

Thailand Retail Sector

การขยายสาขาแบบใหม่

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)	2024F (%)	2025F (%)	2024F (x)	2025F (x)	2024F (x)	2025F (x)	2024F (%)	2025F (%)
Berli Jucker	BJC TB	SELL	24.70	22.00	117	8.0	7.0	19.4	18.1	0.8	0.8	3.6	3.9
COM7 Pcl	COM7 TB	BUY	19.30	26.00	55	1.8	22.5	15.3	12.5	5.0	4.2	3.8	4.7
CP All Pcl	CPALL TB	BUY	54.50	70.00	579	24.1	17.5	22.4	19.1	4.0	3.6	2.2	2.6
CP Axtra Pcl	CPAXT TB	HOLD	31.00	33.00	388	24.7	18.0	30.4	25.8	1.1	1.1	2.3	2.7
Central Pattana	CPN TB	BUY	63.25	87.00	336	8.0	10.3	18.9	17.1	2.8	2.6	2.9	3.1
Central Retail Corp.	CRC TB	BUY	35.25	45.00	252	12.2	11.9	23.2	20.7	2.9	2.7	1.8	1.9
Dohome Pcl	DOHOME TB	BUY	11.00	14.50	40	47.8	41.0	45.2	32.1	2.7	2.5	0.1	0.1
Siam Global House	GLOBAL TB	BUY	16.70	19.00	99	11.2	16.0	29.1	25.1	3.4	3.1	1.2	1.4
Home Product Cen.	HMPRO TB	BUY	10.60	15.00	165	10.9	10.0	19.5	17.7	5.3	4.9	4.1	4.5
MC Group Pcl	MC TB	BUY	12.90	15.00	12	13.5	18.4	14.0	11.8	2.7	2.6	6.9	8.3
Moshi Moshi Retail	MOSHI TB	BUY	55.25	70.00	22	31.9	39.4	34.4	24.7	8.0	6.7	1.4	2.0

Source: Thanachart estimates, Note: MC's fiscal year ends in June. Based on 1 April 2024 closing prices

เราให้น้ำหนักลงทุนกลุ่มค้าปลีกไทยเป็น "OVERWEIGHT" ด้วยเห็นการขยายสาขาแบบใหม่ที่ผลักดันกำไรสุทธิและอัตรากำไรสุทธิ EPS ให้เติบโตแข็งแกร่งที่ 18% ต่อปี ในปี 2024-26F หุ้น Top Pick ของเราในกลุ่มคือ CPALL และ DOHOME

ปัจจัยพื้นฐานแข็งแกร่ง และมี valuation ที่ดีขึ้น

เราให้น้ำหนักลงทุนกลุ่มค้าปลีกไทยเป็น "OVERWEIGHT" เนื่องจาก 1) เราคาดว่า EPS ของกลุ่ม big cap นี้จะเติบโต 18% ต่อปี ในปี 2024-26F 2) มีปัจจัยหลักผลักดันมาจากการขยายสาขา การเติบโตของยอดขายสาขาเดิม และอัตรากำไรที่เพิ่มขึ้นจากสัดส่วนยอดขายไฮสปีดแบรนด์ที่เพิ่มขึ้น ค่าไฟฟ้าที่ลดลง และการปรับปรุงประสิทธิภาพ 3) นโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาลน่าจะเกิดขึ้นหลังจากงบประมาณปี FY24 ได้รับการอนุมัติ และ 4) มูลค่าน่าสนใจ ซื้อขายที่ PE ที่ 25/20 เท่า เทียบกับ EPS ที่ 18/19% ในปี 2024-25F เทียบกับปี 2015-19 ที่ซื้อขายที่ PE เฉลี่ยที่ 34 เท่า และมี EPS เติบโต 17% ต่อปี

การขยายสาขาแบบใหม่

เนื่องจากเป็นประเทศกำลังพัฒนา ประเทศไทยยังมีพื้นที่เหลือเฟือสำหรับการขยายสาขา การขยายสาขาของกลุ่มธุรกิจอยู่ที่ 10% ในปีที่แล้ว หลังจากเติบโต 7-8% ต่อปี ในช่วงปีโควิด นอกจากนี้เรายังเห็นแนวโน้มไปสู่รูปแบบร้านค้าแบบไฮบริดเพื่อประสิทธิภาพด้านต้นทุน และการรองรับจำนวนผู้มาใช้บริการได้มากขึ้น เช่น ร้านไฮบริดของ CPAXT (ขายส่ง Makro กับ Lotus's), HMPRO (ร้านอุปกรณ์ตกแต่งบ้าน HomePro กับร้านวัสดุก่อสร้างของ Mega Home), CRC (GO Wholesale กับไฮเวสต์, OfficeMate หรือ PowerBuy), CPN (โครงการมิกซ์ยูส) CPALL กำลังเปิดสแตนด์โลนขนาดใหญ่มากขึ้น และ MOSHI กำลังทดลองร้านแบบสแตนด์โลน

ปัจจัยผลักดันหลัก

1) เราคาดว่ายอดขายสาขาเดิมจะเติบโต 2.0/2.8/2.7% ในปี 2024-26F จากเศรษฐกิจในประเทศที่ดีขึ้น การฟื้นตัวของนักท่องเที่ยว และมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจที่จะเกิดขึ้น 2) เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะขยายตัว 15-35bp หนุนโดยประโยชน์จากขนาดและสัดส่วนยอดขายไฮสปีดแบรนด์ที่เพิ่มขึ้น 3) การขยายสาขามีแนวโน้มจะเพิ่มขึ้น 7-9% ในรูปแบบต่างๆ มากขึ้นและเน้นไปที่รูปแบบไฮบริด

Top picks ของเราคือ CPALL และ DOHOME

CPALL เป็นหุ้น big-cap ที่มี EPS เติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่แข็งแกร่งถึง 21% และยังคงได้ประโยชน์จากอัตราดอกเบี้ยที่ลดลงอีกด้วย DOHOME เป็นหุ้น small-cap ที่มีเรื่องราวการฟื้นตัวของกำไรที่แข็งแกร่ง และได้ประโยชน์จากการเร่งการใช้จ่ายของรัฐบาล ด้วยมีอัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย (IBD) ลดลงที่เทียบต่อครั้งที่ 85:15 และภาระดอกเบี้ย/ฐานกำไรที่สูง เราจึงคาดว่า DOHOME จะได้ประโยชน์มากที่สุดจากแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยที่ลดลง

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่คิดว่าดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการแก่ลูกค้าลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

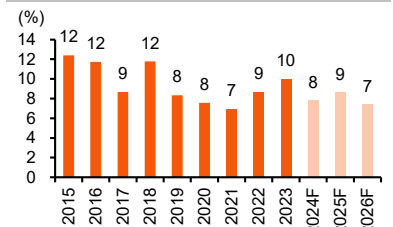


PHANNARAI TIYAPITTAYARUT

662 – 779 9109

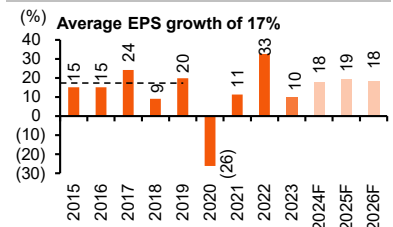
phannarai.von@thanachartsec.co.th

Store Expansion Growth



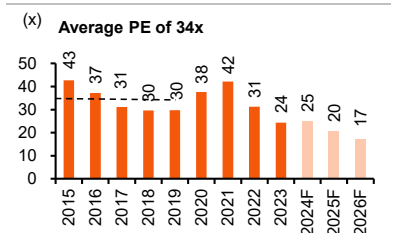
Sources: Company data; Thanachart estimates

Retail Sector's Core EPS Growth



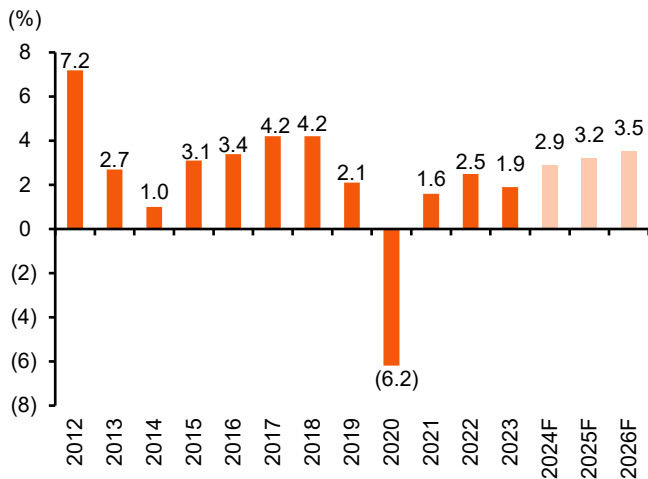
Sources: Company data; Thanachart estimates

Sector's PE



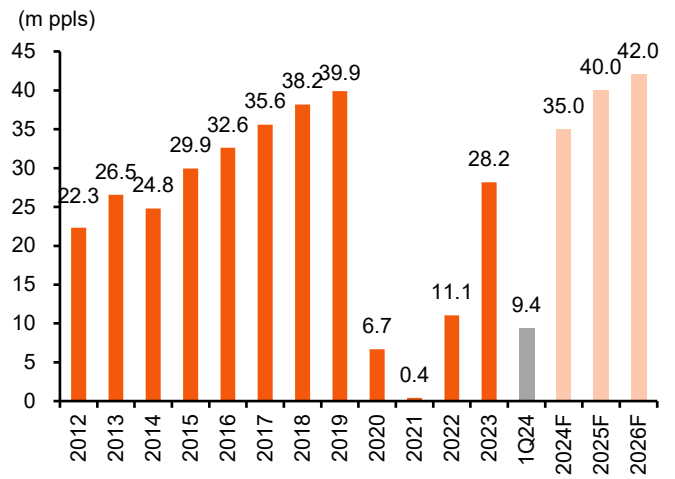
Sources: Bloomberg; Thanachart estimates

Ex 1: Thailand's GDP Growth



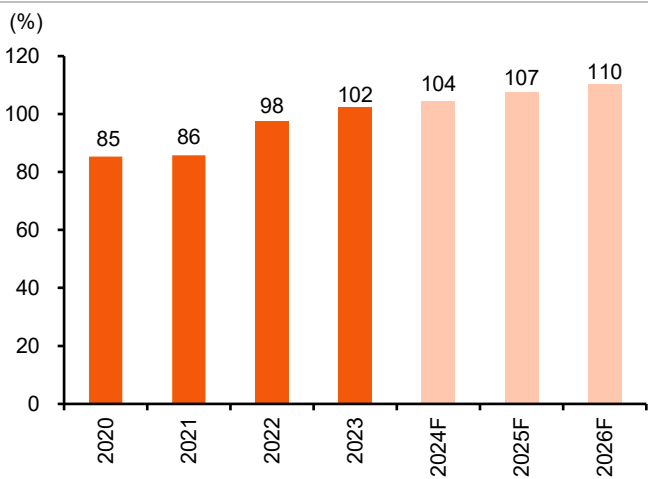
Sources: BoT, Thanachart estimates

Ex 2: Tourist Arrivals



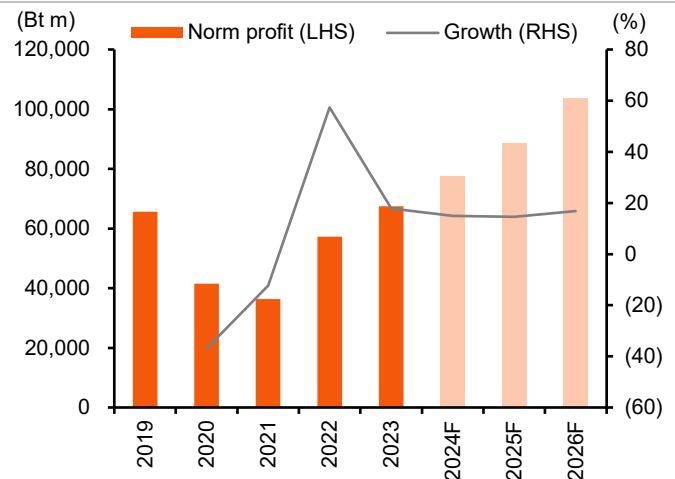
Sources: Tourism Authority of Thailand, Thanachart estimates

Ex 3: SSSG Vs. Pre-COVID



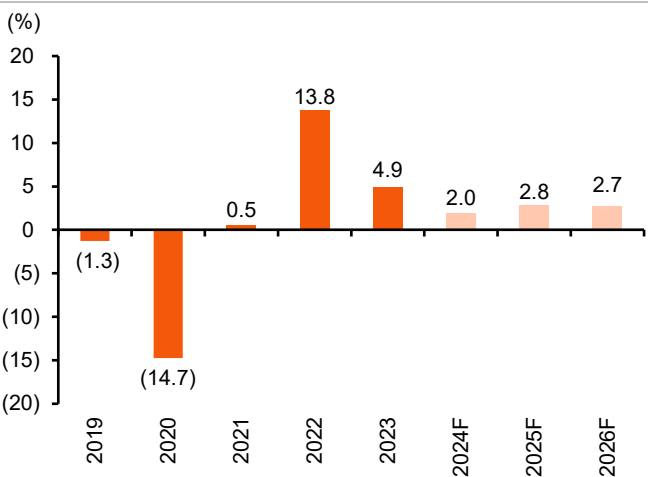
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Retail Sector's Core Profit



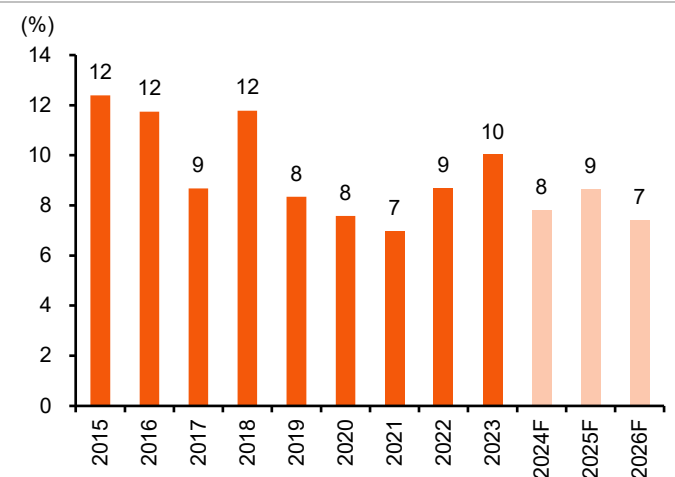
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Same-store Sales Growth

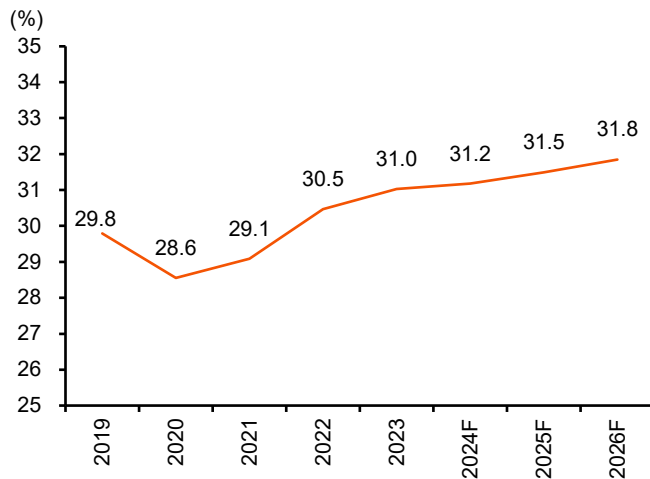


Sources: Company data, Thanachart estimates

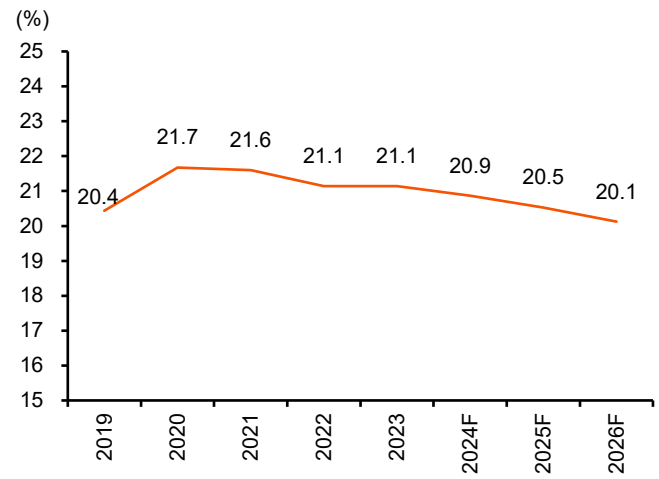
Ex 6: Store Expansion Growth



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: Expanding Gross Margin

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: Falling SG&A/Sales

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: Gross Margin Strategy

Segment	Strategy	Private brands		
		Current	Target	
BJC	Big C Hypermarket, supermarket, small-format store	Lower low-profitable B2B sales, increase private brands	12.6%	25.0%
COM7	IT products, computers, mobiles	Increase 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 and household goods	7.0%	na
CPAXT	Cash & carry (Makro wholesale)	Grow fresh food sales, increase private labels from a current 16%	14.2%	20.0%
	Retail (Lotus's hypermarket)	Grow fresh food sales, increase private labels from a current 12%		
CPN	Shopping malls	Rental rate adjustments, economies of scale, cost control	-	-
CRC	Multi-retail stores of food, hardline and fashion	Increase private brands from a current 5% for fashion, 14% food, 19% Thai Watsadu (to 25%)	11%	13-15%
DOHOME	Home improvement & building materials	Expand private brands to a medium-term target of 25%	19.7%	25.0%
GLOBAL	Home improvement & building materials	Expand private brands to 30%	24.0%	30.0%
HMPRO	Home improvement & furnishing	Expand private brands to 25%	20.9%	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 57% of sales last year to 65%	100.0%	100.0%

