)	(5.0)	20.0	5.3	6.0	4.9
GLOBAL	(9.0)	18.2	2.5	(5.5)	3.0	3.0
HMPRO	(8.5)	3.4	5.1	2.8	4.0	4.0
CPAXT	1.9	2.5	6.8	6.0	5.0	5.0
MC	(11.9)	0.1	(7.0)	27.0	5.0	5.0
MOSHI	(35.6)	(13.7)	40.5	20.0	10.0	5.0
Average	(16.4)	(2.2)	14.5	8.6	5.4	4.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 35: Yearly SSSG Vs. Pre-Covid

(%)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
BIGC	(15.2)	(24.5)	(23.0)	(20.8)	(18.4)	(16.0)
CPALL	(14.5)	(20.2)	(7.5)	(1.3)	5.6	8.8
CPN	(34.0)	(39.3)	(12.0)	(1.4)	4.5	8.7
CRC	(20.8)	(24.7)	(9.7)	(4.9)	0.8	5.8
GLOBAL	(9.0)	7.5	10.3	4.1	7.3	10.5
HMPRO	(8.5)	(5.4)	(0.6)	2.2	6.3	10.6
CPAXT	1.9	4.4	11.5	18.2	24.1	30.3
MC	(11.9)	(11.8)	(18.0)	4.2	9.4	14.8
MOSHI	(35.6)	(44.4)	(21.9)	(6.3)	3.1	8.2
Average	(16.4)	(18.3)	(6.4)	1.6	7.2	11.6

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 36: Key Assumptions

	BJC	COM7	CPALL	CPAXT	CPN	CRC	GLOBAL	HMPRO	MC	MOSHI	Industry ^{1/}
SSS growth ^{1/} (%)											
2023F - New	2.9	10.0	6.8	6.0	12.0	5.3	(5.5)	2.8	27.0	20.0	8.6
2023F - Old	4.0	10.0	7.0	7.0	19.1	6.0	(4.5)	5.0	27.0	20.0	10.1
2024F - New	3.0	7.0	7.0	5.0	6.0	6.0	3.0	4.0	5.0	10.0	5.4
2024F - Old	3.0	7.0	7.0	5.0	6.0	6.0	3.0	5.0	5.0	10.0	5.6
2025F - New	3.0	6.0	3.0	5.0	4.0	4.9	3.0	4.0	5.0	5.0	4.1
2025F - Old	3.0	6.0	3.0	5.0	4.0	4.9	3.0	5.0	5.0	5.0	4.2
# New stores											
2023F - New	5	240	700	14	1	30	8	10	60	23	1,091
2023F - Old	5	240	700	14	1	30	8	10	60	23	1,091
2024F - New	5	130	700	15	3	26	9	8	40	27	963
2024F - Old	5	130	700	15	2	26	9	8	40	27	962
2025F - New	4	140	700	16	1	26	10	7	40	33	977
2025F - Old	4	140	700	16	1	26	10	7	40	33	977

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: 1/ Industry's SSS growth does not include COM7

2/ BJC's SSS and new stores (hypermarkets, supermarkets, wholesale) are of BIGC

3/ CRC's new stores include only large-format stores ie department stores, RBS Lifestyle malls, Thai Watsadu&BnB home, Tops, Go!Malls

4/ HMPRO's new stores include HomePro and Mega Home (exc. HomePro S)

5/ CPAXT's new stores include Makro classic, eco, food service stores in Thailand, Cambodia, India, Myanmar

Ex 36: Key Assumptions (Con't)

	BJC	COM7	CPALL	CPAXT	CPN	CRC	GLOBAL	HMPRO	MC	MOSHI	Industry ^{1/}
# stores (YE)											
2023F - New	220	1,400	14,538	160	39	327	86	122	692	129	17,713
2023F - Old	220	1,400	14,538	160	39	327	86	122	692	129	17,713
2024F - New	225	1,530	15,238	175	42	353	95	130	732	156	18,676
2024F - Old	225	1,530	15,238	175	41	353	95	130	732	156	18,675
2025F - New	229	1,670	15,938	191	43	379	105	137	772	189	19,653
2025F - Old	229	1,670	15,938	191	42	379	105	137	772	189	19,652
Gross margin on sales (%)											
2023F - New	18.0	13.6	23.8	14.1	53.0	26.4	25.5	26.3	64.9	52.6	31.8
2023F - Old	17.9	13.6	23.7	14.1	52.2	26.5	25.5	26.4	64.0	52.6	31.6
2024F - New	18.1	13.7	24.0	14.2	55.0	26.6	26.0	26.6	64.3	52.8	32.1
2024F - Old	18.0	13.7	24.0	14.3	54.8	26.6	26.0	26.6	64.3	52.8	32.1
2025F - New	18.1	13.6	24.1	14.4	55.9	26.4	26.4	26.9	64.6	53.5	32.4
2025F - Old	18.0	13.6	24.1	14.4	56.6	26.4	26.4	26.9	64.6	53.5	32.5
Normalized profit (Bt m)											
2023F - New	5,167	3,438	17,569	10,311	11,139	8,827	3,277	6,903	646	379	67,657
2023F - Old	5,535	3,438	20,082	10,695	11,264	8,928	3,306	7,112	620	379	71,359
Change (%)	(6.7)	0.0	(12.5)	(3.6)	(1.1)	(1.1)	(0.9)	(2.9)	4.2	0.0	(5.2)
2024F - New	5,817	4,417	23,137	13,277	12,779	11,246	3,753	7,931	760	542	83,660
2024F - Old	6,158	4,417	27,642	14,071	13,170	11,702	3,791	8,333	760	542	90,585
Change (%)	(5.5)	0.0	(16.3)	(5.6)	(3.0)	(3.9)	(1.0)	(4.8)	0.0	0.0	(7.6)
2025F - New	6,327	5,221	27,596	16,383	13,697	12,976	4,332	8,981	894	738	97,144
2025F - Old	6,637	5,221	33,991	18,110	14,406	13,865	4,444	9,588	894	738	107,894
Change (%)	(4.7)	0.0	(18.8)	(9.5)	(4.9)	(6.4)	(2.5)	(6.3)	(0.0)	0.0	(10.0)
TP (Bt/share)											
New	30.00	38.00	73.00	45.00	80.00	54.00	22.00	18.50	15.00	65.00	
Old	30.00	36.00	75.00	46.00	77.00	53.00	21.50	18.50	14.00	65.00	

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: 1/ Industry's SSS growth does not include COM7

2/ BJC's SSS and new stores (hypermarkets, supermarkets, wholesale) are of BIGC

3/ CRC's new stores include only large-format stores ie department stores, RBS Lifestyle malls, Thai Watsadu&BnB home, Tops, Go!Malls

4/ HMPRO's new stores include HomePro and Mega Home (exc. HomePro S)

5/ CPAXT's new stores include Makro classic, eco, food service stores in Thailand, Cambodia, India, Myanmar

Ex 37: CPALL TB - BUY, Price Bt62.75, TP Bt73.00

Y/E Dec (Bt m)	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	852,322	938,997	1,037,727	1,122,770
Net profit	13,272	17,569	23,137	27,596
Norm profit	13,281	17,569	23,137	27,596
Norm EPS (Bt)	1.4	1.9	2.5	3.0
Norm EPS grw (%)	59.4	35.3	36.2	19.7
Norm PE (x)	45.9	33.9	24.9	20.8
EV/EBITDA (x)	12.3	12.9	11.2	9.9
P/BV (x)	5.6	5.1	4.6	4.1
Div yield (%)	1.2	1.5	2.0	2.4
ROE (%)	13.0	16.7	19.8	21.1
Net D/E (%)	96.4	95.2	90.9	83.0

Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 38: CRC TB - BUY, Price Bt40.75, TP Bt54.00

Y/E Dec (Bt m)	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	219,898	245,369	277,998	308,497
Net profit	7,175	8,827	11,246	12,976
Norm profit	6,930	8,827	11,246	12,976
Norm EPS (Bt)	1.1	1.5	1.9	2.2
Norm EPS grw (%)	11,572.9	27.4	27.4	15.4
Norm PE (x)	35.5	27.8	21.9	18.9
EV/EBITDA (x)	10.8	9.4	8.2	7.4
P/BV (x)	4.0	3.6	3.3	3.0
Div yield (%)	1.2	1.4	1.8	2.1
ROE (%)	11.7	13.6	15.0	16.4
Net D/E (%)	101.2	90.7	80.2	63.9

Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 39: MOSHI TB - BUY, Price Bt54.50, TP Bt65.00

Y/E Dec (Bt m)	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	1,890	2,682	3,513	4,339
Net profit	253	379	542	738
Norm profit	253	379	542	738
Norm EPS (Bt)	0.9	1.1	1.6	2.2
Norm EPS grw (%)	90.8	21.0	43.2	36.1
Norm PE (x)	57.5	47.5	33.2	24.4
EV/EBITDA (x)	22.4	22.3	17.2	13.3
P/BV (x)	11.2	12.8	10.2	8.0
Div yield (%)	6.0	0.8	1.2	1.6
ROE (%)	19.7	25.1	30.8	36.8
Net D/E (%)	(46.9)	(45.4)	(51.4)	(62.5)

Sources: Company data; Thanachart estimates

CPALL: Gaining strength

- *Cyclical turnaround:* Thanks to a quick product adjustment, 7Delivery service, and price increases to reflect inflation, 7-Eleven's SSSG and total product margin have returned to pre-COVID levels. With a full tourism recovery next year, we estimate 6/7% SSSG in 2H23F and 2024F.
- *Structural drivers:* We expect its 700 p.a. store expansion pace to be maintained for many years due to its highly successful store model and market share gains from mom & pop shops and weakening rivals. A rising high-margin sales mix would drive gross margin up further.
- Strong profit from its 59.92% subsidiary, CPAXT, from 3Q23F after Lotus's debt restructuring is completed.

Sources: Company data; Thanachart estimates

CRC: A growth stock beyond COVID

- As a multi-store retailer, we expect earnings to double in four years from department store remodeling, a new food business strategy, and aggressive hardline store openings.
- Enjoying an unfinished earnings turnaround with 27/27% core EPS growth in 2023-24F.
- Future value unlocking from its successful omnichannel platform (18% of sales) and potential M&As.
- Exploring new store formats and new businesses. A sizable new retail format (a new food wholesale business) is due to be launched in 4Q23F.

Sources: Company data; Thanachart estimates

MOSHI: A star is born

- Listed just late last year, MOSHI is a hard-to-find business in Thailand offering an early expansion and growth cycle story.
- It is a market leader in the blue ocean industry of lifestyle products with very few competitors.
- MOSHI is at the inception stage of growth with strong growth prospects from plenty of room for branch and product expansion.
- A highly profitable firm with high and rising ROE with no interest-bearing debt.

Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 40: BJC TB - SELL, Price Bt34.75, TP Bt30.00

Y/E Dec (Bt m)	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	150,338	160,915	169,572	178,100
Net profit	5,010	5,167	5,817	6,327
Norm profit	4,969	5,167	5,817	6,327
Norm EPS (Bt)	1.2	1.3	1.5	1.6
Norm EPS grw (%)	45.0	4.0	12.6	8.8
Norm PE (x)	27.9	26.8	23.8	21.9
EV/EBITDA (x)	14.2	13.2	12.5	11.5
P/BV (x)	1.2	1.2	1.1	1.1
Div yield (%)	1.9	2.6	2.9	3.2
ROE (%)	4.2	4.3	4.8	5.1
Net D/E (%)	117.0	121.3	114.9	107.1

Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 41: COM7 TB - BUY, Price Bt28.50, TP Bt38.00

Y/E Dec (Bt m)	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	62,733	71,958	82,537	93,094
Net profit	3,038	3,438	4,417	5,221
Norm profit	3,040	3,438	4,417	5,221
Norm EPS (Bt)	1.3	1.4	1.8	2.2
Norm EPS grw (%)	13.9	13.1	28.5	18.2
Norm PE (x)	22.5	19.9	15.5	13.1
EV/EBITDA (x)	15.6	13.9	11.0	9.5
P/BV (x)	9.6	7.9	6.4	5.5
Div yield (%)	2.6	3.0	3.8	6.6
ROE (%)	48.9	43.4	45.4	45.1
Net D/E (%)	55.6	43.1	33.4	31.8

Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 42: CPAXT TB - BUY, Price Bt35.00, TP Bt45.00

Y/E Dec (Bt m)	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	466,082	506,419	554,421	602,777
Net profit	7,697	10,311	13,277	16,383
Norm profit	7,697	10,311	13,277	16,383
Norm EPS (Bt)	0.7	1.0	1.3	1.5
Norm EPS grw (%)	(35.6)	34.0	28.8	23.4
Norm PE (x)	48.1	35.9	27.9	22.6
EV/EBITDA (x)	14.3	13.6	11.8	10.2
P/BV (x)	1.3	1.2	1.2	1.2
Div yield (%)	1.5	2.1	2.7	3.3
ROE (%)	2.7	3.5	4.4	5.3
Net D/E (%)	24.6	23.8	22.6	19.7

Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 43: CPN TB - BUY, Price Bt65.75, TP Bt80.00

Y/E Dec (Bt m)	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	36,343	38,413	41,816	43,889
Net profit	10,760	12,528	14,146	14,255
Norm profit	10,030	11,139	12,779	13,697
Norm EPS (Bt)	2.2	2.5	2.8	3.1
Norm EPS grw (%)	196.8	11.1	14.7	7.2
Norm PE (x)	29.4	26.5	23.1	21.5
EV/EBITDA (x)	18.2	17.1	15.1	13.9
P/BV (x)	3.6	3.3	3.0	2.8
Div yield (%)	1.7	1.7	1.9	1.9
ROE (%)	13.0	13.1	13.7	13.4
Net D/E (%)	83.1	84.1	78.0	75.5

Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 44: GLOBAL TB - BUY, Price Bt16.10, TP Bt22.00

Y/E Dec (Bt m)	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	35,270	34,482	37,894	41,658
Net profit	3,487	3,277	3,753	4,332
Norm profit	3,533	3,277	3,753	4,332
Norm EPS (Bt)	0.7	0.7	0.8	0.9
Norm EPS grw (%)	5.5	(7.4)	14.4	15.4
Norm PE (x)	22.7	24.6	21.5	18.6
EV/EBITDA (x)	18.4	18.6	16.4	14.2
P/BV (x)	3.7	3.3	3.0	2.7
Div yield (%)	1.5	1.4	1.6	1.9
ROE (%)	17.1	14.3	14.8	15.4
Net D/E (%)	54.0	43.3	39.4	32.3

Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 45: HMPRO TB - BUY, Price Bt14.00, TP Bt18.50

Y/E Dec (Bt m)	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	66,811	72,974	81,606	89,293
Net profit	6,217	6,903	7,931	8,981
Norm profit	6,217	6,903	7,931	8,981
Norm EPS (Bt)	0.5	0.5	0.6	0.7
Norm EPS grw (%)	14.3	11.0	14.9	13.2
Norm PE (x)	29.6	26.7	23.2	20.5
EV/EBITDA (x)	17.3	15.3	13.7	12.3
P/BV (x)	7.6	7.3	6.8	6.3
Div yield (%)	2.7	3.0	3.4	3.9
ROE (%)	26.4	28.0	29.3	31.9
Net D/E (%)	40.8	46.5	48.5	45.7

Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 46: MC TB - BUY, Price Bt12.20, TP Bt15.00

Y/E Jun (Bt m)	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	2,923	3,614	4,182	4,758
Net profit	486	646	760	894
Norm profit	486	646	760	894
Norm EPS (Bt)	0.6	0.8	1.0	1.1
Norm EPS grw (%)	9.0	33.0	17.7	17.7
Norm PE (x)	19.9	15.0	12.7	10.8
EV/EBITDA (x)	8.0	6.7	6.6	5.9
P/BV (x)	2.6	2.6	2.5	2.5
Div yield (%)	4.9	6.6	7.8	9.0
ROE (%)	13.4	17.4	20.1	23.1
Net D/E (%)	(54.3)	(51.4)	(51.0)	(49.2)

Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 47: Sector Valuation Comparison

		BJC	COM7	CPALL	CPAXT	CPN	CRC	GLOBAL	HMPRO	MC	MOSHI	Industry
Rating		SELL	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	
Target price	Thanachart	30.00	38.00	73.00	45.00	80.00	54.00	22.00	18.50	15.00	65.00	
	Consensus	44.00	37.25	74.00	41.00	82.00	50.55	19.70	17.00	15.15	50.00	
Consensus rec.	Buy	15	12	27	12	20	19	7	21	4	3	
	Hold	2	1	3	6	4	5	11	5	1	2	
	Sell	1	0	0	2	0	0	0	0	0	0	
Sales (Bt m)	2022	150,338	62,733	852,322	466,082	36,343	219,898	35,270	66,811	2,923	1,890	1,894,609
	2023F	160,915	71,958	938,997	506,419	38,413	245,369	34,482	72,974	3,614	2,682	2,075,823
	2024F	169,572	82,537	1,037,727	554,421	41,816	277,998	37,894	81,606	4,182	3,513	2,291,265
	2025F	178,100	93,094	1,122,770	602,777	43,889	308,497	41,658	89,293	4,758	4,339	2,489,176
Norm profits (Bt m)	2022	4,969	3,040	13,281	7,697	10,030	6,930	3,533	6,217	486	253	56,437
	2023F	5,167	3,438	17,569	10,311	11,139	8,827	3,277	6,903	646	379	67,657
	2024F	5,817	4,417	23,137	13,277	12,779	11,246	3,753	7,931	760	542	83,660
	2025F	6,327	5,221	27,596	16,383	13,697	12,976	4,332	8,981	894	738	97,144
Sales growth (%)	2022	8.6	22.7	45.5	75.6	48.2	21.0	5.3	8.1	(9.2)	50.5	27.6
	2023F	7.0	14.7	10.2	8.7	5.7	11.6	(2.2)	9.2	23.7	41.9	13.0
	2024F	5.4	14.7	10.5	9.5	8.9	13.3	9.9	11.8	15.7	31.0	13.1
	2025F	5.0	12.8	8.2	8.7	5.0	11.0	9.9	9.4	13.8	23.5	10.7
Norm profit growth (%)	2022	45.0	13.9	52.5	10.4	196.8	11,573	5.7	14.3	9.0	92.9	48.9
	2023F	4.0	13.1	32.3	34.0	11.1	27.4	(7.2)	11.0	33.0	49.7	20.1
	2024F	12.6	28.5	31.7	28.8	14.7	27.4	14.5	14.9	17.7	43.2	23.4
	2025F	8.8	18.2	19.3	23.4	7.2	15.4	15.4	13.2	17.7	36.1	17.5
Norm EPS growth (%)	2022	45.0	13.9	59.4	(35.6)	196.8	11,573	5.5	14.3	9.0	90.8	44.3
	2023F	4.0	13.1	35.3	34.0	11.1	27.4	(7.4)	11.0	33.0	21.0	18.2
	2024F	12.6	28.5	36.2	28.8	14.7	27.4	14.4	14.9	17.7	43.2	23.8
	2025F	8.8	18.2	19.7	23.4	7.2	15.4	15.4	13.2	17.7	36.1	17.5
Gross margin (%)	2022	18.4	13.4	23.6	16.4	50.4	27.4	25.8	27.0	64.7	52.4	32.0
	2023F	18.9	13.6	23.8	16.3	53.0	28.3	25.5	27.3	64.9	52.6	32.4
	2024F	19.0	13.7	24.0	16.6	55.0	28.3	26.0	27.6	64.3	52.8	32.7
	2025F	19.0	13.6	24.1	16.8	55.9	28.2	26.4	27.9	64.6	53.5	33.0
SG&A/Sales (%)	2022	19.9	7.3	19.4	13.5	18.0	29.3	15.2	18.7	44.7	34.6	22.1
	2023F	20.3	7.4	19.5	13.3	18.5	29.2	15.4	18.9	43.0	34.0	22.0
	2024F	20.2	6.7	19.4	13.3	18.0	28.9	15.3	19.0	42.3	33.0	21.6
	2025F	20.1	6.4	19.3	13.2	17.5	28.7	15.2	18.9	42.0	32.0	21.3
Net margin (%)	2022	3.8	4.8	1.8	1.5	23.6	3.0	9.7	9.3	16.6	13.4	8.8
	2023F	3.6	4.8	2.0	1.7	24.9	3.4	9.1	9.5	17.9	14.1	9.1
	2024F	3.8	5.4	2.5	2.2	27.0	3.9	9.5	9.7	18.2	15.4	9.8
	2025F	3.8	5.6	2.8	2.6	28.4	4.1	10.1	10.1	18.8	17.0	10.3
ROE (%)	2022	4.2	48.9	13.0	2.7	13.0	11.7	17.1	26.4	13.4	19.7	17.0
	2023F	4.3	43.4	16.7	3.5	13.1	13.6	14.3	28.0	17.4	25.1	17.9
	2024F	4.8	45.4	19.8	4.4	13.7	15.8	14.8	30.4	20.1	34.3	20.3
	2025F	5.1	45.1	21.1	5.3	13.4	16.4	15.4	31.9	23.1	36.8	21.4
Norm PE (x)	2022	27.9	22.5	45.9	48.1	29.4	35.5	22.7	29.6	19.9	57.5	31.3
	2023F	26.8	19.9	33.9	35.9	26.5	27.8	24.6	26.7	15.0	47.5	28.5
	2024F	23.8	15.5	24.9	27.9	23.1	21.9	21.5	23.2	12.7	33.2	22.8
	2025F	21.9	13.1	20.8	22.6	21.5	18.9	18.6	20.5	10.8	24.4	19.3
Dividend yield (%)	2022	1.9	2.6	1.2	1.5	1.7	1.2	1.5	2.7	4.9	6.0	2.5
	2023F	2.6	3.0	1.5	2.1	1.7	1.4	1.4	3.0	6.6	0.8	2.4
	2024F	2.9	3.8	2.0	2.7	1.9	1.8	1.6	3.4	7.8	1.2	2.9
	2025F	3.2	6.6	2.4	3.3	1.9	2.1	1.9	3.9	9.0	1.6	3.6
Net D/E (x)	2022	1.2	0.6	1.0	0.2	0.8	1.0	0.5	0.4	(0.5)	(0.5)	0.5
	2023F	1.2	0.4	1.0	0.2	0.8	0.9	0.4	0.5	(0.5)	(0.5)	0.5
	2024F	1.1	0.3	0.9	0.2	0.8	0.8	0.4	0.5	(0.5)	(0.5)	0.4
	2025F	1.1	0.3	0.8	0.2	0.8	0.6	0.3	0.5	(0.5)	(0.6)	0.3

Source: Bloomberg

Note: Thanachart estimates, using normalized EPS

Valuation Comparison

Ex 48: Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		—EV/EBITDA—		— Div yield —	
			23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Home Improvement												
ACE HARDWARE	ACES IJ	Indonesia	23.6	17.7	18.4	15.6	2.1	1.9	10.3	9.2	2.9	2.9
Komeri Co Ltd	8218 JP	Japan	(1.6)	7.3	8.6	8.0	0.6	0.6	4.6	4.4	1.7	1.8
Wilcon Depot Inc	WLCON PM	Philippines	19.5	14.1	22.7	19.9	4.3	3.5	12.7	11.2	1.4	1.6
Kingfisher	KGF LN	UK	(19.4)	(14.7)	8.7	10.2	0.7	0.7	4.9	5.3	4.9	4.9
Home Depot Inc	HD US	USA	(9.5)	5.5	21.0	19.9	na	na	14.7	14.2	2.6	2.8
Lowe's Cos Inc	LOW US	USA	(2.0)	9.1	17.1	15.7	na	na	12.4	12.0	1.9	2.1
Convenience Store												
Lawson	2651 JP	Japan	26.7	37.9	28.7	20.8	2.4	2.4	9.0	6.8	2.2	3.0
Seven & I Holdings	3382 JP	Japan	32.7	1.1	18.2	18.0	1.5	1.5	7.8	7.5	1.9	2.0
Dairy Farm International	D01 SP	Singapore	na	51.4	20.7	13.7	3.7	3.2	6.4	7.1	3.6	5.6
President Chain Store	2912 TT	Taiwan	12.6	8.8	26.5	24.4	7.2	6.8	10.3	9.6	3.3	3.5
Alimentation Couche-Tard	ATD/B CN	Canada	14.1	(0.8)	na	na	na	na	10.6	10.7	na	na
Dairy Farm Intl Hldgs Ltd	DFI SP	Hong Kong	na	51.4	20.7	13.7	3.7	3.2	6.4	7.1	3.6	5.6
7-Eleven Malaysia	SEM MK	Malaysia	(9.0)	18.3	28.3	23.9	10.3	8.0	8.5	8.9	1.6	1.9
Lotte Corp	004990 KS	South Korea	2.9	(3.2)	7.5	7.8	0.6	0.5	10.7	11.5	6.8	7.6
Hypermarket/ Supermarket												
Beijing Hualian	600361 CH	China	18.5	12.5	15.9	14.1	2.3	2.0	10.0	8.7	na	na
Yonghui Superstores	601933 CH	China	148.9	88.4	75.6	40.1	3.8	3.5	18.1	15.1	0.4	1.4
Carrefour SA	CA FP	France	13.9	23.5	10.2	8.3	1.1	1.0	5.6	5.1	3.5	4.0
Casino Guichard	CO FP	France	128.2	na	25.3	na	0.1	0.1	6.4	6.9	0.0	0.0
Aeon	8267 JP	Japan	129.1	(1.4)	91.1	92.4	2.5	2.6	9.4	8.9	1.3	1.3
Tesco	TSCO LN	UK	(1.4)	1.4	11.0	10.9	1.2	1.4	6.7	6.7	4.6	4.7
Best Buy Co Inc	BBY US	USA	(8.4)	12.5	13.8	12.3	6.1	6.4	6.9	6.5	4.4	4.7
Wal-Mart Stores	WMT US	USA	2.1	10.7	24.8	22.4	5.0	4.6	12.3	11.6	1.5	1.5
Department Store												
Lotte Shopping	023530 KS	South Korea	160.7	30.8	12.1	9.3	0.2	0.2	9.4	9.1	7.1	4.9
Shinsegae	004170 KS	South Korea	1.4	12.0	5.1	4.5	0.4	0.4	6.1	5.8	1.9	2.0
Berli Jucker *	BJC TB	Thailand	4.0	12.6	26.8	23.8	1.2	1.1	13.2	12.5	2.6	2.9
COM7 *	COM7 TB	Thailand	13.1	28.5	19.9	15.5	7.9	6.4	13.9	11.0	3.0	3.8
CP All*	CPALL TB	Thailand	35.3	36.2	33.9	24.9	5.1	4.6	12.9	11.2	1.5	2.0
CP Axtra *	CPAXT TB	Thailand	34.0	28.8	35.9	27.9	1.2	1.2	13.6	11.8	2.1	2.7
Central Pattana *	CPN TB	Thailand	11.1	14.7	26.5	23.1	3.3	3.0	17.1	15.1	1.7	1.9
Central Retail Corp. *	CRC TB	Thailand	27.4	27.4	27.8	21.9	3.6	3.3	9.4	8.2	1.4	1.8
Siam Global House *	GLOBAL TB	Thailand	(7.4)	14.4	24.6	21.5	3.3	3.0	18.6	16.4	1.4	1.6
Home Product*	HMPRO TB	Thailand	11.0	14.9	26.7	23.2	7.3	6.8	15.3	13.7	3.0	3.4
MC Group *	MC TB	Thailand	33.0	17.7	15.0	12.7	2.6	2.5	6.7	6.6	6.6	7.8
Moshi Moshi Retail *	MOSHI TB	Thailand	21.0	43.2	47.5	33.2	12.8	10.2	22.3	17.2	0.8	1.2
Average			27.1	19.2	24.7	20.4	3.5	3.1	10.7	9.8	2.7	3.1

Sources: Company data, *Thanachart estimates

Based on 19 July 2023 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

STOCK PERFORMANCE

	Absolute (%)				Rel SET (%)			
	1M	3M	12M	YTD	1M	3M	12M	YTD
SET Index	(0.1)	(1.8)	(0.2)	(7.9)	—	—	—	—
Retail Sector	(1.7)	(0.6)	9.1	(1.2)	(1.6)	1.2	9.3	6.7
BJC	(4.1)	(9.2)	11.2	(1.4)	(4.1)	(7.3)	11.4	6.5
COM7	4.6	0.9	4.6	(16.2)	4.6	2.7	4.8	(8.3)
CPALL	(2.0)	(2.0)	2.9	(8.1)	(1.9)	(0.1)	3.0	(0.1)
CPAXT	(4.8)	(8.5)	2.2	(12.5)	(4.7)	(6.7)	2.4	(4.6)
CPN	(3.7)	(5.1)	6.9	(7.4)	(3.6)	(3.2)	7.1	0.5
CRC	2.5	(6.9)	16.4	(11.9)	2.6	(5.0)	16.6	(4.0)
GLOBAL	(4.7)	(8.0)	(3.1)	(25.1)	(4.7)	(6.2)	(2.9)	(17.2)
HMPRO	1.4	0.0	9.4	(9.7)	1.5	1.8	9.5	(1.8)
MC	(9.6)	17.3	31.2	16.2	(9.6)	19.1	31.4	24.1
MOSHI	3.8	15.3	na	64.2	3.9	17.1	na	72.2

Source: Bloomberg

SECTOR - SWOT ANALYSIS

S — Strength

- การควบรวมกิจการภายในอุตสาหกรรมผู้ค้าปลีก ส่งผลให้ผู้ประกอบการประเภทค้าปลีกดั้งเดิมสูญเสียส่วนแบ่งทางการตลาด
- ผู้เล่นหลักไม่กี่รายกำลังมีส่วนแบ่งตลาดมากขึ้น การประหยัดจากขนาดที่มากขึ้นทำให้มีอำนาจต่อรองเพิ่มขึ้น และยากที่ผู้เล่นใหม่จะเข้ามายังตลาด
- เป็นกลุ่มที่ใช้ทุนสูง บริษัทค้าปลีกไทยมีฐานะการเงินแข็งแกร่ง ด้วยมีเงินสดสุทธิ และอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนสุทธิที่ต่ำ

O — Opportunity

- Penetration rate อยู่ในระดับต่ำ และมีอำนาจซื้อมากขึ้นในต่างจังหวัด
- เศรษฐกิจในประเทศและนโยบายประชานิยมที่แข็งแกร่ง
- อาจมีความล่าช้าเพิ่มเติมใน RWBA

W — Weakness

- การแข่งขันสูงตามธรรมชาติของกลุ่มธุรกิจค้าปลีก
- มีอำนาจต่อรองจำกัด

T — Threat

- เศรษฐกิจชะลอตัวลง ภัยธรรมชาติ และความเสี่ยงด้านการโจรกรรม
- มีการแข่งขันใหม่จากบางกลุ่ม เช่น กลุ่มปรับปรุงที่อยู่อาศัย และร้านค้าขนาดเล็ก
- ความเสี่ยงด้านกฎหมาย และการแทรกแซงจากภาครัฐ

REGIONAL COMPARISON

Name	— EPS growth —		— PE —		— P/BV —		— EV/EBITDA —		— Div. Yield —	
	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F
	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
China	83.7	50.4	45.7	27.1	3.0	2.8	14.1	11.9	0.4	1.4
France	71.1	23.5	17.8	8.3	0.6	0.5	6.0	6.0	1.7	2.0
Indonesia	23.6	17.7	18.4	15.6	2.1	1.9	10.3	9.2	2.9	2.9
Japan	46.7	11.2	36.7	34.8	1.8	1.8	7.7	6.9	1.8	2.0
Singapore	na	51.4	20.7	13.7	3.7	3.2	6.4	7.1	3.6	5.6
South Korea	55.0	13.2	8.3	7.2	0.4	0.4	8.7	8.8	5.3	4.8
Taiwan	12.6	8.8	26.5	24.4	7.2	6.8	10.3	9.6	3.3	3.5
UK	(10.4)	(6.6)	9.9	10.5	1.0	1.0	5.8	6.0	4.7	4.8
USA	(4.4)	9.5	19.2	17.6	5.5	5.5	11.6	11.1	2.6	2.8
Thailand*	18.2	23.8	28.5	22.8	4.8	4.2	14.3	12.4	2.4	2.9
Average	32.9	20.3	23.2	18.2	3.0	2.8	9.5	8.9	2.9	3.3

Source: Bloomberg Consensus
Note : *Thanachart estimates

SELL (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 30.00

(Unchanged)

20 JULY 2023

Downside : 13.7%

Berli Jucker Pcl (BJC TB)

ยังห่างไกลจากระดับก่อนโควิด

เรายังคงคำแนะนำ “ขาย” BJC เนื่องจากเราเห็นว่าเป็นการยากสำหรับบิ๊กซีไฮเปอร์มาร์เก็ตที่จะพลิกกลับมาที่ระดับก่อนโควิด ด้วยแนวโน้มการเติบโตที่ชะลอตัวลงที่ EPS เติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ 8% เราจึงมองว่า valuation ปัจจุบันนั้นแพง



PHANNARAI TIYAPITTAYARUT

662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

ปรับลดประมาณการกำไร

BIGC คิดเป็น 64% ของยอดขาย BJC และ 75% ของกำไรปกติในปี 2022 เนื่องจากเราปรับลดการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมของ BIGC ลงเหลือ 2.9/3/3% ในปี 2023-25F (จาก 4/3/3%) และปรับเพิ่มอัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายของ BIGC เป็น 25.9/25.6/25.4% ในปี 2023-25F (จาก 25.3/25.0/24.7%) เพื่อสะท้อนแรงกดดันจากต้นทุนสาธารณูปโภคที่สูงขึ้น และการปรับขึ้นค่าแรงในปี 2024-25F เราปรับลดกำไรของ BJC ลง 5-7% ในปี 2023-25F ด้วยปรับมาใช้ฐาน 2024F ราคาเป้าหมายของเราจึงไม่เปลี่ยนแปลงที่ 30 บาท/หุ้น คงคำแนะนำ “ขาย”

ยังไกลจากระดับก่อนโควิด

กำไรปกติของ BJC ในปีที่แล้วฟื้นตัวมาอยู่ที่เพียง 68% ของปี 2019 สาเหตุหลักมาจากผลการดำเนินงานของ BIGC ที่อ่อนแอลง ด้วยมีกำไรสุทธิลดลงจาก 6.4 พันลบ. ในปี 2019 ก่อนเกิดโควิด เป็น 3.7 พันลบ. ในปี 2022 ยอดขายสินค้าของ BIGC อยู่ที่ 9.6 พันลบ. ต่ำกว่าปี 2019 ถึง 23% รายได้ค่าเช่าจากการให้เช่าพื้นที่อยู่ที่ 9 พันลบ. ลดลง 21% จากปี 2019 ด้วยยอดขายที่ลดลง อัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายจึงเพิ่มขึ้นเป็น 25.0% ในปี 2022 จาก 23.7% ในปี 2019 เราเชื่อว่าเป็นผลจากจำนวนผู้มาใช้บริการไฮเปอร์มาร์เก็ตลดลงซึ่งเกิดจากโควิด และการแข่งขันในตลาดไฮเปอร์มาร์เก็ตที่รุนแรงขึ้นหลังจากที่ CP Group เข้าซื้อผู้เสนอไฮเปอร์มาร์เก็ตอันดับ 1 อย่างเทสโก้ (ปัจจุบันเปลี่ยนชื่อเป็น Lotus's) ในปี 2020 ยอดขายสาขาเดิมของ BIGC ในปีที่แล้วอยู่ที่ 79% ของปี 2019 และเราไม่เห็นการปรับตัวดีขึ้นใน 1H23F ด้วยยอดขายสาขาเดิมเทียบกับก่อนโควิดอยู่ที่ 78% ใน 1Q23 (ยอดขายสาขาเดิม +1.6%) และ 79% ใน 2Q23F (ยอดขายสาขาเดิม +5%)