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: Government Policies

Stimulus	Details	Effective
Wage hike	- Minimum wage increase by Bt2-16, or 0.6-4.5%, to Bt330-370 a day depending on province	Jan 1st, 2024
Easy E-Receipt	- Personal income tax deduction of up to Bt50,000 on purchases of goods and services	Jan 1st - Feb 15th, 2024
Selective wage hike	- Minimum wage increase for ten tourist provinces of Bt30-55, 8.1-15.9%, to Bt400 a day - Applies to tourism-related businesses and four-star hotels with at least 50 employees - Bangkok, Chiang Mai, Phuket, Krabi, Songkhla, Surat Thani, Phangnga, Chonburi, Prachuap Khiri Khan, Rayong	Apr 13th, 2024
Potential policies		
Government spending	- Government infrastructure projects and investments	from 2Q24F
Digital Wallet	- Bt10,000 handout (total Bt500bn) for 50m people aged 16 and above	4Q24F
Policy rate cuts	- Two rounds of cuts from a current 2.5% to 2.0%	2H24F

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: Quarterly SSSG

(%)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
BIGC (exc B2B)	2.8	4.4	(0.5)	6.1	5.8	4.8	2.1	(0.5)	2.0	2.0	2.0	2.0
CPALL	13.0	14.2	22.1	15.0	8.0	7.0	3.5	3.6	3.6	2.4	3.0	3.0
CPN	15.0	40.0	102.0	31.3	14.6	13.4	8.5	3.8	2.0	2.0	2.0	2.0
CRC	11.0	24.0	43.0	9.0	13.0	4.0	0.0	(2.0)	2.0	3.0	3.0	3.5
DOHOME	26.2	12.6	6.6	(16.6)	(9.0)	(9.9)	(7.1)	(9.5)	(10.0)	(8.0)	(5.0)	10.0
GLOBAL	7.4	1.5	4.3	(2.2)	(8.7)	(9.5)	(12.3)	(12.3)	(5.0)	(3.0)	2.0	6.0
HMPRO	3.1	(1.1)	17.8	2.9	5.8	4.5	(3.6)	(8.0)	0.5	1.5	2.5	3.5
CPAXT (Makro)	1.0	7.4	8.9	9.6	10.9	6.0	3.2	1.7	4.0	4.0	4.0	4.0
MC	(7.7)	43.0	86.0	14.6	27.6	5.0	4.6	8.0	2.5	0.0	3.0	3.0
MOSHI	(3.4)	53.4	149.1	27.1	43.6	19.9	11.5	4.0	2.0	2.0	4.0	4.0
Average	6.8	19.9	43.9	9.7	11.2	4.5	1.0	(1.1)	0.4	0.6	2.1	4.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 12: Quarterly SSS Vs. Pre-COVID

(%)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
BIGC (exc B2B)	(29.0)	(29.0)	(25.3)	(21.1)	(24.9)	(25.6)	(23.7)	(21.5)	(23.4)	(24.1)	(22.2)	(19.9)
CPALL	(10.1)	(7.0)	(5.0)	(4.5)	(2.9)	(0.4)	(1.7)	(1.0)	0.6	1.9	1.3	1.9
CPN	(16.3)	(15.4)	(11.1)	(7.0)	(4.0)	(4.0)	(3.6)	(3.5)	(2.1)	(2.1)	(1.6)	(1.5)
CRC	(18.9)	(12.7)	(6.4)	(5.0)	(8.3)	(9.2)	(6.4)	(6.9)	(6.5)	(6.5)	(3.6)	(3.6)
DOHOME	39.2	39.7	32.6	20.0	26.8	25.9	23.2	8.6	14.1	15.9	17.1	19.5
GLOBAL	13.6	9.7	10.9	8.6	3.7	(0.8)	(2.8)	(4.7)	(1.5)	(3.7)	(0.8)	1.0
HMPRO	(2.6)	(6.7)	1.0	7.0	3.0	(2.5)	(2.7)	(1.5)	3.6	(1.0)	(0.2)	1.9
CPAXT (Makro)	6.8	9.8	14.6	14.8	18.4	16.4	18.3	16.7	23.1	21.1	23.0	21.4
MC	(23.8)	4.7	0.6	(1.6)	(2.8)	9.9	5.3	6.3	(0.4)	9.9	8.4	9.5
Average	(4.6)	(0.8)	1.3	1.3	1.0	1.1	0.7	(0.8)	0.8	1.3	2.4	3.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 13: Yearly SSSG

(%)	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
BIGC	(15.2)	(11.0)	2.0	3.0	2.0	1.0	1.0
CPALL	(14.5)	(6.7)	15.9	5.5	3.0	3.0	3.0
CPN	(34.0)	(8.0)	45.0	9.0	2.0	3.0	3.0
CRC	(20.8)	(5.0)	20.0	3.0	2.9	3.4	3.4
DOHOME	0.2	25.5	7.2	(9.5)	(3.2)	2.0	2.0
GLOBAL	(9.0)	18.2	2.5	(10.8)	0.0	2.0	2.0
HMPRO	(8.5)	3.4	5.1	(0.5)	2.0	3.0	3.0
CPAXT	1.9	2.5	6.8	5.3	4.0	3.0	2.0
MC	(11.9)	0.1	(7.0)	27.0	3.8	3.0	3.0
MOSHI	(35.6)	(13.7)	40.5	16.9	3.0	5.0	5.0
Average	(14.7)	0.5	13.8	4.9	2.0	2.8	2.7

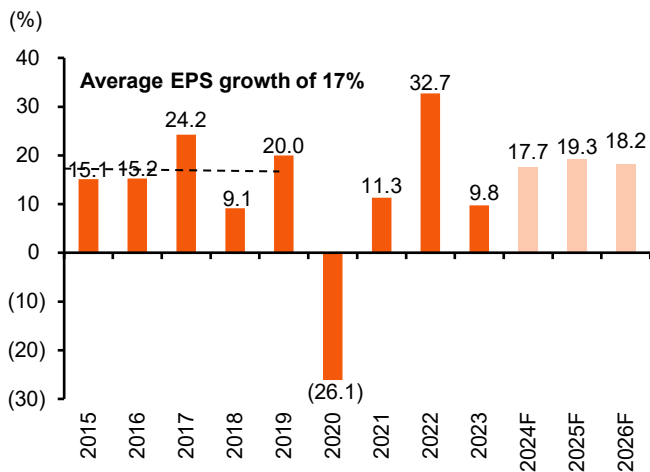
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 14: Yearly SSS Vs. Pre-COVID

(%)	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
BIGC	(15.2)	(24.5)	(23.0)	(20.7)	(19.1)	(18.3)	(17.5)
CPALL	(14.5)	(20.2)	(7.5)	(2.5)	0.5	3.5	6.6
CPN	(34.0)	(39.3)	(12.0)	(4.0)	(2.1)	0.8	3.8
CRC	(20.8)	(24.7)	(9.7)	(6.9)	(4.2)	(1.0)	2.4
DOHOME	0.2	25.8	34.8	22.1	18.1	20.5	22.9
GLOBAL	(9.0)	7.5	10.3	(1.7)	(1.7)	0.3	2.3
HMPRO	(8.5)	(5.4)	(0.6)	(1.1)	0.9	3.9	7.1
CPAXT	1.9	4.4	11.5	17.5	22.2	25.8	28.3
MC	(11.9)	(11.8)	(18.0)	4.2	8.1	11.4	14.7
MOSHI	(35.6)	(44.4)	(21.9)	(8.7)	(6.0)	(1.3)	3.7
Average	(14.7)	(14.3)	(2.5)	2.3	4.3	7.3	10.2

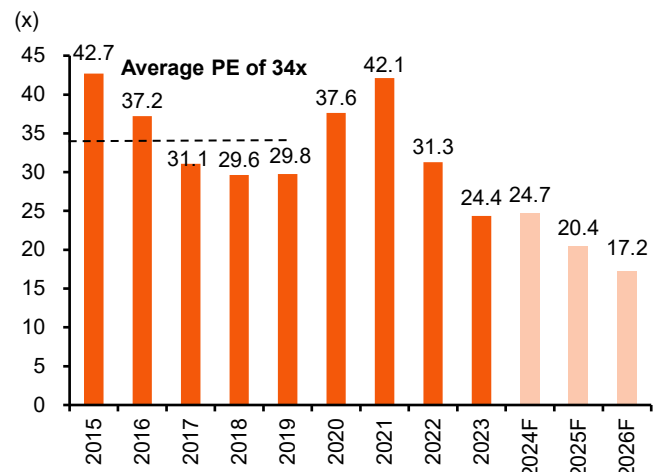
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 15: Retail Sector's Normalized EPS Growth



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 16: Sector's PE



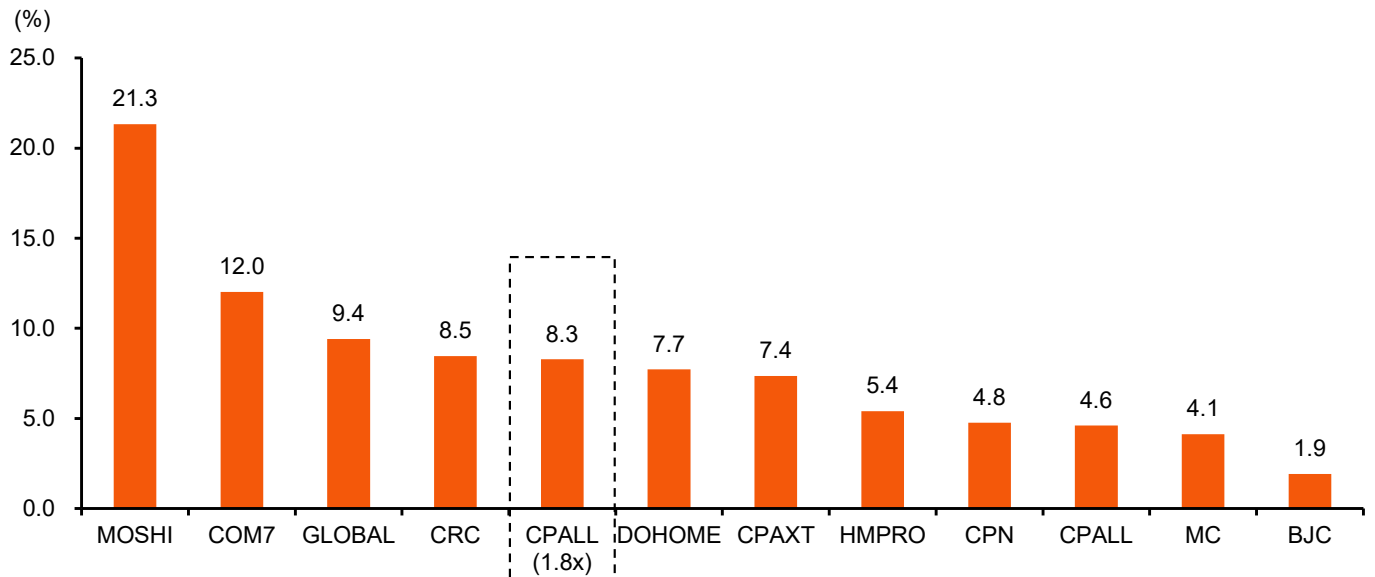
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 17: New Expansion Model



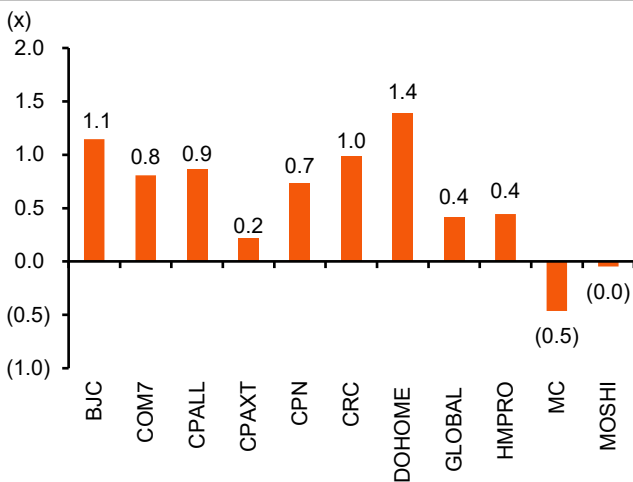
Sources: Company data, Thanachart

Ex 18: A Three-Year Expansion CAGR (2024-26F)



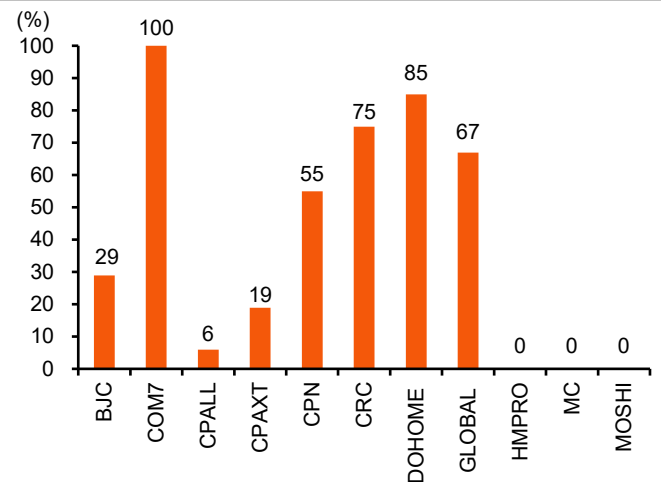
Source: Thanachart estimates

Ex 19: Net D/E (YE2023)



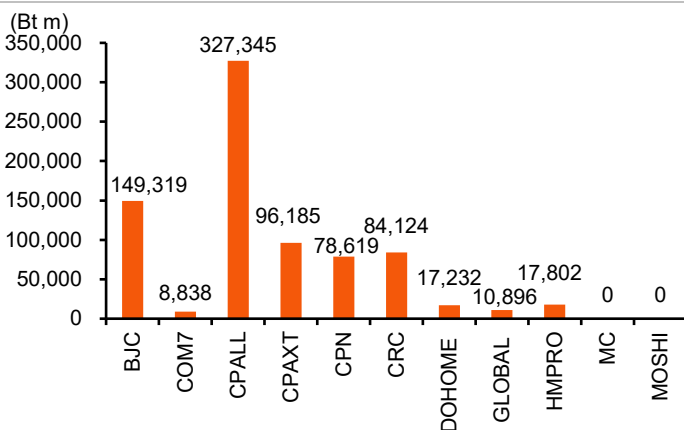
Source: Company data

Ex 20: Floating-rate IBD (YE2023)



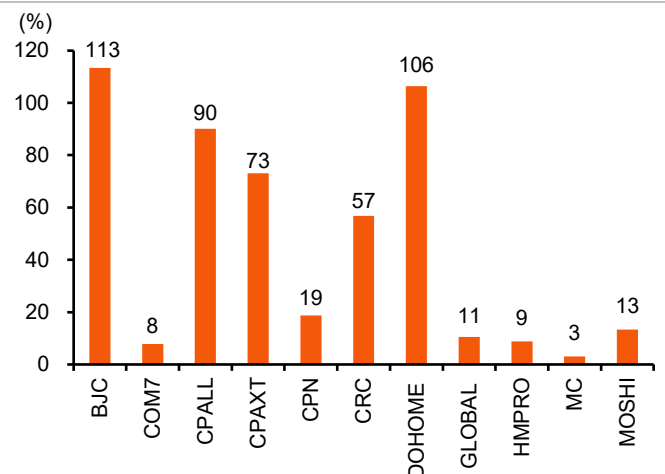
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 21: IBD (2023)



Source: Company data

Ex 22: Interest Expense/Normalized Profit (2023)

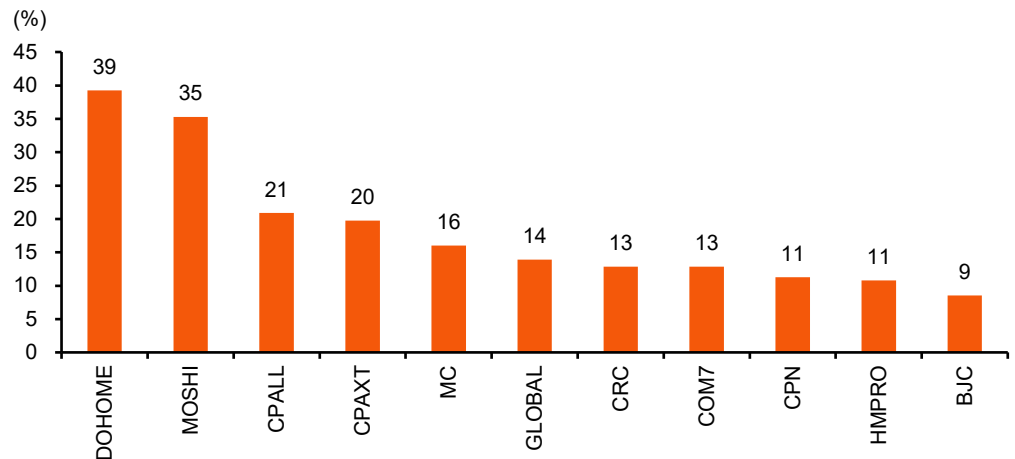


Sources: Company data, Thanachart calculation

Ex 23: Key Assumption Changes

	BJC	COM7	CPALL	CPAXT	CPN	CRC	DOHOME	GLOBAL	HMPRO	MC	MOSHI	Industry ^{1/}
SSS growth ^{1/} (%)												
2024F - New	2.0	9.7	3.0	4.0	2.0	2.9	(3.2)	0.0	2.0	3.8	3.0	2.0
2024F - Old	3.0	12.8	3.0	2.0	2.0	2.6	(5.0)	0.0	2.0	5.0	3.0	1.8
2025F - New	1.0	11.8	3.0	3.0	3.0	3.4	2.0	2.0	3.0	3.0	5.0	2.8
2025F - Old	3.0	11.8	3.0	2.0	3.0	3.4	2.0	2.0	3.0	5.0	5.0	3.1
2026F - New	1.0	9.9	3.0	2.0	3.0	3.4	2.0	2.0	3.0	3.0	5.0	2.7
2026F - Old	1.0	9.9	3.0	2.0	3.0	3.4	2.0	2.0	3.0	3.0	5.0	2.7
# New stores												
2024F - New	5	180	700	11	2	28	0	8	7	40	31	1,012
2024F - Old	5	130	700	11	2	28	1	8	7	40	31	963
2025F - New	4	190	700	12	2	31	3	9	7	40	36	1,034
2025F - Old	4	140	700	12	2	31	3	9	7	40	36	984
2026F - New	3	180	700	14	2	31	3	9	7	8	36	993
2026F - Old	4	140	700	14	2	31	3	9	7	8	36	954
# stores (YE)												
2024F - New	228	1,536	15,245	167	42	354	24	92	130	724	162	18,704
2024F - Old	228	1,486	15,245	167	42	354	25	92	130	724	162	18,655
2025F - New	232	1,726	15,945	179	44	385	27	101	137	764	198	19,738
2025F - Old	232	1,626	15,945	179	44	385	28	101	137	764	198	19,639
2026F - New	235	1,906	16,645	193	46	416	30	110	144	772	234	20,731
2026F - Old	236	1,766	16,645	193	46	416	31	110	144	772	234	20,593
Gross margin on sales (%)												
2024F - New	18.2	13.1	24.1	13.9	53.0	26.3	16.8	25.9	26.7	64.3	54.3	30.6
2024F - Old	18.1	12.9	24.2	13.9	53.0	26.2	16.8	25.9	26.7	64.3	54.3	30.6
2025F - New	18.2	13.1	24.2	13.9	54.0	25.8	17.6	26.2	26.9	64.6	55.5	30.9
2025F - Old	18.1	12.9	24.4	14.0	54.0	25.8	17.6	26.2	26.9	64.6	55.5	30.9
2026F - New	18.2	13.2	24.4	14.0	55.9	25.2	18.0	26.6	27.0	64.9	56.4	31.2
2026F - Old	18.1	12.9	24.6	14.0	55.9	25.2	18.0	26.6	27.0	64.9	56.4	31.2
Normalized profit (Bt m)												
2024F - New	5,087	3,027	22,295	10,776	15,031	9,162	787	2,978	7,146	730	530	77,549
2024F - Old	5,817	3,017	21,650	10,318	15,031	8,614	735	2,974	7,192	741	530	76,619
Change (%)	(12.5)	0.3	3.0	4.4	0.0	6.4	7.1	0.1	(0.6)	(1.5)	0.0	1.2
2025F - New	5,445	3,708	26,125	12,714	16,574	10,250	1,110	3,462	7,864	865	738	88,855
2025F - Old	6,327	3,720	25,485	12,068	16,574	9,739	943	3,421	7,928	895	738	87,838
Change (%)	(13.9)	(0.3)	2.5	5.4	0.0	5.2	17.7	1.2	(0.8)	(3.4)	0.0	1.2
2026F - New	6,027	4,273	31,553	14,847	19,180	11,747	1,438	3,972	8,763	1,005	995	103,800
2026F - Old	6,720	4,242	31,113	14,623	19,180	11,340	1,187	3,916	8,959	1,038	995	103,313
Change (%)	(10.3)	0.7	1.4	1.5	0.0	3.6	21.1	1.4	(2.2)	(3.2)	0.0	0.5
TP (Bt/share)												
New	22.00	26.00	70.00	33.00	87.00	45.00	14.50	19.00	15.00	15.00	70.00	
Old	30.00	26.00	69.00	32.00	87.00	44.00	13.50	19.00	15.00	15.00	70.00	

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 24: A Three-Year Normalized EPS CAGR (2024-26F)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 25: CPALL TB - BUY, Price Bt54.50, TP Bt70.00

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	920,373	1,002,835	1,072,029	1,140,397
Net profit	18,482	22,295	26,125	31,553
Norm profit	18,374	22,295	26,125	31,553
Norm EPS (Bt)	2.0	2.4	2.9	3.5
Norm EPS grw (%)	43.3	24.1	17.5	21.2
Norm PE (x)	27.8	22.4	19.1	15.7
EV/EBITDA (x)	10.1	8.9	8.0	7.1
P/BV (x)	4.4	4.0	3.6	3.2
Div yield (%)	1.8	2.2	2.6	3.2
ROE (%)	17.4	19.1	20.1	21.7
Net D/E (%)	86.2	85.3	77.0	66.5

Sources: Company data; Thanachart estimates

CPALL: Strong on both wheels

- A big-cap stock with a 21% three-year EPS CAGR.
- Both its CVS and wholesale and retail chain stores under 59.92%-owned CP Axtra Pcl (CPAXT TB, Bt31.00, HOLD) are growing.
- 7-Eleven's market position is strengthening. It still targets to open 700 new 7-Elevens/year while expanding store sizes and adding more SKUs leading to market share gains from other CVS operators and other retail segments. Total product margin achieved a new record of 26.9% last year.
- We estimate CPAXT to deliver a 20% three-year EPS CAGR from wholesale store expansion and Lotus's turnaround.

Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 26: DOHOME TB - BUY, Price Bt11.00, TP Bt14.50

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	31,218	32,317	35,124	38,753
Net profit	585	787	1,110	1,438
Norm profit	532	787	1,110	1,438
Norm EPS (Bt)	0.2	0.2	0.3	0.4
Norm EPS grw (%)	(37.3)	47.8	41.0	29.6
Norm PE (x)	66.8	45.2	32.1	24.7
EV/EBITDA (x)	29.0	23.8	20.4	17.4
P/BV (x)	2.9	2.7	2.5	2.3
Div yield (%)	0.0	0.1	0.1	0.1
ROE (%)	4.5	6.2	8.1	9.7
Net D/E (%)	139.1	113.6	111.4	105.2

Sources: Company data; Thanachart estimates

DOHOME: A turnaround play

- A leading provincial building materials retailer targeting to double its store number to 40-50 from 24 last year.
- A strong core EPS turnaround with a 39% three-year CAGR.
- A clear gross margin recovery since 2H23 from a rising private-brand gross margin and sales mix.
- 2H24F catalysts from a resumption of government spending (50% construction materials sales mix, 20% of customers are contractors) and policy rate cuts (high 85% portion of floating-rate debts).
- Net margin bottomed out at 1.7% last year, and we expect it to rise to 2.4/3.2/3.7% in 2024-26F.

Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 27: BJC TB - SELL, Price Bt24.70, TP Bt22.00

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	154,672	161,546	167,522	173,360
Net profit	4,795	5,087	5,445	6,027
Norm profit	4,710	5,087	5,445	6,027
Norm EPS (Bt)	1.2	1.3	1.4	1.5
Norm EPS grw (%)	(5.2)	8.0	7.0	10.7
Norm PE (x)	20.9	19.4	18.1	16.4
EV/EBITDA (x)	11.8	11.0	10.6	10.2
P/BV (x)	0.8	0.8	0.8	0.8
Div yield (%)	3.2	3.6	3.9	4.3
ROE (%)	4.0	4.2	4.5	4.9
Net D/E (%)	114.7	111.7	107.2	102.0

Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 28: COM7 TB - BUY, Price Bt19.30, TP Bt26.00

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	69,559	76,319	85,333	93,773
Net profit	2,857	3,027	3,708	4,273
Norm profit	2,974	3,027	3,708	4,273
Norm EPS (Bt)	1.2	1.3	1.5	1.8
Norm EPS grw (%)	(2.2)	1.8	22.5	15.2
Norm PE (x)	15.6	15.3	12.5	10.8
EV/EBITDA (x)	11.4	10.6	8.9	7.7
P/BV (x)	5.8	5.0	4.2	3.6
Div yield (%)	3.6	3.8	4.7	5.4
ROE (%)	39.1	34.8	36.3	35.5
Net D/E (%)	80.7	57.5	46.4	32.5

Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 29: CPAXT TB - HOLD, Price Bt31.00, TP Bt33.00

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	486,472	533,090	566,800	597,836
Net profit	8,640	10,776	12,714	14,847
Norm profit	8,640	10,776	12,714	14,847
Norm EPS (Bt)	0.8	1.0	1.2	1.4
Norm EPS grw (%)	12.3	24.7	18.0	16.8
Norm PE (x)	38.0	30.4	25.8	22.1
EV/EBITDA (x)	12.8	12.3	11.3	10.2
P/BV (x)	1.1	1.1	1.1	1.0
Div yield (%)	1.8	2.3	2.7	3.2
ROE (%)	3.0	3.6	4.1	4.8
Net D/E (%)	22.0	25.9	26.8	25.8

Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 30: CPN TB - BUY, Price Bt63.25, TP Bt87.00

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	45,613	50,280	52,985	57,498
Net profit	15,062	16,359	17,459	19,180
Norm profit	13,916	15,031	16,574	19,180
Norm EPS (Bt)	3.1	3.3	3.7	4.3
Norm EPS grw (%)	38.7	8.0	10.3	15.7
Norm PE (x)	20.4	18.9	17.1	14.8
EV/EBITDA (x)	14.3	13.2	12.1	10.9
P/BV (x)	3.1	2.8	2.6	2.4
Div yield (%)	2.8	2.9	3.1	3.4
ROE (%)	16.0	15.6	15.8	16.7
Net D/E (%)	73.1	72.0	68.9	67.3

Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 31: CRC TB - BUY, Price Bt35.25, TP Bt45.00

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	231,438	263,097	296,516	335,269
Net profit	8,016	9,412	10,250	11,747
Norm profit	8,168	9,162	10,250	11,747
Norm EPS (Bt)	1.4	1.5	1.7	1.9
Norm EPS grw (%)	17.9	12.2	11.9	14.6
Norm PE (x)	26.0	23.2	20.7	18.1
EV/EBITDA (x)	9.0	8.5	8.0	7.5
P/BV (x)	3.2	2.9	2.7	2.5
Div yield (%)	1.6	1.8	1.9	2.2
ROE (%)	12.6	12.6	13.5	14.2
Net D/E (%)	98.6	95.9	87.6	77.9

Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 32: GLOBAL TB - BUY, Price Bt16.70, TP Bt19.00

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	32,301	34,649	37,737	40,935
Net profit	2,671	2,978	3,462	3,972
Norm profit	2,671	2,978	3,462	3,972
Norm EPS (Bt)	0.5	0.6	0.7	0.8
Norm EPS grw (%)	(24.5)	11.2	16.0	14.6
Norm PE (x)	32.3	29.1	25.1	21.9
EV/EBITDA (x)	24.3	22.4	19.8	17.6
P/BV (x)	3.7	3.4	3.1	2.8
Div yield (%)	1.0	1.2	1.4	1.6
ROE (%)	11.9	12.3	13.0	13.6
Net D/E (%)	41.4	38.7	32.5	27.6

Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 33: HMPRO TB - BUY, Price Bt10.60, TP Bt15.00

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	70,166	77,387	83,772	89,801
Net profit	6,442	7,146	7,864	8,763
Norm profit	6,442	7,146	7,864	8,763
Norm EPS (Bt)	0.5	0.5	0.6	0.7
Norm EPS grw (%)	3.6	10.9	10.0	11.4
Norm PE (x)	21.6	19.5	17.7	15.9
EV/EBITDA (x)	12.6	11.3	10.4	9.5
P/BV (x)	5.5	5.3	4.9	4.6
Div yield (%)	3.8	4.1	4.5	5.0
ROE (%)	25.9	27.1	28.8	29.9
Net D/E (%)	44.5	36.9	36.8	33.5

Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 34: MC TB - BUY, Price Bt12.90, TP Bt15.00

Y/E Jun (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	3,670	4,113	4,582	5,021
Net profit	644	730	865	1,005
Norm profit	644	730	865	1,005
Norm EPS (Bt)	0.8	0.9	1.1	1.3
Norm EPS grw (%)	32.5	13.5	18.4	16.1
Norm PE (x)	15.9	14.0	11.8	10.2
EV/EBITDA (x)	7.2	7.3	6.5	5.8
P/BV (x)	2.7	2.7	2.6	2.6
Div yield (%)	6.3	6.9	8.3	9.8
ROE (%)	17.4	19.5	22.6	25.7
Net D/E (%)	(46.4)	(42.9)	(44.1)	(45.7)

Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 35: MOSHI TB - BUY, Price Bt55.25, TP Bt70.00

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	2,530	3,024	3,751	4,619
Net profit	402	530	738	995
Norm profit	402	530	738	995
Norm EPS (Bt)	1.2	1.6	2.2	3.0
Norm EPS grw (%)	28.3	31.9	39.4	34.7
Norm PE (x)	45.4	34.4	24.7	18.3
EV/EBITDA (x)	21.8	17.8	13.7	10.6
P/BV (x)	9.2	8.0	6.7	5.6
Div yield (%)	1.1	1.4	2.0	2.7
ROE (%)	22.4	23.2	29.6	33.2
Net D/E (%)	(4.8)	(7.7)	(14.6)	(24.3)

Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 36: Sector Valuation Comparison