โอกาสขยายตัวต่ำ

ณ 1Q23 BIGC บริหารไฮเปอร์มาร์เก็ต 154 แห่ง ซูเปอร์มาร์เก็ต 61 แห่ง มินิมาร์ท 1,455 สาขา (รวม 20 สาขาในกัมพูชา) และร้านขายยาเพียง 146 แห่ง เรามองว่ากลุ่มไฮเปอร์มาร์เก็ตในประเทศไทยใกล้จะเติบโตเต็มที่แล้วเนื่องจากเครือข่ายสาขาทั่วประเทศ ยอดขายสาขาเดิมของทั้ง Lotus และ BIGC ยังต่ำกว่าช่วงก่อนโควิด 10% และ 20% ตามลำดับ สิ่งนี้สะท้อนถึงความต้องการที่เปลี่ยนไปจากไฮเปอร์มาร์เก็ตไปยังกลุ่มอื่นๆ เช่น ค่าส่ง และ CVS เราคาดว่าจะมีสาขาไฮเปอร์มาร์เก็ตใหม่ 2 แห่งในปีนี้ ขณะที่เราปรับลดสมมติฐานการขยายสาขามินิมาร์ทใหม่เป็น 100 สาขา ในปีนี้ จาก 150 สาขาก่อนหน้านี้ เทียบกับเป้าหมายการเปิดสาขาใหม่ของบริษัท ที่ 200 สาขา (เปิดสุทธิ 6 แห่ง ใน 1Q23)

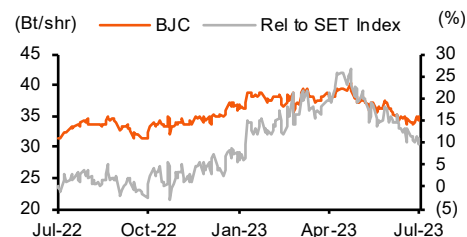
คงคำแนะนำ “ขาย”

แม้ว่าฐานกำไรจะต่ำ แต่เราคาดว่า EPS จะเติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ 8% ในปี 2023-25F ด้วยแนวโน้มการเติบโตที่ชะลอตัวลงเมื่อเทียบกับบริษัทอื่นในกลุ่ม BJC จึงดูแพงในมุมมองของเรา ซื้อขายที่ PE ที่ 26.8 เท่า ในปี 2023F และ 23.8 เท่า ในปี 2024F

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	150,338	160,915	169,572	178,100
Net profit	5,010	5,167	5,817	6,327
Consensus NP	—	5,913	6,875	7,742
Diff frm cons (%)	—	(12.6)	(15.4)	(18.3)
Norm profit	4,969	5,167	5,817	6,327
Prev. Norm profit	—	5,535	6,158	6,637
Chg frm prev (%)	—	(6.7)	(5.5)	(4.7)
Norm EPS (Bt)	1.2	1.3	1.5	1.6
Norm EPS grw (%)	45.0	4.0	12.6	8.8
Norm PE (x)	27.9	26.8	23.8	21.9
EV/EBITDA (x)	14.2	13.2	12.5	11.5
P/BV (x)	1.2	1.2	1.1	1.1
Div yield (%)	1.9	2.6	2.9	3.2
ROE (%)	4.2	4.3	4.8	5.1
Net D/E (%)	117.0	121.3	114.9	107.1

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 19-Jul-23 (Bt)	34.75
Market Cap (US\$ m)	4,087.3
Listed Shares (m shares)	4,007.8
Free Float (%)	25.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	4.9
12M Price H/L (Bt)	40.25/31.25
Sector	Commerce
Major Shareholder	TCC Corporation 45.68%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P21

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



Ex 1: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2024F

(Bt m)		2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	Terminal Value
EBITDA		21,783	23,095	24,279	24,805	25,953	27,130	28,047	28,112	28,972	29,846	30,735	
Free cash flow		12,323	14,553	15,760	16,198	17,266	18,364	20,724	20,723	21,515	22,319	23,137	369,757
PV of free cash flow		12,323	12,600	12,697	12,142	11,789	11,617	12,148	11,255	10,825	10,405	9,540	152,468
Risk-free rate (%)		2.5											
Market risk premium (%)		8.0											
Beta		1.1											
WACC (%)		7.5											
Terminal growth (%)		2.0											
Enterprise value		279,807											
Net debt		153,818											
Minority interest		6,457											
Equity value		119,532											
# of shares		3,991											
Equity value/share (Bt)		30.00											

Sources: Company data, Thanachart estimates

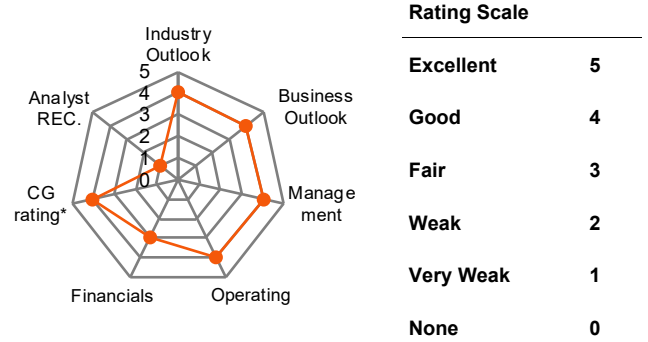
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน) “BJC” จัดตั้งขึ้นมาแล้วกว่า 130 ปี BJC ดำเนินธุรกิจเกี่ยวกับด้านการค้า การผลิต และบริการ ซึ่งสามารถแบ่งออกเป็นสี่กลุ่มหลัก ได้แก่ กลุ่มสินค้าและบริการทางบรรจุภัณฑ์, กลุ่มสินค้าและบริการทางอุปโภค บริโภค, กลุ่มสินค้าและบริการทางเวชภัณฑ์, และกลุ่มธุรกิจค้าปลีก BJC เพิ่งซื้อหุ้น 99.85% ใน BIGC ซึ่งจะทำให้บริษัทฯ เป็นกลุ่มค้าปลีกอย่างสมบูรณ์ และมีแพลตฟอร์มค้าปลีกที่หลากหลายในภูมิภาค

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strengths

- BJC เป็นผู้ผลิตบรรจุภัณฑ์แก้วรายใหญ่ที่สุดในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ และทำธุรกิจบรรจุภัณฑ์กระป๋องใหญ่เป็นอันดับ 1 ของไทย
- มีแพลตฟอร์มค้าปลีกที่แข็งแกร่งของ TCC Group

O — Opportunities

- การเติบโตที่สูงของเศรษฐกิจในประเทศในอินโดจีนเปิดโอกาสในการเติบโตสำหรับ BJC
- ธุรกิจร้านค้าปลีกสมัยใหม่ที่มีการพัฒนาอย่างแข็งแกร่งในอินโดจีนในอดีตที่ผ่านมา ทำให้ BJC สามารถขยายธุรกิจภูมิภาค และมีกลุ่มสินค้าและบริการทางอุปโภคบริโภคที่ครบวงจร

W — Weakness

- BJC เพิ่งเริ่มเจาะตลาดค้าปลีกในประเทศเพื่อนบ้าน
- การเข้าซื้อกิจการ BIGC มาพร้อมกับภาระดอกเบี้ยขนาดใหญ่ ซึ่งทำให้อัตรากำไรสุทธิต่อหุ้นอยู่ในระดับที่สูงกว่า 1 เท่า

T — Threat

- การแข่งขันขยายสาขาโดยโมเดิร์นเทรด และร้านค้าปลีกใหม่
- การแข่งขันของไฮเปอร์มาร์เก็ตในประเทศไทย

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	43.00	30.00	-30%
Net profit 23F (Bt m)	5,913	5,167	-13%
Net profit 24F (Bt m)	6,875	5,817	-15%
Consensus REC	BUY: 15	HOLD: 2	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรปี 2023-24F ของเรต่ำกว่าของตลาด 13-15% เนื่องจากเราให้ประมาณการการขยายสาขาที่ลดลง และ SG&A ที่สูงขึ้น
- ดังนั้นราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่าของตลาด 30%

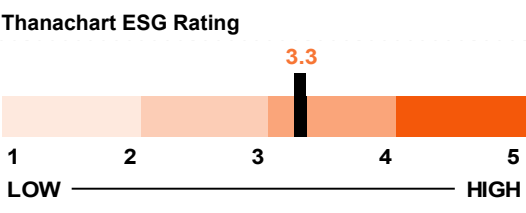
Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากอุปสงค์ และการบริโภคในประเทศไทย เวียดนาม ลาว และ มาเลเซียแข็งแกร่งกว่าที่เราคาดไว้ จะทำให้มี upside ต่อประมาณการของเรา
- ถ้าราคาวัตถุดิบต่ำกว่าสมมติฐานที่เราให้ไว้ จะส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นสูงกว่าที่เราคาด
- หาก BIGC สามารถผลักดันอัตรากำไรขั้นต้นที่ดีมากกว่าคาดจะเป็นบวกต่อประมาณการกำไรของเรา

Source: Thanachart

BJC ดำเนินธุรกิจการค้า การผลิต และการบริการใน 4 กลุ่มหลัก ได้แก่ กลุ่มสินค้าและบริการทางบรรจภัณฑ์ กลุ่มสินค้าและบริการทางอุปโภคบริโภค และกลุ่มสินค้าและบริการทางเวชภัณฑ์และเทคนิคดูแลสุขภาพ และค้าปลีกบริษัท ถือหุ้น 99.85% ในบริษัท ซูเปอร์เซ็นเตอร์ (BIGC) เราให้คะแนน ESG แก่ BJC ค่อนข้างสูงที่ 3.3 เนื่องจากบริษัท มีความมุ่งมั่นในเป้าหมาย ESG หลายประการ



	SETTHSI Index	THSI Index	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	Arabesque S-Ray (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
BJC	YES	YES	YES	A	55.34	65.38	89.00	-	4.0

Sources: SETTRADE, SETTHSI Index, Thailand Sustainability Investment (THSI), The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, Arabesque S-Ray®, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "term of use" in the following back page.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- BJC ตระหนักถึงผลกระทบของการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) อย่างต่อเนื่อง ซึ่งส่งผลเสียต่อปัญหาในระดับโลก จึงเตรียมการสำหรับ Net Zero ภายในปี 2050 - บริษัท จัดทำ "Big C Solar Roof Power Purchase Agreement (PPA) Project" ตลอดระยะ 1-4 ของโครงการ BJC ได้ติดตั้งโซลาร์รูฟท็อปที่บิกซี 45 สาขา ซึ่งผลิตไฟฟ้าได้ 52,343MWh ต่อปี ในปี 2022 โครงการได้เข้าสู่ระยะที่ 5 - 6 (2022-2024) ซึ่งตั้งเป้าติดตั้งโซลาร์รูฟท็อปในบิกซีเพิ่มอีก 43 สาขา - ในการจัดการของเสียทุกประเภทอย่างเพียงพอตลอดห่วงโซ่อุปทานตั้งแต่ต้นน้ำจนถึงปลายน้ำ BJC ยังคงทำงานอย่างต่อเนื่องในปี 2022 ทั้งระบุ พัฒนา และดำเนินโครงการที่มีเป้าหมายเพื่อจัดการขยะบรรจภัณฑ์อย่างมีประสิทธิภาพภายใต้ "กลยุทธ์ 1+5" (ลดการใช้ น้ำ ลดการใช้บรรจุภัณฑ์ ลดการใช้พลังงานที่ไม่พลังงานทดแทน การลดการสร้างขยะอาหาร ลดการปล่อยก๊าซ scope 1&2)
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- ในปี 2022 อัตราส่วนพนักงานชายและหญิงของ BJC อยู่ที่ 40.4% และ 59.6% ตามลำดับ สำหรับฐานเงินเดือนนั้น BJC ดำเนินการจ่ายค่าตอบแทนที่เป็นธรรม โดยพิจารณาจากการจ้างงานเดิม ความรู้ความสามารถของพนักงานทุกคนในทุกระดับ โดยไม่แบ่งแยกเพศ อายุ ความทุพพลภาพทางร่างกาย เชื้อชาติ ศาสนา สัญชาติ ประเทศต้นกำเนิด ภูมิหลังทางวัฒนธรรม - ในปี 2022 BJC เปิดรับผู้พิการจำนวน 257 คนเข้าสู่บริษัท ซึ่งคิดเป็น 1.3% ของพนักงานประจำ - ในปี 2022 ชั่วโมงการฝึกอบรมเฉลี่ยอยู่ที่ 123 ชั่วโมง/พนักงาน โดยมีค่าใช้จ่ายเฉลี่ยที่ 1,041 บาท - ในปี 2022 BJC ไม่มีเหตุการณ์ของการไม่ปฏิบัติตามข้อกำหนดเกี่ยวกับผลกระทบด้านสุขภาพและความปลอดภัยของผลิตภัณฑ์ - มีผลิตภัณฑ์ออร์แกนิก 845 SKUs ในปี 2022 และ 5% ของ SKU ทั้งหมดที่มีฉลากสุขภาพ
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- คณะกรรมการบริษัท (BOD) ประกอบด้วยกรรมการ 16 คน โดย 6 คนเป็นกรรมการอิสระ 3 คนเป็นผู้หญิง - คณะกรรมการบริหารความเสี่ยงดูแลความเสี่ยงทั่วทั้งองค์กร รวมถึงความเสี่ยงดั้งเดิม ความเสี่ยงที่เกิดขึ้นใหม่ และความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับ ESG - BJC ได้จัดตั้งโปรแกรมการแจ้งเบาะแสทั่วทั้งองค์กร ท่ามกลางช่องทางการรายงานอื่นๆ ที่หลากหลาย สายด่วนการรายงานอิสระทุกวันตลอด 24 ชั่วโมง ซึ่งมีให้บริการในภาษาท้องถิ่น

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	138,465	150,338	160,915	169,572	178,100
Cost of sales	112,448	122,707	130,450	137,416	144,310
Gross profit	26,017	27,631	30,465	32,156	33,790
% gross margin	18.8%	18.4%	18.9%	19.0%	19.0%
Selling & administration expenses	27,675	29,891	32,634	34,240	35,832
Operating profit	9,870	10,933	11,671	11,862	12,564
% operating margin	7.1%	7.3%	7.3%	7.0%	7.1%
Depreciation & amortization	9,074	9,009	10,413	11,096	11,691
EBITDA	18,944	19,942	22,083	22,957	24,256
% EBITDA margin	13.7%	13.3%	13.7%	13.5%	13.6%
Non-operating income	11,552	13,222	13,883	13,997	14,665
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(5,120)	(4,752)	(5,070)	(4,581)	(4,764)
Pre-tax profit	4,774	6,210	6,644	7,332	7,859
Income tax	507	435	864	953	1,022
After-tax profit	4,267	5,775	5,780	6,379	6,838
% net margin	3.1%	3.8%	3.6%	3.8%	3.8%
Shares in affiliates' Earnings	(187)	(15)	(14)	(12)	(11)
Minority interests	(652)	(790)	(600)	(550)	(500)
Extraordinary items	157	41	0	0	0
NET PROFIT	3,585	5,010	5,167	5,817	6,327
Normalized profit	3,428	4,969	5,167	5,817	6,327
EPS (Bt)	0.9	1.3	1.3	1.5	1.6
Normalized EPS (Bt)	0.9	1.2	1.3	1.5	1.6

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
ASSETS:					
Current assets:	43,987	48,126	48,680	52,195	54,799
Cash & cash equivalent	4,403	4,162	4,578	5,730	6,000
Account receivables	17,465	18,574	19,839	20,906	21,958
Inventories	21,166	24,388	23,231	24,471	25,699
Others	953	1,002	1,032	1,088	1,142
Investments & loans	2,827	2,968	2,968	2,968	2,968
Net fixed assets	62,204	61,010	60,195	57,700	53,611
Other assets	220,860	223,942	237,791	236,845	235,515
Total assets	329,879	336,045	349,634	349,708	346,893
LIABILITIES:					
Current liabilities:	56,323	62,468	67,678	68,702	69,258
Account payables	30,522	33,506	35,382	37,272	39,142
Bank overdraft & ST loans	8,436	2,038	15,840	15,432	14,721
Current LT debt	15,461	25,065	14,256	13,889	13,249
Others current liabilities	1,904	1,860	2,200	2,109	2,147
Total LT debt	128,556	122,268	128,301	125,001	119,237
Others LT liabilities	23,696	27,159	26,862	26,689	26,505
Total liabilities	208,575	211,896	222,840	220,392	215,000
Minority interest	5,429	5,857	6,457	7,007	7,507
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	4,008	4,008	3,991	3,991	3,991
Share premium	85,926	85,926	85,926	85,926	85,926
Warrants	250	193	193	193	193
Surplus	(81)	(77)	(77)	(77)	(77)
Retained earnings	25,772	28,241	30,302	32,275	34,351
Shareholders' equity	115,875	118,291	120,336	122,309	124,385
Liabilities & equity	329,879	336,045	349,634	349,708	346,893

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Earnings before tax	4,774	6,210	6,644	7,332	7,859
Tax paid	(536)	(475)	(791)	(949)	(985)
Depreciation & amortization	9,074	9,009	10,413	11,096	11,691
Chg In working capital	(1,183)	(1,346)	1,768	(418)	(409)
Chg In other CA & CL / minorities	(1,981)	(1,698)	(376)	(672)	(595)
Cash flow from operations	10,148	11,700	17,657	16,389	17,562
Capex	(5,867)	(7,676)	(8,500)	(7,500)	(6,500)
Right of use	1,345	(2,726)	(136)	(7)	(7)
ST loans & investments	15	(38)	38	0	0
LT loans & investments	(42)	(140)	0	0	0
Adj for asset revaluation	(25)	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(178)	4,274	(14,546)	188	580
Cash flow from investments	(4,752)	(6,306)	(23,144)	(7,318)	(5,926)
Debt financing	(1,660)	(3,041)	9,025	(4,074)	(7,115)
Capital increase	0	0	(16)	0	0
Dividends paid	(3,006)	(2,645)	(3,106)	(3,844)	(4,250)
Warrants & other surplus	644	51	0	0	0
Cash flow from financing	(4,022)	(5,635)	5,903	(7,918)	(11,365)
Free cash flow	4,281	4,023	9,157	8,889	11,062

VALUATION

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Normalized PE (x)	40.5	27.9	26.8	23.8	21.9
Normalized PE - at target price (x)	34.9	24.1	23.2	20.6	18.9
PE (x)	38.7	27.7	26.8	23.8	21.9
PE - at target price (x)	33.4	23.9	23.2	20.6	18.9
EV/EBITDA (x)	15.1	14.2	13.2	12.5	11.5
EV/EBITDA - at target price (x)	14.1	13.3	12.4	11.7	10.8
P/BV (x)	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1
P/BV - at target price (x)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
P/CFO (x)	13.7	11.9	7.9	8.5	7.9
Price/sales (x)	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
Dividend yield (%)	1.9	1.9	2.6	2.9	3.2
FCF Yield (%)	3.1	2.9	6.6	6.4	8.0
(Bt)					
Normalized EPS	0.9	1.2	1.3	1.5	1.6
EPS	0.9	1.3	1.3	1.5	1.6
DPS	0.7	0.7	0.9	1.0	1.1
BV/share	29.0	29.6	30.1	30.6	31.2
CFO/share	2.5	2.9	4.4	4.1	4.4
FCF/share	1.1	1.0	2.3	2.2	2.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Growth Rate					
Sales (%)	(4.3)	8.6	7.0	5.4	5.0
Net profit (%)	(10.4)	39.8	3.1	12.6	8.8
EPS (%)	(10.4)	39.8	3.1	12.6	8.8
Normalized profit (%)	(12.4)	45.0	4.0	12.6	8.8
Normalized EPS (%)	(12.4)	45.0	4.0	12.6	8.8
Dividend payout ratio (%)	73.5	51.8	70.0	70.0	70.0
Operating performance					
Gross margin (%)	18.8	18.4	18.9	19.0	19.0
Operating margin (%)	7.1	7.3	7.3	7.0	7.1
EBITDA margin (%)	13.7	13.3	13.7	13.5	13.6
Net margin (%)	3.1	3.8	3.6	3.8	3.8
D/E (incl. minor) (x)	1.3	1.2	1.2	1.2	1.1
Net D/E (incl. minor) (x)	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1
Interest coverage - EBIT (x)	1.9	2.3	2.3	2.6	2.6
Interest coverage - EBITDA (x)	3.7	4.2	4.4	5.0	5.1
ROA - using norm profit (%)	1.0	1.5	1.5	1.7	1.8
ROE - using norm profit (%)	3.0	4.2	4.3	4.8	5.1
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	3.7	4.9	4.8	5.3	5.5
- asset turnover (x)	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
- operating margin (%)	7.1	7.3	7.3	7.0	7.1
- leverage (x)	2.8	2.8	2.9	2.9	2.8
- interest burden (%)	48.3	56.6	56.7	61.5	62.3
- tax burden (%)	89.4	93.0	87.0	87.0	87.0
WACC (%)	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5
ROIC (%)	3.3	3.9	3.9	3.8	4.0
NOPAT (Bt m)	8,823	10,167	10,153	10,320	10,931
invested capital (Bt m)	263,925	263,501	274,154	270,901	265,592

Sources: Company data, Thanachart estimates

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 38.00

Upside: 33.3%

(From: Bt 36.00)

20 JULY 2023

Small Cap Research

COM7 Pcl. (COM7 TB)

สวนทางอุตสาหกรรม

เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” COM7 โดยคาดว่าตลาดจะกังวลน้อยลง บริษัทฯ มีความสามารถสวนทางความต้องการของอุตสาหกรรมที่ลดลง โดยน่าจะ มีผลการดำเนินงานที่ดีอีกใน 2Q23F อีกทั้ง PE ยังดูไม่แพงที่ 19.9/15.5 เท่า PE ในปี 2023-24F สำหรับบริษัทที่มีการเติบโตที่ดี และ ROE ที่ 40%



PATTADOL BUNNAK

662 – 483 8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

2Q23F แข็งแกร่ง แม้อุตสาหกรรมอ่อนแอ

เราคาดว่า COM7 จะประกาศกำไร 2Q23F ที่ 770 ลบ. เพิ่มขึ้น 27% y-y แต่ลดลง 12% q-q จากผลของฤดูกาล ซึ่งสวนทางกับความต้องการที่ลดลงของอุตสาหกรรมราว 10% y-y นอกจากนี้ COM7 ยังเติบโต 15% y-y ใน 1Q23 เทียบกับความต้องการที่ลดลงของอุตสาหกรรมที่ใกล้เคียงกัน ซึ่งหมายความว่า COM7 ได้รับส่วนแบ่งตลาดเพิ่มต่อเนื่อง ในฐานะผู้ค้าปลีกโทรศัพท์มือถือและไอทีรายใหญ่ที่สุด COM7 มีพื้นที่มากขึ้นในการทำโปรโมชันและบริษัทฯ ยังคงขยายสาขาเพิ่มเติม ความจริงที่ว่า COM7 มีสัดส่วนผลิตภัณฑ์ของแบรนด์ Apple สูงขึ้น (ราว 50% ของยอดขาย) และพื้นที่ที่ติดตั้งอุปกรณ์เสริมไอที (18% ของยอดขาย) ซึ่งยังช่วยให้มีการดำเนินงานดีกว่าอุตสาหกรรมอีกด้วย ยอดขายผลิตภัณฑ์ Apple และอุปกรณ์เสริมไอทีของ COM7 เพิ่มขึ้น 25% y-y ใน 1H23 เทียบกับความต้องการของอุตสาหกรรมที่ลดลง 10% y-y เราคาดว่ากำไรเติบโตของยอดขายมาจากการเติบโตสาขาเดิมของ COM7 10% ในปีนี้ และ 5% มาจากการขยายสาขา 132 สาขา

มีสัดส่วนผลิตภัณฑ์ที่ดี

COM7 ให้ความสำคัญกับผลิตภัณฑ์ Apple, แกดเจ็ต และอุปกรณ์เสริมไอทีในช่วงห้าปีที่ผ่านมา เช่น ฟิล์มกันรอยและเคสโทรศัพท์ (ทุกยี่ห้อ) เราประเมินว่าสัดส่วนยอดขายผลิตภัณฑ์เหล่านี้จะเพิ่มขึ้นเป็น 70% ในปี 2022 จากน้อยกว่า 50% ของยอดขายทั้งหมดในปี 2018 เราคาดว่าสัดส่วนยอดขายจะเพิ่มขึ้นเป็น 75% ในปี 2025F แกดเจ็ตและอุปกรณ์เสริมไอทีเป็นผลิตภัณฑ์ที่มีอัตรากำไรขั้นต้นสูง คือสูงกว่า 20% อีกทั้งยังเป็นผลิตภัณฑ์ที่เติบโตอย่างรวดเร็วตามเมกะเทรนด์ของ IoT

ปัจจัยหนุนขึ้นถัดไป

กำไรของ COM7 เติบโต 38% ต่อปี ในปี 2018-22 หนุนโดยการขยายสาขาในโมเดิร์นเทรด และ operating leverage จากประโยชน์จากขนาดสำหรับการเติบโตขึ้นต่อไป เราคาดว่ากำไรจะเติบโต 20% ต่อปี ในปี 2023-25F โดยมีปัจจัยหนุนดังนี้ 1) ยังมีช่องว่างในการขยายสาขาอีกมาก ซึ่งประมาณครึ่งหนึ่งจะเป็นรูปแบบสแตนด์โลน ซึ่งไม่ได้เกิดขึ้นในช่วงต้นของการเติบโต COM7 เชื่อว่าจะสามารถเปิดร้านได้ 120 แห่งต่อปี ในปี 2023-25F เทียบกับ 100 แห่งต่อปี ในปี 2018-22 2) บริษัทฯ มีแผนเพิ่มจำนวนร้านค้าแบรนด์ในโมเดิร์นเทรด 3) บริษัทฯ ตั้งเป้าเพิ่มพื้นที่และขยายแกดเจ็ตและอุปกรณ์เสริมไอทีเพิ่มขึ้น 4) เราคาดว่าอุตสาหกรรมโทรศัพท์เคลื่อนที่และไอทีจะฟื้นตัว 7/5% ในปี 2024-25F เทียบกับลดลง 14/10% ในปี 2022-23F และ 5) มีผลของ operating leverage ต่อเนื่อง

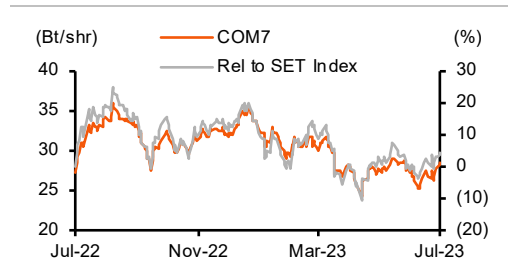
มูลค่าไม่แพง

เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” COM7 ด้วยมีมูลค่าที่ไม่แพง มีแนวโน้มการเติบโตที่ดี และ ROE ที่สูง เราเชื่อว่าราคาหุ้นของ COM7 ถูก de-rate มากพอที่จะสะท้อนวงจรการเติบโตที่ชะลอตัวลงที่ 20% ต่อปี ในปี 2023-25F แล้ว ปัจจุบัน PE ลดลงเหลือ 19.9/15.5 เท่า ในปี 2023-24F จากค่าเฉลี่ย 23 เท่า ในปี 2018-22 ROE นั้นสูงมากถึง 43% ในปี 2023F และยังคงมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น เราปรับราคาเป้าหมายขึ้น 6% เป็น 38 บาท เนื่องจากปรับมาใช้ฐาน 2024F

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	62,733	71,958	82,537	93,094
Net profit	3,038	3,438	4,417	5,221
Consensus NP	—	3,491	4,074	4,612
Diff frm cons (%)	—	(1.5)	8.4	13.2
Norm profit	3,040	3,438	4,417	5,221
Prev. Norm profit	—	3,438	4,417	5,221
Chg frm prev (%)	—	0.0	0.0	0.0
Norm EPS (Bt)	1.3	1.4	1.8	2.2
Norm EPS grw (%)	13.9	13.1	28.5	18.2
Norm PE (x)	22.5	19.9	15.5	13.1
EV/EBITDA (x)	15.6	13.9	11.0	9.5
P/BV (x)	9.6	7.9	6.4	5.5
Div yield (%)	2.6	3.0	3.8	6.6
ROE (%)	48.9	43.4	45.4	45.1
Net D/E (%)	55.6	43.1	33.4	31.8

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 19-Jul-23 (Bt)	28.50
Market Cap (US\$ m)	2,007.4
Listed Shares (m shares)	2,400.0
Free Float (%)	47.4
Avg Daily Turnover (US\$ m)	10.5
12M Price H/L (Bt)	36.00/24.30
Sector	Commerce
Major Shareholder	Khun Sura Kanittavikul 25.05%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P28

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2024F

(Bt m)	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	Terminal Value
EBITDA	6,111	7,198	8,132	9,220	10,253	11,381	12,514	13,101	13,614	14,146	14,696	-
Free cash flow	2,858	3,653	4,352	5,898	6,718	7,528	8,453	9,209	9,639	10,023	10,423	140,094
PV of free cash flow	2,858	3,063	3,342	4,147	4,325	4,438	4,563	4,552	4,362	4,154	3,805	51,142
Risk-free rate (%)	3.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.0											
WACC (%)	9.6											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	94,750											
Net debt (2023F)	3,633											
Minority interest	124											
Equity value	90,993											
# of shares	2,400											
Target price/share (Bt)	38											

Sources: Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท คอมเซเว่น จำกัด (มหาชน) ดำเนินธุรกิจร้านค้าปลีก ซึ่งนำเข้า คำปลีก และจัดจำหน่าย คอมพิวเตอร์และสินค้าเกี่ยวกับไอที ในประเทศไทย บริษัทฯ จำหน่ายผลิตภัณฑ์ เช่น สมาร์ทโฟน แท็บเล็ต, โน้ตบุ๊ก, และชุดคอมพิวเตอร์ นอกจากนี้ COM7 ยังจำหน่ายอุปกรณ์คอมพิวเตอร์ เช่น CPU ฮาร์ดไดรฟ์ และเครือข่ายและอุปกรณ์เสริม อีกด้วย

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

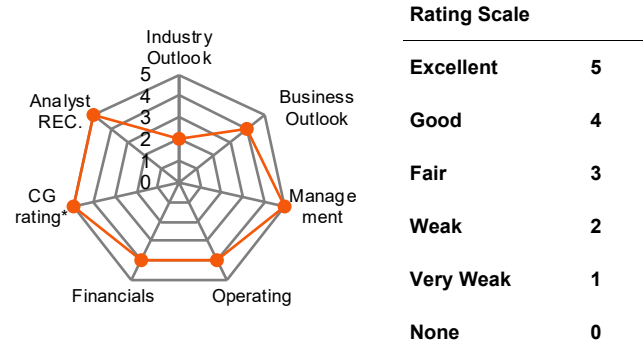
S — Strength

- มีช่องทางการจัดจำหน่ายที่แข็งแกร่งทั่วประเทศ
- มีสินค้า และแบรนด์ที่หลากหลาย
- กระจายความเสี่ยงทางธุรกิจไปยังธุรกิจที่ให้อัตรากำไรสูงขึ้น
- มี leverage effect จากการใช้ประโยชน์จากสินทรัพย์ได้ดีขึ้น
- เป็นผู้จัดจำหน่าย Apple รายใหญ่ที่สุดในประเทศไทย

O — Opportunity

- การย้ายจาก 4G ไปยัง 5G
- เศรษฐกิจที่ดีขึ้น
- การใช้ความเร็วและแบนด์วิธที่เพิ่มขึ้น
- การพัฒนาเทคโนโลยีใหม่

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG Rating

W — Weakness

- ธุรกิจค้าปลีกให้อัตรากำไรต่ำ
- ความเสี่ยงจากความล้าสมัยของสต็อกสินค้า

T — Threat

- การแข่งขันที่รุนแรงในตลาดมือถือและสินค้าเกี่ยวกับ IT
- การเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วของเทคโนโลยี
- การแข่งขันที่สูงขึ้นจากผู้เล่นรายใหม่

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	37.81	38.00	1%
Net profit 23F (Bt m)	3,491	3,438	-2%
Net profit 24F (Bt m)	4,074	4,417	8%
Consensus REC	BUY: 12	HOLD: 1	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ราคาเป้าหมายของเราใกล้เคียงกับของตลาด เนื่องจากเรามีมุมมองต่อแนวโน้มของ COM7 คล้ายตลาด

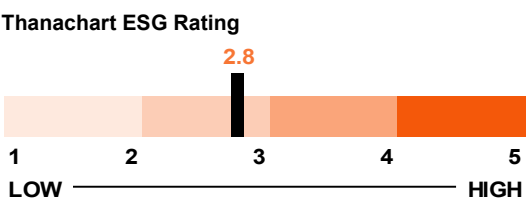
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การแข่งขันที่รุนแรงขึ้นในธุรกิจค้าปลีกที่มีอยู่ จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- เศรษฐกิจที่แย่กว่าคาด และความต้องการสินค้าเกี่ยวกับ IT ที่ลดลงจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

COM7 เป็นผู้ค้าปลีกสินค้าไอทีสำหรับผู้บริโภครายใหญ่ที่สุดในประเทศไทย ด้วยธรรมชาติของธุรกิจ COM7 จึงไม่ก่อให้เกิดก๊าซเรือนกระจกหรือของเสียมากนัก อย่างไรก็ตาม เราให้คะแนน ESG สำหรับ COM7 อยู่ในระดับปานกลางที่ 2.8 ซึ่งสะท้อนถึงภารกิจที่น้อย แต่ยังคงมีเป้าหมายที่ชัดเจนในเรื่อง ESG



	SETTHSI Index	THSI Index	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	Arabesque S-Ray (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
COM7	YES	YES	-	-	48.65	52.84	21.00	-	5.0

Sources: SETTRADE, SETTHSI Index, Thailand Sustainability Investment (THSI), The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, Arabesque S-Ray®, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "term of use" in the following back page.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- COM7 เป็นผู้ค้าปลีกผลิตภัณฑ์ไอทีที่ใหญ่ที่สุดในไทย ธรรมชาติของธุรกิจไม่ได้ก่อให้เกิดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GSG) หรือของเสียจากกระบวนการผลิตมากนัก COM7 ได้ระบุแผนปรับปรุงด้านสภาพแวดล้อมที่สำคัญ แต่ยังไม่ได้กำหนดเป้าหมายภาพรวมสำหรับปัญหาสิ่งแวดล้อมโดยรวม - บริษัทฯ หันไปให้ความสำคัญกับการใช้ผลิตภัณฑ์พลังงานแสงอาทิตย์เพื่อเพิ่มการใช้ไฟฟ้าพลังงานทดแทน อาคารสำนักงานของ COM7 ยังทำตามแบบอาคารสีเขียวอีกด้วย - COM7 ได้ดำเนินการรณรงค์ให้พนักงานใช้น้ำอย่างประหยัด และระดับการใช้น้ำเริ่มลดลง - COM7 ใช้ถุงกระดาษสำหรับลูกค้ามากขึ้น
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- COM7 มีกำลังแรงงานที่สมดุล โดยประมาณ 50% เป็นเพศหญิง และที่เหลือเป็นเพศชาย - COM7 มีโครงการฝึกอบรมพนักงานที่ดี อัตราส่วนการลาออกของพนักงานของบริษัทฯ ลดลงเช่นกันในช่วงหลายปีที่ผ่านมา - COM7 ส่งเสริมการพัฒนาขวัญกำลังใจของพนักงาน โดยการให้รางวัลแก่พนักงานที่ถูกระบุว่าทำได้ดี - COM7 ได้จัดสรรผลิตภัณฑ์ไอที เช่น คอมพิวเตอร์และแท็บเล็ต เพื่อการศึกษาแก่ผู้ที่ต้องการ เช่น นักเรียนในพื้นที่ด้อยพัฒนา
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- COM7 มีคณะกรรมการ (BOD) 7 คน ซึ่งเราพิจารณาว่าเหมาะสมกับขนาดของบริษัทฯ และขอบเขตของธุรกิจจากสมาชิก 7 คน เป็นกรรมการอิสระ 2 คน นอกจากนี้ยังมีกรรมการเป็นผู้หญิง 2 คน เท่านั้น - แม้ว่าจะจัดจำหน่ายเฉพาะผลิตภัณฑ์ไอที แต่ผลิตภัณฑ์ของ COM7 มีความหลากหลายอย่างมากในแง่ของฟังก์ชัน เช่น คอมพิวเตอร์ แท็บเล็ต สมาร์ทโฟน และอุปกรณ์เสริมไลฟ์สไตล์ (lifestyle gadgets) อื่นๆ - COM7 กำลังกระจายธุรกิจไปสู่ธุรกิจอื่น เครื่องใช้ในบ้าน การจัดหาเงินทุนสำหรับรถจักรยานยนต์ และธุรกิจบริหารจัดการหนี้ - บริษัทฯ ยังไม่ได้เปิดเผยแผนการสืบทอดตำแหน่ง