		BJC	COM7	CPALL	CPAXT	CPN	CRC	DOHOME	GLOBAL	HMPRO	MC	MOSHI	Industry
Rating		SELL	BUY	BUY	HOLD	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	
Target price	Thanachart	22.00	26.00	70.00	33.00	87.00	45.00	14.50	19.00	15.00	15.00	70.00	
	Consensus	31.04	23.66	73.17	35.16	82.10	44.81	11.36	16.95	14.46	15.90	64.24	
Consensus rec.	Buy	13	7	27	12	22	21	6	7	25	6	4	
	Hold	3	5	2	9	2	3	6	9	2	0	2	
	Sell	2	1	0	0	0	0	1	3	0	0	0	
Sales (Bt m)	2023	154,672	69,559	920,373	486,472	45,613	231,438	31,218	32,301	70,166	3,670	2,530	2,048,011
	2024F	161,546	76,319	1,002,835	533,090	50,280	263,097	32,317	34,649	77,387	4,113	3,024	2,238,658
	2025F	167,522	85,333	1,072,029	566,800	52,985	296,516	35,124	37,737	83,772	4,582	3,751	2,406,152
	2026F	173,360	93,773	1,140,397	597,836	57,498	335,269	38,753	40,935	89,801	5,021	4,619	2,577,262
Norm profits (Bt m)	2023	4,710	2,974	18,374	8,640	13,916	8,168	532	2,671	6,442	644	402	67,472
	2024F	5,087	3,027	22,295	10,776	15,031	9,162	787	2,978	7,146	730	530	77,550
	2025F	5,445	3,708	26,125	12,714	16,574	10,250	1,110	3,462	7,864	865	738	88,853
	2026F	6,027	4,273	31,553	14,847	19,180	11,747	1,438	3,972	8,763	1,005	995	103,799
Sales growth (%)	2023	2.9	10.9	8.0	4.4	25.5	5.2	(0.3)	(8.4)	5.0	25.6	33.8	10.2
	2024F	4.4	9.7	9.0	9.6	10.2	13.7	3.5	7.3	10.3	12.1	19.6	9.9
	2025F	3.7	11.8	6.9	6.3	5.4	12.7	8.7	8.9	8.3	11.4	24.0	9.8
	2026F	3.5	9.9	6.4	5.5	8.5	13.1	10.3	8.5	7.2	9.6	23.2	9.6
Norm profit growth (%)	2023	(5.2)	(2.2)	38.3	12.3	38.7	18	(37.3)	(24.4)	3.6	32.5	58.6	12.1
	2024F	8.0	1.8	21.3	24.7	8.0	12.2	47.8	11.5	10.9	13.5	31.9	17.4
	2025F	7.0	22.5	17.2	18.0	10.3	11.9	41.0	16.3	10.0	18.4	39.4	19.3
	2026F	10.7	15.2	20.8	16.8	15.7	14.6	29.6	14.7	11.4	16.1	34.7	18.2
Norm EPS growth (%)	2023	(5.2)	(2.2)	43.3	12.3	38.7	18	(37.3)	(24.5)	3.6	32.5	28.3	9.8
	2024F	8.0	1.8	24.1	24.7	8.0	12.2	47.8	11.2	10.9	13.5	31.9	17.7
	2025F	7.0	22.5	17.5	18.0	10.3	11.9	41.0	16.0	10.0	18.4	39.4	19.3
	2026F	10.7	15.2	21.2	16.8	15.7	14.6	29.6	14.6	11.4	16.1	34.7	18.2
Gross margin (%)	2023	19.4	13.2	24.1	16.1	52.8	28.7	15.7	25.6	27.5	64.8	53.4	31.0
	2024F	19.6	13.0	24.0	16.2	53.0	28.2	16.8	25.9	27.6	64.3	54.3	31.2
	2025F	19.6	13.0	24.2	16.3	54.0	27.7	17.6	26.2	27.8	64.6	55.5	31.5
	2026F	19.6	13.2	24.4	16.4	55.9	27.1	18.0	26.6	27.9	64.9	56.4	31.8
SG&A/Sales (%)	2023	20.5	7.9	19.5	13.4	16.8	30.2	12.8	17.1	19.1	43.2	32.2	21.1
	2024F	20.4	7.7	19.3	13.3	16.5	29.3	13.1	17.1	19.1	42.5	31.0	20.9
	2025F	20.5	7.4	19.3	13.3	16.0	28.8	13.3	16.9	19.2	41.5	29.6	20.5
	2026F	20.5	7.3	19.1	13.1	15.5	28.1	13.2	16.7	19.0	40.5	28.3	20.1
Net margin (%)	2023	3.8	4.3	2.3	1.6	26.2	3.3	1.7	7.9	9.2	17.6	15.9	8.5
	2024F	3.8	4.0	2.6	1.9	25.6	3.3	2.4	8.2	9.2	17.8	17.5	8.8
	2025F	3.9	4.4	2.8	2.1	27.0	3.3	3.2	8.8	9.4	18.9	19.7	9.4
	2026F	4.1	4.6	3.2	2.3	29.2	3.4	3.7	9.3	9.8	20.0	21.5	10.1
ROE (%)	2023	4.0	39.1	17.4	3.0	16.0	12.6	4.5	11.9	25.9	17.4	22.4	15.8
	2024F	4.2	34.8	19.1	3.6	15.6	13.1	6.2	12.3	27.5	19.5	24.8	16.4
	2025F	4.5	36.3	20.1	4.1	15.8	13.5	8.1	13.0	28.8	22.6	29.6	17.9
	2026F	4.9	35.5	21.7	4.8	16.7	14.2	9.7	13.6	29.9	25.7	33.2	19.1
Norm PE (x)	2023	20.9	15.6	27.8	38.0	20.4	26.0	66.8	32.3	21.6	15.9	45.4	24.3
	2024F	19.4	15.3	22.4	30.4	18.9	23.2	45.2	29.1	19.5	14.0	34.4	24.7
	2025F	18.1	12.5	19.1	25.8	17.1	20.7	32.1	25.1	17.7	11.8	24.7	20.4
	2026F	16.4	10.8	15.7	22.1	14.8	18.1	24.7	21.9	15.9	10.2	18.3	17.2
Dividend yield (%)	2023	3.2	3.6	1.8	1.8	2.8	1.6	0.0	1.0	3.8	6.3	1.1	2.5
	2024F	3.6	3.8	2.2	2.3	2.9	1.8	0.1	1.2	4.1	6.9	1.4	2.8
	2025F	3.9	4.7	2.6	2.7	3.1	1.9	0.1	1.4	4.5	8.3	2.0	3.2
	2026F	4.3	5.4	3.2	3.2	3.4	2.2	0.1	1.6	5.0	9.8	2.7	3.7
Net D/E (x)	2023	1.1	0.8	0.9	0.2	0.7	1.0	1.4	0.4	0.4	(0.5)	(0.0)	0.6
	2024F	1.1	0.6	0.9	0.3	0.7	1.0	1.1	0.4	0.4	(0.4)	(0.1)	0.5
	2025F	1.1	0.5	0.8	0.3	0.7	0.9	1.1	0.3	0.4	(0.4)	(0.1)	0.5
	2026F	1.0	0.3	0.7	0.3	0.7	0.8	1.1	0.3	0.3	(0.5)	(0.2)	0.4

Source: Bloomberg

Note: Thanachart estimates, using normalized EPS

Valuation Comparison

Ex 37: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div. yield	
			24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F
Marks & Spencer	MKS LN	Britain	41.7	(0.9)	10.4	10.5	1.5	0.7	5.9	4.9	1.2	5.6
J Sainsbury PLC	SBRY LN	Britain	(4.1)	7.5	11.5	10.7	0.8	0.8	5.0	4.9	5.3	5.5
Tesco	TSCO LN	Britain	14.2	6.2	11.1	10.5	1.5	1.5	6.7	6.6	4.3	4.7
Carrefour SA	CA FP	France	18.0	18.7	8.4	7.0	0.9	0.9	4.9	4.6	5.5	5.9
Casino Guichard	CO FP	France	135.7	(120.0)	1.6	na	0.0	0.0	14.7	14.0	0.0	0.0
L'Oreal SA	OR FP	France	6.4	8.3	33.9	31.3	7.3	6.7	22.8	21.1	1.6	1.7
Alimentation Couche	ATD/B CN	Canada	(0.4)	10.5	na	na	na	na	11.4	10.5	na	na
Aeon	8267 JP	Japan	40.0	23.4	79.9	64.8	3.1	3.0	10.0	9.5	1.0	1.0
Kao Corporation	4452 JP	Japan	120.3	16.6	26.3	22.5	2.7	2.6	12.2	11.2	2.6	2.7
Lion Corporation	4912 JP	Japan	8.9	2.9	20.3	19.7	1.4	1.3	7.6	7.2	2.0	2.0
Shiseido Co. Ltd	4911 JP	Japan	40.1	146.6	66.6	27.0	2.6	2.5	14.6	11.0	1.4	1.5
Lawson	2651 JP	Japan	112.2	4.9	20.9	19.9	3.6	3.2	6.4	6.2	2.2	2.5
Seven & I Holdings	3382 JP	Japan	(15.7)	25.9	23.6	18.7	1.5	1.5	8.2	7.8	1.8	1.9
Lotte Corp	004990 KS	South Korea	na	25.5	10.3	8.2	0.4	0.4	9.2	8.9	6.4	6.9
Shinsegae	004170 KS	South Korea	13.6	15.4	5.3	4.6	0.4	0.4	6.4	6.0	2.3	2.4
Amore Pacific Group	002790 KS	South Korea	32.5	32.1	16.5	12.5	0.8	0.7	5.8	4.6	1.3	1.6
Best Buy Co Inc	BBY US	USA	(1.4)	11.9	13.5	12.1	5.5	5.6	6.7	6.3	4.6	4.8
Wal-Mart Stores	WMT US	USA	9.4	9.5	25.4	23.2	5.3	4.9	12.7	11.9	1.4	1.5
Home Depot Inc	HD US	USA	2.7	6.6	24.8	23.3	na	na	16.9	16.2	2.3	2.5
Levi Strauss & Co.	LEVI US	USA	12.0	15.5	16.4	14.2	3.7	3.3	10.5	9.4	2.8	3.0
Yonghui Superstores	601933 CH	China	135.8	na	97.5	30.8	2.5	2.2	16.5	13.8	1.1	2.0
Sa International	178 HK	Hong Kong	na	68.7	12.4	7.3	2.1	1.9	7.3	6.1	5.8	8.6
Dairy Farm Intl Hldgs	DFI SP	Hong Kong	35.4	24.2	14.4	11.6	2.8	2.4	7.7	7.1	4.5	5.6
President Chain Store	2912 TT	Taiwan	5.4	9.1	23.9	21.9	6.8	5.9	9.1	8.5	3.6	4.0
7-Eleven Malaysia	SEM MK	Malaysia	6.1	12.9	28.4	25.2	5.3	4.7	7.3	7.0	1.8	2.1
Berli Jucker *	BJC TB	Thailand	8.0	7.0	19.4	18.1	0.8	0.8	11.0	10.6	3.6	3.9
COM7 *	COM7 TB	Thailand	1.8	22.5	15.3	12.5	5.0	4.2	10.6	8.9	3.8	4.7
CP All *	CPALL TB	Thailand	24.1	17.5	22.4	19.1	4.0	3.6	8.9	8.0	2.2	2.6
CP Axtra *	CPAXT TB *	Thailand	24.7	18.0	30.4	25.8	1.1	1.1	12.3	11.3	2.3	2.7
Central Pattana *	CPN TB	Thailand	8.0	10.3	18.9	17.1	2.8	2.6	13.2	12.1	2.9	3.1
Central Retail Corp. *	CRC TB	Thailand	12.2	11.9	23.2	20.7	2.9	2.7	8.5	8.0	1.8	1.9
Dohome *	DOHOME TB	Thailand	47.8	41.0	45.2	32.1	2.7	2.5	23.8	20.4	0.1	0.1
Siam Global House *	GLOBAL TB	Thailand	11.2	16.0	29.1	25.1	3.4	3.1	22.4	19.8	1.2	1.4
Home Product*	HMPRO TB	Thailand	10.9	10.0	19.5	17.7	5.3	4.9	11.3	10.4	4.1	4.5
MC Group *	MC TB	Thailand	13.5	18.4	14.0	11.8	2.7	2.6	7.3	6.5	6.9	8.3
Moshi Moshi Retail*	MOSHI TB *	Thailand	31.9	39.4	34.4	24.7	8.0	6.7	17.8	13.7	1.4	2.0
Average			28.3	17.0	25.0	19.5	3.0	2.7	10.9	9.9	2.8	3.3

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates using normalized EPS growth,

Based on 1 April 2024 closing price

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

STOCK PERFORMANCE

	Absolute (%)				Rel SET (%)			
	1M	3M	12M	YTD	1M	3M	12M	YTD
SET Index	0.9	(3.8)	(14.3)	(2.6)	—	—	—	—
Retail Sector	(3.5)	(4.4)	(13.7)	(4.4)	(4.4)	(0.7)	0.6	(1.8)
BJC	2.9	(1.2)	(35.4)	(1.2)	2.0	2.6	(21.2)	1.4
COM7	(4.0)	(18.9)	(36.7)	(18.9)	(4.9)	(15.1)	(22.4)	(16.3)
CPALL	(5.2)	(2.7)	(12.1)	(2.7)	(6.1)	1.1	2.2	(0.1)
CPAXT	(6.1)	14.8	(21.0)	14.8	(6.9)	18.6	(6.7)	17.4
CPN	(4.5)	(9.6)	(8.0)	(9.6)	(5.4)	(5.9)	6.3	(7.1)
CRC	(0.7)	(14.0)	(21.2)	(14.0)	(1.6)	(10.3)	(7.0)	(11.5)
DOHOME	(1.7)	(9.4)	(19.6)	(9.4)	(2.6)	(5.7)	(5.3)	(6.9)
GLOBAL	0.0	1.0	(6.1)	1.0	(0.9)	4.7	8.2	3.5
HMPRO	(2.8)	(9.4)	(26.4)	(9.4)	(3.6)	(5.6)	(12.1)	(6.8)
MC	(12.2)	(2.3)	20.6	(2.3)	(13.1)	1.5	34.8	0.3
MOSHI	(3.9)	3.3	15.2	3.3	(4.8)	7.0	29.5	5.8

Source: Bloomberg

SECTOR - SWOT ANALYSIS

S — Strength

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

O — Opportunity

- Penetration rate อยู่ในระดับต่ำ และมีอำนาจซื้อมากขึ้นในต่างจังหวัด
- เศรษฐกิจในประเทศและนโยบายประชานิยมที่แข็งแกร่ง

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 —	
	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F
	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Britain	17.3	4.3	11.0	10.6	1.3	1.0	5.9	5.4	3.6	5.3
France	53.4	(31.0)	14.6	19.2	2.7	2.5	14.1	13.2	2.4	2.6
Canada	(0.4)	10.5	na	na	na	na	11.4	10.5	na	na
Japan	50.9	36.7	39.6	28.8	2.5	2.3	9.8	8.8	1.8	2.0
South Korea	23.1	24.3	10.7	8.4	0.5	0.5	7.1	6.5	3.3	3.6
USA	5.7	10.8	20.0	18.2	4.8	4.6	11.7	10.9	2.8	3.0
China	135.8	na	97.5	30.8	2.5	2.2	16.5	13.8	1.1	2.0
Hong Kong	35.4	46.4	13.4	9.5	2.4	2.2	7.5	6.6	5.2	7.1
Taiwan	5.4	9.1	23.9	21.9	6.8	5.9	9.1	8.5	3.6	4.0
Malaysia	6.1	12.9	28.4	25.2	5.3	4.7	7.3	7.0	1.8	2.1
Thailand	17.7	19.3	24.7	20.4	3.5	3.2	13.3	11.8	2.8	3.2
Average	31.8	14.3	28.4	19.3	3.2	2.9	10.3	9.4	2.8	3.5

Source: Bloomberg Consensus

Note : *Thanachart estimates

SELL (Unchanged)

TP: Bt 22.00

(From: Bt 30.00)

2 APRIL 2024

Change in Numbers

Downside : 10.9%

Berli Jucker Pcl (BJC TB)

ขาดปัจจัยหนุน

เรายังคงคำแนะนำ “ขาย” BJC เนื่องจากเราคาดว่าจะเป็นงานที่ทำทหายสำหรับ BIGC ไฮเปอร์มาร์เก็ตที่จะกลับไปมีกำไรในระดับก่อนโควิด ด้วยแนวโน้มการเติบโตของกำไรที่ชะลอตัวเมื่อเทียบกับคู่แข่งในกลุ่มค้าปลีกที่เติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ 9% เราจึงมองว่า BJC มีมูลค่าที่แพงในปัจจุบัน



PHANNARAI TIYAPITTAYARUT

662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

ปรับลดกำไร และราคาเป้าหมาย

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มค้าปลีก “การขยายสาขารูปแบบใหม่” วันที่ 2 เมษายน 2024 เนื่องจากผลการดำเนินงาน 4Q23 อ่อนแอกว่าที่เราคาดไว้มาก เราจึงปรับลดประมาณการกำไรของ BJC ลง 13/14/10% ในปี 2024-26F จากสมมติฐานการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมสำหรับ BIGC ที่ลดลงมาอยู่ที่ 2/1/1% ในปี 2024-26F (จากเดิมที่ 3/3/1%) และอัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายที่สูงขึ้น ราคาเป้าหมายของเรา (ปีฐาน 2024F) ลดลง 27% เหลือ 22 บาท (จาก 30 บาท) เรายังคงคำแนะนำ “ขาย” เนื่องจากเราไม่เห็นปัจจัยหนุนการเติบโตที่จะผลักดันกำไรและราคาหุ้นให้แข็งแกร่ง

กำไรยังห่างจากช่วงก่อนโควิดมาก

กำไรปกติของ BJC ในปีที่แล้วฟื้นตัวมาอยู่ที่เพียง 65% ของระดับปี 2019 โดยมีกำไรปกติ 4.7 พันลบ. เทียบกับ 7.3 พันลบ. ในปี 2019 สาเหตุหลักคือผลการดำเนินงานของ BIGC ที่อ่อนแอลง โดยมีกำไรสุทธิลดลงจาก 6.4 พันลบ. ในปี 2019 เหลือ 3.7 พันลบ. ในปี 2023 ยอดขายสินค้าของ BIGC อยู่ที่ 1.01 แสนลบ. ซึ่งต่ำกว่าปี 2019 อยู่ 9% รายได้จากการเข้าพื้นที่อยู่ที่ 9.5 พันลบ. ซึ่งต่ำกว่าปี 2019 ถึง 18% เราเชื่อว่าเป็นเพราะจำนวนลูกค้าในไฮเปอร์มาร์เก็ตที่ลดลงอันเป็นผลมาจากโควิด และการแข่งขันในตลาดไฮเปอร์มาร์เก็ตที่รุนแรงหลังจากที่กลุ่มซีพีได้เข้าซื้อกิจการไฮเปอร์มาร์เก็ตอันดับ 1 อย่างเทสโก้ (ปัจจุบันเปลี่ยนชื่อเป็น Lotus's) ในปี 2020 ยอดขายสาขาเดิมของ BIGC ในปีที่แล้วอยู่ที่ 79% ของตัวเลขปี 2019 และเราคาดว่าบริษัท จะยังคงสูญเสียส่วนแบ่งการตลาดไปให้กลุ่มค้าปลีกอื่นๆ และคู่แข่งไฮเปอร์มาร์เก็ตอย่าง Lotus's ด้วย BIGC มียอดขายสาขาเดิมในระดับหลักเดียวต่ำใน 1Q24F ขณะที่ Lotus's ประเทศไทยมียอดขายสาขาเดิมในระดับหลักเดียวกลางถึงสูง