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	51,126	62,733	71,958	82,537	93,094
Cost of sales	44,281	54,298	62,160	71,263	80,395
Gross profit	6,846	8,435	9,797	11,274	12,698
% gross margin	13.4%	13.4%	13.6%	13.7%	13.6%
Selling & administration expenses	3,696	4,600	5,312	5,567	5,987
Operating profit	3,150	3,835	4,485	5,707	6,712
% operating margin	6.2%	6.1%	6.2%	6.9%	7.2%
Depreciation & amortization	787	796	718	819	926
EBITDA	3,938	4,631	5,204	6,526	7,637
% EBITDA margin	7.7%	7.4%	7.2%	7.9%	8.2%
Non-operating income	24	58	10	10	10
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(48)	(103)	(150)	(141)	(135)
Pre-tax profit	3,126	3,790	4,345	5,576	6,587
Income tax	555	769	891	1,143	1,350
After-tax profit	2,572	3,021	3,454	4,433	5,236
% net margin	5.0%	4.8%	4.8%	5.4%	5.6%
Shares in affiliates' Earnings	96	45	10	10	10
Minority interests	2	(26)	(26)	(26)	(26)
Extraordinary items	(40)	(2)	0	0	0
NET PROFIT	2,630	3,038	3,438	4,417	5,221
Normalized profit	2,670	3,040	3,438	4,417	5,221
EPS (Bt)	1.1	1.3	1.4	1.8	2.2
Normalized EPS (Bt)	1.1	1.3	1.4	1.8	2.2

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
ASSETS:					
Current assets:	11,886	13,362	13,856	15,522	17,142
Cash & cash equivalent	1,851	1,636	1,015	1,015	1,015
Account receivables	2,786	3,716	4,262	4,889	5,514
Inventories	6,208	7,333	8,395	9,429	10,417
Others	1,042	678	184	190	196
Investments & loans	774	1,517	2,260	3,004	3,747
Net fixed assets	615	873	1,115	1,332	1,517
Other assets	2,691	3,410	3,482	3,582	3,657
Total assets	15,966	19,162	20,714	23,440	26,063
LIABILITIES:					
Current liabilities:	9,751	11,169	11,251	11,860	12,745
Account payables	5,106	4,909	5,620	6,541	7,379
Bank overdraft & ST loans	3,801	5,204	4,411	4,269	4,602
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	844	1,056	1,219	1,049	764
Total LT debt	677	462	391	379	408
Others LT liabilities	237	280	274	315	355
Total liabilities	10,665	11,911	11,916	12,553	13,508
Minority interest	16	97	124	124	150
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	300	600	600	600	600
Share premium	899	899	899	899	899
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(14)	621	621	621	621
Retained earnings	4,100	5,034	6,554	8,644	10,285
Shareholders' equity	5,285	7,154	8,674	10,764	12,405
Liabilities & equity	15,966	19,162	20,714	23,440	26,063

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Earnings before tax	3,126	3,790	4,345	5,576	6,587
Tax paid	(433)	(491)	(929)	(996)	(1,303)
Depreciation & amortization	787	796	718	819	926
Chg In working capital	(1,823)	(2,251)	(897)	(740)	(775)
Chg In other CA & CL / minorities	7	111	206	(338)	(327)
Cash flow from operations	1,665	1,954	3,443	4,321	5,107
Capex	(292)	(479)	(550)	(600)	(650)
Right of use	(514)	(322)	(100)	(100)	(100)
ST loans & investments	(725)	270	499	0	0
LT loans & investments	(99)	(743)	(743)	(743)	(743)
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(619)	(911)	(387)	(395)	(395)
Cash flow from investments	(2,248)	(2,186)	(1,282)	(1,839)	(1,889)
Debt financing	2,510	1,185	(863)	(155)	362
Capital increase	0	300	0	0	0
Dividends paid	(1,199)	(1,200)	(1,919)	(2,327)	(3,580)
Warrants & other surplus	1	(268)	0	0	0
Cash flow from financing	1,312	17	(2,781)	(2,482)	(3,218)
Free cash flow	1,373	1,474	2,893	3,721	4,457

VALUATION

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Normalized PE (x)	25.6	22.5	19.9	15.5	13.1
Normalized PE - at target price (x)	34.2	30.0	26.5	20.6	17.5
PE (x)	26.0	22.5	19.9	15.5	13.1
PE - at target price (x)	34.7	30.0	26.5	20.6	17.5
EV/EBITDA (x)	18.0	15.6	13.9	11.0	9.5
EV/EBITDA - at target price (x)	23.8	20.6	18.3	14.5	12.5
P/BV (x)	12.9	9.6	7.9	6.4	5.5
P/BV - at target price (x)	17.3	12.7	10.5	8.5	7.4
P/CFO (x)	41.1	35.0	19.9	15.8	13.4
Price/sales (x)	1.3	1.1	1.0	0.8	0.7
Dividend yield (%)	1.8	2.6	3.0	3.8	6.6
FCF Yield (%)	2.0	2.2	4.2	5.4	6.5
(Bt)					
Normalized EPS	1.1	1.3	1.4	1.8	2.2
EPS	1.1	1.3	1.4	1.8	2.2
DPS	0.5	0.8	0.8	1.1	1.9
BV/share	2.2	3.0	3.6	4.5	5.2
CFO/share	0.7	0.8	1.4	1.8	2.1
FCF/share	0.6	0.6	1.2	1.6	1.9

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Growth Rate					
Sales (%)	37.0	22.7	14.7	14.7	12.8
Net profit (%)	76.5	15.5	13.2	28.5	18.2
EPS (%)	76.5	15.5	13.2	28.5	18.2
Normalized profit (%)	84.2	13.9	13.1	28.5	18.2
Normalized EPS (%)	84.2	13.9	13.1	28.5	18.2
Dividend payout ratio (%)	45.6	59.3	59.3	59.3	87.0
Operating performance					
Gross margin (%)	13.4	13.4	13.6	13.7	13.6
Operating margin (%)	6.2	6.1	6.2	6.9	7.2
EBITDA margin (%)	7.7	7.4	7.2	7.9	8.2
Net margin (%)	5.0	4.8	4.8	5.4	5.6
D/E (incl. minor) (x)	0.8	0.8	0.5	0.4	0.4
Net D/E (incl. minor) (x)	0.5	0.6	0.4	0.3	0.3
Interest coverage - EBIT (x)	65.8	37.2	29.8	40.4	49.7
Interest coverage - EBITDA (x)	82.2	45.0	34.6	46.2	56.5
ROA - using norm profit (%)	21.2	17.3	17.2	20.0	21.1
ROE - using norm profit (%)	58.4	48.9	43.4	45.4	45.1
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	56.3	48.6	43.6	45.6	45.2
- asset turnover (x)	4.1	3.6	3.6	3.7	3.8
- operating margin (%)	6.2	6.2	6.2	6.9	7.2
- leverage (x)	2.8	2.8	2.5	2.3	2.1
- interest burden (%)	98.5	97.4	96.7	97.5	98.0
- tax burden (%)	82.3	79.7	79.5	79.5	79.5
WACC (%)	8.8	8.8	8.8	8.8	9.2
ROIC (%)	54.9	38.6	31.9	36.4	37.1
NOPAT (Bt m)	2,591	3,057	3,566	4,537	5,336
invested capital (Bt m)	7,913	11,184	12,462	14,397	16,400

Sources: Company data, Thanachart estimates

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 73.00

(From: Bt 75.00)

20 JULY 2023

Upside : 16.3%

CP ALL Public Co Ltd (CPALL TB)

แข็งแกร่งขึ้น

เราคาดว่าตำแหน่งทางการตลาดของ CPALL จะแข็งแกร่งขึ้นหลังโควิด ด้วยมีส่วนแบ่งตลาดใน CVS ที่สูงขึ้น และการขยายฐานยอดขายผ่านการถือหุ้น 59.92% ใน CPAXT เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” CPALL และเป็น Top Sector Pick ในฐานะเป็นหุ้นใหญ่ที่มี EPS เติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ 30%



PHANNARAI TIYAPITTAYARUT

662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

7-Eleven ฟิ้นตัวดี

ด้วยการปรับเปลี่ยนผลิตภัณฑ์อย่างรวดเร็วท่ามกลางการระบาดของโควิด (การขาย SKU ของผลิตภัณฑ์ ด้วยสโลแกน “ซูเปอร์มาร์เก็ตใกล้บ้าน”) และบริการ 7Delivery (ปัจจุบันคิดเป็น 10% ของยอดขาย) เราคาดว่ายอดขายสาขาเดิมของ 7-Eleven จะกลับมาที่ช่วงก่อนโควิดใน 2Q23F แม้จะมีสัดส่วนยอดขายในพื้นที่ท่องเที่ยวราว 10-15% (หลายสาขาอยู่ในพื้นที่ท่องเที่ยว และ 14% ของสาขาดังอยู่ในปมน้ำมัน) ใน 1Q23 ยอดขายเฉลี่ยต่อวันอยู่ที่ 78,735 บาท/สาขา ฟิ้นตัวดีเป็น 95% ของปี 2019 โดยได้แรงหนุนจากยอดขาย/ใบเสร็จที่เพิ่มขึ้น 20% เป็น 84 บาท ด้วยการท่องเที่ยวที่ฟื้นตัวเต็มที่ในปีหน้า เราคาดว่ากำไรโตของยอดขายสาขาเดิมจะแข็งแกร่งต่อเนื่องที่ 6/7% ใน 2H23F และปี 2024F

แข็งแกร่งขึ้นหลังโควิด

จากพฤติกรรมผู้บริโภคที่เปลี่ยนไปซื้อของใกล้บ้าน ทำให้ 7-Eleven ได้ส่วนแบ่งตลาดจากกลุ่มค้าปลีกอื่นๆ นอกจากนี้ การแข่งขันของ CVS ยังรุนแรงน้อยลง เนื่องจาก Family Mart ปิดสาขาจาก 968 สาขา ในปี 2019 เป็น 409 สาขา ใน 1Q23 และ Go Fresh ของ Lotus เริ่มปิดสาขาที่ขาดทุน ขณะที่สาขา Mini Big C เพิ่มช้ากว่าที่วางแผนไว้มาก และปิดสาขาที่มีอยู่บางส่วน สาขา 7-Eleven ไม่เคยชะลอการเปิดสาขา ด้วยการเปิดเฉลี่ยสุทธิ 702 สาขาต่อปี ในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา เป็น 14,047 สาขา ณ 1Q23 สำหรับอัตรากำไรขั้นต้นของผลิตภัณฑ์รวมในสาขา ติดตัวขึ้นตั้งแต่ 4Q22 เมื่อราคาสินค้าส่วนใหญ่ปรับขึ้นตามอัตราเงินเฟ้อ และกลับสู่ระดับปี 2019 ที่ 26.6% แม้ว่าจะเพิ่มอาหารสดและสินค้าไฮไฟท์ที่มีอัตรากำไรต่ำในร้านค้า

EPS เติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ 30%

เราคาดว่า CPALL จะได้ประโยชน์จากการฟื้นตัวของทั้งสามธุรกิจ ได้แก่ CVS, Makro cash & carry และค้าปลีก Lotus's CPALL ถือหุ้น 59.92% ใน CPAXT สำหรับสัดส่วนกำไรในปี 2022 มาจาก 7-Eleven 65% และ CPAXT 35% และเราคาดว่าอัตราส่วนดังกล่าวจะใกล้เคียงกันภายในปี 2025F เนื่องจากธุรกิจทั้งสองมีการเติบโตที่ใกล้เคียงกัน เนื่องจาก Lotus กลับมามีกำไรในปีที่แล้ว ดอกเบี้ยจ่ายที่ลดลงจากปีหน้าซึ่งเป็นผลมาจากการปรับโครงสร้างหนี้ของ Lotus เสร็จสิ้น และความแข็งแกร่งของธุรกิจค้าส่ง เราจึงประมาณการกำไรสุทธิของ CPAXT ที่ 1.64 หมื่นลบ. ในปี 2025F จาก 7.7 พันลบ. ในปีที่แล้ว นอกจากนี้ เรายังคาดว่ากำไรสุทธิเฉลี่ย 3 ปีของ 7-Eleven จะเติบโต 27% เป็น 1.78 หมื่นลบ. ในปี 2025F จาก 8.7 พันลบ. ในปี 2022

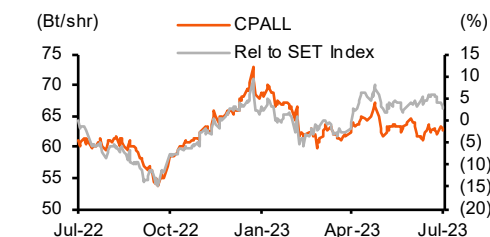
ยังคงเป็น Top Sector Pick ของเรา

เราปรับลดกำไรปี 2023-25F ลง 13-19% เพื่อสะท้อนต้นทุนค่าไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้นก่อนหน้านี้ และรวมการขึ้นค่าแรงในปี 2024-25F ด้วยการปรับมาใช้ปีฐานปี 2024F ทำให้ราคาเป้าหมายของเราลดลง 3% เป็น 73 บาท/หุ้น เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” CPALL และเป็นหุ้น Top Pick ในกลุ่มหุ้นขนาดใหญ่ที่เข้าสู่การเติบโตที่แข็งแกร่งของกำไรรอบใหม่

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	852,322	938,997	1,037,727	1,122,770
Net profit	13,272	17,569	23,137	27,596
Consensus NP	—	17,297	21,282	24,871
Diff frm cons (%)	—	1.6	8.7	11.0
Norm profit	13,281	17,569	23,137	27,596
Prev. Norm profit	—	20,082	27,642	33,991
Chg frm prev (%)	—	(12.5)	(16.3)	(18.8)
Norm EPS (Bt)	1.4	1.9	2.5	3.0
Norm EPS grw (%)	59.4	35.3	36.2	19.7
Norm PE (x)	45.9	33.9	24.9	20.8
EV/EBITDA (x)	12.3	12.9	11.2	9.9
P/BV (x)	5.6	5.1	4.6	4.1
Div yield (%)	1.2	1.5	2.0	2.4
ROE (%)	13.0	16.7	19.8	21.1
Net D/E (%)	96.4	95.2	90.9	83.0

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 19-Jul-23 (Bt)	62.75
Market Cap (US\$ m)	16,543.1
Listed Shares (m shares)	8,983.1
Free Float (%)	59.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	49.0
12M Price H/L (Bt)	73.00/53.75
Sector	Commerce
Major Shareholder	C.P. Merchandising 31.82%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P35

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



Ex 1: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2024F

(Bt m)		2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	Terminal Value
EBITDA		62,446	71,606	82,201	93,989	104,927	114,907	126,557	138,937	150,720	156,616	158,293	
Free cash flow		22,133	28,786	42,065	54,972	63,342	73,875	83,618	93,944	103,517	103,565	115,552	1,737,041
PV of free cash flow		22,133	24,744	33,523	40,617	42,463	45,719	47,773	49,548	50,392	46,542	45,741	687,602
Risk-free rate (%)		2.5											
Market risk premium (%)		8.0											
Beta		1.0											
WACC (%)		7.9											
Terminal growth (%)		2.0											
Enterprise value - add investments		1,136,797											
Net debt (end-2023F)		288,352											
Minority interest		192,662											
Equity value		655,783											
# of shares (m)		8,983											
Equity value/share (Bt)		73.00											

Sources: Company data, Thanachart estimates

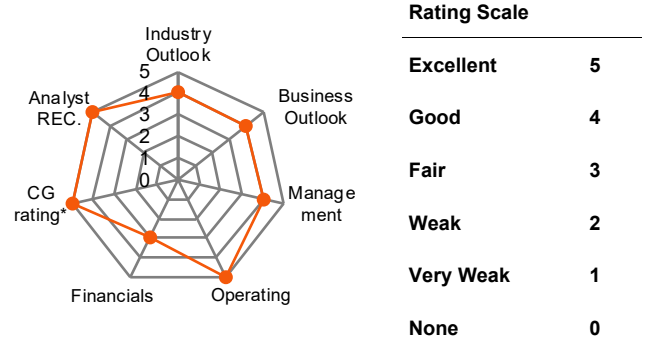
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน) (CPALL) เป็นบริษัทของคนไทยที่ดำเนินธุรกิจร้านสะดวกซื้อ ภายใต้เครื่องหมายการค้า 7 - Eleven และถือหุ้น 59.92% ในบริษัท ซีพี แอ็กซ์ตรา จำกัด (มหาชน) (CPAXT) ซึ่งมี Lotus ประเทศไทย และมาเลเซียเป็นบริษัทย่อย บริษัทฯ ยังประกอบธุรกิจที่เกี่ยวข้อง เช่น ธุรกิจตัวแทนรับชำระเงินค่าสินค้าและบริการ ภายใต้การดำเนินงานของบริษัทย่อย - บริษัท เคา์เตอร์เซอร์วิส จำกัด, ธุรกิจผลิตและจำหน่ายอาหารพร้อมทานและเบเกอรี่ ภายใต้การดำเนินงานของบริษัท ซี.พี. แคปซิกและการตลาด จำกัด

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- เป็นผู้นำธุรกิจร้านสะดวกซื้อในประเทศไทย มีลักษณะผูกขาดโดยธรรมชาติ ด้วยมีส่วนแบ่งตลาดมากกว่า 64%
- ดำเนินงานบริหารร้าน 7-Eleven ในประเทศไทย ซึ่งเป็นธุรกิจที่มั่นคงและสร้างเงินสดได้จำนวนมาก
- ทำแฟรนไชส์ประสบความสำเร็จ

O — Opportunity

- ธุรกิจร้านสะดวกซื้อของไทยยังไม่ถึงจุดอิ่มตัว และการแข่งขันไม่รุนแรง
- มีโอกาสในการขยายสาขามากขึ้นในต่างจังหวัด เนื่องจากยังคงมีการรุกรูไปยังตลาดต่างจังหวัดไม่มาก
- การขยายตัวไปยัง CLMV

W — Weakness

- การขยายสาขาที่เร็วเกินไปอาจนำไปสู่ภาวะการณ์ขาดแคลนพนักงาน
- ขาดทุนในปีแรกๆ จากการขยายไปยังต่างประเทศของ CPAXT ไปยังกัมพูชา อินเดีย พม่า และจีน
- หนี้ที่เพิ่มขึ้นจากการลงทุนในโลตัสผ่าน CPAXT

T — Threat

- ความเสี่ยงภัยธรรมชาติ
- ความเสี่ยงในเรื่องการโจรกรรม

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	73.63	73.00	-1%
Net profit 23F (Bt m)	17,297	17,569	2%
Net profit 24F (Bt m)	21,282	23,137	9%
Consensus REC	BUY: 27	HOLD: 3	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรของเราในปี 2023-24F สูงกว่าตลาด 2-9% เนื่องจากเราให้สมมติฐานการขยายสาขา และอัตรากำไรขั้นต้นที่สูงขึ้น
- ราคาเป้าหมายของเราของเราใกล้เคียงกับตลาด

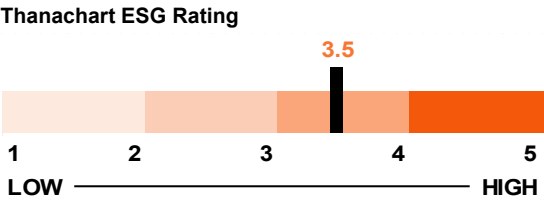
Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- เศรษฐกิจที่อ่อนแอกว่าคาดจะส่งผลกระทบต่อผลประกอบการของร้าน 7-Eleven/คัส/คัสปัส เนื่องจากมีความเชื่อมโยงกับการบริโภคในประเทศสูง และเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- หากคู่แข่งอื่น เช่น Family Mart, Tops และ mini BIGC ขยายตัวเร็วกว่าคาด และประสบความสำเร็จมากกว่าคาด จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- หากบริษัทย่อย CPAXT ไม่ประสบความสำเร็จในต่างประเทศ และมีผลขาดทุนมากกว่าที่เราคาด

Source: Thanachart

CPALL มีสาขามากกว่า 13,000 สาขาในประเทศไทย และถือหุ้น 59.92% ใน CPAXT ซึ่งเป็นผู้ประกอบการร้านค้า cash & carry ในประเทศไทย 153 แห่ง โลตัส 2,589 แห่ง ในประเทศไทย และโลตัส 65 แห่ง ในมาเลเซีย เราให้คะแนน ESG สำหรับ CPALL ค่อนข้างสูงที่ 3.5 เนื่องจากลักษณะธุรกิจของบริษัทไม่ได้ปล่อยก๊าซเรือนกระจกมากนัก แต่บริษัทฯ ยังคงให้ความสำคัญกับประเด็น ESG ด้วยมีเป้าหมาย ESG ในหลายพื้นที่



	SETTHSI Index	THSI Index	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	Arabesque S-Ray (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
CPALL	YES	YES	YES	A	47.73	61.41	87.00	34.0	5.0

Sources: SETTRADE, SETTHSI Index, Thailand Sustainability Investment (THSI), The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, Arabesque S-Ray®, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "term of use" in the following back page.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- เป้าหมายด้านสิ่งแวดล้อมที่สำคัญของ CPALL ในปี 2030 คือความเป็นกลางทางคาร์บอน ลดการใช้พลังงานทั้งหมดลง 25% เมื่อเทียบกับระดับธุรกิจปกติ และของเสียเป็นศูนย์ นอกจากนี้ยังตั้งเป้าให้ผลิตภัณฑ์เข้าสู่แบบ รักษ์ทั้งหมดใช้บรรจุภัณฑ์พลาสติกที่นำกลับมาใช้ใหม่ รีไซเคิล หรือย่อยสลายได้ ภายในปี 2025 สำหรับการดำเนินงานในไทย และภายในปี 2023 สำหรับการดำเนินงานในต่างประเทศ โดยตั้งเป้าปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2050 ในปี 2022 บริษัทฯ ได้ลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก 0.12 ล้านตันเทียบเท่า CO2 - กลยุทธ์ "7 Go Green" ซึ่งเริ่มต้นในปี 2011 ได้แก่ โมเดลร้านสะดวกซื้อประหยัดพลังงาน "GREENstores" "GREENLogistics" ซึ่งรวมความเป็นผู้นำในการออกแบบพลังงานและสิ่งแวดล้อม (LEED ซึ่งเป็นหนึ่งในมาตรฐานที่เป็นที่ยอมรับในระดับสากลมากที่สุด) สำหรับศูนย์จัดจำหน่าย "GREENPackaging" ด้วยแนวคิด 3R (Reduce-Reuse-Recycle) และ "GREENLiving" ที่ใส่ใจผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมต่อชุมชน - ในปี 2022 บริษัทฯ ลดถุงพลาสติกแบบใช้ครั้งเดียวทิ้งได้ 24,696 ตัน
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- CPALL ได้รับรางวัล "องค์กรต้นแบบด้านสิทธิมนุษยชนประจำปี 2021" ในภาคธุรกิจขนาดใหญ่ (บริษัท ซีพีแรม จำกัด) - ได้รับรางวัล "องค์กรสนับสนุนคนพิการดีเด่น" ติดต่อกัน 5 ปี และรางวัล "สถานประกอบการกิจการดีเด่นด้านแรงงานสัมพันธ์และสวัสดิการแรงงาน" ต่อเนื่อง 15 ปี - ผ่านการรับรอง ISO 45001 ระยะที่ 1 100% พร้อมการรับรองศูนย์กระจายสินค้าปี 2018 - CPALL สนับสนุนสุขภาพและความเป็นอยู่ที่ดี บริษัทฯ ตั้งเป้าขายผลิตภัณฑ์และบริการด้านสุขภาพและโภชนาการที่ 25% ภายในปี 2030 - ในปี 2022 บริษัทฯ ได้เปิดโอกาสทำงานแก่ผู้ประกอบการ SMEs 34,043 ราย และเกษตรกร 8,306 ราย
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- คณะกรรมการบริษัท ประกอบด้วยกรรมการ 16 คน โดย 6 คนเป็นกรรมการอิสระ วาระของกรรมการเฉลี่ย 15.61 ปี - บริษัทฯ ได้จัดสรรอำนาจระหว่างประธานและประธานคณะกรรมการบริหารในลักษณะที่แตกต่างออกไป - CPALL ดำเนินการฝึกอบรมและประเมินธรรมาภิบาลและการต่อต้านการทุจริตแก่ผู้บริหาร พนักงาน และซัพพลายเออร์ระดับ 1 - บริษัทฯ ได้จัดตั้งคณะกรรมการบริหารความเสี่ยงขึ้นเพื่อทำหน้าที่รายงานผลการปฏิบัติงานด้านความเสี่ยงและนำเสนอต่อคณะกรรมการตรวจสอบปีละ 2 ครั้ง

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	585,743	852,322	938,997	1,037,727	1,122,770
Cost of sales	444,838	651,100	715,938	788,799	852,234
Gross profit	140,905	201,222	223,060	248,928	270,536
% gross margin	24.1%	23.6%	23.8%	24.0%	24.1%
Selling & administration expenses	116,867	165,414	182,714	201,128	216,219
Operating profit	24,038	35,808	40,346	47,800	54,317
% operating margin	4.1%	4.2%	4.3%	4.6%	4.8%
Depreciation & amortization	22,847	32,681	25,939	28,344	30,806
EBITDA	46,885	68,489	66,285	76,144	85,123
% EBITDA margin	8.0%	8.0%	7.1%	7.3%	7.6%
Non-operating income	129	284	157	130	130
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(12,643)	(16,832)	(17,085)	(15,793)	(15,479)
Pre-tax profit	11,524	19,260	23,418	32,138	38,969
Income tax	1,693	3,861	4,215	5,785	7,014
After-tax profit	9,831	15,399	19,203	26,353	31,954
% net margin	1.7%	1.8%	2.0%	2.5%	2.8%
Shares in affiliates' Earnings	(226)	831	1,451	917	962
Minority interests	(898)	(2,949)	(3,085)	(4,133)	(5,321)
Extraordinary items	4,279	(9)	0	0	0
NET PROFIT	12,985	13,272	17,569	23,137	27,596
Normalized profit	8,706	13,281	17,569	23,137	27,596
EPS (Bt)	1.3	1.4	1.9	2.5	3.0
Normalized EPS (Bt)	0.9	1.4	1.9	2.5	3.0

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
ASSETS:					
Current assets:	165,773	148,955	129,983	138,145	145,231
Cash & cash equivalent	97,134	71,891	50,466	50,466	50,466
Account receivables	3,341	3,620	3,859	4,265	4,614
Inventories	50,535	58,183	58,844	64,833	70,047
Others	14,764	15,261	16,813	18,581	20,104
Investments & loans	14,836	15,955	15,955	15,955	15,955
Net fixed assets	211,533	213,410	232,370	250,706	266,959
Other assets	539,750	545,741	528,908	519,760	510,423
Total assets	931,893	924,061	907,216	924,566	938,568
LIABILITIES:					
Current liabilities:	215,072	207,443	217,662	222,476	231,147
Account payables	106,863	115,963	123,573	133,988	142,428
Bank overdraft & ST loans	42,691	16,810	10,165	10,242	9,989
Current LT debt	19,366	25,948	32,865	33,115	32,298
Others current liabilities	46,152	48,722	51,059	45,131	46,432
Total LT debt	311,679	309,061	295,789	298,038	290,681
Others LT liabilities	112,334	117,257	90,846	84,039	76,493
Total liabilities	639,085	633,760	604,296	604,553	598,321
Minority interest	188,673	189,577	192,662	196,795	202,116
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	8,983	8,983	8,983	8,983	8,983
Share premium	1,684	1,684	1,684	1,684	1,684
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	20,224	9,739	9,739	9,739	9,739
Retained earnings	73,242	80,318	89,851	102,812	117,724
Shareholders' equity	104,134	100,724	110,258	123,218	138,131
Liabilities & equity	931,893	924,061	907,216	924,566	938,568

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Earnings before tax	11,524	19,260	23,418	32,138	38,969
Tax paid	(1,565)	(3,987)	(3,687)	(5,826)	(6,754)
Depreciation & amortization	22,847	32,681	25,939	28,344	30,806
Chg In working capital	13,609	1,172	6,710	4,021	2,877
Chg In other CA & CL / minorities	180,408	1,492	1,708	(7,227)	164
Cash flow from operations	226,823	50,617	54,088	51,450	66,062
Capex	(103,721)	(21,521)	(34,130)	(35,730)	(35,920)
Right of use	(34,828)	(18,016)	(1,802)	(1,802)	(1,802)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	70,751	(1,120)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(228,666)	3,405	(18,545)	(6,318)	(7,230)
Cash flow from investments	(296,465)	(37,251)	(54,477)	(43,850)	(44,951)
Debt financing	131,760	(21,927)	(13,000)	2,577	(8,427)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(8,085)	(5,390)	(8,035)	(10,177)	(12,683)
Warrants & other surplus	2,475	(11,292)	0	0	0
Cash flow from financing	126,150	(38,609)	(21,035)	(7,600)	(21,110)
Free cash flow	123,102	29,096	19,958	15,720	30,142

VALUATION

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Normalized PE (x)	73.2	45.9	33.9	24.9	20.8
Normalized PE - at target price (x)	85.1	53.4	39.5	29.0	24.2
PE (x)	47.0	45.9	33.9	24.9	20.8
PE - at target price (x)	54.7	53.4	39.5	29.0	24.2
EV/EBITDA (x)	17.9	12.3	12.9	11.2	9.9
EV/EBITDA - at target price (x)	19.9	13.7	14.2	12.4	11.0
P/BV (x)	5.4	5.6	5.1	4.6	4.1
P/BV - at target price (x)	6.3	6.5	5.9	5.3	4.7
P/CFO (x)	2.5	11.1	10.4	11.0	8.5
Price/sales (x)	1.0	0.7	0.6	0.5	0.5
Dividend yield (%)	1.0	1.2	1.5	2.0	2.4
FCF Yield (%)	21.8	5.2	3.5	2.8	5.3
(Bt)					
Normalized EPS	0.9	1.4	1.9	2.5	3.0
EPS	1.3	1.4	1.9	2.5	3.0
DPS	0.6	0.8	0.9	1.3	1.5
BV/share	11.6	11.2	12.3	13.7	15.4
CFO/share	25.2	5.6	6.0	5.7	7.4
FCF/share	13.7	3.2	2.2	1.7	3.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Growth Rate					
Sales (%)	7.2	45.5	10.2	10.5	8.2
Net profit (%)	(19.4)	2.2	32.4	31.7	19.3
EPS (%)	(25.6)	2.4	35.4	36.2	19.7
Normalized profit (%)	(45.2)	52.5	32.3	31.7	19.3
Normalized EPS (%)	(51.5)	59.4	35.3	36.2	19.7
Dividend payout ratio (%)	45.0	54.9	50.0	50.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	24.1	23.6	23.8	24.0	24.1
Operating margin (%)	4.1	4.2	4.3	4.6	4.8
EBITDA margin (%)	8.0	8.0	7.1	7.3	7.6
Net margin (%)	1.7	1.8	2.0	2.5	2.8
D/E (incl. minor) (x)	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0
Net D/E (incl. minor) (x)	0.9	1.0	1.0	0.9	0.8
Interest coverage - EBIT (x)	1.9	2.1	2.4	3.0	3.5
Interest coverage - EBITDA (x)	3.7	4.1	3.9	4.8	5.5
ROA - using norm profit (%)	1.2	1.4	1.9	2.5	3.0
ROE - using norm profit (%)	8.7	13.0	16.7	19.8	21.1
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	9.8	15.0	18.2	22.6	24.5
- asset turnover (x)	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2
- operating margin (%)	4.1	4.2	4.3	4.6	4.8
- leverage (x)	7.2	9.1	8.7	7.8	7.1
- interest burden (%)	47.7	53.4	57.8	67.1	71.6
- tax burden (%)	85.3	80.0	82.0	82.0	82.0
WACC (%)	7.9	7.9	7.9	7.9	7.9
ROIC (%)	6.9	7.5	8.7	9.8	10.8
NOPAT (Bt m)	20,506	28,630	33,084	39,196	44,540
invested capital (Bt m)	380,737	380,652	398,610	414,148	420,633

Sources: Company data, Thanachart estimates

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 45.00

(From: Bt 46.00)

20 JULY 2023

Upside : 28.6%

CP Aextra Pcl (CPAXT TB)

ปีแรกของการฟื้นตัว

ด้วยการปรับโครงสร้างหนี้ของ Lotus เสร็จสิ้นใน 2Q23 เราจึงคาดว่ากำไรจะฟื้นตัวแข็งแกร่งตั้งแต่ 3Q23F โดยได้แรงหนุนจากดอกเบี้ยจ่ายที่ลดลงและยอดขายธุรกิจ cash & carry ที่แข็งแกร่ง เมื่อรวมกับการฟื้นตัวของ Lotus จากฐานกำไรที่ต่ำมาก และธุรกิจค้าส่งที่ฟื้นตัว กำไรต่อหุ้นน่าจะเติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ 29% คงคำแนะนำ “ซื้อ”



PHANNARAI TIYAPITTAYARUT

662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

ปรับลดราคาเป้าหมาย คงคำแนะนำ “ซื้อ”

เราคาดว่า 2Q23F จะเป็นไตรมาสสุดท้ายที่อ่อนแอ ด้วยมีกำไรสุทธิ 1.45 พันลบ. ลดลง 8% y-y ปัจจัยกดดันสำคัญคือค่าธรรมเนียมพิเศษจากการชำระหนี้ก่อนกำหนด ดังนั้นคาดว่ากำไรปกติจะเติบโต 4% y-y เป็น 1.64 พันลบ. ด้วยผลกระทบด้านลบจาก food deflation และแรงกดดันต่อเนื่องต่ออัตรากำไรขั้นต้นของ Lotus เราจึงปรับลดกำไรปี 2023-25F ลง 4-10% ด้วยเราปรับมาใช้ฐาน 2024 ราคาเป้าหมายของเราจึงลดลง 2% เป็น 45 บาท (จากเดิมที่ 46 บาท) เราคาดว่าปีนี้จะยังเป็นปีแรกของการรอบการเติบโตที่แข็งแกร่ง และคาดว่า EPS จะเติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ 29% ในปี 2022-25F

ธุรกิจค้าส่งแข็งแกร่งอย่างมาก

ธุรกิจ Cash&Carry ทำยอดขายและกำไรสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในปีที่แล้ว และคิดเป็น 92% ของกำไรของ CPAXT ในปี 2022 และ 88% ใน 1Q23 แนวโน้มยังคงแข็งแกร่งต่อเนื่องด้วยมียอดขายสาขาเดิมเติบโต 10.9% ใน 1Q23 และ 5.5% ใน 2Q23F หรือสูงกว่ายอดขายสาขาเดิมในช่วงก่อนช่วงโควิด 16% และอัตรากำไรขั้นต้นขยายตัว 31bp y-y ใน 1H23 โดยได้แรงหนุนจากสัดส่วนอาหารสด (42% ของยอดขาย) และแฮสเบอร์นด์ (17.1%) ที่เพิ่มขึ้น ประกอบกับการท่องเที่ยวที่ฟื้นตัว ยอดขายสาขาเดิมที่เติบโต 5-6% การเปิดสาขาใหม่ และอัตรากำไรขั้นต้นที่เพิ่มขึ้น น่าจะช่วยผลักดันให้กำไรของธุรกิจค้าส่งเติบโตจาก 7.1 พันลบ. ในปีที่แล้ว เป็น 10.2 พันลบ. ในปี 2025F