มีโอกาขยายตัวจำกัด

ณ ปี 2023 BIGC ดำเนินการบริหารไฮเปอร์มาร์เก็ต 156 แห่ง ซูเปอร์มาร์เก็ต 67 แห่ง มินิบิ๊กซี 1,567 แห่ง (รวมร้านค้าในกัมพูชา) และร้านขายยา Pure 143 แห่ง เราเชื่อว่ากลุ่มไฮเปอร์มาร์เก็ตในไทยใกล้จะอิ่มตัวแล้ว เนื่องจากมีเครือข่ายร้านค้าที่ใหญ่ทั่วประเทศ เราเชื่อว่าสิ่งนี้สะท้อนให้เห็นถึงความต้องการที่เปลี่ยนไปจากไฮเปอร์มาร์เก็ตไปยังกลุ่มอื่นๆ เช่น ร้านขายส่งและร้านสะดวกซื้อ (CVS) เราสมมติให้มีไฮเปอร์มาร์เก็ตใหม่ 2/1/1 แห่ง และซูเปอร์มาร์เก็ต 3/3/2 แห่ง ในปี 2024-26F ขณะที่เราคาดว่าจะมี Mini Big C ใหม่ 118 แห่ง ในปี 2024-26F เทียบกับบริษัทฯ ตั้งเป้าไว้ว่าจะมี Mini Big C ใหม่ 200 แห่งในปีนี้

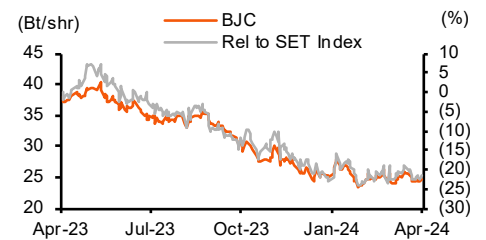
คงคำแนะนำ “ขาย”

เนื่องจากแนวโน้มการเติบโตที่ชะลอตัวของ BIGC เราจึงคาดว่า core EPS จะเติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ 9% ในปี 2024-26F ด้วยแนวโน้มการเติบโตของกำไรที่ชะลอตัวเมื่อเทียบกับคู่แข่งในกลุ่ม BJC จึงดูแพงในมุมมองของเรา โดยซื้อขายที่ PE ที่ 19/18 เท่าในปี 2024-25F

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	154,672	161,546	167,522	173,360
Net profit	4,795	5,087	5,445	6,027
Consensus NP	—	5,426	5,925	6,359
Diff frm cons (%)	—	(6.2)	(8.1)	(5.2)
Norm profit	4,710	5,087	5,445	6,027
Prev. Norm profit	—	5,817	6,327	6,720
Chg frm prev (%)	—	(12.5)	(13.9)	(10.3)
Norm EPS (Bt)	1.2	1.3	1.4	1.5
Norm EPS grw (%)	(5.2)	8.0	7.0	10.7
Norm PE (x)	20.9	19.4	18.1	16.4
EV/EBITDA (x)	11.8	11.0	10.6	10.2
P/BV (x)	0.8	0.8	0.8	0.8
Div yield (%)	3.2	3.6	3.9	4.3
ROE (%)	4.0	4.2	4.5	4.9
Net D/E (%)	114.7	111.7	107.2	102.0

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 1-Apr-24 (Bt)	24.70
Market Cap (US\$ m)	2,718.1
Listed Shares (m shares)	4,007.8
Free Float (%)	25.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	6.0
12M Price H/L (Bt)	40.25/23.40
Sector	Commerce
Major Shareholder	TCC Corporation 45.68%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P17

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ทำทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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	2035F	Terminal Value
EBITDA	20,472	21,051	21,581	22,173	22,735	23,088	23,414	23,727	24,193	24,485	24,852	25,211	
Free cash flow	8,975	10,657	11,645	12,685	15,710	16,047	16,338	16,607	17,029	17,276	17,596	17,908	314,238
PV of free cash flow	8,975	9,246	9,411	9,549	11,014	10,479	9,937	9,096	8,649	8,138	7,689	7,258	127,358
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	1.0												
WACC (%)	6.9												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value	236,799												
Net debt	144,462												
Minority interest	6,230												
Equity value	86,107												
# of shares	3,991												
Equity value/share (Bt)	22.00												

Sources: Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน) "BJC" จัดตั้งขึ้นมาแล้วกว่า 130 ปี BJC ดำเนินธุรกิจเกี่ยวกับด้านการค้า การผลิต และบริการ ซึ่งสามารถแบ่งออกเป็นสี่กลุ่มหลัก ได้แก่ กลุ่มสินค้าและบริการทางบรรจุภัณฑ์, กลุ่มสินค้าและบริการทางอุปโภค บริโภค, กลุ่มสินค้าและบริการทางเวชภัณฑ์, และกลุ่มธุรกิจค้าปลีก BJC ได้ซื้อหุ้น 99.85% ใน BIGC ซึ่งจะทำให้บริษัทเป็นกลุ่มค้าปลีกอย่างสมบูรณ์ และมีแพลตฟอร์มค้าปลีกที่หลากหลายในภูมิภาค

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strengths

- BJC เป็นผู้ผลิตบรรจุภัณฑ์แก้วรายใหญ่ที่สุดในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ และทำธุรกิจบรรจุภัณฑ์กระป๋องใหญ่เป็นอันดับ 1 ของไทย
- มีแพลตฟอร์มค้าปลีกที่แข็งแกร่งของ TCC Group

O — Opportunities

- การเติบโตที่สูงของเศรษฐกิจในประเทศในอินโดจีนเปิดโอกาสในการเติบโตสำหรับ BJC
- ธุรกิจร้านค้าปลีกสมัยใหม่ที่มีการพัฒนาอย่างแข็งแกร่งในอินโดจีนในอดีตที่ผ่านมา ทำให้ BJC สามารถขยายธุรกิจไปในภูมิภาค และมีกลุ่มสินค้าและบริการทางอุปโภคบริโภคที่ครบวงจร

CONSENSUS COMPARISON

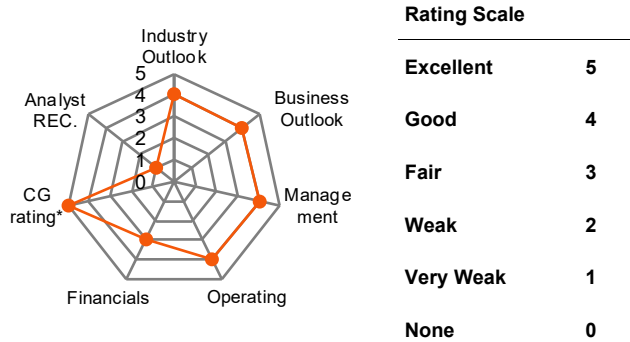
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	31.04	22.00	-29%
Net profit 24F (Bt m)	5,426	5,087	-6%
Net profit 25F (Bt m)	5,925	5,445	-8%
Consensus REC	BUY: 13	HOLD: 3	SELL: 2

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรปี 2024-25F ของเราน้อยกว่าของตลาด 6-8% เนื่องจากเราให้ประมาณการการขยายสาขาที่ลดลง และ SG&A ที่สูงขึ้น
- ดังนั้นราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่าของตลาด 29%

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- BJC เพิ่งเริ่มเจาะตลาดค้าปลีกในประเทศเพื่อนบ้าน
- การเข้าซื้อกิจการ BIGC มาพร้อมกับภาระดอกเบี้ยขนาดใหญ่ ซึ่งทำให้อัตรากำไรสุทธิต่อหุ้นอยู่ในระดับที่สูงกว่า 1 เท่า

T — Threat

- การแข่งขันขยายสาขาโดยโมเดิร์นเทรด และร้านค้าปลีกใหม่
- การแข่งขันของไฮเปอร์มาร์เก็ตในประเทศไทย

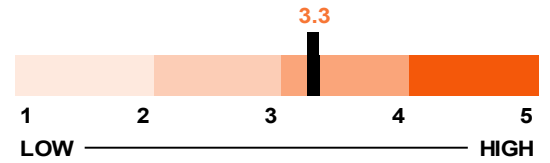
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากอุปสงค์ และการบริโภคในประเทศไทย เวียดนาม ลาว และมาเลเซียแข็งแกร่งกว่าที่เราคาดไว้ จะทำให้มี upside ต่อประมาณการของเรา
- ถ้าราคาวัตถุดิบต่ำกว่าสมมติฐานที่เราให้ไว้ จะส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นสูงกว่าที่เราคาด
- หาก BIGC สามารถผลักดันอัตรากำไรขั้นต้นที่มากกว่าคาดจะเป็นบวกต่อประมาณการกำไรของเรา

Source: Thanachart

BJC ดำเนินธุรกิจการค้า การผลิต และการบริการใน 4 กลุ่มหลัก ได้แก่ กลุ่มสินค้าและบริการทางบรรจุภัณฑ์ กลุ่มสินค้าและบริการทางอุปโภคบริโภค และกลุ่มสินค้าและบริการทางเวชภัณฑ์และเทคนิคดูแลสุขภาพ และค้าปลีก บริษัทฯ ถือหุ้น 99.85% ในบริษัท ซูเปอร์เซ็นเตอร์ (BIGC) เราให้คะแนน ESG แก่ BJC ค่อนข้างสูงที่ 3.3 เนื่องจากบริษัทฯ มีความมุ่งมั่นในเป้าหมาย ESG หลายประการ

Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
BJC	-	AA	YES	AA	55.01	61.07	92.00	-	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, 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 ซึ่งส่งผลกระทบต่อปัญหาในระดับโลก จึงเตรียมการสำหรับ Net Zero ภายในปี 2050
- บริษัทฯ จัดทำ "Big C Solar Roof Power Purchase Agreement (PPA) Project" ตลอดระยะ 1-4 ของโครงการ BJC ได้ติดตั้งโซลาร์รูฟท็อปที่บิ๊กซี 45 สาขา ซึ่งผลิตไฟฟ้าได้ 52,343MWh ต่อปี ในปี 2022 โครงการได้เข้าสู่ระยะที่ 5 - 6 (2022-2024) ซึ่งตั้งเป้าติดตั้งโซลาร์รูฟท็อปในบิ๊กซีเพิ่มอีก 43 สาขา
- ในการจัดการของเสียทุกประเภทอย่างเพียงพอตลอดห่วงโซ่อุปทานตั้งแต่ต้นน้ำจนถึงปลายน้ำ BJC ยังคงทำงานอย่างต่อเนื่องในปี 2022 ทั้งระบุ พัฒนา และดำเนินโครงการที่มีเป้าหมายเพื่อจัดการขยะบรรจุภัณฑ์อย่างมีประสิทธิภาพภายใต้ "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 เชื้อชาติชาติพันธุ์ สีผิว ศาสนา สัญชาติ ประเทศต้นกำเนิด ภูมิภาคหลังทางวัฒนธรรม
- ในปี 2022 BJC เปิดรับผู้พิการจำนวน 257 คนเข้าสู่บริษัท ซึ่งคิดเป็น 1.3% ของพนักงานประจำ
- ในปี 2022 ชั่วโมงการฝึกอบรมเฉลี่ยอยู่ที่ 123 ชั่วโมง/พนักงาน โดยมีค่าใช้จ่ายเฉลี่ยที่ 1,041 บาท
- ในปี 2022 BJC ไม่มีเหตุการณ์ของการไม่ปฏิบัติตามข้อกำหนดเกี่ยวกับผลกระทบต่อด้านสุขภาพและความปลอดภัยของผลิตภัณฑ์
- 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 ท่ามกลางช่องทางรายงานอื่นๆ ที่หลากหลาย สายด่วนการรายงานอิสระทุกวันตลอด 24 ชั่วโมง ซึ่งมีให้บริการในภาษาท้องถิ่น

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	150,338	154,672	161,546	167,522	173,360
Cost of sales	122,707	124,628	129,892	134,684	139,359
Gross profit	27,631	30,043	31,654	32,838	34,001
% gross margin	18.4%	19.4%	19.6%	19.6%	19.6%
Selling & administration expenses	29,891	31,650	33,028	34,326	35,593
Operating profit	10,933	11,624	11,990	12,340	12,704
% operating margin	7.3%	7.5%	7.4%	7.4%	7.3%
Depreciation & amortization	9,009	8,984	10,033	10,229	10,363
EBITDA	19,942	20,608	22,023	22,570	23,068
% EBITDA margin	13.3%	13.3%	13.6%	13.5%	13.3%
Non-operating income	13,222	13,273	13,413	13,880	14,356
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(4,752)	(5,338)	(5,138)	(4,852)	(4,562)
Pre-tax profit	6,210	6,329	6,901	7,541	8,202
Income tax	435	503	690	980	1,066
After-tax profit	5,775	5,826	6,211	6,560	7,136
% net margin	3.8%	3.8%	3.8%	3.9%	4.1%
Shares in affiliates' Earnings	(15)	(200)	(180)	(162)	(145)
Minority interests	(790)	(917)	(944)	(954)	(963)
Extraordinary items	41	85	0	0	0
NET PROFIT	5,010	4,795	5,087	5,445	6,027
Normalized profit	4,969	4,710	5,087	5,445	6,027
EPS (Bt)	1.3	1.2	1.3	1.4	1.5
Normalized EPS (Bt)	1.2	1.2	1.3	1.4	1.5

*Slow EPS growth***BALANCE SHEET**

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
ASSETS:					
Current assets:	48,126	47,416	50,637	53,491	55,422
Cash & cash equivalent	4,162	4,857	4,578	5,730	6,000
Account receivables	18,574	17,061	19,917	20,653	21,373
Inventories	24,388	22,338	23,131	23,985	24,817
Others	1,002	3,160	3,011	3,122	3,231
Investments & loans	3,001	2,774	2,774	2,774	2,774
Net fixed assets	61,010	62,854	63,028	62,508	61,354
Other assets	223,908	225,926	225,229	224,920	224,188
Total assets	336,045	338,970	341,669	343,693	343,737
LIABILITIES:					
Current liabilities:	62,468	71,445	79,161	80,158	80,318
Account payables	33,506	32,880	35,231	36,531	37,799
Bank overdraft & ST loans	2,038	5,904	14,812	14,649	14,293
Current LT debt	25,065	29,898	26,661	26,368	25,727
Others current liabilities	1,860	2,763	2,458	2,610	2,500
Total LT debt	122,268	113,517	106,644	105,473	102,908
Others LT liabilities	27,159	28,113	27,330	26,816	26,290
Total liabilities	211,896	213,074	213,135	212,447	209,516
Minority interest	5,857	6,230	7,175	8,128	9,092
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	193	193	193	193	193
Surplus	(77)	(361)	(361)	(361)	(361)
Retained earnings	28,241	29,898	31,608	33,367	35,379
Shareholders' equity	118,291	119,665	121,359	123,118	125,129
Liabilities & equity	336,045	338,970	341,669	343,693	343,737

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	6,210	6,329	6,901	7,541	8,202
Tax paid	(475)	(360)	(733)	(926)	(1,064)
Depreciation & amortization	9,009	8,984	10,033	10,229	10,363
Chg In working capital	(1,346)	2,937	(1,298)	(290)	(284)
Chg In other CA & CL / minorities	(1,154)	(2,368)	(840)	(175)	(366)
Cash flow from operations	12,243	15,522	14,063	16,379	16,850
Capex	(7,676)	(10,683)	(9,000)	(8,500)	(8,000)
Right of use	(2,726)	(1,298)	(65)	(3)	(3)
ST loans & investments	(38)	(239)	277	0	0
LT loans & investments	(174)	227	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	3,764	553	(957)	(1,412)	(999)
Cash flow from investments	(6,850)	(11,439)	(9,745)	(9,915)	(9,002)
Debt financing	(3,041)	33	(1,203)	(1,626)	(3,563)
Capital increase	0	0	(16)	0	0
Dividends paid	(2,645)	(3,206)	(3,377)	(3,686)	(4,015)
Warrants & other surplus	51	(215)	0	0	0
Cash flow from financing	(5,635)	(3,388)	(4,596)	(5,312)	(7,578)
Free cash flow	4,567	4,839	5,063	7,879	8,850

VALUATION

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	19.8	20.9	19.4	18.1	16.4
Normalized PE - at target price (x)	17.7	18.6	17.3	16.1	14.6
PE (x)	19.7	20.6	19.4	18.1	16.4
PE - at target price (x)	17.5	18.3	17.3	16.1	14.6
EV/EBITDA (x)	12.2	11.8	11.0	10.6	10.2
EV/EBITDA - at target price (x)	11.7	11.3	10.5	10.1	9.7
P/BV (x)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
P/BV - at target price (x)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
P/CFO (x)	8.1	6.4	7.0	6.0	5.9
Price/sales (x)	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
Dividend yield (%)	2.6	3.2	3.6	3.9	4.3
FCF Yield (%)	4.6	4.9	5.1	8.0	9.0
(Bt)					
Normalized EPS	1.2	1.2	1.3	1.4	1.5
EPS	1.3	1.2	1.3	1.4	1.5
DPS	0.7	0.8	0.9	1.0	1.1
BV/share	29.6	30.0	30.4	30.8	31.4
CFO/share	3.1	3.9	3.5	4.1	4.2
FCF/share	1.1	1.2	1.3	2.0	2.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

Expensive PE compared to its growth outlook, in our view

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Growth Rate					
Sales (%)	8.6	2.9	4.4	3.7	3.5
Net profit (%)	39.8	(4.3)	6.1	7.0	10.7
EPS (%)	39.8	(4.3)	6.1	7.0	10.7
Normalized profit (%)	45.0	(5.2)	8.0	7.0	10.7
Normalized EPS (%)	45.0	(5.2)	8.0	7.0	10.7
Dividend payout ratio (%)	51.8	66.6	70.0	70.0	70.0
Operating performance					
Gross margin (%)	18.4	19.4	19.6	19.6	19.6
Operating margin (%)	7.3	7.5	7.4	7.4	7.3
EBITDA margin (%)	13.3	13.3	13.6	13.5	13.3
Net margin (%)	3.8	3.8	3.8	3.9	4.1
D/E (incl. minor) (x)	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1
Net D/E (incl. minor) (x)	1.2	1.1	1.1	1.1	1.0
Interest coverage - EBIT (x)	2.3	2.2	2.3	2.5	2.8
Interest coverage - EBITDA (x)	4.2	3.9	4.3	4.7	5.1
ROA - using norm profit (%)	1.5	1.4	1.5	1.6	1.8
ROE - using norm profit (%)	4.2	4.0	4.2	4.5	4.9
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	4.9	4.9	5.2	5.4	5.7
- asset turnover (x)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
- operating margin (%)	7.3	7.5	7.5	7.4	7.4
- leverage (x)	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8
- interest burden (%)	56.6	54.2	57.3	60.8	64.3
- tax burden (%)	93.0	92.1	90.0	87.0	87.0
WACC (%)	6.9	6.9	6.9	7.4	7.4
ROIC (%)	3.9	4.1	4.1	4.1	4.2
NOPAT (Bt m)	10,167	10,700	10,791	10,736	11,053
invested capital (Bt m)	263,501	264,127	264,897	263,878	262,057

Sources: Company data, Thanachart estimates

BUY (Unchanged)

TP: Bt 26.00

(Unchanged)

Company Update

Upside: 34.7%

2 APRIL 2024

COM7 Pcl. (COM7 TB)

แตะระดับต่ำสุดแล้ว

ขณะที่ความต้องการโทรศัพท์มือถือและไอทีมีกำลังมีเสถียรภาพหลังลดลงมาเป็นเวลาสองปี COM7 ได้ใช้จ่ายด้านส่งเสริมการขายน้อยลง และยังคงได้รับส่วนแบ่งตลาดอย่างต่อเนื่อง ปัจจุบันเราคาดว่า 1Q24F จะเป็นช่วงที่เริ่มฟื้นตัวจากจุดต่ำสุดใน 4Q23 เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ”



PATTADOL BUNNAK

662 – 483 8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

แตะจุดต่ำสุดแล้ว คงคำแนะนำ “ซื้อ”

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มค้าปลีก “การขยายสาขาแบบใหม่” วันที่ 2 เมษายน 2024 เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” COM7 โดยมีราคาเป้าหมายคงเดิม (ปีฐาน 2024F) ที่ 26 บาท/หุ้น 1) เราคาดว่ากำไรจะฟื้นตัวใน 1Q24F เป็น 740 ลบ. จากจุดต่ำสุดที่ 670 ลบ. ใน 4Q23 ซึ่งเป็นช่วงที่การส่งเสริมการขายอย่างหนักกดดันอัตรากำไร แม้ว่าจะยังคงต่ำกว่าในช่วง 1Q23 ที่มีฐานสูงที่ 880 ลบ. แต่เราคาดว่าตลาดยังคงผ่อนคลายจากการฟื้นตัวเมื่อเทียบ q-q 2) COM7 ยังคงได้ส่วนแบ่งตลาดเพิ่มขึ้น ด้วยยอดขายจะเติบโต 8-10% y-y ใน 1Q24F เราเชื่อว่าอุปสงค์ก่อนช่วงไตรมาสดังกล่าว 3) เราขอการขยายตัวเชิงรุกอย่างต่อเนื่องของ COM7 ขณะที่คู่แข่งอยู่ในตำแหน่งที่อ่อนแอกว่าในช่วงที่อุตสาหกรรมตกต่ำ บริษัทฯ ได้ลดขนาดของร้านรูปแบบสแตนด์อโลนใหม่เพื่อลดระยะเวลาคืนทุน 4) COM7 ยังคงเป็นบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูง โดยมี ROE ที่ 35% และ 5) หลังราคาหุ้นลดลง 45% จากจุดสูงสุดของปีที่แล้ว COM7 ดูไม่แพงที่ 15 เท่า PE เทียบกับ EPS ที่เติบโต 2/22/15%

ความต้องการมีเสถียรภาพ

ความต้องการด้านไอทีของประเทศไทย รวมถึงโทรศัพท์มือถือ ลดลง 5/12% ในปี 2022-23 หลังมีความต้องการพิเศษในช่วงปีโควิดในปี 2020-21 เราคาดว่าความต้องการจะทรงตัวในปีนี้ เติบโตที่ 2% ด้วยยังคงหดตัวบ้างใน 1H24F หลังจากการหดตัวสองปี เราคาดว่าวงจรทดแทนจะเกิดขึ้นพร้อมกับตัวขับเคลื่อนใหม่ของเทคโนโลยี AI ขึ้นสูงขึ้นในผลิตภัณฑ์รุ่นใหม่ เราคาดว่าความต้องการจะเติบโต 2/5/4% ในปี 2024-26F

ส่งเสริมการขายน้อยลง, ขยายตัวต่อเนื่อง

COM7 มีแผนที่จะลดการใช้จ่ายด้านส่งเสริมการขายในปีนี้ ขณะที่ยังคงเปิดสาขาเชิงรุกในช่วงเวลาที่คู่แข่งชะลอการขยายธุรกิจ COM7 เชื่อว่าสามารถเปิดสาขาใหม่ได้ประมาณ 200 แห่งในปีนี้ หรือเพิ่มขึ้น 15% จาก 1,356 แห่ง ในปี 2023 โดยบริษัทฯ มีแผนที่จะลดขนาดของร้านรูปแบบสแตนด์อโลนใหม่เพื่อลดระยะเวลาคืนทุนลงเหลือ 3 ปี (จากเดิม 5 ปี) COM7 ยังคงมองเห็นช่องทางสำหรับการขยายในอัตราที่ใกล้เคียงกันในช่วงหลายปีข้างหน้า โดยมีร้านค้าแบบสแตนด์อโลนประมาณ 100 แห่งต่อปี และร้านไปศูนย์การค้าประมาณ 70-80 ต่อปี

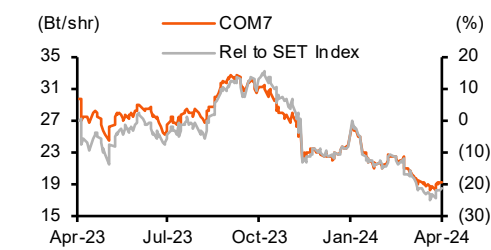
ยังคงเป็นผู้นำที่แข็งแกร่ง

แม้ว่าฐานกำไรจะลดลง 2% ในปี 2022-23 จากความต้องการของอุตสาหกรรมที่หดตัว แต่ COM7 ยังคงเป็นผู้นำที่แข็งแกร่งในอุตสาหกรรมโทรศัพท์มือถือและไอทีในมุมมองของเรา เราคาดว่า ROE ไว้ที่ 39% ในปีนี้ โดยมี EBITDA ที่ 4.6 พันลบ. และมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ค่าใช้จ่ายลงทุนสำหรับการขยายธุรกิจเชิงรุกอยู่ที่ 0.7-0.8 พันลบ. และอัตรารวบรวมหนี้สินสุทธิต่อทุนอยู่ที่ 0.8 เท่า ด้วยการส่งเสริมการขายที่น้อยลง เราคาดว่า EBIT Margin จะเพิ่มขึ้นจากระดับต่ำที่ 5.3% ในปี 2023 เป็น 5.3/5.7/5.9% ในปี 2024-26F

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	69,559	76,319	85,333	93,773
Net profit	2,857	3,027	3,708	4,273
Consensus NP	—	3,196	3,519	3,949
Diff frm cons (%)	—	(5.3)	5.4	8.2
Norm profit	2,974	3,027	3,708	4,273
Prev. Norm profit	—	3,017	3,720	4,242
Chg frm prev (%)	—	0.3	(0.3)	0.7
Norm EPS (Bt)	1.2	1.3	1.5	1.8
Norm EPS grw (%)	(2.2)	1.8	22.5	15.2
Norm PE (x)	15.6	15.3	12.5	10.8
EV/EBITDA (x)	11.4	10.6	8.9	7.7
P/BV (x)	5.8	5.0	4.2	3.6
Div yield (%)	3.6	3.8	4.7	5.4
ROE (%)	39.1	34.8	36.3	35.5
Net D/E (%)	80.7	57.5	46.4	32.5

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 1-Apr-24 (Bt)	19.30
Market Cap (US\$ m)	1,271.8
Listed Shares (m shares)	2,400.0
Free Float (%)	47.4
Avg Daily Turnover (US\$ m)	10.9
12M Price H/L (Bt)	32.75/18.10
Sector	Commerce
Major Shareholder	Khun Sura Kanittavikul 25.05%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P25

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	4,485	5,363	6,105	7,002	7,846	8,622	9,316	9,734	10,166	10,613	10,880	—
Free cash flow	2,136	2,975	3,687	4,229	5,048	5,587	6,185	6,720	7,012	7,315	7,632	104,381
PV of free cash flow	2,136	2,493	2,828	2,970	3,244	3,287	3,331	3,221	3,065	2,917	2,776	34,638
Risk-free rate (%)	3.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.0											
WACC (%)	9.6											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	69,497											
Net debt (2023)	6,609											
Minority interest	141											
Equity value	62,747											
# of shares	2,400											
Target price/share (Bt)	26											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 2: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		Div yield	
			24F (%)	25F (%)	24F (x)	25F (x)	24F (x)	25F (x)	24F (x)	25F (x)	24F (%)	25F (%)
Marks & Spencer Group	MKS LN	UK	27.9	8.1	11.5	10.6	1.7	1.5	5.9	5.7	1.1	2.5
J Sainsbury	SBRY LN	UK	(6.2)	7.4	12.7	11.8	0.9	0.8	5.0	4.9	4.8	5.0
Tesco	TSCO LN	UK	10.7	6.4	12.3	11.5	1.7	1.6	6.7	6.6	3.9	4.3
Carrefour SA	CA FP	France	4.0	18.7	8.4	7.1	0.9	0.9	4.9	4.6	5.5	5.9
Aeon	8267 JP	Japan	76.1	23.4	79.9	64.8	3.1	3.0	10.0	9.5	1.0	1.0
Lotte Shopping	023530 KS	S. Korea	10.4	36.3	10.5	7.7	0.2	0.2	8.6	8.2	5.2	5.5
Shinsegae	004170 KS	S. Korea	54.8	15.4	5.3	4.6	0.4	0.4	6.4	6.0	2.3	2.4
Amore Pacific Group	002790 KS	S. Korea	na	32.1	16.5	12.5	0.8	0.7	5.8	4.6	1.3	1.6
Wal-Mart Stores	WMT US	USA	6.8	9.4	25.4	23.2	5.3	4.9	12.7	11.9	1.4	1.5
Home Depot Inc	HD US	USA	2.4	6.6	24.8	23.2	na	na	16.9	16.2	2.4	2.5
Berli Jucker *	BJC TB	Thailand	23.5	8.8	16.9	15.6	0.8	0.8	10.8	9.9	4.1	4.5
COM7 *	COM7 TB	Thailand	1.8	22.5	15.3	12.5	5.0	4.2	10.6	8.9	3.8	4.7
CP All*	CPALL TB	Thailand	20.4	18.1	23.1	19.6	4.0	3.6	9.6	8.6	2.2	2.6
CP Axtra *	CPAXT TB	Thailand	19.4	17.0	31.8	27.2	1.1	1.1	11.6	10.3	2.4	2.8
Central Pattana *	CPN TB	Thailand	8.0	10.3	18.9	17.1	2.8	2.6	13.2	12.1	2.9	3.1
Central Retail Corp. *	CRC TB	Thailand	5.5	13.1	24.7	21.8	3.0	2.7	8.5	7.9	1.6	1.8
Dohome Pcl *	DOHOME TB	Thailand	38.1	28.2	46.2	36.0	2.6	2.4	23.0	20.5	0.0	0.1
Siam Global House *	GLOBAL TB	Thailand	11.0	15.0	28.1	24.4	3.3	3.0	21.5	19.1	1.2	1.4
Home Product*	HMPRO TB	Thailand	10.9	10.0	19.5	17.7	5.3	4.9	11.3	10.4	4.1	4.5
Average			17.5	16.1	22.7	19.4	2.4	2.2	10.7	9.8	2.7	3.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates using normalized EPS growth

Based on 1 April 2024 closing prices

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

CONSENSUS COMPARISON

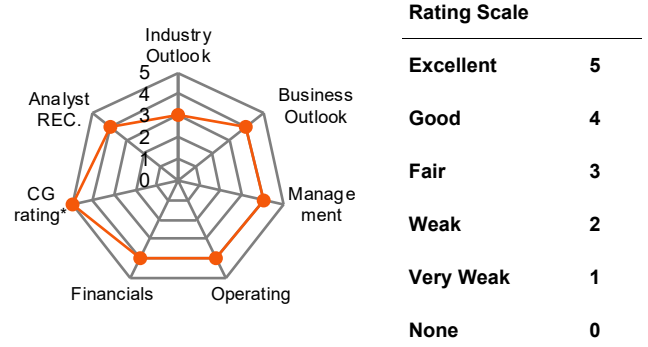
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	23.66	26.00	10%
Net profit 24F (Bt m)	3,196	3,027	-5%
Net profit 25F (Bt m)	3,519	3,708	5%
Consensus REC	BUY: 7	HOLD: 5	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด เนื่องจากเรามุมมองเชิงรุกมากขึ้นต่อแนวโน้มอุตสาหกรรมไอที และการได้ส่วนแบ่งเพิ่มขึ้นของ COM7

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG Rating

Rating Scale

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

W — Weakness

- ธุรกิจค้าปลีกให้อัตรากำไรต่ำ
- ความเสี่ยงจากความล้าสมัยของสต็อกสินค้า

T — Threat

- การแข่งขันที่รุนแรงในตลาดมือถือและสินค้าเกี่ยวกับ IT
- การเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วของเทคโนโลยี
- การแข่งขันที่สูงขึ้นจากผู้เล่นรายใหม่

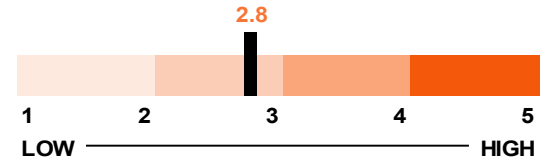
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การแข่งขันที่รุนแรงขึ้นในธุรกิจค้าปลีกที่มีอยู่ จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- เศรษฐกิจที่แย่กว่าคาด และความต้องการสินค้าเกี่ยวกับ IT ที่ลดลงจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

COM7 เป็นผู้ค้าปลีกสินค้าไอทีสำหรับผู้บริโภคที่ใหญ่ที่สุดในประเทศไทย ด้วยธรรมชาติของธุรกิจ COM7 จึงไม่ก่อให้เกิดก๊าซเรือนกระจกหรือของเสียมากนัก อย่างไรก็ตาม เราให้คะแนน ESG สำหรับ COM7 อยู่ในระดับปานกลางที่ 2.8 ซึ่งสะท้อนถึงภารกิจที่น้อย แต่ยังคงมีเป้าหมายที่ไม่ชัดเจนในเรื่อง ESG

Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
COM7	YES	A	-	-	50.14	51.49	26.00	-	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, 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
<p>ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)</p> <ul style="list-style-type: none"> นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก การบริหารจัดการน้ำ การบริหารจัดการของเสีย 	<ul style="list-style-type: none"> COM7 เป็นผู้ค้าปลีกผลิตภัณฑ์ไอทีที่ใหญ่ที่สุดในไทย ธรรมชาติของธุรกิจไม่ได้ก่อให้เกิดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GSG) หรือของเสียจากกระบวนการผลิตมากนัก COM7 ได้ระบุแผนปรับปรุงด้านสภาพแวดล้อมที่สำคัญ แต่ยังไม่ได้กำหนดเป้าหมายภาพรวมสำหรับปัญหาสิ่งแวดล้อมโดยรวม บริษัทฯ หันไปให้ความสำคัญกับการใช้ผลิตภัณฑ์พลังงานแสงอาทิตย์เพื่อเพิ่มการใช้ไฟฟ้าพลังงานทดแทน อาคารสำนักงานของ COM7 ยังทำตามแบบอาคารสีเขียวอีกด้วย COM7 ได้ดำเนินการรณรงค์ให้พนักงานใช้น้ำอย่างประหยัด และระดับการใช้น้ำเริ่มลดลง COM7 ใช้ถุงกระดาษสำหรับลูกค้ามากขึ้น
<p>ด้านสังคม (SOCIAL)</p> <ul style="list-style-type: none"> การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน การดูแลพนักงาน สุขอนามัยและความปลอดภัย ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม 	<ul style="list-style-type: none"> COM7 มีกำลังแรงงานที่สมดุล โดยประมาณ 50% เป็นเพศหญิง และที่เหลือเป็นเพศชาย COM7 มีโครงการฝึกอบรมพนักงานที่ดี อัตราส่วนการลาออกของพนักงานของบริษัท ลดลงเช่นกันในช่วงหลายปีที่ผ่านมา COM7 ส่งเสริมการพัฒนาขวัญกำลังใจของพนักงาน โดยการให้รางวัลแก่พนักงานที่ถูกระบุว่าทำได้ดี COM7 ได้จัดสรรผลิตภัณฑ์ไอที เช่น คอมพิวเตอร์และแท็บเล็ต เพื่อการศึกษาแก่ผู้ที่ต้องการ เช่น นักเรียนในพื้นที่ด้อยพัฒนา
<p>ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)</p> <ul style="list-style-type: none"> โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท จริยธรรมและความโปร่งใส ความยั่งยืนของธุรกิจ การบริหารความเสี่ยง นวัตกรรม 	<ul style="list-style-type: none"> COM7 มีคณะกรรมการ (BOD) 7 คน ซึ่งเราพิจารณาว่าเหมาะสมกับขนาดของบริษัท และขอบเขตของธุรกิจ จากสมาชิก 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 ยังไม่ได้เปิดเผยแผนการสืบต่อตำแหน่ง

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

*Strong sales growth
despite the weak industry*

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	62,733	69,559	76,319	85,333	93,773
Cost of sales	54,298	60,354	66,362	74,201	81,414
Gross profit	8,435	9,205	9,958	11,133	12,359
% gross margin	13.4%	13.2%	13.0%	13.0%	13.2%
Selling & administration expenses	4,600	5,484	5,911	6,296	6,862
Operating profit	3,835	3,721	4,047	4,837	5,497
% operating margin	6.1%	5.3%	5.3%	5.7%	5.9%
Depreciation & amortization	796	908	853	967	1,074
EBITDA	4,631	4,629	4,900	5,804	6,570
% EBITDA margin	7.4%	6.7%	6.4%	6.8%	7.0%
Non-operating income	58	82	77	77	77
Non-operating expenses	0	0	(150)	(168)	(184)
Interest expense	(103)	(232)	(283)	(242)	(209)
Pre-tax profit	3,790	3,571	3,690	4,504	5,180
Income tax	769	588	607	741	852
After-tax profit	3,021	2,984	3,083	3,763	4,328
% net margin	4.8%	4.3%	4.0%	4.4%	4.6%
Shares in affiliates' Earnings	45	67	20	20	21
Minority interests	(26)	(77)	(76)	(76)	(76)
Extraordinary items	(2)	(117)	0	0	0
NET PROFIT	3,038	2,857	3,027	3,708	4,273
Normalized profit	3,040	2,974	3,027	3,708	4,273
EPS (Bt)	1.3	1.2	1.3	1.5	1.8
Normalized EPS (Bt)	1.3	1.2	1.3	1.5	1.8

*Earnings growth to
resume in 2H24F*

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
ASSETS:					
Current assets:	12,655	16,443	16,038	17,582	18,955
Cash & cash equivalent	1,636	2,229	1,025	1,025	1,025
Account receivables	3,009	3,472	3,809	4,259	4,680
Inventories	7,333	9,922	10,910	11,995	12,938
Others	678	820	294	303	312
Investments & loans	1,517	1,665	1,812	1,959	2,107
Net fixed assets	873	1,392	1,674	1,819	1,832
Other assets	3,410	3,477	3,401	3,379	3,312
Total assets	18,456	22,976	22,925	24,739	26,206
LIABILITIES:					
Current liabilities:	10,463	14,076	12,783	12,847	12,322
Account payables	4,203	4,916	5,406	6,146	6,743
Bank overdraft & ST loans	5,204	8,437	6,223	5,978	5,105
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	1,056	723	1,154	724	473
Total LT debt	462	401	296	284	243
Others LT liabilities	280	311	285	319	351
Total liabilities	11,204	14,789	13,364	13,451	12,915
Minority interest	97	141	217	217	293
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	600	600	600	600	600
Share premium	899	899	899	899	899
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	621	836	836	836	836
Retained earnings	5,034	5,712	7,009	8,737	10,663
Shareholders' equity	7,154	8,047	9,344	11,071	12,998
Liabilities & equity	18,456	22,976	22,925	24,739	26,206

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	3,790	3,571	3,690	4,504	5,180
Tax paid	(491)	(1,037)	(315)	(850)	(736)
Depreciation & amortization	796	908	853	967	1,074
Chg In working capital	(2,251)	(2,338)	(836)	(795)	(767)
Chg In other CA & CL / minorities	111	91	151	(386)	(355)
Cash flow from operations	1,954	1,196	3,543	3,440	4,396
Capex	(479)	(815)	(700)	(650)	(600)
Right of use	(322)	(662)	(100)	(100)	(100)
ST loans & investments	270	(35)	534	0	0
LT loans & investments	(743)	(147)	(147)	(147)	(147)
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(911)	(150)	(285)	(306)	(288)
Cash flow from investments	(2,186)	(1,810)	(698)	(1,203)	(1,136)
Debt financing	1,185	3,173	(2,319)	(257)	(914)
Capital increase	300	0	0	0	0
Dividends paid	(1,200)	(1,788)	(1,730)	(1,980)	(2,346)
Warrants & other surplus	(268)	(176)	0	0	0
Cash flow from financing	17	1,208	(4,049)	(2,237)	(3,260)
Free cash flow	1,474	381	2,843	2,790	3,796

VALUATION

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	15.2	15.6	15.3	12.5	10.8
Normalized PE - at target price (x)	20.5	21.0	20.6	16.8	14.6
PE (x)	15.2	16.2	15.3	12.5	10.8
PE - at target price (x)	20.5	21.8	20.6	16.8	14.6
EV/EBITDA (x)	10.9	11.4	10.6	8.9	7.7
EV/EBITDA - at target price (x)	14.3	14.9	13.9	11.7	10.2
P/BV (x)	6.5	5.8	5.0	4.2	3.6
P/BV - at target price (x)	8.7	7.8	6.7	5.6	4.8
P/CFO (x)	23.7	38.7	13.1	13.5	10.5
Price/sales (x)	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5
Dividend yield (%)	3.9	3.6	3.8	4.7	5.4
FCF Yield (%)	3.2	0.8	6.1	6.0	8.2
(Bt)					
Normalized EPS	1.3	1.2	1.3	1.5	1.8
EPS	1.3	1.2	1.3	1.5	1.8
DPS	0.8	0.7	0.7	0.9	1.0
BV/share	3.0	3.4	3.9	4.6	5.4
CFO/share	0.8	0.5	1.5	1.4	1.8
FCF/share	0.6	0.2	1.2	1.2	1.6

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Growth Rate					
Sales (%)	22.7	10.9	9.7	11.8	9.9
Net profit (%)	15.5	(5.9)	5.9	22.5	15.2
EPS (%)	15.5	(5.9)	5.9	22.5	15.2
Normalized profit (%)	13.9	(2.2)	1.8	22.5	15.2
Normalized EPS (%)	13.9	(2.2)	1.8	22.5	15.2
Dividend payout ratio (%)	59.3	58.8	58.8	58.8	58.8
Operating performance					
Gross margin (%)	13.4	13.2	13.0	13.0	13.2
Operating margin (%)	6.1	5.3	5.3	5.7	5.9
EBITDA margin (%)	7.4	6.7	6.4	6.8	7.0
Net margin (%)	4.8	4.3	4.0	4.4	4.6
D/E (incl. minor) (x)	0.8	1.1	0.7	0.6	0.4
Net D/E (incl. minor) (x)	0.6	0.8	0.6	0.5	0.3
Interest coverage - EBIT (x)	37.2	16.0	14.3	20.0	26.3
Interest coverage - EBITDA (x)	45.0	19.9	17.3	24.0	31.4
ROA - using norm profit (%)	17.7	14.4	13.2	15.6	16.8
ROE - using norm profit (%)	48.9	39.1	34.8	36.3	35.5
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	48.6	39.3	35.5	36.9	36.0
- asset turnover (x)	3.6	3.4	3.3	3.6	3.7
- operating margin (%)	6.2	5.5	5.2	5.6	5.7
- leverage (x)	2.8	2.7	2.6	2.3	2.1
- interest burden (%)	97.4	93.9	92.9	94.9	96.1
- tax burden (%)	79.7	83.5	83.5	83.5	83.5
WACC (%)	8.9	8.9	8.9	9.2	9.2
ROIC (%)	38.6	27.8	23.1	27.2	28.2
NOPAT (Bt m)	3,057	3,109	3,381	4,041	4,593
invested capital (Bt m)	11,184	14,656	14,838	16,308	17,321

Sources: Company data, Thanachart estimates

BUY (Unchanged)

TP: Bt 70.00 (From: Bt 69.00)

2 APRIL 2024

Change in Numbers

Upside : 28.4%

CP ALL Public Co Ltd (CPALL TB)

แข็งแกร่งทั้งสองธุรกิจ

แนวโน้มการเติบโตที่แข็งแกร่งของ CPALL ดูนั่นคงมากขึ้นจากขนาดร้านที่ใหญ่ขึ้นของธุรกิจ 7-Eleven CVS และอัตรากำไรของผลิตภัณฑ์ที่สูงขึ้น ขณะที่ CPAXT ได้รับส่วนแบ่งมากขึ้นในกลุ่มค้าส่งและไฮเปอร์มาร์เก็ต แนะนำ "ซื้อ" ด้วยเป็น Top Pick ของเรา มี EPS เติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ 21%



PHANNARAI TIYAPITTAYARUT

662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

คงคำแนะนำ "ซื้อ" และเป็น Top Sector Pick ของเรา

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มค้าปลีก "การขยายสาขา รูปแบบใหม่" วันที่ 2 เมษายน 2024 เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" CPALL 1) เราปรับกำไรของ CPALL ขึ้น 1-3% ในปี 2024-26F จากค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารของ 7-Eleven ที่ต่ำกว่าคาดในปี 2023 ราคาเป้าหมายของเราสูงขึ้น 1.4% เป็น 70 บาท 2) CPALL เป็นหุ้น big cap ที่มี EPS เติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ดีถึง 21% ทั้งร้าน CVS และค้าส่งและค้าปลีกภายใต้บริษัท บมจ.ซีพี แอ็กซ์ตรา (CPAXT, "ถือ") ที่ถือหุ้นอยู่ 59.92% กำลังเติบโต เราคาดว่า CPAXT จะมี EPS เติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ 20% จากการขยายร้านขายส่งและการพลิกฟื้นของ Lotus's และ 3) เรามองว่าการซื้อขายที่ PE ที่ 22 เท่า ในปี 2024F เทียบกับการเติบโตที่ 21% ต่อปี นั้นไม่แพง

ขยาย 7-Eleven ในรูปแบบสแตนดาร์ดไอโฟนมากขึ้น

ในปี 2023 ยอดขายของ 7-Eleven เพิ่มขึ้น 13% y-y โดยมีสาเหตุจากยอดขายสาขาเดิมที่เติบโตมากกว่า 5.5% และจำนวนสาขาเพิ่มขึ้น 5% อีกทั้งขนาดร้านค้าโดยเฉลี่ยก็ใหญ่ขึ้นด้วย CPALL เปิดร้านรูปแบบสแตนดาร์ดไอโฟนพร้อมที่จอดรถเพิ่มขึ้น (80% ของร้านใหม่) ร้านรูปแบบสแตนดาร์ดไอโฟนจะมีขนาดใหญ่ขึ้นใกล้เคียงกับตึกแถว 4 คูหา จากปกติที่มีขนาด 1-2 คูหา ร้านรูปแบบสแตนดาร์ดไอโฟนยังรองรับ SKUs ผลิตภัณฑ์ได้มากขึ้น ดึงดูดลูกค้าได้มากขึ้น และยังหนุนการเติบโตของยอดขายสาขาเดิม โดย 1Q24F การเติบโตของยอดขายสาขาเดิมคาดว่าจะอยู่ที่ 3.6%

คาด CPAXT มี EPS เติบโตเฉลี่ยที่ 20% ในปี 2024-26F

แม้ว่าเราจะให้คำแนะนำ CPAXT เป็น "ถือ" เนื่องจากมี PE ที่สูง แต่มีสถานะทางการตลาดที่แข็งแกร่งในฐานะผู้นำด้านการค้า B2B/B2C โดยมีการเติบโตเฉลี่ย 3 ปีแข็งแกร่งที่ 20% ซึ่งได้แรงหนุนจาก 1) การเปิดสาขา ร้านค้าส่ง 8 สาขาต่อปี 2) Lotus's มีกำไรที่ฟื้นตัวจาก 2.6 พันลบ. ในปี 2023 เป็น 5.8 พันลบ. ในปี 2026F จากการขยายสาขาของ Lotus's ในประเทศไทยและมาเลเซีย และรายได้ค่าเช่าที่เติบโต 10-11% ต่อปี โดยได้แรงหนุนจากโครงการขยายห้างสรรพสินค้าและสาขาใหม่ ใน 1Q24F เราคาดว่าทั้งธุรกิจขายส่ง Makro (ยอดขายสาขาเดิมเติบโต 4-5% ใน 1Q24F) และ Lotus's ประเทศไทย (ยอดขายสาขาเดิมเติบโตในระดับเลขหลักเดียวกลางถึงสูง) และมาเลเซีย (ยอดขายสาขาเดิมเติบโตในระดับเลขหลักเดียวปลายๆ) จะได้รับส่วนแบ่งการขายเพิ่มขึ้นในกลุ่มค้าส่งและค้าปลีกที่แข็งแกร่งจากยอดขายอาหารสดและยอดขายออนไลน์ที่เพิ่มขึ้น

การควมรวมกิจการของ CPAXT ไม่ใช่ภัยคุกคามของ CPALL

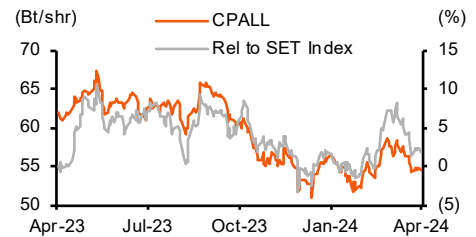
มีความกังวลว่าในการควมรวมกิจการระหว่าง CPAXT และบริษัท เอก-ชัย ดิสทริบิวชั่น ซิสเต็ม จำกัด ซึ่งเป็นบริษัทย่อยทางอ้อมที่ถือหุ้นในสัดส่วน 99.99% ซึ่งเป็นเจ้าของ Lotus's ประเทศไทย CPALL จะเป็นผู้ถือหุ้นจากผู้ถือหุ้นที่ไม่เห็นด้วยของ CPAXT ซึ่งลงคะแนนไม่เห็นด้วยกับข้อตกลงควมบริษัท อย่างไรก็ตามเรื่องนี้ไม่ใช่ภัยคุกคามต่อ CPALL อีกต่อไป เนื่องจากจะต้องยื่นคำเสนอซื้อหุ้น CPAXT ไม่เกิน 461,014 หุ้น (0.004%) ที่ราคา 31.25 บาท หรือสูงสุดที่ 14.4 ลบ. ดังนั้นความกังวลเรื่องภาวะดอกเบี้ยวที่เพิ่มขึ้นจึงผ่อนคลายลง หลังการทำธุรกรรมใน 4Q24 สัดส่วนการถือหุ้นของ CPALL ใน CPAXT จะไม่คอยเปลี่ยนแปลงที่ 59.92% (สามารถขึ้นสูงสุดถึง 59.924%)