Lotus's – เติบโตจากฐานที่ต่ำ

การเข้าซื้อกิจการ Lotus's ตั้งแต่ 4Q21 CPAXT ได้รับแรงกดดันจากภาระดอกเบี้ยที่สูง (90% เป็นของ Lotus's) และปัจจุบันการปรับโครงสร้างหนี้เพิ่งแล้วเสร็จ แม้การฟื้นตัวจะช้ากว่าที่คาดไว้ เนื่องจากการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมของ Lotus ยังคงต่ำกว่าปี 2019 อยู่ 10% และอัตรากำไรขั้นต้นที่ลดลงจากการแข่งขันในตลาดไฮเปอร์มาร์เก็ต แต่การฟื้นตัวของกำไรแข็งแกร่ง ด้วยกำไรสุทธิที่เพิ่มขึ้นจาก 623 ลบ. ในปีที่แล้ว เป็น 2.3 พันลบ. ในปีนี้ และ 6.2 พันลบ. ในปี 2025F นอกจากดอกเบี้ยจ่ายที่ลดลง และการเติบโตจากสาขาใหม่แล้ว Lotus's ยังได้ริเริ่มโครงการขยายห้างในปีที่แล้ว โดยมีแผนระยะ 5 ปี ในการเพิ่มพื้นที่เช่า (150,000-200,000 ตร.ม.) ใน 70-80 สาขาที่มีอยู่ ซึ่งน่าจะดึงดูดผู้มาใช้บริการให้เข้ามาที่ร้าน โอกาสที่อัตรากำไรขั้นต้นจะดีขึ้นนั้นมาจากข้อตกลงการค้าที่ดีขึ้นกับซัพพลายเออร์ (ปลดล็อกในเดือนธันวาคม 2020) การจัดสรรพื้นที่ขายอาหารสดมากขึ้น และการเติบโตของแฮสเบอร์นด์

การปรับโครงสร้างหนี้แล้วเสร็จในเดือนเมษายน

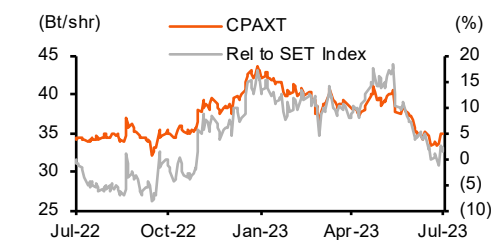
ด้วยการชำระหนี้คืนและการรีไฟแนนซ์หนี้อย่างต่อเนื่องผ่านการออกหุ้นกู้ อัตราดอกเบี้ยหน้าตัวคงที่ถูกลดลง ทำให้ IBD ของ CPAXT ลดลงจาก 1.36 แสนลบ. ในปี 2021 เป็น 9.5 หมื่นลบ. ใน 1Q23 ในเดือนเมษายนหนี้สกุล US\$ ทั้งหมดได้รับการชำระคืนแล้ว ปัจจุบันหนี้ทั้งหมดนั้น 80% เป็นหนี้สกุลบาท และ 20% เป็นริงกิตมาเลเซีย หนี้อัตราดอกเบี้ยลอยตัวลดลงจาก 94% ใน 1Q22 เป็น 18% ในเดือนเมษายนปีนี้ เราคาดว่าดอกเบี้ยจ่ายจะลดลง 26% y-y และ 19% h-h เป็น 2.98 พันลบ. ใน 2H23F ก่อนลดลง 18% เป็น 5.5 พันลบ. ในปี 2024F

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การบริการแก่ผู้ลงทุนเท่านั้นและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไม่เข้าข่าย ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	466,082	506,419	554,421	602,777
Net profit	7,697	10,311	13,277	16,383
Consensus NP	—	11,320	13,731	15,925
Diff frm cons (%)	—	(8.9)	(3.3)	2.9
Norm profit	7,697	10,311	13,277	16,383
Prev. Norm profit	—	10,695	14,071	18,110
Chg frm prev (%)	—	(3.6)	(5.6)	(9.5)
Norm EPS (Bt)	0.7	1.0	1.3	1.5
Norm EPS grw (%)	(35.6)	34.0	28.8	23.4
Norm PE (x)	48.1	35.9	27.9	22.6
EV/EBITDA (x)	14.3	13.6	11.8	10.2
P/BV (x)	1.3	1.2	1.2	1.2
Div yield (%)	1.5	2.1	2.7	3.3
ROE (%)	2.7	3.5	4.4	5.3
Net D/E (%)	24.6	23.8	22.6	19.7

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 19-Jul-23 (Bt)	35.00
Market Cap (US\$ m)	10,867.9
Listed Shares (m shares)	10,580.3
Free Float (%)	15.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	15.5
12M Price H/L (Bt)	43.50/32.00
Sector	Commerce
Major Shareholder	CP All 59.92%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P42

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

Ex 1: 12-month DCF-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2024F

(Bt m)		2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	Terminal Value
EBITDA		32,389	37,808	43,549	50,429	56,157	60,351	66,124	72,268	77,191	84,084	91,446	
Free cash flow		7,358	10,709	19,806	28,747	33,131	38,716	43,627	48,840	52,759	58,569	64,758	888,233
PV of free cash flow		7,358	9,102	15,520	20,767	21,575	23,140	23,933	24,591	24,376	24,837	24,005	329,253
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	0.9												
WACC (%)	8.5												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value -	548,455												
add investments													
Net debt (end-2023F)	71,735												
Minority interest	570												
Equity value	476,150												
# of shares (m)	10,580												
Equity value/share (Bt)	45.00												

Sources: Company data, Thanachart estimates

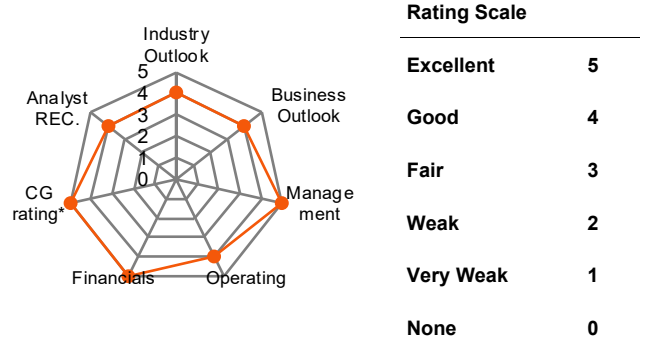
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ซีพี อัครเทรด จำกัด (มหาชน) (CPAXT) ดำเนินธุรกิจสาขาแม่โครดิสเคาน์เตอร์ โดยจำหน่ายอาหารและสินค้าอุปโภคบริโภคให้กับลูกค้า ซึ่งประกอบด้วยผู้ค้าส่ง ผู้ค้าปลีก ธุรกิจขนาดเล็ก ผู้จัดเลี้ยง และบุคคลทั่วไป ณ ปี 1Q23 MAKRO มี 153 สาขา (รวม แม่โคร ฟู้ดเซอร์วิส, ฟู้ดช็อป ร้านโพรเซนช็อป และ Fresh@Makro) ในประเทศไทย, 2 ค้าส่งที่กัมพูชา, eco-plus 4 สาขา ในอินเดีย, 2 สาขา ในจีน และ 1 สาขาในพม่า ใน 4Q21 โลตัสในไทย และมาเลเซียกลายเป็นบริษัทย่อยของ CPAXT (ถือหุ้น 100%)

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- เป็นผู้ประกอบการค้าส่งเงินสดสินค้าประเภทอาหาร และไม่ใช่อาหาร ให้แก่ลูกค้าที่เป็นสมาชิกเพียงผู้เดียวในประเทศไทย
- มีจุดแข็งซึ่งมีความแตกต่างด้านสินค้าอาหารและอาหารแช่แข็งเกรดสูงที่จับกลุ่มลูกค้าที่เป็นผู้ประกอบการ
- ส่วนแบ่งตลาดของชาที่สูงขึ้นมากภายหลังการเข้าซื้อกิจการของโลตัส

O — Opportunity

- มีโอกาสในการเปิดร้านแบบ HORECA ขนาดกลาง หรือเล็ก เพื่อจำหน่ายอาหารสด และแช่แข็งแก่โรงแรม ร้านอาหาร และจัดเลี้ยงมากขึ้น
- ยังมีโอกาสปรับสัดส่วนผลิตภัณฑ์ที่มีอัตรากำไรสูงมากขึ้นไปอีก เช่น อาหารสด และแฮสแบรนด์

W — Weakness

- ไม่เน้นลูกค้าปลีก และ end-users
- เป็นธุรกิจที่ต้องการความมีประสิทธิภาพในการบริหารจัดการสินค้าคงคลังอย่างมาก

T — Threat

- ความเสี่ยง และความท้าทายในตลาดต่างประเทศ

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	40.52	45.00	11%
Net profit 23F (Bt m)	11,320	10,311	-9%
Net profit 24F (Bt m)	13,731	13,277	-3%
Consensus REC	BUY: 12	HOLD: 6	SELL: 2

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- กำไรสุทธิของเราสำหรับปี 2023-24F ต่ำกว่าประมาณของตลาด 3-9% เนื่องจากเรารวม SG&A ที่สูงขึ้นในช่วงเปลี่ยนผ่านธุรกิจ อัตรากำไรขั้นต้นของ Lotus ที่ลดลง และผลกระทบ food deflation จากค้าส่ง
- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด 11% เนื่องจากคาดการณ์กำไรในระยะยาวของเราที่สูงกว่า

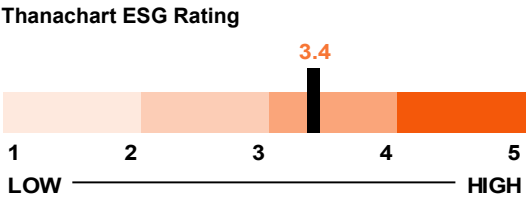
Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- มี downside risk ต่อประมาณการกำไรของเรา หากเศรษฐกิจอ่อนแอลง และการฟื้นตัวของทางท่องเที่ยวที่อ่อนแอ ซึ่งส่งผลกระทบต่อทางบริโภคโดยรวม
- downside risk อีกประการมาจากการผันผีกำลังจากการเข้าซื้อโลตัสที่อ่อนแอกว่าคาด

Source: Thanachart

CPAXT มีร้าน cash & carry ทั้งขนาดใหญ่และขนาดเล็ก 153 แห่ง ในไทย และ 10 สาขา ในกัมพูชา อินเดีย จีน และเมียนมาร์ นอกจากนี้ยังเป็นเจ้าของไฮเปอร์มาร์เก็ตและซูเปอร์มาร์เก็ตโลตัส 2,589 แห่ง ในไทย และ 65 แห่งในมาเลเซีย เราให้คะแนน ESG สำหรับ CPAXT ในระดับดีที่ 3.4 เนื่องจากแม้ว่าจะไม่ได้ปล่อยก๊าซเรือนกระจกมากนัก แต่ยังคงกำหนดเป้าหมายและมุ่งมั่นที่จะปรับปรุงปัญหา ESG



	SETTHSI Index	THSI Index	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	Arabesque S-Ray (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
CPAXT	-	-	-	-	52.68	72.87	63.00	-	5.0

Sources: SETTRADE, SETTHSI Index, Thailand Sustainability Investment (THSI), The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, Arabesque S-Ray®, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "term of use" in the following back page.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	▪ CPAXT ปล่อย scope 1 และ 2 ก๊าซเรือนกระจก (GHG) ที่ 0.7 ล้านตัน เทียบเท่า CO2 ในปี 2022 ▪ CPAXT ตั้งเป้าดำเนินธุรกิจให้มีความเป็นกลางทางคาร์บอนภายในปี 2030 ▪ CPAXT ตั้งเป้าลดความเข้มข้นของน้ำ 20% ต่อรายได้ภายในปี 2030 จากระดับปี 2020 โดยการป้องกันน้ำรั่ว การใช้อุปกรณ์ประหยัดน้ำ และการรีไซเคิลน้ำ ▪ CPAXT มุ่งมั่นที่จะทำให้ไม่มีขยะอาหารเหลือทิ้งภายในปี 2030 ▪ CPAXT มุ่งมั่นที่จะใช้บรรจุภัณฑ์ที่สามารถลด น้ำกลับมาใช้ใหม่ และรีไซเคิลได้
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	▪ CPAXT เคารพสิทธิมนุษยชน และแนวปฏิบัติด้านแรงงานในทุกประเทศที่ดำเนินงาน และยึดมั่นในปฏิญญาสากลว่าด้วยสิทธิมนุษยชน (UDHR), หลัก 10 ประการของข้อตกลงโลกแห่งสหประชาชาติ (UN Global Compact), หลักการชี้แนะของสหประชาชาติว่าด้วยธุรกิจกับสิทธิมนุษยชน (UNGPs) และปฏิญญาวาดด้วยหลักการและสิทธิขั้นพื้นฐานในการทำงาน และองค์การแรงงานระหว่างประเทศ (ILO) ▪ ในปี 2022 พนักงาน 2.5% ของทั้งหมด มีอายุ >50 ปี และมีพนักงานที่เป็นผู้พิการ 270 คน ชั่วโมงการฝึกอบรมพนักงานโดยเฉลี่ยเพิ่มขึ้นจาก 8.96 ชั่วโมง/คน/ปี ในปี 2018 เป็น 32 ชั่วโมง ในปี 2022 อัตราการเสียชีวิตของพนักงานอันเป็นผลจากการบาดเจ็บจากการทำงานอยู่ที่ 0 เปอร์เซนต์ ในปี 2018-22 โดยพนักงานทั้งหมดอยู่ภายใต้ระบบอาชีวอนามัย และระบบการจัดการความปลอดภัย ▪ CPAXT มุ่งมั่นที่จะรับรองความปลอดภัยด้านอาหารตลอด supply chain และแต่งตั้งคณะกรรมการด้านคุณภาพ และความปลอดภัยของอาหาร
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	▪ บริษัทฯ มีคณะกรรมการบริษัท 15 คน โดย 5 คน เป็นกรรมการอิสระ และ 3 คน เป็นหญิง อย่างไรก็ตาม ปรธานกรรมการบริษัทก็เป็นประธานคณะกรรมการบริหารด้วย ▪ CPAXT มุ่งมั่นที่จะดำเนินธุรกิจด้วยความซื่อสัตย์ โปร่งใส และเป็นธรรมต่อผู้ถือหุ้นทุกคน เพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัทฯ ในการรักษาการเติบโตอย่างมั่นคงและยั่งยืน พร้อมผลตอบแทนที่ดีแก่ผู้ถือหุ้นในระยะยาว ▪ ความพึงพอใจของลูกค้ามีความสำคัญเป็นอันดับแรก และคาดว่าจะสูงกว่ามาตรฐานอุตสาหกรรม เพื่อความยั่งยืนของธุรกิจและความพึงพอใจของลูกค้า CPAXT มุ่งมั่นที่จะค้นหาผลิตภัณฑ์ใหม่ ขยายผลิตภัณฑ์ เน้นคุณภาพ และความปลอดภัยของผลิตภัณฑ์ มาตรฐานความปลอดภัยของผลิตภัณฑ์อาหารมีความสำคัญสูงสุด

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	265,398	466,082	506,419	554,421	602,777
Cost of sales	229,384	389,588	423,662	462,520	501,564
Gross profit	36,014	76,494	82,757	91,900	101,214
% gross margin	13.6%	16.4%	16.3%	16.6%	16.8%
Selling & administration expenses	26,490	62,842	67,485	73,616	79,469
Operating profit	10,494	16,701	17,719	20,890	24,511
% operating margin	4.0%	3.6%	3.5%	3.8%	4.1%
Depreciation & amortization	4,842	14,117	14,728	16,332	18,016
EBITDA	15,336	30,819	32,446	37,222	42,527
% EBITDA margin	5.8%	6.6%	6.4%	6.7%	7.1%
Non-operating income	970	3,050	2,446	2,606	2,766
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(1,557)	(7,122)	(6,659)	(5,488)	(5,283)
Pre-tax profit	8,937	9,579	11,059	15,403	19,228
Income tax	2,128	2,729	2,212	3,081	3,846
After-tax profit	6,810	6,850	8,848	12,322	15,383
% net margin	2.6%	1.5%	1.7%	2.2%	2.6%
Shares in affiliates' Earnings	149	831	1,451	917	962
Minority interests	14	15	13	38	37
Extraordinary items	6,714	0	0	0	0
NET PROFIT	13,687	7,697	10,311	13,277	16,383
Normalized profit	6,972	7,697	10,311	13,277	16,383
EPS (Bt)	2.2	0.7	1.0	1.3	1.5
Normalized EPS (Bt)	1.1	0.7	1.0	1.3	1.5

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
ASSETS:					
Current assets:	110,000	87,355	70,040	71,108	78,719
Cash & cash equivalent	68,530	40,103	21,909	19,800	23,050
Account receivables	2,301	2,431	2,220	2,430	2,642
Inventories	31,967	37,820	38,304	40,550	43,973
Others	7,203	7,001	7,607	8,328	9,054
Investments & loans	14,310	14,961	14,961	14,961	14,961
Net fixed assets	118,444	118,115	128,583	139,565	149,069
Other assets	326,737	328,213	315,037	306,313	296,978
Total assets	569,490	548,643	528,620	531,946	539,727
LIABILITIES:					
Current liabilities:	118,395	90,763	111,828	116,440	124,316
Account payables	54,845	55,867	58,036	63,359	68,707
Bank overdraft & ST loans	29,198	1,637	18,729	17,767	16,902
Current LT debt	2,001	0	3,746	3,553	3,380
Others current liabilities	32,351	33,259	31,317	31,760	35,326
Total LT debt	105,120	110,025	71,169	67,515	64,229
Others LT liabilities	57,476	56,925	43,949	41,925	39,893
Total liabilities	280,992	257,713	226,947	225,880	228,438
Minority interest	501	583	570	532	494
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	5,290	5,290	5,290	5,290	5,290
Share premium	263,882	263,882	263,882	263,882	263,882
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(6,874)	(7,009)	0	0	0
Retained earnings	25,700	28,186	31,932	36,363	41,624
Shareholders' equity	287,997	290,348	301,104	305,535	310,795
Liabilities & equity	569,490	548,643	528,620	531,946	539,727

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Earnings before tax	8,937	9,579	11,059	15,403	19,228
Tax paid	(1,929)	(2,901)	(1,573)	(3,234)	(3,555)
Depreciation & amortization	4,842	14,117	14,728	16,332	18,016
Chg In working capital	10,195	(4,961)	1,896	2,867	1,713
Chg In other CA & CL / minorities	(69,401)	4,372	(1,735)	792	3,510
Cash flow from operations	(47,355)	20,206	24,375	32,159	38,913
Capex	(91,201)	(9,882)	(21,620)	(23,720)	(23,910)
Right of use	(28,147)	(4,243)	(212)	(212)	(212)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	71,243	(651)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(226,866)	(3,853)	(3,164)	3,318	3,905
Cash flow from investments	(274,971)	(18,629)	(24,996)	(20,614)	(20,217)
Debt financing	128,266	(24,658)	(18,018)	(4,809)	(4,324)
Capital increase	263,482	0	0	0	0
Dividends paid	(4,800)	(5,290)	(6,565)	(8,846)	(11,122)
Warrants & other surplus	(6,610)	(56)	7,009	0	0
Cash flow from financing	380,338	(30,004)	(17,573)	(13,654)	(15,446)
Free cash flow	(138,556)	10,324	2,755	8,439	15,003

VALUATION

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Normalized PE (x)	31.0	48.1	35.9	27.9	22.6
Normalized PE - at target price (x)	39.9	61.9	46.2	35.9	29.1
PE (x)	15.8	48.1	35.9	27.9	22.6
PE - at target price (x)	20.3	61.9	46.2	35.9	29.1
EV/EBITDA (x)	18.5	14.3	13.6	11.8	10.2
EV/EBITDA - at target price (x)	22.5	17.8	16.9	14.6	12.6
P/BV (x)	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2
P/BV - at target price (x)	1.7	1.6	1.6	1.6	1.5
P/CFO (x)	(4.6)	18.3	15.2	11.5	9.5
Price/sales (x)	1.4	0.8	0.7	0.7	0.6
Dividend yield (%)	2.1	1.5	2.1	2.7	3.3
FCF Yield (%)	(64.1)	2.8	0.7	2.3	4.1
(Bt)					
Normalized EPS	1.1	0.7	1.0	1.3	1.5
EPS	2.2	0.7	1.0	1.3	1.5
DPS	0.7	0.5	0.7	0.9	1.2
BV/share	27.2	27.4	28.5	28.9	29.4
CFO/share	(7.7)	1.9	2.3	3.0	3.7
FCF/share	(22.4)	1.0	0.3	0.8	1.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Growth Rate					
Sales (%)	21.6	75.6	8.7	9.5	8.7
Net profit (%)	108.6	(43.8)	34.0	28.8	23.4
EPS (%)	80.3	(67.2)	34.0	28.8	23.4
Normalized profit (%)	6.2	10.4	34.0	28.8	23.4
Normalized EPS (%)	(8.1)	(35.6)	34.0	28.8	23.4
Dividend payout ratio (%)	55.7	70.1	75.0	75.0	75.0
Operating performance					
Gross margin (%)	13.6	16.4	16.3	16.6	16.8
Operating margin (%)	4.0	3.6	3.5	3.8	4.1
EBITDA margin (%)	5.8	6.6	6.4	6.7	7.1
Net margin (%)	2.6	1.5	1.7	2.2	2.6
D/E (incl. minor) (x)	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
Net D/E (incl. minor) (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Interest coverage - EBIT (x)	6.7	2.3	2.7	3.8	4.6
Interest coverage - EBITDA (x)	9.9	4.3	4.9	6.8	8.0
ROA - using norm profit (%)	1.9	1.4	1.9	2.5	3.1
ROE - using norm profit (%)	4.5	2.7	3.5	4.4	5.3
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	4.4	2.4	3.0	4.1	5.0
- asset turnover (x)	0.7	0.8	0.9	1.0	1.1
- operating margin (%)	4.0	3.6	3.5	3.8	4.1
- leverage (x)	2.4	1.9	1.8	1.7	1.7
- interest burden (%)	85.2	57.4	62.4	73.7	78.4
- tax burden (%)	76.2	71.5	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5
ROIC (%)	40.4	3.4	3.9	4.5	5.2
NOPAT (Bt m)	7,996	11,944	14,175	16,712	19,609
invested capital (Bt m)	355,787	361,907	372,839	374,570	372,257

Sources: Company data, Thanachart estimates

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 80.00

(From: Bt 77.00)

20 JULY 2023

Upside : 21.7%

Central Pattana Pcl (CPN TB)

มุ่งสู่มิกซ์ยูส

หลังโควิด CPN เร่งเปิดศูนย์การค้าใหม่ ด้วยประกาศเปิดตัว 5 แห่งในปี 2023-25F นอกจากศูนย์การค้าใหม่แล้ว บริษัทฯ ยังเพิ่มการเปิดโรงแรมใหม่ใกล้กับศูนย์การค้าที่มีอยู่เพื่อสร้าง ecosystem ของศูนย์การค้า เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” ราคาเป้าหมายใหม่สูงขึ้นเป็น 80 บาท



PHANNARAI TIYAPITTAYARUT

662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

ปรับประมาณการกำไร คงคำแนะนำ “ซื้อ”

เราปรับลดประมาณการกำไรปกติลง 1-5% ต่อปี ในปี 2023-25F จากสมมติฐานการเติบโตของค่าเช่าสาขาเดิมที่ลดลงของเราที่ 12/6/4% ในปี 2023-25F จากเดิมที่ 19.1/6/4% เนื่องจากเราเห็นการปรับลดส่วนลดค่าเช่าที่ชะลอลงใน 2Q23F นอกจากนี้ เรายังปรับเพิ่มอัตราค่าเช่าขึ้นต้นเฉลี่ยในปี 2023-24F จากการฟื้นตัวของอัตราค่าเช่าที่แข็งแกร่งในช่วง YTD และรวมการเปิดสาขาใหม่อีกแห่งที่กระบี่ ซึ่งจะเปิดใน 4Q24F นอกเหนือจากหนึ่งสาขาที่ WestVille (4Q23F), 2 สาขาที่นครสวรรค์ (1Q24F) และที่นครปฐม (2Q24F) ในปีหน้า และ Dusit Central Park (2025F) ที่อยู่ในประมาณการของเราแล้ว และด้วยปรับมาใช้ปีฐาน 2024F ราคาเป้าหมายตาม SOTP ของเราจึงปรับขึ้น 4% เป็น 80 บาท คงคำแนะนำ “ซื้อ”

อัตราค่าเช่ากลับมาปกติ

ศูนย์การค้าของ CPN ฟื้นตัวอย่างรวดเร็ว และส่วนลดค่าเช่าลดลงอย่างรวดเร็วเป็นอัตราปกติที่ส่วนลด 4% ใน 1Q23 จากจำนวนผู้มาใช้บริการที่ฟื้นตัวเป็น 90% ในช่วงก่อนโควิด เนื่องจากใน 2Q23F จำนวนผู้มาใช้บริการ และส่วนลดดูเหมือนกับใน 1Q23 เราจึงใช้สมมติฐานที่ระมัดระวังมากขึ้น โดยคาดว่าส่วนลดค่าเช่าจะหมดไปในสิ้นปีนี้ จากเดิมที่คาดว่าค่าเช่าจะปรับสูงกว่าก่อนโควิด 5% ในสิ้นปีนี้

มีแผนเปิดโรงแรม 37 แห่ง ภายในปี 2026

เมื่อปีที่แล้ว CPN ได้ประกาศแผนการขยายธุรกิจไปสู่ธุรกิจโรงแรม ด้วยงบลงทุน 1 หมื่นลบ. สำหรับโรงแรม 37 แห่ง ใน 27 จังหวัด ภายในปี 2026 เพื่อหนุนโครงการมิกซ์ยูสของ CPN โรงแรมน่าจะอยู่ภายใต้สามแบรนด์: เซ็นทารา (ระดับหรู), เซ็นทาราวัน (ไลฟ์สไตล์ระดับกลาง) และ Go! Hotel (พรีเมียมราคาเยี่ยมเยา) ด้วยแผนนี้ พอร์ตโรงแรมของ CPN จะเพิ่มขึ้นเป็นกว่า 4,000 ห้อง CPN ได้เปิดตัวโรงแรม 3 แห่ง ได้แก่ เซ็นทาราโคราช เซ็นทารารอบลราชธานี และ GO! Hotel บ่อวิน และอีก 5 แห่ง จะเปิดตัวใน 2Q-4Q23F ได้แก่ GO! Hotel บ้านฉาง ศรีราชา และชลบุรี เซ็นทารายุทธยา และเซ็นทาราวัน ระยอง บริษัทฯ คาดว่ารายได้ของโรงแรมจะเติบโตเป็น 10% ของรายได้ทั้งหมดในปี 2026 จาก 3% ในปี 2019

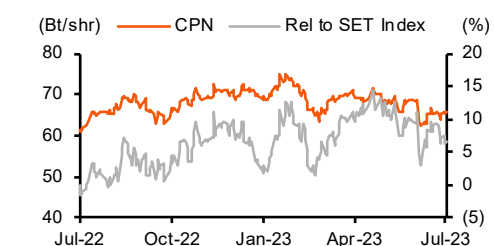
ผลของแผนการต่ออายุสิทธิประโยชน์ของ CPNREIT

ตามแผนการขยายสัญญาเช่าที่ศูนย์การค้าเซ็นทรัลปิ่นเกล้าและเซ็นทรัลพระราม 2 ของ CPNREIT CPN ยินดีที่จะเพิ่มสัดส่วนการถือหุ้นในกอง CPNREIT จาก 30.3% เป็น 40% การทำเช่นนี้จะทำให้แผนการระดมทุนของกอง CPNREIT ผ่านไปได้ ซึ่งจะช่วยให้มีการเพิ่มสิทธิประโยชน์เข้าสู่กองทรัสต์มากขึ้น และเป็นช่องทางทางการเงินของ CPN ต่อไป การเพิ่มสัดส่วนการถือหุ้นจะทำให้ CPN ต้องรวม CPNREIT ในงบการเงิน ซึ่งเร็วที่สุดอาจจะเริ่มตั้งแต่ 3Q23

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	36,343	38,413	41,816	43,889
Net profit	10,760	12,528	14,146	14,255
Consensus NP	—	12,651	14,218	14,399
Diff frm cons (%)	—	(1.0)	(0.5)	(1.0)
Norm profit	10,030	11,139	12,779	13,697
Prev. Norm profit	—	11,264	13,170	14,406
Chg frm prev (%)	—	(1.1)	(3.0)	(4.9)
Norm EPS (Bt)	2.2	2.5	2.8	3.1
Norm EPS grw (%)	196.8	11.1	14.7	7.2
Norm PE (x)	29.4	26.5	23.1	21.5
EV/EBITDA (x)	18.2	17.1	15.1	13.9
P/BV (x)	3.6	3.3	3.0	2.8
Div yield (%)	1.7	1.7	1.9	1.9
ROE (%)	13.0	13.1	13.7	13.4
Net D/E (%)	83.1	84.1	78.0	75.5

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 19-Jul-23 (Bt)	65.75
Market Cap (US\$ m)	8,660.2
Listed Shares (m shares)	4,488.0
Free Float (%)	68.3
Avg Daily Turnover (US\$ m)	14.9
12M Price H/L (Bt)	74.75/60.75
Sector	PROP
Major Shareholder	Central Holding Co., Ltd 26.21%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P49

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Our Sum-of-the-parts Valuation

SOTP valuation			(Bt m)
Risk-free rate (Rf) (%)	2.5	Total present value of FCF	414,939
Market risk premium (Rm-Rf) (%)	8.0	Less: net debt	81,752
Beta	0.90	Less: minority interest	8,237
Cost of equity (Ke) (%)	9.7	Equity value	324,950
After-tax cost of debt (Kd) (%)	1.8	No of shares (end-2023F) (m)	4,488
Debt to total assets (%)	35.0	Equity value/share (Bt/share)	72.40
WACC (%)	7.0	plus Value of CPNREIT (30.3%-owned) (Bt/CPN share)	3.55
		Value of CPNCG (25%-owned) (Bt/CPN share)	0.28
		Value of six land plots (Bt/CPN share)	3.76
CPN's SOTP-based target price (Bt/share)			80.00

Source: Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

CPN เป็นผู้ประกอบการให้บริการศูนย์การค้าที่ใหญ่ที่สุดในประเทศ มีประสบการณ์ในการดำเนินธุรกิจมากกว่า 30 ปี ณ ปัจจุบัน CPN บริหารศูนย์การค้าทั้งหมด 38 แห่ง อาคารสำนักงาน 7 แห่ง โรงแรม และโครงการที่อยู่อาศัย 5 แห่ง บริษัท เป็นผู้นำในตลาดการพัฒนาโครงการค้าปลีกที่มีส่วนแบ่งทางการตลาดมากที่สุดในตลาดค้าปลีกของกรุงเทพฯ นอกจากนี้ยังลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์/REIT ด้วยถือหุ้น 30.3% ใน CPNREIT และ 25.0% ใน CPNCG

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ผู้นำในตลาดและมีแผนการขยายแนวรุกมากที่สุด
- ตระกูลจิราวัฒน์ ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ มีธุรกิจในเครือค่อนข้างมาก โดยเฉพาะที่เกี่ยวข้องกับการค้าปลีก เพราะฉะนั้น อัตราการเข้าพื้นที่จึงมีความแน่นอนสูงในระดับหนึ่งก่อนการเปิดตัวโครงการ
- มีพื้นที่ซึ่งค่อนข้างโดดเด่นในกรุงเทพฯ และตามหัวเมืองต่างจังหวัด

O — Opportunity

- ขยายสู่ตลาดในต่างจังหวัด
- โอกาสในการขยายศูนย์การค้าไปยังตลาดต่างประเทศ โดยเฉพาะในกลุ่มประเทศอาเซียน

CONSENSUS COMPARISON

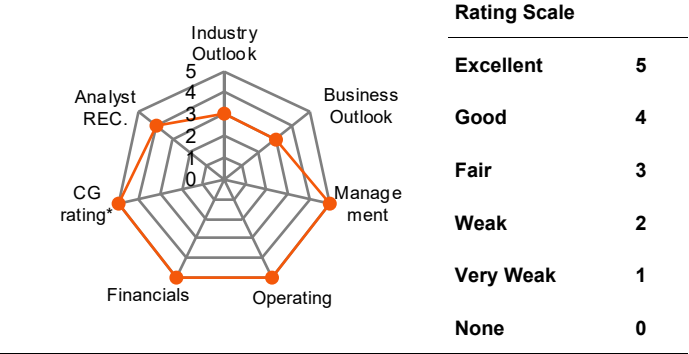
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	80.86	80.00	-1%
Net profit 23F (Bt m)	12,651	12,528	-1%
Net profit 24F (Bt m)	14,218	14,146	-1%
Consensus REC	BUY: 20	HOLD: 4	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรสุทธิของเราในปี 2023-24F สอดคล้องกับของตลาด
- ราคาเป้าหมายของเราจึงใกล้เคียงกับของตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- ลักษณะธุรกิจจำเป็นต้องมีการลงทุนขนาดใหญ่
- ระยะเวลาในการคืนทุนค่อนข้างยาว

T — Threat

- การแข่งขันทางอ้อมจากไฮเปอร์มาร์เก็ต โดยเฉพาะในพื้นที่ต่างจังหวัด
- ความเสี่ยงของพื้นที่เช่าไม่ได้รับการต่อสัญญา

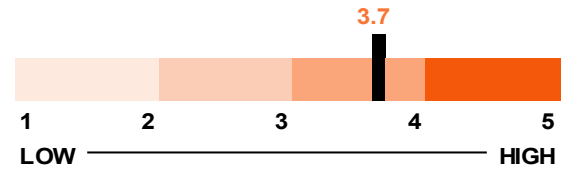
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- เศรษฐกิจที่ชะลอตัวลงจะส่งผลกระทบต่อความสามารถในการจับจ่ายของประชาชน และความสามารถของบริษัท ในการปรับขึ้นค่าเช่า อัตราการเช่า และการขยายสาขา ซึ่งเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา
- ความเสี่ยงที่ไม่คาดคิดอย่างเหตุการณ์การปิดศูนย์การค้าและเพลิงไหม้ที่ CentralWorld ในอดีต อาจส่งผลให้กำไรระส่ำระสาย และเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

CPN เป็นผู้พัฒนาศูนย์การค้ารายใหญ่ที่สุดของไทย บริหารจัดการศูนย์การค้า 36 แห่งในไทย และอีกหนึ่งแห่งในมาเลเซีย นอกจากนี้ยังมีอาคารสำนักงานให้เช่าและโรงแรม โดยลักษณะธุรกิจแล้วจะไม่ปล่อยก๊าซเรือนกระจกมากนัก CPN ปฏิบัติตามมาตรฐานสิ่งแวดล้อมสากลหลายฉบับ และให้ความสำคัญกับประเด็น ESG อย่างมากด้วยมีเป้าหมายและแผนงานเราให้คะแนน ESG ค่อนข้างสูงที่ 3.7

Thanachart ESG Rating



	SETTHSI Index	THSI Index	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	Arabesque S-Ray (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
CPN	YES	YES	YES	BBB	55.66	70.41	81.00	35.0	5.0

Sources: SETTRADE, SETTHSI Index, Thailand Sustainability Investment (THSI), The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, Arabesque S-Ray®, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)

Note: Please see third party on "term of use" in the following back page.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- ธุรกิจของ CPN ไม่ได้ก่อให้เกิดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) ในธรรมชาติมากนัก อย่างไรก็ตาม ยังคงตั้งเป้าหมายที่จะลด Scope 1 และ 2 ของระดับการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) ลง 20% จากระดับปี 2015 และกลายเป็นองค์กรที่ปล่อยก๊าซเรือนกระจกเป็นศูนย์ภายในปี 2050 - CPN ดำเนินการตามมาตรฐานสากลด้านการจัดการสิ่งแวดล้อม (ISO 14001), การจัดการก๊าซเรือนกระจก (ISO 14064-1), การจัดการพลังงาน (ISO 50001) และความเป็นผู้นำด้านการออกแบบที่อนุรักษ์พลังงานและสิ่งแวดล้อม (LEED) - ในปี 2022 บริษัทฯ ปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) scope 1 และ 2 จำนวน 0.24mt เทียบเท่า CO2 - CPN ตั้งเป้าหมายเพิ่มการใช้รีไซเคิลเป็น 20% ของการใช้น้ำทั้งหมด - CPN พัฒนาศูนย์การค้าให้เป็นศูนย์กลางการใช้ชีวิตมากกว่าเป็นเพียงแหล่งช้อปปิ้ง และสร้างความเป็นเลิศด้านการจัดการทรัพยากรและสิ่งแวดล้อม
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- CPN เชื่อว่าบริษัทฯ ให้การปฏิบัติต่อพนักงานอย่างยุติธรรมและเหมาะสมในเรื่องค่าตอบแทน การมอบหมายงาน การโยกย้ายงาน และการพัฒนาความสามารถ นอกจากนี้ยังรับรองความปลอดภัยในสถานที่ทำงานสำหรับพนักงานอีกด้วย - ในปี 2022 CPN ได้จัดทำแบบสำรวจความผูกพันในองค์กร 2 ครั้ง โดยมีคะแนนความผูกพัน 76% นอกจากนี้ยังดำเนินการตามแผน Employer of Choice ซึ่งรวมถึงโปรแกรม Build & Buy ซึ่งช่วยให้ 30% ของตำแหน่งงานที่เปิดรับมาจากการสรรหาบุคลากรภายใน - ในปี 2022 พนักงานของ CPN เป็นอาสาสมัครเข้าร่วมกิจกรรมอาสาของ CPN เป็นเวลา 26,426 ชั่วโมง - ในปี 2022 พนักงาน 4,704 คนได้รับการฝึกอบรมในหลักสูตรต่างๆ ในราคา 3,002 บาท/คน
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- คณะกรรมการบริษัท (BOD) ประกอบด้วยกรรมการ 14 คน โดย 4 คนเป็นกรรมการอิสระ กรรมการ 8 คน เป็นสมาชิกในครอบครัวจิราวัฒน์ - ประธานคณะกรรมการบริษัท และประธานและประธานเจ้าหน้าที่บริหารเป็นบุคคลสองคนที่แยกจากกันเพื่อแยกบทบาทและความสมดุลในการปฏิบัติงานอย่างชัดเจน - CPN ยึดหลักจรรยาบรรณในการดำเนินในทุกธุรกิจ เน้นการกำกับดูแลกิจการที่ดี และส่งเสริมความรับผิดชอบของบุคลากรในการสร้างความซื่อตรงและความน่าเชื่อถือให้กับตนเองและผู้อื่น - คณะกรรมการนโยบายความเสี่ยงจะทบทวนการบริหารความเสี่ยงโดยรวม รับทราบความเสี่ยงที่สำคัญ และติดตามการตอบสนองที่เหมาะสม และให้ความเห็นเกี่ยวกับการวิเคราะห์กลยุทธ์การบริหารความเสี่ยงประจำปีของ CPN

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	24,515	36,343	38,413	41,816	43,889
Cost of sales	14,784	18,033	18,058	18,823	19,337
Gross profit	9,731	18,310	20,355	22,993	24,552
% gross margin	39.7%	50.4%	53.0%	55.0%	55.9%
Selling & administration expenses	5,499	6,534	7,106	7,527	7,681
Operating profit	4,231	11,776	13,249	15,466	16,872
% operating margin	17.3%	32.4%	34.5%	37.0%	38.4%
Depreciation & amortization	8,124	8,550	8,848	9,624	10,502
EBITDA	12,356	20,326	22,097	25,090	27,373
% EBITDA margin	50.4%	55.9%	57.5%	60.0%	62.4%
Non-operating income	1,123	1,316	1,230	1,281	1,435
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(1,790)	(2,204)	(2,224)	(2,287)	(2,347)
Pre-tax profit	3,564	10,889	12,255	14,461	15,960
Income tax	807	2,304	2,696	3,181	3,511
After-tax profit	2,757	8,585	9,559	11,280	12,449
% net margin	11.2%	23.6%	24.9%	27.0%	28.4%
Shares in affiliates' Earnings	704	1,560	1,672	1,601	1,360
Minority interests	(81)	(114)	(91)	(101)	(111)
Extraordinary items	3,769	730	1,388	1,367	558
NET PROFIT	7,148	10,760	12,528	14,146	14,255
Normalized profit	3,379	10,030	11,139	12,779	13,697
EPS (Bt)	1.6	2.4	2.8	3.2	3.2
Normalized EPS (Bt)	0.8	2.2	2.5	2.8	3.1

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
ASSETS:					
Current assets:	22,948	25,242	26,462	29,141	31,215
Cash & cash equivalent	6,057	6,121	6,374	7,474	8,674
Account receivables	4,203	2,915	3,157	3,437	3,607
Inventories	0	0	0	0	0
Others	12,688	16,206	16,930	18,229	18,933
Investments & loans	41,038	41,306	41,306	41,306	41,306
Net fixed assets	169,848	172,707	186,659	201,235	219,733
Other assets	29,587	33,436	35,341	33,472	30,131
Total assets	263,421	272,692	289,768	305,154	322,386
LIABILITIES:					
Current liabilities:	43,492	42,032	42,282	43,250	45,830
Account payables	708	1,274	1,237	1,289	1,324
Bank overdraft & ST loans	17,959	13,310	13,219	13,535	14,304
Current LT debt	14,009	15,966	14,982	15,340	16,211
Others current liabilities	10,817	11,481	12,845	13,085	13,991
Total LT debt	49,753	51,329	59,926	61,360	64,844
Others LT liabilities	88,100	89,711	90,406	94,478	96,959
Total liabilities	181,346	183,072	192,615	199,088	207,633
Minority interest	8,973	8,145	8,237	8,338	8,450
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	2,244	2,244	2,244	2,244	2,244
Share premium	8,559	8,559	8,559	8,559	8,559
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(619)	(326)	(326)	(326)	(326)
Retained earnings	62,919	70,998	78,440	87,251	95,826
Shareholders' equity	73,102	81,475	88,916	97,728	106,303
Liabilities & equity	263,421	272,692	289,768	305,154	322,386

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Earnings before tax	3,564	10,889	12,255	14,461	15,960
Tax paid	(918)	(1,855)	(2,791)	(3,040)	(3,509)
Depreciation & amortization	8,124	8,550	8,848	9,624	10,502
Chg In working capital	(588)	1,854	(280)	(227)	(135)
Chg In other CA & CL / minorities	438	(2,762)	2,014	(3)	1,145
Cash flow from operations	10,621	16,675	20,047	20,815	23,963
Capex	(14,748)	(11,409)	(22,800)	(24,200)	(29,000)
Right of use	0	0	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(31,920)	(268)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	1,662	(1,432)	571	7,712	6,794
Cash flow from investments	(45,006)	(13,109)	(22,229)	(16,488)	(22,206)
Debt financing	34,054	(1,116)	7,521	2,108	5,124
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(3,136)	(2,709)	(5,086)	(5,335)	(5,680)
Warrants & other surplus	300	321	0	0	0
Cash flow from financing	31,218	(3,503)	2,435	(3,227)	(557)
Free cash flow	(4,127)	5,266	(2,753)	(3,385)	(5,037)

VALUATION

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Normalized PE (x)	87.3	29.4	26.5	23.1	21.5
Normalized PE - at target price (x)	106.2	35.8	32.2	28.1	26.2
PE (x)	41.3	27.4	23.6	20.9	20.7
PE - at target price (x)	50.2	33.4	28.7	25.4	25.2
EV/EBITDA (x)	30.0	18.2	17.1	15.1	13.9
EV/EBITDA - at target price (x)	35.2	21.3	19.9	17.6	16.3
P/BV (x)	4.0	3.6	3.3	3.0	2.8
P/BV - at target price (x)	4.9	4.4	4.0	3.7	3.4
P/CFO (x)	27.8	17.7	14.7	14.2	12.3
Price/sales (x)	12.0	8.1	7.7	7.1	6.7
Dividend yield (%)	0.9	1.7	1.7	1.9	1.9
FCF Yield (%)	(1.4)	1.8	(0.9)	(1.1)	(1.7)
(Bt)					
Normalized EPS	0.8	2.2	2.5	2.8	3.1
EPS	1.6	2.4	2.8	3.2	3.2
DPS	0.6	1.2	1.1	1.3	1.3
BV/share	16.3	18.2	19.8	21.8	23.7
CFO/share	2.4	3.7	4.5	4.6	5.3
FCF/share	(0.9)	1.2	(0.6)	(0.8)	(1.1)

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Growth Rate					
Sales (%)	(8.3)	48.2	5.7	8.9	5.0
Net profit (%)	(25.2)	50.5	16.4	12.9	0.8
EPS (%)	(25.2)	50.5	16.4	12.9	0.8
Normalized profit (%)	(35.7)	196.8	11.1	14.7	7.2
Normalized EPS (%)	(35.7)	196.8	11.1	14.7	7.2
Dividend payout ratio (%)	37.7	48.0	40.0	40.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	39.7	50.4	53.0	55.0	55.9
Operating margin (%)	17.3	32.4	34.5	37.0	38.4
EBITDA margin (%)	50.4	55.9	57.5	60.0	62.4
Net margin (%)	11.2	23.6	24.9	27.0	28.4
D/E (incl. minor) (x)	1.0	0.9	0.9	0.9	0.8
Net D/E (incl. minor) (x)	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
Interest coverage - EBIT (x)	2.4	5.3	6.0	6.8	7.2
Interest coverage - EBITDA (x)	6.9	9.2	9.9	11.0	11.7
ROA - using norm profit (%)	1.3	3.7	4.0	4.3	4.4
ROE - using norm profit (%)	4.8	13.0	13.1	13.7	13.4
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	3.9	11.1	11.2	12.1	12.2
- asset turnover (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
- operating margin (%)	21.8	36.0	37.7	40.1	41.7
- leverage (x)	3.7	3.5	3.3	3.2	3.1
- interest burden (%)	66.6	83.2	84.6	86.3	87.2
- tax burden (%)	77.4	78.8	78.0	78.0	78.0
WACC (%)	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
ROIC (%)	3.1	6.2	6.6	7.1	7.3
NOPAT (Bt m)	3,273	9,284	10,334	12,064	13,160
invested capital (Bt m)	148,766	155,960	170,669	180,488	192,987

Sources: Company data, Thanachart estimates

BUY (Unchanged)
Change in Numbers

TP: Bt 54.00 (From: Bt 53.00)
Upside : 32.5%

20 JULY 2023

Central Retail Corp Pcl (CRC TB)

ยังคงฟื้นตัวต่อเนื่อง

เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” CRC และเป็น Top pick ของเรา ด้วยยังคงฟื้นตัวต่อเนื่อง โดยกลุ่มแฟชั่นฟื้นตัวทั้งยอดขายและอัตรากำไรขั้นต้น และธุรกิจอาหารที่ฟื้นจากกลยุทธ์อาหารใหม่ เราคาดว่ากำไรจะเพิ่มขึ้นเป็นสองเท่าในปี



PHANNARAI TIYAPITTAYARUT
662-779-9109
phannarai.von@thanachartsec.co.th

กำไรยังคงฟื้นตัวต่อเนื่อง

เรามองว่า CRC เป็นหุ้นใหญ่ที่ยังคงฟื้นตัวต่อเนื่องหลังโควิด เราคาดว่ากำไรจะเพิ่มขึ้นสองเท่าในปีจาก 6.9 พันลบ. ในปีที่แล้ว เป็น 1.48 หมื่นลบ. ในปี 2026F ปัจจัยขับเคลื่อนมาจากการปรับโครงสร้างสินค้า (การอัปเดตร้านเป็นเช็คเมนต์ที่สูงขึ้น ด้วยมีสัดส่วนสินค้าที่ให้อัตรากำไรสูงเพิ่มขึ้น) กลยุทธ์ธุรกิจอาหารใหม่ (รูปแบบร้านขายอาหารใหม่) และการเปิดร้านฮาร์ดไลน์มากขึ้น (เปิดใหม่ล่าสุดใหม่ปีละ 10-14 แห่ง ในปี 2023-27F) ซึ่งยังไม่รวมร้านขายอาหารขนาดใหญ่ใหม่ที่มีแผนจะเปิดตัวใน 4Q23 และการทำ M&A ในอนาคต

การดำเนินงานในปัจจุบัน

ยอดขายสาขาเดิมใน 2Q23F ชะลอตัวลงเหลือ 4% จาก 13% ใน 1Q23 เนื่องจากฐานยอดขายที่สูงขึ้นใน 2Q22 จากโควิดที่ลดลงและกลับมาเปิดประเทศ และยอดขายที่นำผิดหวังในเวียดนาม ธุรกิจเวียดนามได้รับผลกระทบจากเศรษฐกิจที่ชะลอตัวจากการส่งออกที่อ่อนแอกว่าคาด ดังนั้นยอดขายสาขาเดิมของเวียดนามจึงติดลบในระดับสิบต้นๆ (โดยร้านขายอุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์ Nguyen Kim ติดลบสิบปลายๆ และไฮเปอร์มาร์เก็ต/ซูเปอร์มาร์เก็ตติดลบระดับหลักเดียวกลาง-สูง) ใน 2Q23F ขณะที่ยอดขายสาขาเดิมในไทยแข็งแกร่งที่ 5% และในอิตาลีอยู่ที่ราว 20% กลางๆ เวียดนามคิดเป็น 24% ของยอดขายรวมในปี 2022

ปัจจัยขับเคลื่อนธุรกิจในระยะยาว

CRC บริหารธุรกิจ 4 กลุ่ม ได้แก่ อาหาร (40% ของยอดขายในปี 2022), ฮาร์ดไลน์ (34%), แฟชั่น (26%) และอสังหาริมทรัพย์ให้เช่า (4% ของรายได้รวมในปี 2022 แต่ 18% ของ EBITDA ปี 2022) ในปีที่แล้ว ยอดขายอาหารและฮาร์ดไลน์แซงหน้ายอดขายช่วงก่อนโควิดในปี 2019 ขณะที่สินค้าแฟชั่นยังต่ำกว่าปี 2019 ถึง 14% ดังนั้นปี 2023-24F บริษัทฯ จึงคาดว่ายอดขายของธุรกิจแฟชั่นจะแข็งแกร่งกว่ากลุ่มอื่นๆ การเติบโตในระยะยาวน่าจะมาจากไทยและเวียดนาม ขณะที่ไม่มีแผนเปิดห้างสรรพสินค้าใหม่ในอิตาลี (7% ของยอดขายปี 2022) สำหรับประเทศไทย บริษัทฯ ตั้งเป้าเปิดห้างสรรพสินค้า 1-2 แห่ง/ปี, ไทวีสตูด 10 แห่ง/ปี อย่างน้อยจนถึงปี 2027 (ปีนี้ 14 แห่ง) ร้านอาหารใหม่ 40 แห่ง/ปี และธุรกิจค้าส่งอาหารใหม่จะเปิดตัวใน 4Q23F สำหรับเวียดนามนั้น บริษัทฯ เห็นศักยภาพในการเติบโตและคาดว่าสัดส่วนยอดขายจะเพิ่มขึ้นจาก 24% ในปีที่แล้ว เป็น 30% ภายในปี 2027F โดยได้แรงหนุนจากธุรกิจอาหารและอสังหาริมทรัพย์ให้เช่า

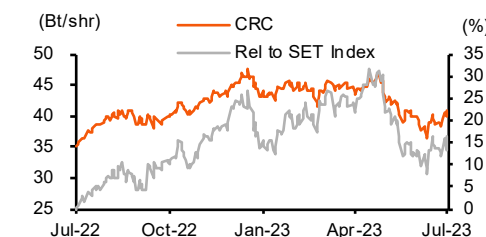
คำแนะนำ “ซื้อ”

เราปรับกำไรลง 1-6% ต่อปี ในปี 2023-25F เนื่องจากเราปรับสมมติฐานการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมลงเหลือ 5.3% ในปี 2023F จาก 6.0% แต่ราคาเป้าหมายของเราเพิ่มขึ้น 2% เป็น 54 บาท จาก 53 บาท เนื่องจากเราปรับมาใช้ปีฐาน 2024F เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” และเรามองว่า CRC เป็นหุ้นเติบโตสูง โดยมี EPS เติบโตเฉลี่ยที่ 23% ในช่วง 3 ปี และหลังปี 2025F น่าจะยังคงเติบโตต่อเนื่องจากการขยายสาขา บวกกับมี upside จากธุรกิจใหม่ และการควบรวมกิจการในอนาคต ราคาหุ้น CRC ปรับตัวลงมาอยู่ต่ำกว่าราคา IPO ที่ 42 บาท ขณะที่เราคาดว่ากำไรปีถัดไปจะเป็นประวัติการณ์ในปีนี้ สูงกว่าปี 2019 ถึง 20%

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	219,898	245,369	277,998	308,497
Net profit	7,175	8,827	11,246	12,976
Consensus NP	—	8,578	10,817	12,690
Diff frm cons (%)	—	2.9	4.0	2.3
Norm profit	6,930	8,827	11,246	12,976
Prev. Norm profit	—	8,928	11,702	13,865
Chg frm prev (%)	—	(1.1)	(3.9)	(6.4)
Norm EPS (Bt)	1.1	1.5	1.9	2.2
Norm EPS grw (%)	11,573	27.4	27.4	15.4
Norm PE (x)	35.5	27.8	21.9	18.9
EV/EBITDA (x)	10.8	9.4	8.2	7.4
P/BV (x)	4.0	3.6	3.3	3.0
Div yield (%)	1.2	1.4	1.8	2.1
ROE (%)	11.7	13.6	15.0	16.4
Net D/E (%)	101.2	90.7	80.2	63.9

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 19-Jul-23 (Bt)	40.75
Market Cap (US\$ m)	7,212.6
Listed Shares (m shares)	6,031.0
Free Float (%)	54.6
Avg Daily Turnover (US\$ m)	13.7
12M Price H/L (Bt)	47.50/35.00
Sector	Commerce
Major Shareholder	Harg Central Department Store Co.,Ltd. 35.06%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P56

Ex 1: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2024F

(Bt m)		2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	Terminal Value
EBITDA		37,611	40,504	42,919	43,924	44,498	44,837	45,906	47,919	49,377	52,342	55,515	
Free cash flow		13,129	16,165	18,225	24,014	26,427	26,645	27,380	32,040	33,092	35,608	38,492	566,697
PV of free cash flow		13,129	13,865	14,477	17,665	17,609	16,370	15,511	16,736	15,934	15,810	15,018	221,109
Risk-free rate (%)		2.5											
Market risk premium (%)		8.0											
Beta		0.9											
WACC (%)		8.0											
Terminal growth (%)		2.0											
Enterprise value - add investments		393,233											
Net debt		64,351											
Minority interest		3,212											
Equity value		325,670											
# of shares (m)		6,031											
Equity value/share (Bt)		54											

Source: Company, Thanachart estimates

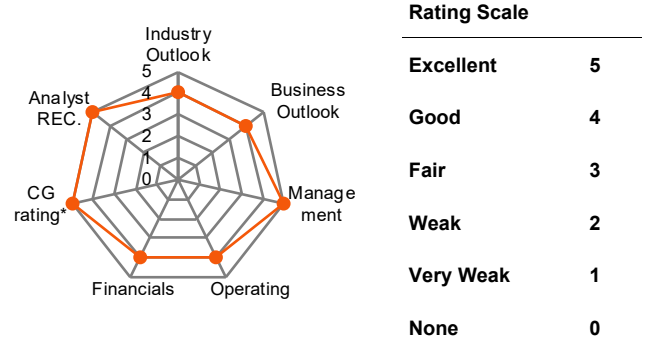
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บมจ. เซ็นทรัล รีเทล คอร์ปอเรชั่น (CRC) เป็นผู้ค้าปลีกชั้นนำของประเทศไทย ภายใต้ตระกูลจิราธิวัฒน์ของกลุ่มเซ็นทรัล บริษัทฯ ดำเนินธุรกิจค้าปลีกสินค้าหลากหลาย ประเภทผ่านรูปแบบและช่องทางที่หลากหลาย (Multi-format and Multi-category) (กลุ่มแฟชั่น กลุ่มฮาร์ดไลน์ กลุ่ม푸드) ในรูปแบบค้าปลีก 8 รูปแบบ (ห้างสรรพสินค้า ร้านค้าเฉพาะทาง แปรนต์ช็อป ซูเปอร์มาร์เก็ต ไฮเปอร์มาร์เก็ต ร้านสะดวกซื้อ พลาซ่า การจัดจำหน่ายหน้าร้าน) ใน 3 ประเทศ (ไทย เวียดนาม อิตาลี) ณ สิ้นปี 2022 บริษัทฯ มีพื้นที่ขายสุทธิ 3.3 ล้าน ตร.ม. และพื้นที่ให้เช่าสุทธิ 0.74 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)	50.76	54.00	6%
Net profit 23F (Bt m)	8,578	8,827	3%
Net profit 24F (Bt m)	10,817	11,246	4%
Consensus REC	BUY: 19	HOLD: 5	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ถ้าในปี 2023-24F ของเราสูงกว่าของตลาด 3-4% เนื่องจากอัตรากำไรจากการขายของกลุ่มแฟชั่นที่สูงขึ้น และค่า Ft ที่ลดลง
- ดังนั้นราคาเป้าหมายของเราจึงสูงกว่าของตลาด 6%

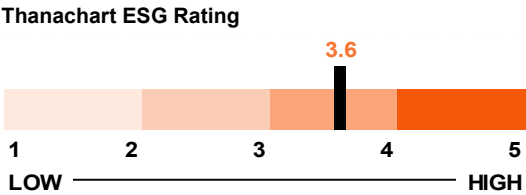
Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- จะมีความเสี่ยงต่อการคาดการณ์กำไรของเรา หากไม่สามารถเปิดร้านใหม่ตามที่เราคาดไว้ได้ในปัจจุบัน
- การเติบโตอาจถูกขัดขวางหากคู่แข่งขยายสาขาในเชิงรุกมากกว่าที่เราคาดไว้ในปัจจุบัน
- การชะลอตัวทางเศรษฐกิจอาจเป็นความเสี่ยงอีกประการต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

CRC เป็นผู้ค้าปลีกในหลายประเทศและมีสินค้าหลายหมวดหมู่ โดยมีร้านค้าปลีกทั้งในกลุ่มแฟชั่น อาหาร และสินค้าฮาร์ดไลน์ในประเทศไทย เวียดนาม และอิตาลี มีพื้นที่รวม 4.0 ตร.ม. เราให้คะแนน ESG สำหรับ CRC ที่ 3.6 เนื่องจากธุรกิจของบริษัทฯ ไม่ได้สร้างก๊าซเรือนกระจกมากนัก และบริษัทฯ มีเป้าหมายและแผนงานด้าน ESG



	SETTHSI Index	THSI Index	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	Arabesque S-Ray (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
CRC	YES	YES	YES	BBB	-	52.16	73.00	-	5.0

Sources: SETTRADE, SETTHSI Index, Thailand Sustainability Investment (THSI), The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, Arabesque S-Ray®, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "term of use" in the following back page.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงาน/ไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- แม้ว่าลักษณะธุรกิจของบริษัทฯ จะไม่ก่อให้เกิดก๊าซเรือนกระจก (GHG) มากนัก แต่ CRC ยังคงตั้งเป้าหมายที่ ESG เป้าหมายปี 2030 ของ CRC คือการส่งเสริมบรรจุภัณฑ์ที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม 100% ลดการทิ้งอาหารและของเสีย 30% (ขยะประเภทอาหาร 3,785 ตันในปี 2021) ลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก 30% (ในปี 2021 ปล่อย CO2 เทียบเท่า 0.4 ล้านตัน) . - ตั้งแต่ปี 2018 บริษัทฯ ได้ดำเนินการตามแคมเปญ "Central Retail Love the Earth" เพื่อลดขยะ (แนวทางการทำงาน Journey to Zero) การเพิ่มพื้นที่สีเขียว (Central Green) และการฟื้นฟูป่า บริษัทฯ เพิ่มพื้นที่ฟื้นฟูป่าเป็น 5,519 ไร่ ในปี 2022 - ในปี 2022 มีการติดตั้งหลังคาโซลาร์เซลล์เพิ่มอีก 43 หลังคาเรือน ทำให้มีจำนวนรวมเป็น 83 แห่ง (ห้างสรรพสินค้าโรบินสัน 1 แห่ง ห้างสรรพสินค้าโรบินสันไลฟ์สไตล์ 24 แห่ง ไทวัสดุและบีเอ็นบี 38 แห่ง ในประเทศไทย และ GO! Mall 20 แห่ง ในเวียดนาม)
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- ในปี 2022 ชั่วโมงการฝึกอบรมและพัฒนาพนักงานเฉลี่ยอยู่ที่ 14.9 ชั่วโมง/คน/ปี โดยมีต้นทุนเฉลี่ย 2,133 บาท/คน - ในปี 2022 ระดับความผูกพันของพนักงานอยู่ที่ 72% และตั้งเป้าเพิ่มเป็น 80% ภายในปี 2024 - Employee Joint Investment Program (EJIP) ถูกจัดตั้งขึ้นเพื่อสนับสนุนให้พนักงานเป็นเจ้าของบริษัท ระยะเวลาโครงการจาก 1 เมษายน 2021 – 31 มีนาคม 2024 - CRC คัดเลือกผลิตภัณฑ์ที่ปลอดภัยและมีคุณภาพสูงสุด โดยดำเนินการตรวจสอบสำหรับห่วงโซ่อุปทานทั้งหมด เพื่อให้สอดคล้องกับ Food Safety System Certification (FSSC 22000) ในปี 2022 มีการเรียกคืนผลิตภัณฑ์ทั้งหมด 30 SKUs โดยมีค่าใช้จ่ายจากการเรียกคืนผลิตภัณฑ์ 0.3 ลบ.
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- คณะกรรมการบริษัททั้งหมด 15 คน มีกรรมการอิสระ 5 คน มีกรรมการหญิง 3 คน กรรมการ 8 คนเป็นสมาชิกในครอบครัวจิราธิวัฒน์ - การละเมิดจริยธรรมทางธุรกิจที่ได้รับการยืนยันลดลงจาก 77 คดี ในปี 2019 เป็น 62 คดี ในปี 2020, 49 คดี ในปี 2021 และ 28 คดี ในปี 2022 ส่วนใหญ่เป็นการไม่ปฏิบัติตามกฎระเบียบภายใน - CRC ได้จัดทำแนวทางการบริหารความเสี่ยงตามมาตรฐานสากล - CRC มุ่งหวังที่จะส่งเสริมวัฒนธรรมความเสี่ยงภายในองค์กรอย่างมีประสิทธิภาพ โดยเริ่มด้วยการสร้างความตระหนักรู้ถึงความเสี่ยงให้กับพนักงานทุกระดับ ผ่านการฝึกอบรมการบริหารจัดการความเสี่ยง ซึ่งรวมถึงความปลอดภัยในสถานที่ทำงาน และประเด็นความเป็นส่วนตัวของข้อมูลส่วนบุคคล - CRC มีระบบข้อมูลที่เพิ่มประสิทธิภาพในการบริหารความเสี่ยง ระบบดังกล่าวจะช่วยสนับสนุนข้อมูลด้านความเสี่ยง ข้อมูลผลการดำเนินงาน และการบริหารความเสี่ยง เพื่อให้ผู้ถือหุ้นทราบถึงผลการบริหารความเสี่ยง

Sources: Company data, Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	181,791	219,898	245,369	277,998	308,497
Cost of sales	135,847	159,647	176,006	199,232	221,426
Gross profit	45,944	60,251	69,363	78,766	87,071
% gross margin	25.3%	27.4%	28.3%	28.3%	28.2%
Selling & administration expenses	57,068	64,540	71,663	80,229	88,606
Operating profit	2,518	11,539	14,861	17,735	19,757
% operating margin	1.4%	5.2%	6.1%	6.4%	6.4%
Depreciation & amortization	17,041	17,171	18,145	19,876	20,747
EBITDA	19,559	28,709	33,006	37,611	40,504
% EBITDA margin	10.8%	13.1%	13.5%	13.5%	13.1%
Non-operating income	13,863	16,041	17,346	19,402	21,506
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(3,113)	(3,479)	(4,242)	(4,368)	(4,268)
Pre-tax profit	(374)	8,273	10,804	13,571	15,703
Income tax	(372)	1,733	2,377	2,714	3,141
After-tax profit	(2)	6,540	8,427	10,857	12,562
% net margin	0.0%	3.0%	3.4%	3.9%	4.1%
Shares in affiliates' Earnings	279	820	850	900	980
Minority interests	(217)	(430)	(450)	(510)	(566)
Extraordinary items	0	245	0	0	0
NET PROFIT	59	7,175	8,827	11,246	12,976
Normalized profit	59	6,930	8,827	11,246	12,976
EPS (Bt)	0.0	1.2	1.5	1.9	2.2
Normalized EPS (Bt)	0.0	1.1	1.5	1.9	2.2

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
ASSETS:					
Current assets:	69,918	76,532	85,339	95,671	104,980
Cash & cash equivalent	18,088	15,617	18,181	19,204	20,040
Account receivables	4,860	5,421	6,722	9,140	10,142
Inventories	36,516	43,675	47,256	52,401	58,238
Others	10,455	11,819	13,179	14,926	16,559
Investments & loans	5,559	6,318	6,318	6,318	6,318
Net fixed assets	43,359	49,045	57,477	57,601	56,854
Other assets	144,392	144,090	144,988	149,457	149,806
Total assets	263,228	275,984	294,122	309,047	317,958
LIABILITIES:					
Current liabilities:	111,662	108,488	117,729	124,729	127,361
Account payables	35,632	39,828	43,399	49,126	54,598
Bank overdraft & ST loans	36,905	34,954	41,266	41,170	37,939
Current LT debt	13,418	6,561	4,127	4,117	3,794
Others current liabilities	25,707	27,145	28,938	30,316	31,030
Total LT debt	28,517	39,780	37,139	37,053	34,145
Others LT liabilities	63,968	62,831	68,304	68,573	69,062
Total liabilities	204,147	211,099	223,172	230,355	230,568
Minority interest	2,693	2,762	3,212	3,723	4,289
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	6,031	6,031	6,031	6,031	6,031
Share premium	66,885	66,761	66,761	66,761	66,761
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(24,951)	(24,459)	(24,459)	(24,459)	(24,459)
Retained earnings	8,424	13,790	19,404	26,636	34,767
Shareholders' equity	56,388	62,123	67,737	74,969	83,101
Liabilities & equity	263,228	275,984	294,122	309,047	317,958

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Earnings before tax	(374)	8,273	10,804	13,571	15,703
Tax paid	694	(1,458)	(2,394)	(2,563)	(3,078)
Depreciation & amortization	17,041	17,171	18,145	19,876	20,747
Chg ln working capital	1,552	(3,524)	(1,312)	(1,835)	(1,368)
Chg ln other CA & CL / minorities	3,913	1,237	1,297	379	(1)
Cash flow from operations	22,826	21,698	26,539	29,428	32,003
Capex	(18,745)	(22,856)	(26,577)	(20,000)	(20,000)
Right of use	1,691	2,059	103	5	5
ST loans & investments	(98)	98	4	0	0
LT loans & investments	(2,926)	(759)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg ln other assets & liabilities	(20,297)	(3,725)	4,471	(4,204)	135
Cash flow from investments	(40,375)	(25,184)	(21,999)	(24,199)	(19,860)
Debt financing	14,960	2,455	1,237	(191)	(6,463)
Capital increase	0	(123)	0	0	0
Dividends paid	(2,412)	(1,809)	(3,213)	(4,015)	(4,845)
Warrants & other surplus	5,348	492	0	0	0
Cash flow from financing	17,895	1,014	(1,976)	(4,206)	(11,308)
Free cash flow	4,080	(1,158)	(38)	9,428	12,003

VALUATION

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Normalized PE (x)	4,139.5	35.5	27.8	21.9	18.9
Normalized PE - at target price (x)	5,485.5	47.0	36.9	29.0	25.1
PE (x)	4,139.5	34.3	27.8	21.9	18.9
PE - at target price (x)	5,485.5	45.4	36.9	29.0	25.1
EV/EBITDA (x)	15.7	10.8	9.4	8.2	7.4
EV/EBITDA - at target price (x)	19.8	13.6	11.8	10.3	9.4
P/BV (x)	4.4	4.0	3.6	3.3	3.0
P/BV - at target price (x)	5.8	5.2	4.8	4.3	3.9
P/CFO (x)	10.8	11.3	9.3	8.4	7.7
Price/sales (x)	1.4	1.1	1.0	0.9	0.8
Dividend yield (%)	0.7	1.2	1.4	1.8	2.1
FCF Yield (%)	1.7	(0.5)	(0.0)	3.8	4.9
(Bt)					
Normalized EPS	0.0	1.1	1.5	1.9	2.2
EPS	0.0	1.2	1.5	1.9	2.2
DPS	0.3	0.5	0.6	0.7	0.9
BV/share	9.3	10.3	11.2	12.4	13.8
CFO/share	3.8	3.6	4.4	4.9	5.3
FCF/share	0.7	(0.2)	(0.0)	1.6	2.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Growth Rate					
Sales (%)	1.0	21.0	11.6	13.3	11.0
Net profit (%)	28.3	11,985.2	23.0	27.4	15.4
EPS (%)	24.5	11,985.2	23.0	27.4	15.4
Normalized profit (%)	28.3	11,572.9	27.4	27.4	15.4
Normalized EPS (%)	24.5	11,572.9	27.4	27.4	15.4
Dividend payout ratio (%)	3,047.5	40.3	40.0	40.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	25.3	27.4	28.3	28.3	28.2
Operating margin (%)	1.4	5.2	6.1	6.4	6.4
EBITDA margin (%)	10.8	13.1	13.5	13.5	13.1
Net margin (%)	(0.0)	3.0	3.4	3.9	4.1
D/E (incl. minor) (x)	1.3	1.3	1.2	1.0	0.9
Net D/E (incl. minor) (x)	1.0	1.0	0.9	0.8	0.6
Interest coverage - EBIT (x)	0.8	3.3	3.5	4.1	4.6
Interest coverage - EBITDA (x)	6.3	8.3	7.8	8.6	9.5
ROA - using norm profit (%)	0.0	2.6	3.1	3.6	4.1
ROE - using norm profit (%)	0.1	11.7	13.6	15.0	16.4
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	11.0	13.0	14.5	15.9
- asset turnover (x)	0.7	0.8	0.9	0.9	1.0
- operating margin (%)	na	5.3	6.1	6.5	6.5
- leverage (x)	4.6	4.5	4.4	4.1	4.0
- interest burden (%)	(13.7)	70.4	71.8	75.6	78.6
- tax burden (%)	na	79.1	78.0	80.0	80.0
WACC (%)	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
ROIC (%)	2.5	7.8	9.1	10.7	11.4
NOPAT (Bt m)	2,518	9,122	11,592	14,188	15,806
invested capital (Bt m)	117,140	127,801	132,088	138,105	138,938

Sources: Company data, Thanachart estimates

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 22.00

(From: Bt 21.50)

Upside : 36.6%

20 JULY 2023

Small Cap Research

Siam Global House Pcl (GLOBAL TB)

ราคาหลักทรัพย์ลดลงต่อเนื่อง

ด้วยราคาหลักทรัพย์กลับสู่แนวโน้มขาลงใน 2Q23 เราจึงคาดว่าจะจะเป็นอีกไตรมาสที่อ่อนแอ เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” ราคาเป้าหมายใหม่ที่ 22.0 บาท ด้วยเรามองว่า GLOBAL อยู่เพียงช่วงกลางของรอบการเติบโต ซึ่งเราคาดว่าจำนวนสาขาจะเพิ่มเป็นสองเท่า และมีปัจจัยหนุนจากการขยายเข้าสู่แบรนด และส่วนแบ่งกำไรจากต่างประเทศที่มากขึ้น



PHANNARAI TIYAPITTAYARUT

662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

ปรับลดกำไร

กิจกรรมการก่อสร้างของจีนที่มีแนวโน้มขาลงจากการกระตุ้นโครงสร้างพื้นฐานที่ชะลอตัว และตลาดอสังหาริมทรัพย์ที่อ่อนแอได้กดดันราคาหลักทรัพย์ให้กลับเป็นแนวโน้มขาขึ้น หลังราคาเพิ่มขึ้น 16% q-q ใน 1Q23 ราคาหลักทรัพย์ได้ลดลง 14% q-q เป็น US\$523/tonne ใน 2Q23 กลับสู่ระดับต่ำสุดของปีที่แล้วใน 4Q22 เนื่องจากผลิตภัณฑ์เหล็กมีสัดส่วน 15% ต่อยอดขายของ GLOBAL เราจึงปรับลดประมาณการกำไรลง 1-3% ต่อปี ในปี 2023-25F จากสมมติฐานการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมที่ลดลง เนื่องจากเราคาดว่าจะการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมอยู่ที่ -5.5% สำหรับปีนี้ (จากเดิมที่ -4.5%) และอัตรากำไรขั้นต้นลดลงจากทำสถิติสูงสุดในปีที่แล้วที่ 25.8% ราว 32bp เป็น 25.5% เราจึงคาดว่าจะกำไรปกติต่อหุ้นจะลดลง 7% ในปีนี้ แม้เราจะปรับลดกำไรลง แต่ด้วยปรับมาใช้ฐาน 2024F ราคาเป้าหมายของเราจึงเพิ่มขึ้น 2% เป็น 22.0 บาท

2Q23F เป็นอีกไตรมาสที่อ่อนแอ

GLOBAL ทำกำไรสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในช่วงปีโควิดจนถึง 4Q22 เมื่อมีผลจากราคาเหล็กและปริมาณการขายเหล็กที่ลดลง เนื่องจากราคาเหล็กใน 2Q23 ต่ำกว่าใน 2Q22 ถึง 28% และผู้บริหารคาดว่าปริมาณขายเหล็กจะลดลงต่อเนื่อง เนื่องจากลูกค้าไม่กักตุนเหล็กเมื่อราคามีแนวโน้มลดลง เราจึงคาดว่าจะยอดขายสาขาเดิมจะอยู่ที่ -7.5% ใน 2Q23F และอัตรากำไรขั้นต้นลดลง 140bp y-y เป็น 25.05% จากอัตรากำไรขั้นต้นรายไตรมาสที่ดีที่สุดเป็นประวัติการณ์ที่ 26.45% ใน 2Q22 ทั้งหมดนี้เราคาดว่าจะทำให้กำไรสุทธิ 2Q23F ลดลง 25-30% y-y

ยังคงแข็งแกร่ง หากไม่รวมผลกระทบจากเหล็ก

หากไม่รวมผลกระทบจากเหล็ก เราคาดว่าจะการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมคาดว่าจะอยู่ที่ -1% ใน 1Q23 (จากที่รายงาน -8.7%) และทรงตัวใน 2Q23F (เทียบกับที่เราคาดไว้ -7.5%) ซึ่งเราคำนวณยอดขายสาขาเดิมใน 1H23F สูงกว่าช่วงก่อนเกิดโควิดใน 1H19 ราว 11% นอกจากยอดขายจากสาขาใหม่ที่บริษัท เพิ่มจาก 61 สาขาทั่วประเทศใน 2Q19 เป็น 80 สาขา ใน 2Q23F แม้ว่าราคาเหล็กที่ลดลงจะกดดันให้อัตรากำไรขั้นต้นใน 1H23F อยู่ที่ 25.05% แต่ก็สูงกว่า 19.3% ใน 1H19 หนุนโดยประโยชน์จากขนาดและสัดส่วนเข้าสู่แบรนดที่เพิ่มขึ้นจาก 17% เป็น 24%

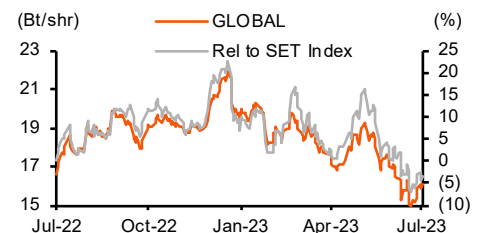
ถูกเมื่อเทียบกับบรรดาค่าปลีกที่ใหญ่

เราเห็นว่ากำไรที่ลดลงในปีนี้เป็นเพียงการสะดุดช่วงสั้น และคาดว่า EPS จะเติบโตที่แข็งแกร่ง 14/15% ในปี 2024-25F ในมุมมองของเรา GLOBAL อยู่ในช่วงกลางของรอบการเติบโต เนื่องจากจำนวนสาขามีโอกาสเพิ่มขึ้นเป็นสองเท่า นับจากนี้ (บริษัทตั้งเป้าเปิดสาขาที่มีศักยภาพใน 100 เขต จังหวัดรอง ซึ่งปัจจุบันเปิดเพียง 30 แห่ง) โดยมีเป้าสัดส่วนยอดขายเข้าสู่แบรนดในระยะกลางที่ 30% และโอกาสในการขยายร้านปรับปรุงบ้านในต่างประเทศ GLOBAL ซื้อขายที่ PE ที่ 24.6 เท่า ในปี 2023F ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของผู้ค้าปลีกใหญ่ทุกรายที่ 29.3 เท่า

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	35,270	34,482	37,894	41,658
Net profit	3,487	3,277	3,753	4,332
Consensus NP	—	3,361	3,808	4,264
Diff frm cons (%)	—	(2.5)	(1.4)	1.6
Norm profit	3,533	3,277	3,753	4,332
Prev. Norm profit	—	3,306	3,791	4,444
Chg frm prev (%)	—	(0.9)	(1.0)	(2.5)
Norm EPS (Bt)	0.7	0.7	0.8	0.9
Norm EPS grw (%)	5.5	(7.4)	14.4	15.4
Norm PE (x)	22.7	24.6	21.5	18.6
EV/EBITDA (x)	18.4	18.6	16.4	14.2
P/BV (x)	3.7	3.3	3.0	2.7
Div yield (%)	1.5	1.4	1.6	1.9
ROE (%)	17.1	14.3	14.8	15.4
Net D/E (%)	54.0	43.3	39.4	32.3

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 19-Jul-23 (Bt)	16.10
Market Cap (US\$ m)	2,363.4
Listed Shares (m shares)	5,001.8
Free Float (%)	31.2
Avg Daily Turnover (US\$ m)	6.7
12M Price H/L (Bt)	21.89/15.00
Sector	Commerce
Major Shareholder	SCG Distribution Co.,Ltd 32.94%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P63

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไม่ทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2024F

(Bt m)	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	Terminal value
EBITDA	5,497	6,281	7,210	8,107	9,087	10,157	11,152	12,224	13,168	13,939	14,583	
Free cash flow	1,373	2,565	4,344	5,534	6,502	7,555	8,504	8,263	10,398	11,901	12,455	187,302
PV of free cash flow	1,373	2,206	3,464	4,092	4,361	4,679	4,862	4,362	5,067	5,354	4,932	74,163
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.9											
WACC (%)	7.8											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	120,913.6											
Net debt (2023F)	10,568.3											
Minority interest	323.7											
Equity value	110,021.6											
# of shares (m)	5,001.8											
Equity value / share (Bt)	22.00											

Investment: (Bt m)	
Land @ Muang Thong Thani	2,000

Sources: Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

GLOBAL เป็นหนึ่งในผู้นำตลาดค้าปลีกวัสดุก่อสร้างและอุปกรณ์ตกแต่งบ้าน ภายใต้แบรนด์ "โกลบอลเฮ้าส์" GLOBAL มีสาขาทั้งหมด 80 สาขา ตั้งอยู่ในต่างจังหวัดในประเทศไทย และมี 1 สาขา ในกทม. (55%) นอกจากนี้ยังลงทุนในต่างประเทศในธุรกิจอุปกรณ์ปรับปรุงบ้านในเมียนมาร์ (ถือหุ้นโดยอ้อม 15%) ลาว (17%) และอินโดนีเซีย (11%)

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

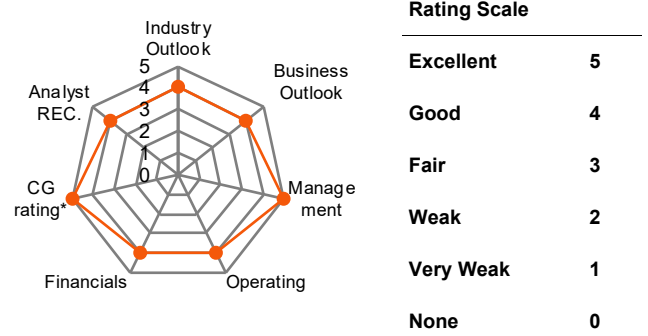
S — Strength

- GLOBAL มีสาขาทั้งหมดในต่างจังหวัด และเราคาดว่า GLOBAL จะเป็นผู้นำได้ประโยชน์หลักจากเศรษฐกิจต่างจังหวัดที่เติบโต
- ผู้บริหารของ GLOBAL มีประสบการณ์อย่างมากในกลุ่มอุปกรณ์ตกแต่งบ้าน
- การเข้าซื้อหุ้น GLOBAL ของ SCC ใน พ.ย. 2012 เรามองว่าบริษัท มีความสามารถในการแข่งขันมากขึ้นทั้งเชิงของการปฏิบัติงานและฐานะทางการเงิน

O — Opportunity

- การเปลี่ยนแปลงไลฟ์สไตล์ของประชาชน โดยหันมาซื้อสินค้าทางห้างสมัยใหม่มากกว่าร้านแบบดั้งเดิม
- เราเห็นการเติบโตที่เร็วขึ้น และความเสี่ยงที่ลดลงหลัง SCC ซื้อหุ้น GLOBAL
- การขยายไปยังตลาด CLMV และเอเชียตะวันออกเฉียงใต้

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG Rating

W — Weakness

- ไม่มีสาขาในกรุงเทพฯ

T — Threat

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

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	19.59	22.00	12%
Net profit 23F (Bt m)	3,361	3,277	-2%
Net profit 24F (Bt m)	3,808	3,753	-1%
Consensus REC	BUY: 7	HOLD: 11	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรสุทธิปี 2023-24F ของเรต่ำกว่าของตลาด 1-2% อาจเป็นเพราะเราตั้งสมมติฐานการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมที่ต่ำกว่า เนื่องจากเรารวมราคาเหล็กในปัจจุบัน
- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด เราคิดว่าเป็นเพราะเราคาดว่าจะมีสาขาเพิ่มขึ้นในระยะยาวเนื่องจากปีนี้เริ่มขยายตัวอย่างจริงจัง

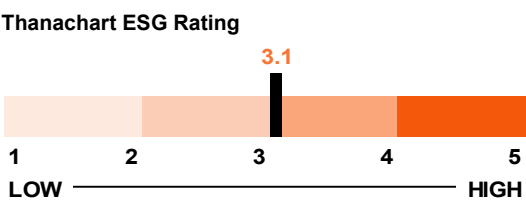
Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากจำนวนสาขาที่เปิดใหม่ต่ำกว่าที่เราคาด จะทำให้เกิดความเสี่ยงต่อประมาณการและคำแนะนำของเรา
- หากการแข่งขันรุนแรงมากกว่าคาด จะส่งผลกระทบต่อประมาณการเติบโตของยอดขายสาขาเดิม และอัตรากำไรของเรา
- ความผันผวนของราคาเหล็ก

Source: Thanachart

GLOBAL เป็นผู้ค้าปลีกอุปกรณ์ปรับปรุง ตกแต่งบ้าน มีร้าน “โกลบอลเฮาส์” 80 แห่ง ในต่างจังหวัดของประเทศไทย และหนึ่งสาขา (ถือหุ้น 55%) ใน กัมพูชา บริษัท มีการลงทุนในธุรกิจอุปกรณ์ปรับปรุง ตกแต่งบ้าน ใน ต่างประเทศในเมียนมาร์ (ถือหุ้น 15%) ลาว (17%) และอินโดนีเซีย (11%) ธุรกิจของบริษัท ไม่ปล่อยก๊าซเรือนกระจกมากนัก แต่มีเป้าหมาย ESG ระยะยาว เราให้คะแนน ESG ที่ 3.1



	SETTHSI Index	THSI Index	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	Arabesque S-Ray (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
GLOBAL	YES	YES	-	-	53.38	36.79	41.00	-	5.0

Sources: SETTRADE, SETTHSI Index, Thailand Sustainability Investment (THSI), The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, Arabesque S-Ray®, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on “term of use” in the following back page.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- GLOBAL ตั้งเป้าลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) (scope 1 และ 2) ลง 10% จากปี 2022 ภายในปี 2030 - ในปี 2022 บริษัท ได้ติดตั้งโซลาร์รูฟท็อปทุกสาขาในประเทศไทย (77 สาขา ในปี 2022) และผลิตไฟฟ้าได้ 79,315,763 กิโลวัตต์ชั่วโมง บริษัท ตั้งเป้าเพิ่มสัดส่วนการใช้พลังงานทางเลือกเป็น 60% ภายในปี 2027 จาก 54% ในปี 2022 - ภายในปี 2027 บริษัท ตั้งเป้าเพิ่มปริมาณการใช้เคล็น้ำเป็น 300,000 ลูกบาศก์เมตรต่อปี จาก 250,560 ลูกบาศก์เมตร ในปี 2022 - GLOBAL ได้จัดตั้งโครงการ Love The Earth Shopping Project โดยการลดการใช้ถุงพลาสติก ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของการรณรงค์กำจัดขยะและของเสีย
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- GLOBAL ไม่เลือกปฏิบัติในการจ้างงาน ทั้งในด้านอายุ เพศ สัญชาติ ความทุพพลภาพ ภูมิภาค สถานะทางสังคม รสนิยมทางเพศ กระบวนการสรรหาจะพิจารณาจากความสามารถและคุณสมบัติที่ต้องการ - GLOBAL ปฏิบัติตามกฎหมายแรงงานที่เกี่ยวข้องอย่างเคร่งครัด เช่น ไม่มีการบังคับใช้แรงงานหรือการจ้างแรงงานเด็ก สำหรับการเลิกจ้าง บริษัท ปฏิบัติตามระเบียบและกฎหมายว่าด้วยการจ่ายค่าชดเชยและการบอกกล่าวล่วงหน้า - GLOBAL เชื่อว่าบริษัท ปฏิบัติต่อพนักงานทุกคนอย่างยุติธรรมและเหมาะสมในเรื่องค่าตอบแทนและสวัสดิการ โดยไม่มีการเลือกปฏิบัติ บริษัท จัดให้มีสถานที่ทำงานที่ปลอดภัยและถูกสุขลักษณะ ส่งเสริมคุณภาพชีวิต และดูแลสุขภาพกายและสุขภาพจิต ของพนักงาน
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- คณะกรรมการบริษัท (BOD) ประกอบด้วยสมาชิก 10 คน โดยเป็นกรรมการอิสระ 4 คน ไม่มีกรรมการเป็นผู้ถือหุ้น และกรรมการ 2 คนมาจากตระกูลสุริยวานกุล ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัท - GLOBAL มีนโยบายต่อต้านการทุจริตเป็นลายลักษณ์อักษร พร้อมแน่วปฏิบัติที่ชัดเจนในการดำเนินธุรกิจสำหรับพนักงานทุกคน ห้ามมิให้ติดสินบนทุกประเภทแม้ในรูปแบบที่ไม่ใช่ทางตรง - คณะกรรมการตรวจสอบและบริหารความเสี่ยงมีหน้าที่สอบทานความเหมาะสมและประสิทธิภาพของการบริหารความเสี่ยงเพื่อให้แน่ใจว่าการควบคุมภายในและการบริหารความเสี่ยงมีประสิทธิภาพเพียงพอ และรายงานต่อคณะกรรมการบริษัท - บริษัท มีช่องทางการแจ้งเบาะแสสำหรับพนักงานโดยไม่เปิดเผยตัวตน ระยะเวลาสอบสวนให้แล้วเสร็จภายในเจ็ดวันนับแต่วันที่มีการร้องเรียน

Sources: Company data, Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	33,498	35,270	34,482	37,894	41,658
Cost of sales	25,067	26,166	25,695	28,058	30,648
Gross profit	8,431	9,104	8,787	9,836	11,010
% gross margin	25.2%	25.8%	25.5%	26.0%	26.4%
Selling & administration expenses	4,807	5,352	5,310	5,798	6,332
Operating profit	3,624	3,753	3,477	4,038	4,678
% operating margin	10.8%	10.6%	10.1%	10.7%	11.2%
Depreciation & amortization	1,264	1,246	1,405	1,536	1,679
EBITDA	4,888	4,999	4,881	5,574	6,357
% EBITDA margin	14.6%	14.2%	14.2%	14.7%	15.3%
Non-operating income	618	709	709	724	796
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(180)	(193)	(256)	(248)	(238)
Pre-tax profit	4,062	4,269	3,929	4,514	5,236
Income tax	783	836	786	903	1,047
After-tax profit	3,278	3,433	3,143	3,611	4,188
% net margin	9.8%	9.7%	9.1%	9.5%	10.1%
Shares in affiliates' Earnings	81	120	154	175	193
Minority interests	(15)	(19)	(20)	(34)	(49)
Extraordinary items	0	(46)	0	0	0
NET PROFIT	3,344	3,487	3,277	3,753	4,332
Normalized profit	3,344	3,533	3,277	3,753	4,332
EPS (Bt)	0.7	0.7	0.7	0.8	0.9
Normalized EPS (Bt)	0.7	0.7	0.7	0.8	0.9

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
ASSETS:					
Current assets:	18,631	17,568	17,888	19,484	20,363
Cash & cash equivalent	1,772	1,189	1,456	1,534	1,589
Account receivables	674	631	945	1,038	1,141
Inventories	16,186	15,747	15,487	16,912	17,633
Others	0	0	0	0	0
Investments & loans	1,607	2,144	2,144	2,144	2,144
Net fixed assets	17,099	17,471	18,643	19,934	21,331
Other assets	1,937	1,965	1,869	1,861	1,861
Total assets	39,275	39,148	40,545	43,424	45,699
LIABILITIES:					
Current liabilities:	16,011	13,629	13,637	14,005	13,465
Account payables	2,543	2,311	2,464	2,690	2,939
Bank overdraft & ST loans	12,066	9,475	9,619	9,729	8,993
Current LT debt	1,045	1,512	1,202	1,216	1,124
Others current liabilities	358	331	351	370	409
Total LT debt	2,139	2,120	1,202	1,216	1,124
Others LT liabilities	1,289	1,307	1,302	1,242	1,183
Total liabilities	19,439	17,057	16,141	16,463	15,773
Minority interest	275	304	324	357	407
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	4,602	4,802	5,002	5,002	5,002
Share premium	4,739	4,739	4,739	4,739	4,739
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	46	(43)	(43)	(43)	(43)
Retained earnings	10,174	12,290	14,382	16,905	19,822
Shareholders' equity	19,561	21,788	24,080	26,603	29,520
Liabilities & equity	39,275	39,148	40,545	43,424	45,699

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Earnings before tax	4,062	4,269	3,929	4,514	5,236
Tax paid	(632)	(856)	(775)	(881)	(1,008)
Depreciation & amortization	1,264	1,246	1,405	1,536	1,679
Chg In working capital	(2,352)	249	99	(1,291)	(576)
Chg In other CA & CL / minorities	22	8	24	39	65
Cash flow from operations	2,364	4,916	4,683	3,916	5,396
Capex	(1,215)	(1,618)	(2,500)	(2,750)	(3,000)
Right of use	(12)	51	3	3	3
ST loans & investments	7	(0)	0	0	0
LT loans & investments	(769)	(537)	0	0	0
Adj for asset revaluation	51	(89)	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	67	8	149	2	(8)
Cash flow from investments	(1,872)	(2,185)	(2,348)	(2,745)	(3,006)
Debt financing	870	(2,142)	(1,083)	137	(920)
Capital increase	200	200	200	0	0
Dividends paid	(814)	(1,173)	(1,185)	(1,230)	(1,415)
Warrants & other surplus	(200)	(199)	0	0	0
Cash flow from financing	56	(3,313)	(2,068)	(1,093)	(2,335)
Free cash flow	1,149	3,298	2,183	1,166	2,396

VALUATION

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Normalized PE (x)	24.0	22.7	24.6	21.5	18.6
Normalized PE - at target price (x)	32.7	31.1	33.5	29.3	25.4
PE (x)	24.0	23.0	24.6	21.5	18.6
PE - at target price (x)	32.7	31.5	33.5	29.3	25.4
EV/EBITDA (x)	19.2	18.4	18.6	16.4	14.2
EV/EBITDA - at target price (x)	25.2	24.3	24.7	21.6	18.8
P/BV (x)	4.1	3.7	3.3	3.0	2.7
P/BV - at target price (x)	5.6	5.0	4.6	4.1	3.7
P/CFO (x)	33.9	16.3	17.2	20.6	14.9
Price/sales (x)	2.4	2.3	2.3	2.1	1.9
Dividend yield (%)	1.5	1.5	1.4	1.6	1.9
FCF Yield (%)	1.4	4.1	2.7	1.4	3.0
(Bt)					
Normalized EPS	0.7	0.7	0.7	0.8	0.9
EPS	0.7	0.7	0.7	0.8	0.9
DPS	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
BV/share	3.9	4.4	4.8	5.3	5.9
CFO/share	0.5	1.0	0.9	0.8	1.1
FCF/share	0.2	0.7	0.4	0.2	0.5

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Growth Rate					
Sales (%)	25.0	5.3	(2.2)	9.9	9.9
Net profit (%)	70.9	4.3	(6.0)	14.5	15.4
EPS (%)	70.5	4.1	(6.2)	14.4	15.4
Normalized profit (%)	70.9	5.7	(7.2)	14.5	15.4
Normalized EPS (%)	70.5	5.5	(7.4)	14.4	15.4
Dividend payout ratio (%)	35.1	35.1	35.0	35.0	35.0
Operating performance					
Gross margin (%)	25.2	25.8	25.5	26.0	26.4
Operating margin (%)	10.8	10.6	10.1	10.7	11.2
EBITDA margin (%)	14.6	14.2	14.2	14.7	15.3
Net margin (%)	9.8	9.7	9.1	9.5	10.1
D/E (incl. minor) (x)	0.8	0.6	0.5	0.5	0.4
Net D/E (incl. minor) (x)	0.7	0.5	0.4	0.4	0.3
Interest coverage - EBIT (x)	20.1	19.5	13.6	16.3	19.6
Interest coverage - EBITDA (x)	27.1	25.9	19.0	22.5	26.7
ROA - using norm profit (%)	8.9	9.0	8.2	8.9	9.7
ROE - using norm profit (%)	18.3	17.1	14.3	14.8	15.4
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	17.9	16.6	13.7	14.3	14.9
- asset turnover (x)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
- operating margin (%)	12.7	12.6	12.1	12.6	13.1
- leverage (x)	2.1	1.9	1.7	1.7	1.6
- interest burden (%)	95.7	95.7	93.9	94.8	95.6
- tax burden (%)	80.7	80.4	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8
ROIC (%)	9.7	9.1	8.3	9.3	10.1
NOPAT (Bt m)	2,925	3,018	2,781	3,230	3,742
invested capital (Bt m)	33,039	33,706	34,648	37,230	39,172

Sources: Company data, Thanachart estimates

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 18.50

(Unchanged)

20 JULY 2023

Upside : 32.1%

Home Product Center (HMPRO TB)

เริ่มเห็นผลของกลยุทธ์การขายใหม่

เราคาดว่า HMPRO จะกำไรเติบโต 3% y-y ใน 2Q23F จากการเติบโตของ ยอดขายสาขาเดิมที่ 4.5% เนื่องจากกลยุทธ์การขายใหม่เริ่มเห็นผลและการขยายสาขาเชิงรุกในปีนี้มีแนวโน้มไปในทางที่ดี เราจึงคงคำแนะนำ “ซื้อ” ราคาเป้าหมาย 18.5 บาท



PHANNARAI TIYAPITTAYARUT

662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

เติบโตใน 2Q23F

แม้ค่าใช้จ่ายจะสูงขึ้นจากค่าไฟฟ้า และค่าใช้จ่ายจากการขยายสาขา แต่เราคาดว่า HMPRO จะผ่านพ้นแรงกดดันด้านต้นทุน ด้วยมียอดขายและอัตรากำไรขั้นต้นที่สูงขึ้น เราคาดว่ากำไร 2Q23F อยู่ที่ 1.56 พันลบ. เพิ่มขึ้น 3% y-y หนุนโดยยอดขายที่เติบโต 7% (ยอดขายสาขาเดิมเติบโต 4.5% สำหรับ HomePro และเป็นลบ 1-2% สำหรับ Mega Home) แม้จะมีสัดส่วนยอดขายธุรกิจเมกาโฮมที่มีอัตรากำไรต่ำเพิ่มขึ้นผ่านการเปิดร้านมากขึ้น แต่เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะเพิ่มขึ้นเล็กน้อย y-y เป็น 25.8% เนื่องจากคาดว่าจะการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมในเดือนมิถุนายนอ่อนตัวลงเหลือ 2-3% จากการบริโภคชะลอตัวส่วนหนึ่งเนื่องจากช่วงต้นฤดูฝน เราจึงปรับลดยอดขายสาขาเดิมลงเหลือ 2.8/4/4% ในปี 2023-25F จากเดิมที่ 5% ในปีดังกล่าว

ขยายสาขาได้ตามเป้า

ด้วยแผนการเร่งเปิดสาขา Mega Home หลังโควิด เพื่อบรรลุเป้าหมายระยะกลาง 50 สาขา จาก 18 สาขาในปีที่แล้ว HMPRO ได้เปิดตัว Mega Home 6 สาขาใน 1H23 และมีแผนเปิด Mega Home ใหม่ 8 สาขา และ HomePro 2 สาขา อีก การขยายสาขาเป็นปัจจัยหนุนหลักหลังโควิด นอกจากยอดขายสาขาเดิมที่เติบโตเป็นบวกในแต่ละปีในปี 2023-25F ภายในสิ้นปี เราคาดว่าจะมี HomePro 89 สาขาในไทย, HomePro S 5 สาขา, Mega Home 26 สาขา และ HomePro 7 สาขาในมาเลเซีย

กลยุทธ์การขายใหม่ทำได้ดี

HMPRO ได้ริเริ่มกลยุทธ์ต่างๆ เพื่อกระตุ้นยอดขาย ช่องทางอีคอมเมิร์ซเป็นช่องทางที่ยังคงให้ความสำคัญ ผ่านเว็บไซต์ของตัวเอง HomePro app และ marketplace (Shopee, Lazada) บริษัทฯ เปิดตัว “HomePro for Business” แพลตฟอร์มออนไลน์สำหรับลูกค้า B2B ในช่วงฤดูร้อน ยอดขายเครื่องปรับอากาศแข็งแกร่งในเดือนเม.ย. หนุนโดยบริการใหม่ เช่น การแลกเปลี่ยนและการขายต่อ และการจัดส่งภายในวันเดียวกัน บริการเหล่านี้เป็นที่นิยมสำหรับผลิตภัณฑ์อิเล็กทรอนิกส์

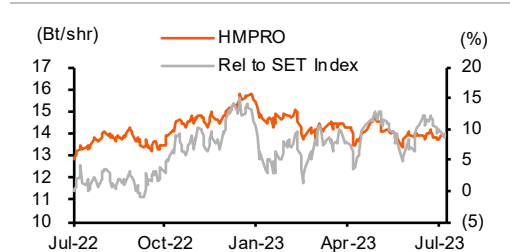
แนวโน้มดีต่อเนื่อง

เราคาดว่า HMPRO จะมีกำไรเติบโตแข็งแกร่งขึ้น y-y ใน 2H23F ต่อเนื่องไปยังช่วงที่มีการใช้จ่ายสูงใน 4Q โดยคาดว่า EPS จะเติบโต 11% ในปีนี้ ปัจจัยหนุนคือ 1) ยอดขายจากสาขาใหม่ เนื่องจากมีแผนเปิด 10 สาขาใหม่ในปีตั้งแต่ 1Q23 ถึง 4Q23 2) ได้แรงหนุนจากกลยุทธ์การขายใหม่และการใช้จ่ายที่ฟื้นตัวในสาขาในจังหวัดท่องเที่ยว และ 3) แรงกดดันด้านต้นทุนที่ลดลงจากการติดตั้งโซลาร์รูฟ และค่า Ft ที่ลดลง ด้วยการปรับลดกำไรลง 3-6% ในปี 2023-25F เราจึงคงคำแนะนำ “ซื้อ” HMPRO สำหรับกำไรเติบโตที่ดีเฉลี่ย 3 ปีที่ 13% ในปี 2023-25F ราคาเป้าหมายไม่เปลี่ยนแปลงที่ 18.5 บาท เนื่องจากเราปรับมาใช้ปีฐานปี 2024F

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	66,811	72,974	81,606	89,293
Net profit	6,217	6,903	7,931	8,981
Consensus NP	—	6,875	7,603	8,202
Diff frm cons (%)	—	0.4	4.3	9.5
Norm profit	6,217	6,903	7,931	8,981
Prev. Norm profit	—	7,112	8,333	9,588
Chg frm prev (%)	—	(2.9)	(4.8)	(6.3)
Norm EPS (Bt)	0.5	0.5	0.6	0.7
Norm EPS grw (%)	14.3	11.0	14.9	13.2
Norm PE (x)	29.6	26.7	23.2	20.5
EV/EBITDA (x)	17.3	15.3	13.7	12.3
P/BV (x)	7.6	7.3	6.8	6.3
Div yield (%)	2.7	3.0	3.4	3.9
ROE (%)	26.4	28.0	29.3	31.9
Net D/E (%)	40.8	46.5	48.5	45.7

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 19-Jul-23 (Bt)	14.00
Market Cap (US\$ m)	5,403.4
Listed Shares (m shares)	13,151.2
Free Float (%)	40.9
Avg Daily Turnover (US\$ m)	9.7
12M Price H/L (Bt)	15.80/12.80
Sector	Commerce
Major Shareholder	Land & Houses 30.23%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P70

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2024F

(Bt m)		2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	Terminal Value
EBITDA		14,174	15,787	17,699	19,660	21,576	23,634	25,741	27,637	29,656	31,762	33,861	
Free cash flow		5,192	7,297	10,095	13,123	14,670	16,332	19,523	21,035	22,648	24,827	26,497	389,398
PV of free cash flow		5,192	6,258	8,018	9,653	9,771	10,030	11,055	10,982	10,899	11,016	10,325	151,738
Risk-free rate (%)		2.5											
Market risk premium (%)		8.0											
Beta		0.8											
WACC (%)		8.0											
Terminal growth (%)		2.0											
Enterprise value - add		254,936											
Net debt		11,657											
Minority interest		0											
Equity value		243,279											
# of shares (m)		13,151											
Equity value/share (Bt)		18.50											

Source: Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท โฮม โปรดักส์ เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน) (HMPRO) เป็นผู้นำธุรกิจค้าปลีกเกี่ยวกับบ้านในไทย ด้วยมีผลิตภัณฑ์ 50,000 SKUs สำหรับ HomePro และ 60,000-80,000 SKUs สำหรับ Mega Home และให้บริการครบวงจรจากออกแบบ ซ่อมแซม ติดตั้ง และปรับปรุง บริษัทฯ มีสาขา HomePro 87 สาขา ทั่วประเทศไทย และอีก 7 สาขาในมาเลเซีย มี 5 สาขา HomePro S และ Mega Home 24 สาขา ณ 2Q23 เรามองว่าบริษัทกำลังจับเทรนด์ไลฟ์สไตล์ โดยเน้นไปที่งานปรับปรุงบ้าน และกลุ่มไลฟ์สไตล์

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- เป็นผู้นำธุรกิจค้าปลีกเกี่ยวกับบ้านเพื่อการตกแต่ง ต่อเติม และซ่อมแซม อาคาร บ้าน และที่อยู่อาศัย ด้วยมีสาขามากที่สุด
- มีทำเลที่ตั้งที่ดี
- มีอำนาจต่อรองที่แข็งแกร่ง ซึ่งสะท้อนให้เห็นจากการเพิ่มขึ้นของเงินอุดหนุนคืนจากซัพพลายเออร์ และรายได้อื่น

O — Opportunity

- มีโอกาสในการขยายสาขาในประเทศ ตามการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของประเทศ และแผน EEC
- มีผลิตภัณฑ์ครอบคลุม และจับกลุ่มลูกค้าใหม่
- มีโอกาสที่จะเข้าไปยังตลาดต่างประเทศ เริ่มด้วยมาเลเซีย และเวียดนาม

CONSENSUS COMPARISON

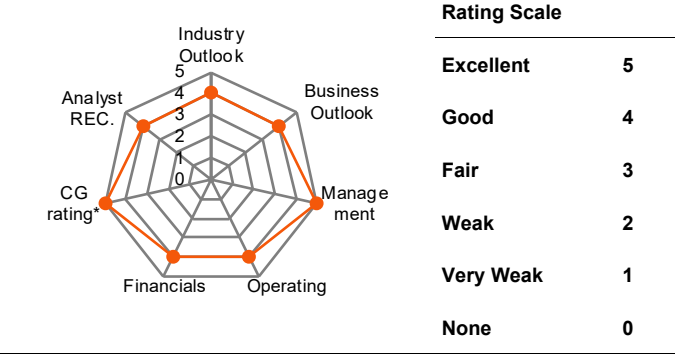
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	17.03	18.50	9%
Net profit 23F (Bt m)	6,875	6,903	0%
Net profit 24F (Bt m)	7,603	7,931	4%
Consensus REC	BUY: 21	HOLD: 5	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2024F ของเราสูงกว่า 4% เนื่องจากสมมติฐานอัตรากำไรขั้นต้นและการขยายสาขาใหม่ที่สูงขึ้นของเรา
- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าตลาด 9% เนื่องจากเราให้สมมติฐานในระยะยาวสำหรับอัตรากำไรขั้นต้น และการขยาย Mega Home ในเชิงรุกมากขึ้น

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



W — Weakness

- มีอำนาจในการกำหนดราคาต่ำในผลิตภัณฑ์บางประเภท
- เป็นธุรกิจที่ต้องลงทุนสูง

T — Threat

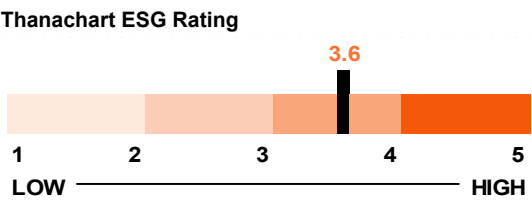
- การแข่งขันที่รุนแรงสำหรับ Mega Home เนื่องจากคู่แข่งเร่งการเปิดสาขา
- เศรษฐกิจไทยที่อ่อนแอ

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- มีปัจจัยเสี่ยงเชิงลบต่อประมาณการกำไรของเรา หากการขยายสาขาใหม่ไม่เป็นไปตามคาด
- การขยายตัวของกำไรอาจถูกขัดขวาง หากคู่แข่งขยายสาขามากกว่าที่คาด
- เศรษฐกิจจะชะลอตัว และตลาดอสังหาริมทรัพย์เข้าสู่ช่วงขาลง เป็นความเสี่ยง
- หากการขยายสาขาในต่างประเทศของ HMPRO ไม่ประสบความสำเร็จจะเป็นความเสี่ยง

Source: Thanachart

HMPRO เป็นผู้นำร้านค้าปลีกอุปกรณ์ตกแต่งบ้านที่มีสาขา HomePro ขนาดใหญ่ 87 สาขา และ HomePro S 5 สาขาในประเทศไทย และ HomePro 7 สาขา ในมาเลเซีย นอกจากนี้ยังมีร้านวัสดุก่อสร้างในต่างจังหวัด 24 แห่ง ภายใต้ร้าน Mega Home เราให้คะแนน ESG ที่ 3.62 ซึ่งอยู่ในอันดับสูงสุดในกลุ่มนี้ เนื่องจากบริษัท ทุ่มเทให้กับปัญหา ESG อย่างมาก ด้วยมีแผนงานที่ชัดเจน



	SETTHSI Index	THSI Index	DJSI Index	Thanachart ESG Rating (1.0-5.0)	MSCI (CCC-AAA)	Arabesque S-Ray (0-100)	CG Rating (0-5)
HMPRO	YES	YES	YES	3.62	AA	66.79	5.0

Sources: SETTRADE, SET, SETTHSI Index, Thailand Sustainability Investment (THSI), The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, Arabesque S-Ray®, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on “terms of use” toward the back of this report.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- HMPRO ตั้งเป้าลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกต่อร้านค้าลง 50% ภายในปี 2030 และลดได้แล้ว 36% ในปี 2022 ในปี 2022 บริษัทฯ ปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) 0.097mt CO2e (scope 1, 2, 3) - HMPRO ตั้งเป้าหมายใช้พลังงานทดแทนในอาคารร้านค้าของตนเองให้ได้ 100% ภายในปี 2030 บริษัทฯ ติดตั้งเซลล์แสงอาทิตย์ตั้งแต่ปี 2015 และมีร้านค้าที่ติดตั้งหลังคาแสงอาทิตย์ 65 แห่งในปัจจุบัน ซึ่งคิดเป็น 25.6% ของการใช้พลังงานทดแทนรวม - ตั้งเป้าของเสียเป็นศูนย์ 100% ภายในปี 2030 โดยบรรลุเป้าหมายแล้ว 84% ในปี 2022 - HMPRO ตั้งเป้าเลิกขายพลาสติกแบบใช้ครั้งเดียวทิ้ง 100% ในปี 2025 - รางวัล ESG: Dow Jones Sustainability Indices, MSCI Global Sustainability Indexes, MSCI ESG Rating Indices, FTSE4Good Index, Sustainalytics (low risk rating), CDP Sustainability Index
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- HMPRO จัดทำแบบสำรวจความพึงพอใจของผู้ร่วมงานเป็นประจำทุกปี และวิเคราะห์ผลลัพธ์เพื่อปรับปรุงในทุกๆ ด้าน เช่น สวัสดิการ อาชีวอนามัย ความปลอดภัย และสภาพแวดล้อมในการทำงาน พนักงาน 86.6% มีส่วนร่วมในปี 2022 - ในปี 2022, 49% ของผู้หญิงอยู่ในตำแหน่งผู้บริหารทั้งหมด - บริษัทฯ ตั้งเป้าอุบัติเหตุเป็นศูนย์ โดยมีอัตราอุบัติเหตุ 0.16%/ร้านค้า ในปี 2022 - การจ้างงานผู้พิการมีจำนวน 94 คนในปี 2022 คิดเป็น 1.05% ของพนักงานทั้งหมด ซึ่งสูงกว่ามาตรฐานของพระราชบัญญัติส่งเสริมศักยภาพคนพิการ พ.ศ. 2550 ที่กำหนดไว้ 1% - HMPRO ตั้งเป้าหมายขายผลิตภัณฑ์ที่เป็นมิตรกับสิ่งแวดล้อมในสัดส่วน 50% ภายในปี 2025 โดยบริษัทฯ ทำได้ 46.9% ในปี 2022
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- คณะกรรมการบริษัท (BOD) ประกอบด้วยสมาชิก 12 คน โดย 4 คนเป็นกรรมการอิสระ มีคณะกรรมการเป็นผู้หญิง 1 คน - คณะกรรมการกำหนดให้นโยบายการกำกับดูแลกิจการมีเนื้อหาครอบคลุมหลักการสำคัญเกี่ยวกับสิทธิของผู้ถือหุ้น การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส เพื่อให้สอดคล้องกับหลักเกณฑ์การกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG Code) ฉบับใหม่จากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ หลักเกณฑ์ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) และหลักเกณฑ์สากลในระดับภูมิภาคของ ASEAN CG Scorecard - HMPRO ปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี ยกเว้นว่า ประธานกรรมการสรรหาและกำหนดค่าตอบแทนไม่ได้เป็นกรรมการอิสระ - HMPRO จัดสรรให้ฝ่ายทรัพยากรบุคคลมีหน้าที่รับข้อร้องเรียนด้านจริยธรรมทางธุรกิจ ซึ่งพนักงานสามารถส่งเรื่องร้องเรียนได้โดยตรงทางไปรษณีย์หรืออีเมล

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	61,791	66,811	72,974	81,606	89,293
Cost of sales	45,534	48,783	53,037	59,085	64,390
Gross profit	16,257	18,029	19,937	22,521	24,903
% gross margin	26.3%	27.0%	27.3%	27.6%	27.9%
Selling & administration expenses	11,326	12,519	13,798	15,483	16,907
Operating profit	7,066	8,088	9,084	10,373	11,690
% operating margin	11.4%	12.1%	12.4%	12.7%	13.1%
Depreciation & amortization	3,208	3,156	3,705	4,058	4,353
EBITDA	10,274	11,244	12,790	14,431	16,043
% EBITDA margin	16.6%	16.8%	17.5%	17.7%	18.0%
Non-operating income	2,142	2,595	2,946	3,335	3,694
Non-operating expenses	(23)	(0)	0	0	0
Interest expense	(416)	(445)	(562)	(581)	(603)
Pre-tax profit	6,634	7,660	8,522	9,792	11,087
Income tax	1,194	1,441	1,619	1,860	2,107
After-tax profit	5,441	6,219	6,903	7,931	8,981
% net margin	8.8%	9.3%	9.5%	9.7%	10.1%
Shares in affiliates' Earnings	0	(2)	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	5,441	6,217	6,903	7,931	8,981
Normalized profit	5,441	6,217	6,903	7,931	8,981
EPS (Bt)	0.4	0.5	0.5	0.6	0.7
Normalized EPS (Bt)	0.4	0.5	0.5	0.6	0.7

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
ASSETS:					
Current assets:	18,920	21,430	22,558	23,971	25,716
Cash & cash equivalent	4,546	5,420	5,489	4,945	5,213
Account receivables	1,675	2,069	2,199	2,459	2,446
Inventories	12,572	13,630	14,531	16,188	17,641
Others	127	311	339	379	415
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	27,584	29,469	34,018	37,217	39,620
Other assets	12,082	14,286	14,659	15,162	15,582
Total assets	58,586	65,185	71,236	76,350	80,918
LIABILITIES:					
Current liabilities:	20,511	24,485	26,893	29,520	31,624
Account payables	13,973	15,812	16,710	18,616	20,287
Bank overdraft & ST loans	1,232	1,074	857	903	930
Current LT debt	3,183	5,174	6,516	6,866	7,070
Others current liabilities	2,124	2,425	2,810	3,134	3,336
Total LT debt	8,943	9,056	9,773	10,300	10,605
Others LT liabilities	6,242	7,398	9,502	9,466	9,408
Total liabilities	35,696	40,939	46,169	49,286	51,637
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	13,151	13,151	13,151	13,151	13,151
Share premium	646	646	646	646	646
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(29)	(25)	(25)	(25)	(25)
Retained earnings	9,122	10,473	11,294	13,292	15,508
Shareholders' equity	22,890	24,246	25,067	27,065	29,281
Liabilities & equity	58,586	65,185	71,236	76,350	80,918

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Earnings before tax	6,634	7,660	8,522	9,792	11,087
Tax paid	(1,351)	(1,277)	(1,632)	(1,751)	(2,061)
Depreciation & amortization	3,208	3,156	3,705	4,058	4,353
Chg In working capital	(1,211)	387	(133)	(12)	231
Chg In other CA & CL / minorities	231	(176)	210	10	(49)
Cash flow from operations	7,511	9,750	10,673	12,097	13,561
Capex	(2,051)	(5,041)	(8,000)	(7,000)	(6,500)
Right of use	(547)	(1,788)	(89)	(4)	(4)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	0	0	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	488	869	1,724	(626)	(560)
Cash flow from investments	(2,111)	(5,960)	(6,365)	(7,631)	(7,064)
Debt financing	(22)	1,946	1,843	923	536
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(4,208)	(4,866)	(5,260)	(5,934)	(6,765)
Warrants & other surplus	92	4	(822)	0	0
Cash flow from financing	(4,137)	(2,916)	(4,239)	(5,011)	(6,229)
Free cash flow	5,460	4,709	2,673	5,097	7,061

VALUATION

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Normalized PE (x)	33.8	29.6	26.7	23.2	20.5
Normalized PE - at target price (x)	44.7	39.1	35.2	30.7	27.1
PE (x)	33.8	29.6	26.7	23.2	20.5
PE - at target price (x)	44.7	39.1	35.2	30.7	27.1
EV/EBITDA (x)	18.8	17.3	15.3	13.7	12.3
EV/EBITDA - at target price (x)	24.5	22.5	19.9	17.8	16.0
P/BV (x)	8.0	7.6	7.3	6.8	6.3
P/BV - at target price (x)	10.6	10.0	9.7	9.0	8.3
P/CFO (x)	24.5	18.9	17.3	15.2	13.6
Price/sales (x)	3.0	2.8	2.5	2.3	2.1
Dividend yield (%)	2.3	2.7	3.0	3.4	3.9
FCF Yield (%)	3.0	2.6	1.5	2.8	3.8
(Bt)					
Normalized EPS	0.4	0.5	0.5	0.6	0.7
EPS	0.4	0.5	0.5	0.6	0.7
DPS	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5
BV/share	1.7	1.8	1.9	2.1	2.2
CFO/share	0.6	0.7	0.8	0.9	1.0
FCF/share	0.4	0.4	0.2	0.4	0.5

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Growth Rate					
Sales (%)	3.2	8.1	9.2	11.8	9.4
Net profit (%)	5.5	14.3	11.0	14.9	13.2
EPS (%)	5.5	14.3	11.0	14.9	13.2
Normalized profit (%)	5.5	14.3	11.0	14.9	13.2
Normalized EPS (%)	5.5	14.3	11.0	14.9	13.2
Dividend payout ratio (%)	77.4	80.4	80.0	80.0	80.0
Operating performance					
Gross margin (%)	26.3	27.0	27.3	27.6	27.9
Operating margin (%)	11.4	12.1	12.4	12.7	13.1
EBITDA margin (%)	16.6	16.8	17.5	17.7	18.0
Net margin (%)	8.8	9.3	9.5	9.7	10.1
D/E (incl. minor) (x)	0.6	0.6	0.7	0.7	0.6
Net D/E (incl. minor) (x)	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
Interest coverage - EBIT (x)	17.0	18.2	16.2	17.8	19.4
Interest coverage - EBITDA (x)	24.7	25.3	22.8	24.8	26.6
ROA - using norm profit (%)	9.5	10.0	10.1	10.4	11.4
ROE - using norm profit (%)	24.5	26.4	28.0	29.3	31.9
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	24.5	26.4	28.0	29.3	31.9
- asset turnover (x)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
- operating margin (%)	11.4	12.1	12.4	12.7	13.1
- leverage (x)	2.6	2.6	2.8	2.8	2.8
- interest burden (%)	94.1	94.5	93.8	94.4	94.8
- tax burden (%)	82.0	81.2	81.0	81.0	81.0
WACC (%)	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
ROIC (%)	18.3	20.7	21.6	22.9	23.6
NOPAT (Bt m)	5,794	6,566	7,358	8,402	9,469
invested capital (Bt m)	31,702	34,129	36,725	40,189	42,673

Sources: Company data, Thanachart estimates

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 15.00

Upside : 23.0%

(From: Bt 14.00)

20 JULY 2023

Small Cap Research

MC GROUP Pcl (MC TB)

รอบการเติบโตใหม่

หลังจากช่วงฟื้นตัว ในปีนี้ MC กำลังขยายสาขาและขยายผลิตภัณฑ์ใหม่ไปยังผลิตภัณฑ์ที่ไม่ใช่เดนิมและไม่ใช่เครื่องแต่งกาย ด้วยปีนี้มีกำไรที่สูงกว่าช่วงก่อนโควิด และเข้าสู่รอบการเติบโตใหม่ และคาดว่า EPS เติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ 23% เราจึงคงคำแนะนำ “ซื้อ” ราคาเป้าหมายใหม่ 15 บาท



PHANNARAI TIYPITTAYARUT

662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

แนะนำ “ซื้อ” ราคาเป้าหมายใหม่ที่ 15 บาท

เราปรับกำไรสำหรับ MC ขึ้น 4% ต่อปี ในปี FY23F เนื่องจากเราปรับสมมติฐานอัตรากำไรเพิ่มเป็น 64.9% จากเดิมที่ 64.0% เพื่อสอดคล้องกับ 9MFY23 ซึ่งดีกว่าเป้าหมายทั้งปีของบริษัทฯ ที่ 64% เนื่องจากกลยุทธ์การลดราคาลดลง และการควบคุมต้นทุน เราปรับมาใช้ราคาเป้าหมายปีฐาน 2024F ซึ่งเพิ่มขึ้น 7% เป็น 15 บาท (จาก 14 บาท) เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” MC เนื่องจากเป็นหุ้นค่าเบี่ยงเบนที่ต่ำ ช้อขายที่ 0.45/0.71 เท่า FY23-24F PEG และมี EPS เติบโตเฉลี่ยแข็งแกร่งที่ 23% ในปี FY23-25F และอัตราผลตอบแทนปันผลสูงถึง 6.6/7.8% ในปี FY23-24F

แผนใหม่สำหรับ Mc Outlet

หลังจากเปิดตัวได้หนึ่งปี Mc Outlets ได้พิสูจน์ให้เห็นถึงความสำเร็จ ด้วยมียอดขาย/ร้านค้าเพิ่มขึ้น 2-3 เท่า เมื่อเทียบกับร้าน mcmc แบบเดิม ณ 3QFY23F (สิ้นสุดเดือนมี.ค.2023) มี Mc Outlets 98 แห่ง หรือ 14% ของจุดขายทั้งหมด 680 จุด แผนใหม่คือการเพิ่มการขยาย Mc Outlet ให้ได้ตามเป้าหมายแรก 200 สาขา หรือ 10% ของสถานบริการน้ำมันปตท.ทั่วประเทศ ซึ่งเราคาดว่าจะภายในปี FY26F จากนั้นจะเป็นการขยายขนาดร้านของร้านที่เปลี่ยนมาจากร้าน mcmc (40 ตร.ม.) เป็น 70-80 ตร.ม. เหมือนกับขนาดของ Mc Outlet ใหม่ และเรายังไม่รวมปัจจัยบวกนี้ในประมาณการ รวมร้านค้าในช่องทางโมเดิร์นเทรดอื่นๆ MC เปิดร้านใหม่ 50-60 ร้าน ในปี FY23F เทียบกับ 9 สาขาที่เปิดสุทธิในปี FY20-22

ขยายไปสู่ผลิตภัณฑ์ที่ไม่ใช่เดนิม

แม้จะเป็นผู้ค้าปลีกเครื่องแต่งกายที่มียอดขายยีนส์ 45% แต่ยอดขายสาขาเดิมของ MC ได้ฟื้นตัวกลับสู่ระดับก่อนโควิด โดยได้แรงหนุนจากการเปลี่ยน mcmc เป็น Mc Outlets แล้วเสร็จในเดือนมิถุนายน 2022 และการเปิดตัวผลิตภัณฑ์ใหม่ต่อเนื่อง โดยส่วนใหญ่เป็นสินค้าที่ไม่ใช่เดนิม บริษัทฯ เปิดตัวคอลเลกชันใหม่ - ผลิตภัณฑ์ MC Biker ในเดือนกันยายนปีที่ผ่านมา MC Camping ในเดือนพฤศจิกายนปีที่ผ่านมา และ MC Graffiti Play เพิ่งเปิดตัวในเดือนมกราคมปีนี้ ซึ่งเป็นการขยายฐานลูกค้าสู่กลุ่มเป้าหมายใหม่และกลุ่มคนรุ่นใหม่

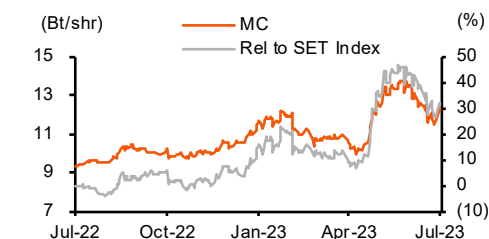
EPS เติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ 23%

ด้วยแรงหนุนจากยอดขายที่ฟื้นตัวอย่างรวดเร็วมาสู่ระดับช่วงก่อนโควิด การขยายสาขาเชิงรุกมากขึ้นกว่าก่อน ซึ่งเริ่มปีนี้และส่วนใหญ่เป็นร้านค้า MC Outlet ที่มีต้นทุนการเช่าต่ำ และการขยายผลิตภัณฑ์ไปสู่ผลิตภัณฑ์ที่ไม่ใช่เดนิมและไม่ใช่เครื่องแต่งกายที่มีอัตรากำไรขั้นต้นสูงขึ้น เราจึงคาดว่าจะกำไรสุทธิปีนี้จะมากกว่ากำไรก่อนช่วงโควิดปี FY19 มาอยู่ที่ 646 ลบ. และ EPS เติบโตเฉลี่ย 23% ในปี FY23-25F เนื่องจากไม่มีหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย จึงหนุนปันผลจ่ายที่อัตราปกติที่เกือบ 100% เราคงอยู่ที่ 0.80/0.95/1.10 บาท สำหรับปี FY23-25F หรืออัตราผลตอบแทนปันผลที่ 6.6-9.0%

COMPANY VALUATION

Y/E Jun (Bt m)	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	2,923	3,614	4,182	4,758
Net profit	486	646	760	894
Consensus NP	—	593	696	764
Diff frm cons (%)	—	9.0	9.2	17.1
Norm profit	486	646	760	894
Prev. Norm profit	—	620	760	894
Chg frm prev (%)	—	4.2	0.0	(0.0)
Norm EPS (Bt)	0.6	0.8	1.0	1.1
Norm EPS grw (%)	9.0	33.0	17.7	17.7
Norm PE (x)	19.9	15.0	12.7	10.8
EV/EBITDA (x)	8.0	6.7	6.6	5.9
P/BV (x)	2.6	2.6	2.5	2.5
Div yield (%)	4.9	6.6	7.8	9.0
ROE (%)	13.4	17.4	20.1	23.1
Net D/E (%)	(54.3)	(51.4)	(51.0)	(49.2)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 19-Jul-23 (Bt)	12.20
Market Cap (US\$ m)	283.6
Listed Shares (m shares)	792.0
Free Float (%)	43.2
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.7
12M Price H/L (Bt)	13.70/9.30
Sector	Commerce
Major Shareholder	Miss Sunee Seripanu 43.79%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P77

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไม่ทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of FY24F

(Bt m)		FY24F	FY25F	FY26F	FY27F	FY28F	FY29F	FY30F	FY31F	FY32F	FY33F	FY34F	Terminal value
EBITDA		1,023	1,182	1,358	1,474	1,622	1,742	1,902	2,072	2,226	2,390	2,556	
Free cash flow		756	833	1,038	1,136	1,260	1,354	1,482	1,509	1,385	1,471	1,608	13,928
PV of free cash flow		756	655	723	702	675	640	619	556	451	422	388	3,364
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	1.3												
WACC (%)	12.8												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value	9,953												
Net debt (end-FY23F)	(1,934)												
Minority interest	10												
Equity value	11,878												
# of shares (m)	792												
Equity value / share (Bt)	15.00												

Sources: Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท แม็คกรุ๊ป จำกัด (มหาชน) (MC) ได้เริ่มต้นธุรกิจทางแฟชั่นใน ประเทศไทยภายใต้แบรนด์ของตัวเอง "MC" ตั้งแต่ 1975 ในปีที่ผ่านมา MC ได้มีการพัฒนาผลิตภัณฑ์ที่หลากหลายภายใต้แบรนด์ Mc, Mc Lady, ยีนส์ ระดับพรีเมียมของ Blue Brothers, Mc mini kidswear และ U-P activewear ซึ่งส่วนใหญ่จัดจำหน่ายผ่านร้าน free standing และโมเดิร์นเทรดทั่วประเทศ นอกจากนี้ยังได้จัดตั้งแพลตฟอร์มอีคอมเมิร์ซ ซึ่งกลายเป็นตัวขับเคลื่อนการเติบโตของกำไรที่สำคัญ

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ทีมผู้บริหารมีประสบการณ์สูงในตลาดทางแฟชั่นในประเทศไทย
- "Mc" เป็นแบรนด์ที่แข็งแกร่งที่มีการออกแบบเฉพาะของตัวเอง
- ช่องทางการกระจายสินค้าที่ครอบคลุมทั่วประเทศ
- ผลิตภัณฑ์มีคุณภาพและขายที่ราคาที่เหมาะสม
- ด้วยส่วนแบ่งการตลาดที่สูง และการผลิตภายในบริษัท MC จึงมีความสามารถในการแข่งขันด้านต้นทุน

O — Opportunity

- มีโอกาสที่จะจับตลาดที่มีอัตราการเติบโตสูงในอาเซียน
- เจาะตลาด lifestyle
- ขยายสายผลิตภัณฑ์ และกลุ่มลูกค้า
- ผู้ประกอบการขนาดเล็กออกจากตลาด

CONSENSUS COMPARISON

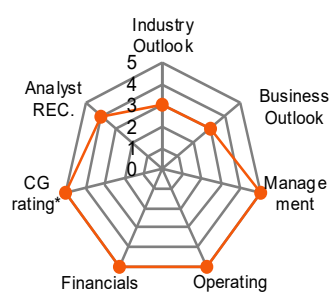
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	15.06	15.00	0%
Net profit 23F (Bt m)	593	646	9%
Net profit 24F (Bt m)	696	760	9%
Consensus REC	BUY: 4	HOLD: 1	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรสุทธิปี FY23-24F ของเราสูงกว่าตลาด 9% เนื่องจากสมมติฐานสาขาใหม่ และอัตรากำไรสุทธิของเราที่สูงขึ้น หนุนโดยความสำเร็จของ Mc Outlet
- ราคาเป้าหมายของเราใกล้เคียงกับของตลาด

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

- MC มีสต็อกสินค้าและจำนวนวันที่สินค้าคงคลังที่รับเข้ามาสูง แต่มีแนวโน้มลดลง
- ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่สูง ส่วนใหญ่เป็นค่าบุคลากรและค่าเช่าซึ่งคิดเป็น 70% ของค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารทั้งหมด

T — Threat

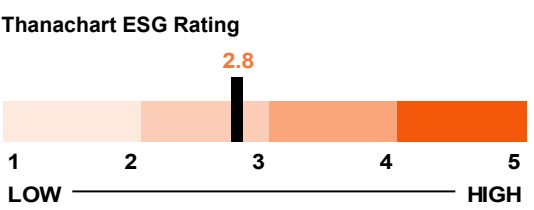
- การแข่งขันจากบริษัทคู่แข่งเดิมในตลาดทางแฟชั่นคือ LEVI'S, Wrangler, Lee และแบรนด์คู่แข่งอื่น ๆ
- การแข่งขันมากขึ้นจากแบรนด์ต่างประเทศใหม่ๆ เช่น H&M, UNIQLO และ ZARA

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การใช้จ่ายของประชาชนเติบโตต่ำกว่าที่เราคาด จะทำให้มี downside ต่อสมมติฐานการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมของเรา
- หากช่องทาง omni-channel และรูปแบบ Mc Outlet ใหม่ไม่ประสบความสำเร็จจะส่งผลกระทบต่อคาดการณ์การเติบโตของ MC
- การแข่งขันที่สูงขึ้นจากคู่แข่งเดิมและคู่แข่งใหม่ในตลาดทางแฟชั่น และเครื่องนุ่งห่ม จะเป็นปัจจัยกดดันปริมาณยอดขายและราคาขายของ MC

Source: Thanachart

MC เป็นผู้ผลิตและผู้ค้าปลีกผลิตภัณฑ์ Mc Jeans และเครื่องแต่งกาย มีโรงงาน 1 แห่ง และร้านค้าปลีกและจุดขายในประเทศไทย 680 แห่ง และร้านค้าในต่างประเทศ 9 แห่ง เราให้คะแนน ESG สำหรับ MC ที่ 2.8 ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มค้าปลีก ซึ่งสะท้อนถึงความมุ่งมั่นของ MC ในการอนุรักษ์สิ่งแวดล้อม แต่ขาดเป้าหมายที่เป็นรูปธรรมใน ESG โดยรวม



	SETTHSI Index	THSI Index	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	Arabesque S-Ray (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
MC	-	-	-	-	-	-	13.00	-	5.0

Sources: SETTRADE, SETTHSI Index, Thailand Sustainability Investment (THSI), The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, Arabesque S-Ray®, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "term of use" in the following back page.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- โรงงานของ MC ไม่ได้สร้างก๊าซเรือนกระจก (GHG) มากนัก เนื่องจากการผลิตทางเกนยีนส์และเครื่องแต่งกายไม่ใช่การผลิตเส้นใยต้นน้ำที่ต้องใช้สารเคมีเป็นจำนวนมาก - MC อ้างว่าบริษัท ใส่ใจสิ่งแวดล้อมในทุกขั้นตอนตั้งแต่การจัดหาวัตถุดิบที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม การลดและการจัดการของเสียจากการผลิต การลดการใช้พลังงาน การจัดการของเสียจนถึงการรีไซเคิลและการนำวัสดุ/ของเหลือกลับมาใช้ใหม่ MC มีระบบบำบัดน้ำเสียและตรวจสอบน้ำดื่มให้ได้มาตรฐาน - MC มีมาตรการและติดตามคุณภาพสิ่งแวดล้อมของโรงงานและสภาพแวดล้อมในที่ทำงาน เช่น คุณภาพอากาศในที่ทำงาน (รวมถึงอนุภาคแขวนลอยทั้งหมดและอนุภาคฝุ่นน้อยกว่า 10 ไมครอน) มลพิษทางเสียง ความสว่าง และอุณหภูมิในที่ทำงาน ทั้งหมดต้องผ่านข้อกำหนดมาตรฐานตามกฎหมาย
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขภาพและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- MC ปฏิบัติตามกฎหมายและหลักเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องด้านสิทธิมนุษยชนอย่างเคร่งครัด โดยกำหนดจรรยาบรรณเพื่อให้แน่ใจว่าพนักงานของตนทำงานและปฏิบัติต่อกันอย่างเท่าเทียมกันและเป็นธรรมในเรื่องสิทธิส่วนบุคคล และปราศจากการเลือกปฏิบัติทางเชื้อชาติ ศาสนา เพศ และสถานะทางสังคมหรือการเมือง - MC ปฏิบัติต่อพนักงานอย่างเท่าเทียมกันและเป็นธรรม โดยให้ค่าตอบแทนและผลประโยชน์ที่ยุติธรรมและสมเหตุสมผลที่ตรงกับความรู้ ความสามารถ ความรับผิดชอบ และผลการปฏิบัติงานของแต่ละคน ค่าตอบแทนและผลประโยชน์ที่เสนอให้มากกว่าที่กฎหมายกำหนด กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ ประกันสุขภาพกลุ่ม การตรวจสอบสุขภาพประจำปี กิจกรรม 5S สภาพแวดล้อมการทำงานที่ปลอดภัย ทุนการศึกษาสำหรับบุตรของพนักงาน - MC ใส่ใจในความปลอดภัยของพนักงานและปฏิบัติตาม ISO45001
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- มีกรรมการ 8 คนในคณะกรรมการบริษัท (BOD) โดย 5 คนเป็นกรรมการอิสระ และ 3 คนเป็นผู้หญิง ประธานกรรมการบริษัทไม่ใช่บุคคลเดียวกับประธานกรรมการบริหาร - MC ดำเนินธุรกิจอย่างมีจริยธรรม โปร่งใส และน่าเชื่อถือ โดยมุ่งเน้นที่ความยั่งยืนของธุรกิจเพื่อเพิ่มมูลค่าหุ้นสูงสุด และสามารถจ่ายเงินปันผลได้อย่างสม่ำเสมอ - MC มีความมุ่งมั่นอยู่เสมอที่จะสร้างความสัมพันธ์ที่ดีกับคู่ค้าทางธุรกิจ การจัดหาและจัดซื้อจัดจ้างที่เป็นธรรมโดยไม่มีอุปสรรคทางการค้าหรือจำกัดการแข่งขัน ดำเนินการตามการแข่งขันทางธุรกิจอย่างเป็นธรรม สัญญาจรรยาบรรณ และคำมั่นสัญญาที่มอบให้กับลูกค้าโดยคำนึงถึงผลประโยชน์ร่วมกัน - MC ได้คัดค้านเครื่องแต่งกายและเครื่องแต่งกายเพื่อตอบสนองความต้องการของผู้บริโภคทุกเพศ ทุกวัย และทุกไลฟ์สไตล์ รวมทั้งนวัตกรรมด้านเชื้อแบคทีเรียและกันน้ำ

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Jun (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	3,220	2,923	3,614	4,182	4,758
Cost of sales	1,301	1,031	1,269	1,493	1,684
Gross profit	1,919	1,892	2,346	2,689	3,074
% gross margin	59.6%	64.7%	64.9%	64.3%	64.6%
Selling & administration expenses	1,401	1,306	1,556	1,769	1,997
Operating profit	518	586	790	921	1,077
% operating margin	16.1%	20.0%	21.9%	22.0%	22.6%
Depreciation & amortization	400	378	372	250	224
EBITDA	918	964	1,161	1,170	1,301
% EBITDA margin	28.5%	33.0%	32.1%	28.0%	27.3%
Non-operating income	29	26	37	44	52
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(28)	(20)	(19)	(15)	(11)
Pre-tax profit	519	592	807	950	1,118
Income tax	78	107	161	190	224
After-tax profit	441	485	646	760	894
% net margin	13.7%	16.6%	17.9%	18.2%	18.8%
Shares in affiliates' Earnings	5	(1)	0	0	0
Minority interests	(0)	1	0	0	0
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	446	486	646	760	894
Normalized profit	446	486	646	760	894
EPS (Bt)	0.6	0.6	0.8	1.0	1.1
Normalized EPS (Bt)	0.6	0.6	0.8	1.0	1.1

BALANCE SHEET

FY ending Jun (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
ASSETS:					
Current assets:	3,324	3,406	3,318	3,396	3,460
Cash & cash equivalent	1,864	1,995	1,934	1,956	1,925
Account receivables	202	203	248	286	326
Inventories	1,250	1,200	1,130	1,145	1,200
Others	7	7	7	8	9
Investments & loans	25	21	21	21	21
Net fixed assets	343	359	447	455	470
Other assets	1,522	1,276	1,084	1,021	989
Total assets	5,214	5,062	4,871	4,893	4,940
LIABILITIES:					
Current liabilities:	721	734	611	652	681
Account payables	283	300	278	327	369
Bank overdraft & ST loans	0	0	(0)	(0)	0
Current LT debt	0	0	(0)	(0)	0
Others current liabilities	438	434	333	325	312
Total LT debt	0	0	(0)	(0)	0
Others LT liabilities	891	653	494	408	343
Total liabilities	1,612	1,387	1,105	1,060	1,025
Minority interest	11	10	10	10	10
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	400	396	396	396	396
Share premium	2,825	2,825	2,825	2,825	2,825
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(90)	25	25	25	25
Retained earnings	456	419	511	578	660
Shareholders' equity	3,591	3,665	3,756	3,823	3,905
Liabilities & equity	5,214	5,062	4,871	4,893	4,940

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Jun (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Earnings before tax	519	592	807	950	1,118
Tax paid	(78)	(71)	(175)	(173)	(225)
Depreciation & amortization	400	378	372	250	224
Chg In working capital	221	67	4	(6)	(52)
Chg In other CA & CL / minorities	372	(19)	(91)	(25)	(12)
Cash flow from operations	1,433	947	918	995	1,052
Capex	(13)	(89)	(165)	(110)	(120)
Right of use	(1,452)	(36)	(4)	(4)	(4)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	0	4	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	850	(283)	(256)	(167)	(148)
Cash flow from investments	(615)	(403)	(425)	(281)	(271)
Debt financing	(0)	0	(0)	(0)	0
Capital increase	0	(4)	0	0	0
Dividends paid	(433)	(412)	(554)	(693)	(812)
Warrants & other surplus	(2)	3	0	0	0
Cash flow from financing	(436)	(412)	(554)	(693)	(812)
Free cash flow	1,420	858	753	885	932

VALUATION

FY ending Jun	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Normalized PE (x)	21.7	19.9	15.0	12.7	10.8
Normalized PE - at target price (x)	26.7	24.5	18.4	15.6	13.3
PE (x)	21.7	19.9	15.0	12.7	10.8
PE - at target price (x)	26.7	24.5	18.4	15.6	13.3
EV/EBITDA (x)	8.5	8.0	6.7	6.6	5.9
EV/EBITDA - at target price (x)	10.9	10.3	8.6	8.5	7.7
P/BV (x)	2.7	2.6	2.6	2.5	2.5
P/BV - at target price (x)	3.3	3.2	3.2	3.1	3.0
P/CFO (x)	6.7	10.2	10.5	9.7	9.2
Price/sales (x)	3.0	3.3	2.7	2.3	2.0
Dividend yield (%)	4.6	4.9	6.6	7.8	9.0
FCF Yield (%)	14.7	8.9	7.8	9.2	9.6
(Bt)					
Normalized EPS	0.6	0.6	0.8	1.0	1.1
EPS	0.6	0.6	0.8	1.0	1.1
DPS	0.6	0.6	0.8	0.9	1.1
BV/share	4.5	4.6	4.7	4.8	4.9
CFO/share	1.8	1.2	1.2	1.3	1.3
FCF/share	1.8	1.1	1.0	1.1	1.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Jun	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Growth Rate					
Sales (%)	1.2	(9.2)	23.7	15.7	13.8
Net profit (%)	10.0	9.0	33.0	17.7	17.7
EPS (%)	10.0	9.0	33.0	17.7	17.7
Normalized profit (%)	0.4	9.0	33.0	17.7	17.7
Normalized EPS (%)	0.4	9.0	33.0	17.7	17.7
Dividend payout ratio (%)	98.7	97.8	98.1	99.0	97.5
Operating performance					
Gross margin (%)	59.6	64.7	64.9	64.3	64.6
Operating margin (%)	16.1	20.0	21.9	22.0	22.6
EBITDA margin (%)	28.5	33.0	32.1	28.0	27.3
Net margin (%)	13.7	16.6	17.9	18.2	18.8
D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
Interest coverage - EBIT (x)	18.4	28.6	41.1	62.3	98.9
Interest coverage - EBITDA (x)	32.7	47.1	60.4	79.2	119.4
ROA - using norm profit (%)	9.6	9.5	13.0	15.6	18.2
ROE - using norm profit (%)	12.4	13.4	17.4	20.1	23.1
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	12.3	13.4	17.4	20.1	23.1
- asset turnover (x)	0.7	0.6	0.7	0.9	1.0
- operating margin (%)	17.0	20.9	22.9	23.1	23.7
- leverage (x)	1.3	1.4	1.3	1.3	1.3
- interest burden (%)	94.9	96.7	97.7	98.5	99.0
- tax burden (%)	84.9	82.0	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	12.8	12.8	12.8	12.8	12.8
ROIC (%)	20.9	27.8	37.8	40.4	46.1
NOPAT (Bt m)	440	480	632	736	862
invested capital (Bt m)	1,728	1,669	1,822	1,867	1,981

Sources: Company data, Thanachart estimates

BUY (Unchanged)

Company Update

TP: Bt 65.00

(Unchanged)

20 JULY 2023

Upside : 19.3%

Moshi Moshi Retail Corp. (MOSHI TB)

ผู้นำในตลาดที่เติบโต

เรามองว่า MOSHI เป็นธุรกิจที่หายากในประเทศไทยที่น่าเสนอเรื่องราวการขยายตัวและการเติบโตอยู่ในช่วงต้นในฐานะผู้นำตลาดในอุตสาหกรรมผลิตภัณฑ์ไลฟ์สไตล์ที่กำลังเติบโต ด้วยมี EPS เติบโตเฉลี่ย 5 ปีที่ 31% เราให้ราคาเป้าหมายปี 2024F ที่ 65.0 บาท



PHANNARAI TIYAPITTAYARUT

662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

คำแนะนำ "ซื้อ"

เราขอคำแนะนำ "ซื้อ" บมจ. โมชิ โมชิ รีเทล คอร์ปอเรชั่น (MOSHI) ผู้ค้าปลีกสินค้าไลฟ์สไตล์รายใหญ่อันดับสองในประเทศไทย ด้วยราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2024F) ที่ 65.0 บาท/หุ้น 1) MOSHI เป็นผู้นำตลาดสินค้าไลฟ์สไตล์ที่กำลังเติบโตในประเทศไทยโดยมีคู่แข่งน้อยมาก (blue ocean industry) ของ 2) MOSHI ได้จดทะเบียนซื้อขายในตลาดฯ ในช่วงต้นของวงจรการเติบโตโดยมีแนวโน้มการเติบโตที่แข็งแกร่งด้วยมีโอกาสมากมายในการขยายสาขาและผลิตภัณฑ์ เราคาดว่า EPS จะเติบโตเฉลี่ย 5 ปีที่ 31% 3) MOSHI เป็นบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงอยู่แล้วด้วยให้ ROE ที่ 20% โดยมีโอกาสที่จะขยายอัตรากำไรจากประโยชน์จากขนาด เรามองว่าการซื้อขายที่ PE ที่สูงนั้นสมเหตุสมผลกับการเติบโต (0.77/0.68 เท่า PEG ในปี 2024-25F) และ ROE และ 4) MOSHI เป็นบริษัทที่มีเงินสดสุทธิ ด้วย EBITDA/capex อยู่ที่ 4.9-6.5 เท่า ในปี 2023-25F

อยู่ในช่วงต้นของรอบการเติบโต

ธุรกิจร้านค้าปลีก Moshi เริ่มต้นในปี 2016 โดยผู้ก่อตั้งซึ่งมีประสบการณ์มากกว่า 30 ปีในธุรกิจค้าปลีกของที่ระลึกแบบดั้งเดิมของครอบครัวในย่านสำเพ็ง ซึ่งเป็นชุมชนร้านค้าของที่ระลึกและสินค้าพรีเมียมหลักของกรุงเทพฯ MOSHI กลายเป็นผู้ค้าปลีกสินค้าไลฟ์สไตล์รายใหญ่อันดับสองในปี 2019 โดยมีส่วนแบ่งตลาดเพิ่มขึ้น 37.6% ในปี 2021 ด้วยมีสาขาเพียง 109 สาขา หรือครอบคลุม 17% ของจำนวนห้างสรรพสินค้าและไฮเปอร์มาร์เก็ตในไทย MOSHI อยู่ในช่วงเริ่มต้นของรอบการขยายตัว MOSHI ตั้งเป้าที่จะมีสาขา 165 แห่งภายในปี 2025 และเห็นทำเลที่มีศักยภาพ 400 แห่งในระยะยาว ซึ่งเรามองว่าเป็นระดับที่ระมัดระวัง MOSHI ยังได้ขยายโมเดลรูปแบบร้านค้าใหม่ ร้านค้าแบบสดแอนด์ไลน์ (2 แห่ง จะเปิดใน 2H23F) และ shop-in-shop ในห้างสรรพสินค้า (2025)

โอกาสในการขยายผลิตภัณฑ์

MOSHI มีผลิตภัณฑ์ 12 ประเภท มากกว่า 22,000 SKUs ก่อนเปิดตัวประเภทที่ 13 ซึ่งเป็นสินค้าสำหรับสัตว์เลี้ยง ในเดือนพ.ค.ปีนี้ บริษัทฯ มีแผนที่จะเปิดตัวผลิตภัณฑ์ประเภทที่ 14 ใน 3Q23F ด้วย SKUs ที่มากขึ้น บริษัทฯ น่าจะเปิดตัวแบรนด์ร้านค้าใหม่ที่สาขาฟิวเจอร์พาร์ครังสิต ซึ่งถูกปรับปรุงใหม่ให้เป็นร้านหลักขนาด 631 ตร.ม. โดยมี store-in-store 2 แบรินด์ คือร้าน "Garlic" ที่ขายน้ำหอม เครื่องหอม และเครื่องกระจายกลิ่น (กลางเดือน ก.ค.) และร้าน "Pet Town" (12 ส.ค.) สินค้าของทั้งสองแบรนด์นี้ส่วนใหญ่เป็นสินค้านำเข้าที่มีอัตรากำไรสูง สัดส่วนสินค้านำเข้าในช่วงปีโควิดอยู่ที่ 45-48% ของยอดขาย ซึ่ง MOSHI ตั้งเป้าที่จะเพิ่มสินค้านำเข้ากลับไปสู่ระดับก่อนโควิดที่ 60-65% ของยอดขาย (54% YTD)

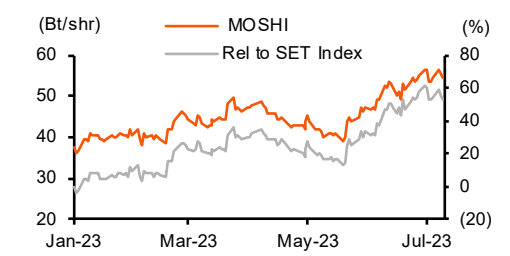
เป็นบริษัทปลอดหนี้ และมีการเติบโตสูง

เราคาดว่า EPS จะเติบโตเฉลี่ยที่ 31% ในปี 2023-27F เราคาดว่า MOSHI จะยังคงเป็นบริษัทที่ปลอดหนี้ตลอดปีดังกล่าว เราคาดว่าจะมี EBITDA ต่อปีที่ 592-1,049 ลบ. ในปี 2023-25F ครอบคลุมค่าใช้จ่ายลงทุนต่อปีที่ 120-162 ลบ. การซื้อส่วนใหญ่มีขนาดโบเรอจที่ต่ำและซื้อเป็นเงินสด

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	1,890	2,682	3,513	4,339
Net profit	253	379	542	738
Consensus NP	—	380	515	690
Diff frm cons (%)	—	(0.4)	5.3	7.0
Norm profit	253	379	542	738
Prev. Norm profit	—	379	542	738
Chg frm prev (%)	—	0.0	0.0	0.0
Norm EPS (Bt)	0.9	1.1	1.6	2.2
Norm EPS grw (%)	90.8	21.0	43.2	36.1
Norm PE (x)	57.5	47.5	33.2	24.4
EV/EBITDA (x)	22.4	22.3	17.2	13.3
P/BV (x)	11.2	12.8	10.2	8.0
Div yield (%)	6.0	0.8	1.2	1.6
ROE (%)	19.7	25.1	30.8	36.8
Net D/E (%)	(46.9)	(45.4)	(51.4)	(62.5)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 19-Jul-23 (Bt)	54.50
Market Cap (US\$ m)	527.8
Listed Shares (m shares)	330.0
Free Float (%)	25.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	2.5
12M Price H/L (Bt)	56.50/29.09
Sector	Commerce
Major Shareholder	Boonsongkor Family 75%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P84

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่ผู้ลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2024F

(Bt m)		2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	Terminal Value
EBITDA		799	1,049	1,348	1,661	1,992	2,352	2,738	3,162	3,627	4,135	4,660	
Free cash flow		458	645	896	1,152	1,418	1,705	2,013	2,351	2,722	3,127	3,540	37,950
PV of free cash flow		458	528	663	772	841	910	968	1,019	1,062	1,099	1,067	11,435
Risk-free rate (%)		2.5											
Market risk premium (%)		8.0											
Beta		1.0											
WACC (%)		10.5											
Terminal growth (%)		2.0											
Enterprise value - add		20,823											
Net debt		(638)											
Minority interest		0											
Equity value		21,461											
# of shares (m)		330											
Equity value/share (Bt)		65											

Source: Thanachart estimates

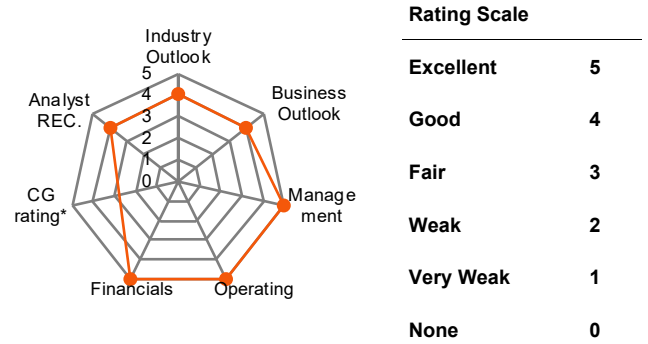
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บมจ. โมชิ โมชิ รีเทล คอร์ปอเรชั่น (MOSHI) ดำเนินธุรกิจร้านค้าปลีกที่ตอบสนองต่อลักษณะการใช้ชีวิตประจำวันของผู้บริโภคแต่ละกลุ่ม (สินค้าไลฟ์สไตล์ (Lifestyle)) ภายใต้ชื่อทางการค้า “Moshi Moshi” หลังจากเปิดสาขาแรกในปี 2016 ปัจจุบันเป็นผู้นำตลาดด้วยส่วนแบ่งตลาดยอดขาย 37.6% ในปี 2021 ณ 1Q23 มีสาขา 109 แห่ง ใน 44 จังหวัด มี SKUs สินค้ามากกว่า 22,000 รายการ

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *No CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ผู้ค้าปลีกสินค้าไลฟ์สไตล์อันดับ 1 ตั้งแต่ปี 2019
- การออกแบบผลิตภัณฑ์ภายในบริษัทพร้อมผลิตภัณฑ์ที่มีจำหน่ายเฉพาะที่ Moshi Moshi
- การเงินแข็งแกร่ง

O — Opportunity

- การขยายโอกาสในประเทศไทยและต่างประเทศ
- รูปแบบร้านค้าใหม่และผลิตภัณฑ์ใหม่

W — Weakness

- ร้านค้าส่วนใหญ่ทำสัญญาเช่าในห้างสรรพสินค้าและไฮเปอร์มาร์เก็ต และมีความเสี่ยงที่จะถูกยกเลิกสัญญาหรือขึ้นค่าเช่า

T — Threat

- ผลิตภัณฑ์คู่แข่งจากช่องทางออนไลน์
- โรคระบาดที่อาจทำให้เกิดการปิดร้านชั่วคราว

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	50.80	65.00	28%
Net profit 23F (Bt m)	380	379	0%
Net profit 24F (Bt m)	515	542	5%
Consensus REC	BUY: 3	HOLD: 2	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- กำไรสุทธิปี 2023F ของเราสอดคล้องกับของตลาด แต่สูงกว่าตลาด 5% ในปี 2024F ซึ่งเป็นไปได้ว่าเราวมการซื้อกิจการของ OK Station และเราให้สมมติฐานสาขาใหม่ในเชิงรุกมากขึ้น
- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด 28% เนื่องจากเรามั่นใจในการขยายสาขาและผลิตภัณฑ์ในระยะยาว

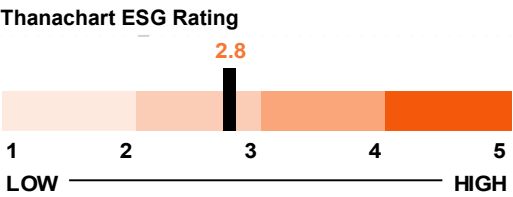
Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากเศรษฐกิจอ่อนแอกว่าที่เราคาดไว้ในปัจจุบัน
- หากคู่แข่งขยายตัวเร็วกว่าที่เราคาดไว้

Source: Thanachart

MOSHI ดำเนินธุรกิจร้านค้าสินค้าไลฟ์สไตล์ภายใต้แบรนด์ "Moshi Moshi" ของบริษัท ณ 1Q23 มีสาขา 109 แห่ง ใน 44 จังหวัด มีสินค้ามากกว่า 22,000 SKU และคลังสินค้า 1 แห่ง เราให้คะแนน ESG MOSHI ที่ 2.8 ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มค้าปลีก สะท้อนให้เห็นถึงการขาดเป้าหมายที่เป็นรูปธรรมสำหรับประเด็น ESG โดยรวม



	SETTHSI Index	THSI Index	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	Arabesque S-Ray (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
MOSHI	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Sources: SETTRADE, SETTHSI Index, Thailand Sustainability Investment (THSI), The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, Arabesque S-Ray®, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "term of use" in the following back page.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงาน/ไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- MOSHI ไม่มีโรงงาน ไม่ได้ก่อให้เกิดก๊าซเรือนกระจกโดยตรง (GHG) มากนัก แต่มุ่งมั่นที่จะลดการปล่อยก๊าซโดยตรงตรวจสอบให้แน่ใจว่ายานพาหนะขนส่งสินค้าอยู่ในสภาพพร้อมใช้งานเพื่อป้องกันการเผาไหม้เชื้อเพลิงที่ไม่สมบูรณ์ ในขณะที่มีแคมเปญประหยัดพลังงานด้วย - MOSHI ลดการใช้วัสดุและเครื่องใช้สำนักงานโดยการใช้ซ้ำหรือรีไซเคิล - MOSHI ใช้บรรจุภัณฑ์ที่ทนทานแทนบรรจุภัณฑ์แบบใช้แล้วทิ้งเพื่อประหยัดทรัพยากรและลดปริมาณขยะ - MOSHI กำจัดของเสียและของเสียอันตรายอย่างเหมาะสมเพื่อลดมลพิษ - MOSHI ออกแบบและผลิตผลิตภัณฑ์จากวัสดุที่เป็นมิตรกับสิ่งแวดล้อม
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- MOSHI สนับสนุนและเคารพสิทธิมนุษยชน ปฏิบัติต่อพนักงานอย่างเท่าเทียมและเป็นธรรม ส่งเสริมการจ้างแรงงานในท้องถิ่น ผู้ด้อยโอกาส และผู้พิการ มีนโยบายไม่เลือกปฏิบัติต่อความแตกต่างทางเชื้อชาติ ศาสนา เพศ อายุ การศึกษา ความเชื่อ และอื่นๆ - MOSHI ให้สวัสดิการ ความปลอดภัย และสุขอนามัยแก่พนักงานในสถานที่ทำงานเพื่อให้มั่นใจถึงความพึงพอใจในการทำงาน - MOSHI เสนอการพัฒนาบุคลากรโดยการจัดฝึกอบรมอย่างต่อเนื่องเพื่อส่งเสริมความสามารถของพนักงาน - MOSHI เข้าร่วมกิจกรรมของชุมชน โรงเรียน และองค์กรของรัฐเพื่อมีส่วนร่วมและทำให้สภาพแวดล้อมของชุมชนน่าอยู่ยิ่งขึ้น
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- คณะกรรมการบริษัท (BOD) มีสมาชิก 10 คน ในจำนวนนี้เป็นกรรมการอิสระ 4 คน และ 5 คนเป็นสมาชิกในครอบครัว - MOSHI มุ่งมั่นที่จะทำให้ธุรกิจเติบโตผ่านการกำกับดูแลกิจการ เพื่อให้มั่นใจว่าบริษัทและบริษัทย่อยดำเนินงานอย่างมีประสิทธิภาพ ยุติธรรม โปร่งใส และมีคุณธรรม - กระบวนการจัดการความเสี่ยงตั้งอยู่บนกรอบการทำงานที่ดี ซึ่งประกอบด้วย การระบุความเสี่ยงและการประเมินความเสี่ยงที่ครอบคลุมปัจจัยภายในและภายนอกที่อาจส่งผลกระทบต่อการทำงานจากการบรรลุเป้าหมาย รวมถึงความเสี่ยงเกี่ยวกับกลยุทธ์ การเงิน การปฏิบัติงาน กฎหมาย และการปฏิบัติตามกฎข้อบังคับ

Sources: Company data, Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	1,256	1,890	2,682	3,513	4,339
Cost of sales	578	899	1,271	1,658	2,018
Gross profit	677	991	1,411	1,855	2,321
% gross margin	53.9%	52.4%	52.6%	52.8%	53.5%
Selling & administration expenses	495	654	912	1,159	1,388
Operating profit	183	337	499	696	932
% operating margin	14.6%	17.8%	18.6%	19.8%	21.5%
Depreciation & amortization	276	279	280	299	317
EBITDA	459	616	779	994	1,250
% EBITDA margin	36.5%	32.6%	29.0%	28.3%	28.8%
Non-operating income	8	6	8	10	13
Non-operating expenses	1	6	6	6	6
Interest expense	(25)	(27)	(40)	(34)	(28)
Pre-tax profit	167	322	474	678	923
Income tax	35	69	95	136	185
After-tax profit	131	253	379	542	738
% net margin	10.5%	13.4%	14.1%	15.4%	17.0%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	131	253	379	542	738
Normalized profit	131	253	379	542	738
EPS (Bt)	0.5	0.9	1.1	1.6	2.2
Normalized EPS (Bt)	0.5	0.9	1.1	1.6	2.2

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
ASSETS:					
Current assets:	508	1,221	1,288	1,754	2,437
Cash & cash equivalent	238	756	638	906	1,403
Account receivables	9	9	18	24	30
Inventories	259	404	557	727	885
Others	2	52	74	97	120
Investments & loans	7	6	6	6	6
Net fixed assets	751	706	734	770	815
Other assets	727	868	781	687	585
Total assets	1,993	2,801	2,809	3,217	3,845
LIABILITIES:					
Current liabilities:	532	527	833	931	1,129
Account payables	166	224	348	454	553
Bank overdraft & ST loans	0	0	0	0	0
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	366	303	485	477	576
Total LT debt	0	0	0	0	0
Others LT liabilities	507	664	572	524	472
Total liabilities	1,039	1,191	1,405	1,455	1,601
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	225	300	330	330	330
Share premium	0	1,178	1,178	1,178	1,178
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	0	0	0	0	0
Retained earnings	729	132	(104)	254	736
Shareholders' equity	954	1,610	1,404	1,762	2,244
Liabilities & equity	1,993	2,801	2,809	3,217	3,845

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Earnings before tax	167	322	474	678	923
Tax paid	(29)	(53)	(81)	(117)	(169)
Depreciation & amortization	276	279	280	299	317
Chg In working capital	(1)	(87)	(38)	(69)	(65)
Chg In other CA & CL / minorities	52	(102)	146	(50)	60
Cash flow from operations	464	359	780	740	1,067
Capex	(13)	(42)	(120)	(140)	(162)
Right of use	(111)	(336)	(100)	(100)	(100)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(7)	0	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(84)	133	(93)	(48)	(52)
Cash flow from investments	(215)	(245)	(313)	(288)	(314)
Debt financing	(132)	0	0	0	0
Capital increase	0	1,253	30	0	0
Dividends paid	0	(839)	(616)	(184)	(256)
Warrants & other surplus	0	(10)	0	0	0
Cash flow from financing	(132)	404	(586)	(184)	(256)
Free cash flow	451	316	660	600	905

VALUATION

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Normalized PE (x)	109.6	57.5	47.5	33.2	24.4
Normalized PE - at target price (x)	130.7	68.5	56.6	39.5	29.1
PE (x)	109.6	57.5	47.5	33.2	24.4
PE - at target price (x)	130.7	68.5	56.6	39.5	29.1
EV/EBITDA (x)	30.8	22.4	22.3	17.2	13.3
EV/EBITDA - at target price (x)	36.9	26.9	26.7	20.7	16.0
P/BV (x)	15.1	11.2	12.8	10.2	8.0
P/BV - at target price (x)	18.0	13.3	15.3	12.2	9.6
P/CFO (x)	31.0	40.6	23.0	24.3	16.9
Price/sales (x)	14.3	9.5	6.7	5.1	4.1
Dividend yield (%)	0.0	6.0	0.8	1.2	1.6
FCF Yield (%)	3.1	2.2	3.7	3.3	5.0
(Bt)					
Normalized EPS	0.5	0.9	1.1	1.6	2.2
EPS	0.5	0.9	1.1	1.6	2.2
DPS	0.0	3.3	0.5	0.7	0.9
BV/share	3.6	4.9	4.3	5.3	6.8
CFO/share	1.8	1.3	2.4	2.2	3.2
FCF/share	1.7	1.2	2.0	1.8	2.7

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Growth Rate					
Sales (%)	(7.9)	50.5	41.9	31.0	23.5
Net profit (%)	29.8	92.9	49.7	43.2	36.1
EPS (%)	29.8	90.8	21.0	43.2	36.1
Normalized profit (%)	29.8	92.9	49.7	43.2	36.1
Normalized EPS (%)	29.8	90.8	21.0	43.2	36.1
Dividend payout ratio (%)	0.0	426.4	40.0	40.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	53.9	52.4	52.6	52.8	53.5
Operating margin (%)	14.6	17.8	18.6	19.8	21.5
EBITDA margin (%)	36.5	32.6	29.0	28.3	28.8
Net margin (%)	10.5	13.4	14.1	15.4	17.0
D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.2)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.6)
Interest coverage - EBIT (x)	7.2	12.6	12.6	20.6	32.9
Interest coverage - EBITDA (x)	18.0	23.1	19.7	29.5	44.1
ROA - using norm profit (%)	6.5	10.6	13.5	16.9	20.9
ROE - using norm profit (%)	14.8	19.7	25.1	30.8	36.8
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	14.8	19.7	25.1	30.8	36.8
- asset turnover (x)	0.6	0.8	1.0	1.1	1.2
- operating margin (%)	15.3	18.4	19.1	20.3	21.9
- leverage (x)	2.3	1.9	1.9	1.8	1.8
- interest burden (%)	86.8	92.4	92.3	95.3	97.0
- tax burden (%)	78.8	78.6	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5
ROIC (%)	17.3	37.0	46.7	72.6	87.1
NOPAT (Bt m)	144	265	399	556	746
invested capital (Bt m)	716	855	766	856	841

Sources: Company data, Thanachart estimates

ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com

SETTRADE: You acknowledge that the use of data, information or service displayed and/or contained in this website may require third party's data, content or software which is subject to the terms of third party provider. By accessing and/or using of such certain data, you acknowledge and agree to comply with and be bound by the applicable third party terms specified below.

ESG Scores by Third Party data from www.SETTRADE.com

1. MSCI (CCC- AAA)
2. Arabesque S-Ray (0-100)
3. Refinitiv (0-100)
4. S&P Global (0-100)
5. Moody's ESG Solutions (0-100)

SET THSI Index (SETTHSI)

Nowadays, long-term investment tends to be more focused on sustainable companies. The financial statement performance and the consideration in environmental, social and governance (ESG) perspective are keys aspects for analysis.

SET has created a Thailand Sustainability Investment (THSI) list since 2015 for using as an alternative investment in the high performance ESG stocks for investors while, supporting the sustainable Thai companies. SET defines the sustainable companies as the companies that embrace risk management, supply chain management and innovations together with responsibility for environmental, social and governance aspects

As a result, SET has created the SETTHSI for the purpose of indicating the price of these sustainable companies that pass the market capital size and liquidity criteria.

Arabesque S-Ray®

The S-Ray data here is published with a 3 month delay. For the latest data, please contact sray@arabesque.com

Arabesque S-Ray® is a service (the "Service") provided by Arabesque S-Ray GmbH ("Arabesque S-Ray") and its branch and subsidiary companies. Arabesque S-Ray is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organized under the laws of Germany with registered number HRB 113087 in the commercial register of the local court with its seat and business address at Zeppelinallee 15, 60325 Frankfurt am Main, Germany. The Service is unconnected to any of the asset management activities conducted within the wider group of Arabesque companies, and is not investment advice or a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in investment services. RELIANCE - Arabesque S-Ray makes no representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the information contained herein, and accepts no liability for any loss, of whatever kind, howsoever arising, in relation thereto, and nothing contained herein should be relied upon. ENQUIRIES - Any enquiries in respect of this document should be addressed to Arabesque S-Ray.

Arabesque S-Ray® - The ESG Score, ranging from 0 to 100, identifies sustainable companies that are better positioned to outperform over the long run, based on the principles of financial materiality. That is, when computing the ESG Score of a company, the algorithm will only use information that significantly helps explain future risk-adjusted performance. Materiality is applied by overweighting features with higher materiality and rebalancing these weights on a rolling quarterly basis to stay up-to-date

MSCI ESG Research LLC

"Certain information @2021 MSCI ESG Research LLC. Reproduced by permission"

"Although [User ENTITY NAME's] information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages."

Score range	Description
CCC - B	LAGGARD: A company lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
BB - BBB - A	AVERAGE : A company with a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers
AA - AAA	LEADER: A company leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) are a family of best-in-class benchmarks for investors who have recognized that sustainable business practices are critical to generating long-term shareholder value and who wish to reflect their sustainability convictions in their investment portfolios. The family was launched in 1999 as the first global sustainability benchmark and tracks the stock performance of the world's leading companies in terms of economic, environmental and social criteria. Created jointly by S&P Dow Jones Indices and SAM, the DJSI combine the experience of an established index provider with the expertise of a specialist in Sustainable Investing to select the most sustainable companies from across 61 industries. The indices serve as benchmarks for investors who integrate sustainability considerations into their portfolios, and provide an effective engagement platform for investors who wish to encourage companies to improve their corporate sustainability practices.

S&P Global Market Intelligence

Copyright © 2021, S&P Global Market Intelligence (and its affiliates as applicable). Reproduction of any information, opinions, views, data or material, including ratings ("Content") in any form is prohibited except with the prior written permission of the relevant party. Such party, its affiliates and suppliers ("Content Providers") do not guarantee the accuracy, adequacy, completeness, timeliness or availability of any Content and are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, or for the results obtained from the use of such Content. In no event shall Content Providers be liable for any damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including lost income or lost profit and opportunity costs) in connection with any use of the Content. A reference to a particular investment or security, a rating or any observation concerning an investment that is part of the Content is not a recommendation to buy, sell or hold such investment or security, does not address the suitability of an investment or security and should not be relied on as investment advice. Credit ratings are statements of opinions and are not statements of fact.

ESG risk combines the concepts of management and exposure to arrive at an absolute assessment of ESG risk. We identify five categories of ESG risk severity that could impact a company's enterprise value

Moody's ESG Solutions

© 2022 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. and/or their licensors and affiliates (collectively, "MOODY'S"). All rights reserved.

CREDIT RATINGS ISSUED BY MOODY'S CREDIT RATINGS AFFILIATES ARE THEIR CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES, AND MATERIALS, PRODUCTS, SERVICES AND INFORMATION PUBLISHED BY MOODY'S (COLLECTIVELY, "PUBLICATIONS") MAY INCLUDE SUCH CURRENT OPINIONS. MOODY'S DEFINES CREDIT RISK AS THE RISK THAT AN ENTITY MAY NOT MEET ITS CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS AS THEY COME DUE AND ANY ESTIMATED FINANCIAL LOSS IN THE EVENT OF DEFAULT OR IMPAIRMENT. SEE APPLICABLE MOODY'S RATING SYMBOLS AND DEFINITIONS PUBLICATION FOR INFORMATION ON THE TYPES OF CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS ADDRESSED BY MOODY'S CREDIT RATINGS. CREDIT RATINGS DO NOT ADDRESS ANY OTHER RISK, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO: LIQUIDITY RISK, MARKET VALUE RISK, OR PRICE VOLATILITY. CREDIT RATINGS, NON-CREDIT ASSESSMENTS ("ASSESSMENTS"), AND OTHER OPINIONS INCLUDED IN MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. MOODY'S PUBLICATIONS MAY ALSO INCLUDE QUANTITATIVE MODEL-BASED ESTIMATES OF CREDIT RISK AND RELATED OPINIONS OR COMMENTARY PUBLISHED BY MOODY'S ANALYTICS, INC. AND/OR ITS AFFILIATES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT CONSTITUTE OR PROVIDE INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE, AND MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT AND DO NOT PROVIDE RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. MOODY'S ISSUES ITS CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS AND OTHER OPINIONS AND PUBLISHES ITS PUBLICATIONS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL, WITH DUE CARE, MAKE ITS OWN STUDY AND EVALUATION OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE.

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS, AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY RETAIL INVESTORS AND IT WOULD BE RECKLESS AND INAPPROPRIATE FOR RETAIL INVESTORS TO USE MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS OR PUBLICATIONS WHEN MAKING AN INVESTMENT DECISION. IF IN DOUBT YOU SHOULD CONTACT YOUR FINANCIAL OR OTHER PROFESSIONAL ADVISER.

ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY LAW, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, COPYRIGHT LAW, AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT MOODY'S PRIOR WRITTEN CONSENT.

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY ANY PERSON AS A BENCHMARK AS THAT TERM IS DEFINED FOR REGULATORY PURPOSES AND MUST NOT BE USED IN ANY WAY THAT COULD RESULT IN THEM BEING CONSIDERED A BENCHMARK.

All information contained herein is obtained by MOODY'S from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, all information contained herein is provided "AS IS" without warranty of any kind. MOODY'S adopts all necessary measures so that the information it uses in assigning a credit rating is of sufficient quality and from sources MOODY'S considers to be reliable including, when appropriate, independent third-party sources. However, MOODY'S is not an auditor and cannot in every instance independently verify or validate information received in the rating process or in preparing its Publications.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability to any person or entity for any indirect, special, consequential, or incidental losses or damages whatsoever arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information, even if MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers is advised in advance of the possibility of such losses or damages, including but not limited to: (a) any loss of present or prospective profits or (b) any loss or damage arising where the relevant financial instrument is not the subject of a particular credit rating assigned by MOODY'S.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability for any direct or compensatory losses or damages caused to any person or entity, including but not limited to by any negligence (but excluding fraud, willful misconduct or any other type of liability that, for the avoidance of doubt, by law cannot be excluded) on the part of, or any contingency within or beyond the control of, MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers, arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information.

NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY CREDIT RATING, ASSESSMENT, OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY MOODY'S IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER.

Moody's Investors Service, Inc., a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Corporation ("MCO"), hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by Moody's Investors Service, Inc. have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to Moody's Investors Service, Inc. for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from \$1,000 to approximately \$5,000,000. MCO and Moody's Investors Service also maintain policies and procedures to address the independence of Moody's Investors Service credit ratings and credit rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold credit ratings from Moody's Investors Service and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is posted annually at www.moody.com under the heading "Investor Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy." Additional terms for Australia only: Any publication into Australia of this document is pursuant to the Australian Financial Services License of MOODY'S affiliate, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 and/or Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (as applicable). This document is intended to be provided only to "wholesale clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. By continuing to access this document from within Australia, you represent to MOODY'S that you are, or are accessing the document as a representative of, a "wholesale client" and that neither you nor the entity you represent will directly or indirectly disseminate this document or its contents to "retail clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. MOODY'S credit rating is an opinion as to the creditworthiness of a debt obligation of the issuer, not on the equity securities of the issuer or any form of security that is available to retail investors.

Additional terms for Japan only: Moody's Japan K.K. ("MJKK") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Group Japan G.K., which is wholly-owned by Moody's Overseas Holdings Inc., a wholly-owned subsidiary of MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of MJKK. MSFJ is not a Nationally Recognized Statistical Rating Organization ("NRSRO"). Therefore, credit ratings assigned by MSFJ are Non-NRSRO Credit Ratings. Non-NRSRO Credit Ratings are assigned by an entity that is not a NRSRO and, consequently, the rated obligation will not qualify for certain types of treatment under U.S. laws. MJKK and MSFJ are credit rating agencies registered with the Japan Financial Services Agency and their registration numbers are FSA Commissioner (Ratings) No. 2 and 3 respectively.

Additional terms for Hong Kong only: Any Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the Hong Kong Securities and Futures Ordinance ("SFO") is issued by Vigeo Eiris Hong Kong Limited, a company licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission to carry out the regulated activity of advising on securities in Hong Kong. This Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the SFO is intended for distribution only to "professional investors" as defined in the SFO and the Hong Kong Securities and Futures (Professional Investors) Rules. This Second Party Opinion or other opinion must not be distributed to or used by persons who are not professional investors.

MJKK or MSFJ (as applicable) hereby disclose that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by MJKK or MSFJ (as applicable) have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to MJKK or MSFJ (as applicable) for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from JPY125,000 to approximately JPY550,000,000.

MJKK and MSFJ also maintain policies and procedures to address Japanese regulatory requirements.

Refinitiv ESG

These Terms of Use govern your access or use of the ESG information and materials on the Refinitiv website and any AI powered voice assistance software ("Refinitiv ESG Information"). 2020© Refinitiv. All rights reserved. Refinitiv ESG Information is proprietary to Refinitiv Limited and/or its affiliates ("Refinitiv").

The Refinitiv ESG Information is for general informational and non-commercial purposes only. Reproduction, redistribution or any other form of copying or transmission of the Refinitiv ESG Information is prohibited without Refinitiv's prior written consent.

All warranties, conditions and other terms implied by statute or common law including, without limitation, warranties or other terms as to suitability, merchantability, satisfactory quality and fitness for a particular purpose, are excluded to the maximum extent permitted by applicable laws. The Refinitiv ESG Information is provided "as is" and Refinitiv makes no express or implied warranties, representations or guarantees concerning the accuracy, completeness or currency of the information in this service or the underlying Third Party Sources (as defined below). You assume sole responsibility and entire risk as to the suitability and results obtained from your use of the Refinitiv ESG Information.

The Refinitiv ESG Information does not amount to financial, legal or other professional advice, nor does it constitute: (a) an offer to purchase shares in the funds referred to; or (b) a recommendation relating to the sale and purchase of instruments; or (c) a recommendation to take any particular legal, compliance and/or risk management decision. Investors should remember that past performance is not a guarantee of future results.

The Refinitiv ESG Information will not be used to construct or calculate and index or a benchmark, used to create any derivative works or used for commercial purposes. Refinitiv's disclaimer in respect of Benchmark Regulations applies to the Refinitiv ESG Information.

No responsibility or liability is accepted by Refinitiv its affiliates, officers, employees or agents (whether for negligence or otherwise) in respect of the Refinitiv ESG Information, or for any inaccuracies, omissions, mistakes, delays or errors in the computation and compilation of the Refinitiv ESG Information (and Refinitiv shall not be obliged to advise any person of any error therein). For the avoidance of doubt, in no event will Refinitiv have any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) relating to any use of the Refinitiv ESG Information.

You agree to indemnify, defend and hold harmless Refinitiv from and against any claims, losses, damages, liabilities, costs and expenses, including, without limitation, reasonable legal and experts' fees and costs, as incurred, arising in any manner out of your use of, or inability to use, any Information contained on the Refinitiv web site or obtained via any AI powered voice assistance software.

You represent to us that you are lawfully able to enter into these Terms of Use. If you are accepting these Terms of Use for and on behalf of an entity such as the company you work for, you represent to us that you have legal authority to bind that entity.

By accepting these Terms of Use you are also expressly agreeing to the following Refinitiv's website Terms of Use.

Refinitiv ESG scores are derived from third party publicly available sources ("Third Party Sources") and are formulated on the basis of Refinitiv own transparent and objectively applied methodology. Refinitiv's ESG Information methodology can be accessed [here](#).

Score range	Description	
0 to 25	First Quartile	Scores within this range indicates poor relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 25 to 50	Second Quartile	Scores within this range indicates satisfactory relative ESG performance and moderate degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 50 to 75	Third Quartile	Scores within this range indicates good relative ESG performance and above average degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 75 to 100	Fourth Quartile	Score within this range indicates excellent relative ESG performance and high degree of transparency in reporting material ESG data publicly.

CG Report : by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD), Established in December 1999, the Thai IOD is a membership organization that strives to promote professionalism in directorship. The Thai IOD offers directors certification and professional development courses, provides a variety of seminars, forums and networking events, and conducts research on board governance issues and practices. Membership comprises board members from companies ranging from large publicly listed companies to small private firms.



Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะชน 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 20 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2307A, CPALL16C2310A, CPALL16C2307A, DELTA16C2309A, EA16C2309A, GULF16C2309A, HANA16C2309A, HANA16C2308A, HANA16C2307A, JMART16C2310A, JMART16C2308A, KBANK16C2310A, KBANK16C2307A, KBANK16C2307B, KCE16C2309A, PTTEP16C2311A, SAWAD16C2309A, SET5016C2309B, SET5016C2309A, SET5016P2309A (underlying securities are (ADVANC, CPALL, DELTA, EA, GULF, HANA, JMART, KBANK, KCE, PTTEP, SAWAD, SET50). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 89.96 โดย ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิ้นจี่ จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.33 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิ้นจี่ จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอติวัน ไตรรงค์ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: *** "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท ทู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2566 ชุดที่ 1-4 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2568 2569 2571 และ 2576" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy พิมพ์ภา นิการุณ, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ Tel: 662-779-9105 pattarawan.wan@thanachartsec.co.th
สาธารณโภค, สื่อสาร ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์ Tel: 662-483-8296 nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th	อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรอ พัทธดนย์ บุณนาค Tel: 662-483-8298 pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ Tel: 662-779-9109 phannarai.von@thanachartsec.co.th
ยานยนต์, หินคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ 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, วิโทรเคมี ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ Tel: 662-779-9110 yupapan.pol@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพยมณฑล Tel: 662-779-9115 lapinee.dib@thanachartsec.co.th
วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง Tel: 662-779-9123 witchanan.tam@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล Tel: 662-483-8304 thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์ Tel: 662-483-8303 sittichet.run@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน นริภรณ์ คลังเปรมจิตต์ Tel: 662-779-9107 nariporn.kla@thanachartsec.co.th		

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล Tel: 662-779-9108 monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุล Tel: 662-779-9118 kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ Tel: 662-779-9114 varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัต Tel: 662-779-9117 sunset.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปรางค์ Tel: 662-779-9116 suksawat.lim@thanachartsec.co.th	สุจินตนา สดภาพ Tel: 662-779-9198 sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

Research Team
18 Floor, MBK Tower
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330
Tel: 662 -779-9119
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th