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่คิดว่าดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วเห็นว่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ทำทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	920,373	1,002,835	1,072,029	1,140,397
Net profit	18,482	22,295	26,125	31,553
Consensus NP	—	21,195	24,502	27,858
Diff frm cons (%)	—	5.2	6.6	13.3
Norm profit	18,374	22,295	26,125	31,553
Prev. Norm profit	—	21,650	25,485	31,113
Chg frm prev (%)	—	3.0	2.5	1.4
Norm EPS (Bt)	2.0	2.4	2.9	3.5
Norm EPS grw (%)	43.3	24.1	17.5	21.2
Norm PE (x)	27.8	22.4	19.1	15.7
EV/EBITDA (x)	10.1	8.9	8.0	7.1
P/BV (x)	4.4	4.0	3.6	3.2
Div yield (%)	1.8	2.2	2.6	3.2
ROE (%)	17.4	19.1	20.1	21.7
Net D/E (%)	86.2	85.3	77.0	66.5

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 1-Apr-24 (Bt)	54.50
Market Cap (US\$ m)	13,442.6
Listed Shares (m shares)	8,983.1
Free Float (%)	59.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	37.7
12M Price H/L (Bt)	67.25/51.00
Sector	Commerce
Major Shareholder	C.P. Merchandising 31.93%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P32

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	2035F	Terminal Value
EBITDA	68,838	74,854	82,521	90,142	98,896	106,712	116,418	126,718	136,128	147,069	159,456	172,092	
Free cash flow	27,776	35,421	43,369	51,802	58,860	66,740	74,874	83,495	91,114	105,144	115,493	133,675	1,832,955
PV of free cash flow	27,776	29,830	33,517	36,740	38,301	39,854	41,031	40,568	40,442	42,644	42,801	45,267	620,705
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	1.0												
WACC (%)	8.5												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value - add investments	1,079,476												
Net debt (end-2023A)	260,029												
Minority interest	190,600												
Equity value	628,848												
# of shares (m)	8,983												
Equity value/share (Bt)	70.00												

Sources: Company data, Thanachart estimates

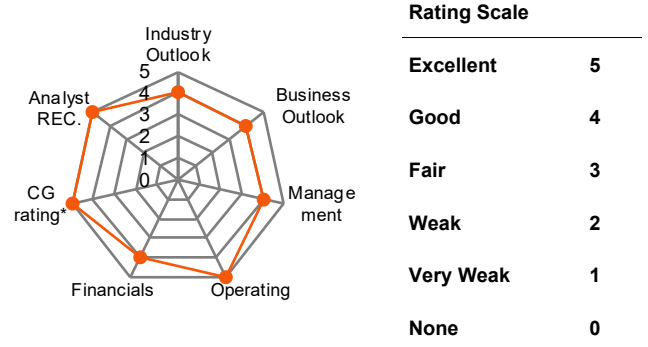
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

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 เคาน์เตอร์เซอร์วิส จำกัด, ธุรกิจผลิตและจำหน่ายอาหารพร้อมทานและเบเกอรี่ ภายใต้การดำเนินงานของบริษัท ซี.พี. ค้าปลีกและการตลาด จำกัด

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

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

O — Opportunity

- ธุรกิจร้านสะดวกซื้อของไทยยังไม่ถึงจุดอิ่มตัว และการแข่งขันไม่รุนแรง
- มีโอกาสในการขยายสาขามากขึ้นในต่างจังหวัด เนื่องจากยังคงมีการรุกไปยังตลาดต่างจังหวัดไม่มาก
- การขยายตัวไปยัง CLMV

W — Weakness

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

T — Threat

- ความเสี่ยงภัยธรรมชาติ
- ความเสี่ยงในเรื่องการโจรกรรม

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	73.17	70.00	-4%
Net profit 24F (Bt m)	21,195	22,295	5%
Net profit 25F (Bt m)	24,502	26,125	7%
Consensus REC	BUY: 27	HOLD: 2	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรของเราในปี 2024-25F ของเราสูงกว่าของตลาด 5-7% เนื่องจากคาดว่าจะยอดขายของ 7-Eleven สูงขึ้นจากการขยายร้านรูปแบบสแตนด์อโลนมากขึ้น
- แต่อย่างไรก็ตามราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าของตลาด 4%

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

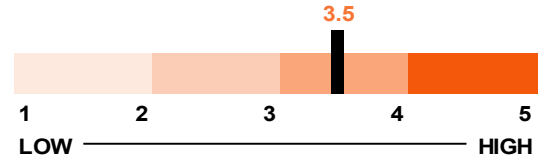
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

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

Source: Thanachart

CPALL มีสาขามากกว่า 14,000 สาขาในประเทศไทย และถือหุ้น 59.92% ใน CPAXT ซึ่งเป็นผู้ประกอบการร้านค้า cash & carry ในประเทศไทย 160 แห่ง โลตัส 2,454 แห่ง ในประเทศไทย และโลตัส 68 แห่ง ในมาเลเซีย เราให้คะแนน ESG สำหรับ CPALL ค่อนข้างสูงที่ 3.5 เนื่องจากลักษณะธุรกิจของบริษัทไม่ได้ปล่อยก๊าซเรือนกระจกมากนัก แต่บริษัทฯ ยังคงให้ความสำคัญกับประเด็น ESG ด้วยมีเป้าหมาย ESG ในหลายพื้นที่

Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
CPALL	YES	AAA	YES	A	50.06	56.69	83.00	34.0	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, 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 นอกจากนี้ยังตั้งเป้าให้ผลิตภัณฑ์เข้าสู่แบรนด์ทั้งหมดใช้บรรจุภัณฑ์พลาสติกที่นำกลับมาใช้ใหม่ รีไซเคิล หรือย่อยสลายได้ ภายในปี 2025 สำหรับการดำเนินงานในไทย และภายในปี 2030 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

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

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

*We estimate a combined
Bt1tr in sales this year*

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	852,322	920,373	1,002,835	1,072,029	1,140,397
Cost of sales	651,100	699,010	761,658	812,594	862,458
Gross profit	201,222	221,363	241,177	259,434	277,938
% gross margin	23.6%	24.1%	24.0%	24.2%	24.4%
Selling & administration expenses	165,414	179,416	194,006	207,006	218,012
Operating profit	35,808	41,947	47,171	52,429	59,927
% operating margin	4.2%	4.6%	4.7%	4.9%	5.3%
Depreciation & amortization	32,681	32,478	38,535	40,841	42,762
EBITDA	68,489	74,425	85,706	93,270	102,689
% EBITDA margin	8.0%	8.1%	8.5%	8.7%	9.0%
Non-operating income	284	468	423	432	524
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(16,832)	(16,558)	(16,066)	(15,734)	(15,680)
Pre-tax profit	19,260	25,857	31,528	37,127	44,771
Income tax	3,861	4,701	5,675	6,683	8,059
After-tax profit	15,399	21,156	25,853	30,444	36,712
% net margin	1.8%	2.3%	2.6%	2.8%	3.2%
Shares in affiliates' Earnings	831	746	761	776	792
Minority interests	(2,949)	(3,529)	(4,319)	(5,096)	(5,951)
Extraordinary items	(9)	108	0	0	0
NET PROFIT	13,272	18,482	22,295	26,125	31,553
Normalized profit	13,281	18,374	22,295	26,125	31,553
EPS (Bt)	1.4	2.0	2.4	2.9	3.5
Normalized EPS (Bt)	1.4	2.0	2.4	2.9	3.5

*We project EPS growth at
a 21% CAGR over 2024-
26F*

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
ASSETS:					
Current assets:	148,955	143,798	140,376	157,284	179,690
Cash & cash equivalent	71,891	67,317	58,682	70,082	87,082
Account receivables	3,620	3,326	4,121	4,406	4,687
Inventories	58,183	57,501	60,515	64,562	68,524
Others	15,261	15,654	17,057	18,234	19,397
Investments & loans	15,955	16,766	16,766	16,766	16,766
Net fixed assets	213,410	213,792	220,442	226,584	230,502
Other assets	545,741	552,136	555,767	557,986	558,508
Total assets	924,061	926,491	933,351	958,621	985,466
LIABILITIES:					
Current liabilities:	207,443	238,197	222,183	226,713	233,129
Account payables	115,963	128,096	131,464	138,030	144,137
Bank overdraft & ST loans	16,810	9,472	9,901	9,894	9,795
Current LT debt	25,948	52,710	32,012	31,989	31,669
Others current liabilities	48,722	47,919	48,807	46,800	47,529
Total LT debt	309,061	265,163	288,106	287,905	285,021
Others LT liabilities	117,257	121,536	105,116	106,942	107,171
Total liabilities	633,760	624,896	615,405	621,559	625,321
Minority interest	189,577	190,600	194,919	200,014	205,965
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	9,739	8,922	8,922	8,922	8,922
Retained earnings	80,318	91,406	103,438	117,458	134,592
Shareholders' equity	100,724	110,995	123,028	137,047	154,181
Liabilities & equity	924,061	926,491	933,351	958,621	985,466

*Higher debt burden from
investment in Lotus's in
late 2020*

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	19,260	25,857	31,528	37,127	44,771
Tax paid	(3,987)	(4,236)	(5,725)	(6,463)	(7,998)
Depreciation & amortization	32,681	32,478	38,535	40,841	42,762
Chg In working capital	1,172	13,109	(441)	2,234	1,864
Chg In other CA & CL / minorities	(2,180)	(6,049)	(549)	(3,197)	(272)
Cash flow from operations	46,945	61,159	63,348	70,541	81,128
Capex	(21,521)	(20,185)	(32,130)	(32,230)	(30,230)
Right of use	(18,016)	(16,972)	(16,972)	(16,972)	(16,972)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(1,120)	(811)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	7,077	4,573	(15,290)	2,396	798
Cash flow from investments	(33,579)	(33,395)	(64,392)	(46,806)	(46,404)
Debt financing	(21,927)	(24,127)	2,673	(231)	(3,304)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(5,390)	6,737	(10,263)	(12,105)	(14,419)
Warrants & other surplus	(11,292)	(14,948)	0	0	0
Cash flow from financing	(38,609)	(32,338)	(7,590)	(12,336)	(17,723)
Free cash flow	25,424	40,974	31,218	38,311	50,898

Business is generating strong free cash flows

VALUATION

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	39.9	27.8	22.4	19.1	15.7
Normalized PE - at target price (x)	51.2	35.7	28.8	24.5	20.2
PE (x)	39.9	27.7	22.4	19.1	15.7
PE - at target price (x)	51.3	35.5	28.8	24.5	20.2
EV/EBITDA (x)	11.2	10.1	8.9	8.0	7.1
EV/EBITDA - at target price (x)	13.3	11.9	10.5	9.5	8.5
P/BV (x)	4.9	4.4	4.0	3.6	3.2
P/BV - at target price (x)	6.2	5.7	5.1	4.6	4.1
P/CFO (x)	10.4	8.0	7.7	6.9	6.0
Price/sales (x)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4
Dividend yield (%)	1.4	1.8	2.2	2.6	3.2
FCF Yield (%)	5.2	8.4	6.4	7.8	10.4
(Bt)					
Normalized EPS	1.4	2.0	2.4	2.9	3.5
EPS	1.4	2.0	2.4	2.9	3.5
DPS	0.8	1.0	1.2	1.4	1.7
BV/share	11.2	12.4	13.7	15.3	17.2
CFO/share	5.2	6.8	7.1	7.9	9.0
FCF/share	2.8	4.6	3.5	4.3	5.7

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Growth Rate					
Sales (%)	45.5	8.0	9.0	6.9	6.4
Net profit (%)	2.2	39.3	20.6	17.2	20.8
EPS (%)	(5.5)	44.3	23.3	17.5	21.2
Normalized profit (%)	52.5	38.3	21.3	17.2	20.8
Normalized EPS (%)	41.0	43.3	24.1	17.5	21.2
Dividend payout ratio (%)	54.9	50.7	50.0	50.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	23.6	24.1	24.0	24.2	24.4
Operating margin (%)	4.2	4.6	4.7	4.9	5.3
EBITDA margin (%)	8.0	8.1	8.5	8.7	9.0
Net margin (%)	1.8	2.3	2.6	2.8	3.2
D/E (incl. minor) (x)	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9
Net D/E (incl. minor) (x)	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7
Interest coverage - EBIT (x)	2.1	2.5	2.9	3.3	3.8
Interest coverage - EBITDA (x)	4.1	4.5	5.3	5.9	6.5
ROA - using norm profit (%)	1.4	2.0	2.4	2.8	3.2
ROE - using norm profit (%)	13.0	17.4	19.1	20.1	21.7
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	15.0	20.0	22.1	23.4	25.2
- asset turnover (x)	0.9	1.0	1.1	1.1	1.2
- operating margin (%)	4.2	4.6	4.7	4.9	5.3
- leverage (x)	9.1	8.7	7.9	7.3	6.7
- interest burden (%)	53.4	61.0	66.2	70.2	74.1
- tax burden (%)	80.0	81.8	82.0	82.0	82.0
WACC (%)	8.5	8.5	8.5	9.0	9.0
ROIC (%)	7.5	9.0	10.4	10.9	12.4
NOPAT (Bt m)	28,630	34,320	38,680	42,991	49,140
invested capital (Bt m)	380,652	371,024	394,364	396,753	393,582

We forecast ROE to head upward

Sources: Company data, Thanachart estimates

HOLD (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 33.00

(From: Bt 32.00)

2 APRIL 2024

Upside : 6.5%

CP Aextra Pcl (CPAXT TB)

เต็มมูลค่า

เราชอบ CPAXT ในฐานะผู้นำค้าปลีกของชำแบบ B2B/B2C โดยเติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่แข็งแกร่งที่ 20% ในปี 2024-26F แต่ด้วยมีภัยคุกคามต่อธุรกิจค้าส่ง Makro จาก GO Wholesale และซื้อขายที่ PE ที่สูงถึง 30/26 เท่า ในปี 2024-25F เราจึงคงคำแนะนำ “ถือ” ราคาเป้าหมายสูงขึ้นเป็น 33 บาท



PHANNARAI TIYAPITTAYARUT

662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

ปรับเพิ่มกำไร แต่ยังคงแนะนำ “ถือ”

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มค้าปลีก “การขยายสาขา รูปแบบใหม่” วันที่ 2 เมษายน 2024 เราปรับเพิ่มกำไรของ CPAXT ขึ้น 4/5/2% ในปี 2024-26F เนื่องจากเราปรับสมมติฐานยอดขายสาขาเดิมสำหรับธุรกิจขายส่ง Makro ขึ้นเป็น 4/3% ในปี 2024-25F (จากเดิมที่ 2%) และสำหรับ Lotus's เป็น 4/3/2% (จาก 1% ต่อปี) ในปี 2024-26F จากส่วนแบ่งตลาดที่เพิ่มขึ้น YTD ซึ่งส่งผลให้ราคาเป้าหมายของเรา (ปีฐาน 2024F) เพิ่มขึ้น 3% เป็น 33 บาท/หุ้น จาก 32 บาท แม้จะปรับกำไรขึ้น แต่เรายังคงให้คำแนะนำ CPAXT เป็น “ถือ” เนื่องจากมี EPS ที่เติบโตเฉลี่ยที่ 20% ในปี 2024-26F เทียบกับการซื้อขายที่ PE ที่สูงที่ 30/26 เท่า ในปี 2024-25F ด้วยการเติบโตที่เทียบเคียงได้กับ CPALL, CPALL จึงเป็นตัวเลือกที่ถูกกว่าด้วยซื้อขายที่ PE ที่ 22/19 เท่า ในปี 2024-25F

Lotus's พื้นตัวแข็งแกร่ง

หลังเข้าซื้อกิจการ Lotus's ใน 4Q21 กำไรสุทธิของ Lotus's ได้เพิ่มขึ้นจาก 623 ลบ. ในปี 2022 เป็น 2.7 พันลบ. ในปี 2023 นอกจากดอกเบี้ยจ่ายที่ลดลงจากการปรับโครงสร้างหนี้ของ Lotus's ที่แล้วเสร็จในเดือน เม.ย.2023 และการอัปเดตผลิตภัณฑ์ที่เน้นอาหารสดและแฮนด์แบรนด์เป็นเวลา 2 ปีเต็ม การลงทุนในแพลตฟอร์ม omni channel และโครงการขยายห้าง Lotus's ได้เริ่มเห็นผลแล้ว จากยอดขายสาขาเดิมสำหรับ Lotus's ที่ค่อนข้างทรงตัวใน 1Q22-3Q23 Lotus's มีส่วนแบ่งตลาดในพื้นที่ไฮเปอร์มาร์เก็ตมากขึ้น และมียอดขายสาขาเดิมที่ 5.5% ใน 4Q23 และเติบโตในระดับหลักเดียวกลางถึงสูงสำหรับ Lotus's ในประเทศไทย และเลขหลักเดียวปลายๆ สำหรับ Lotus's มาเลเซียใน 1Q24F จากการเติบโตของยอดขายอาหารสดและการขายออนไลน์ เราคาดว่ากำไรของ Lotus's จะเติบโต 31/27/31% เป็น 3.5/4.4/5.8 พันลบ. ในปี 2024-26F และคิดเป็น 32/35/39% ของกำไรของ CPAXT ในช่วงปีดังกล่าว

คำสั่ง: ภัยคุกคามจากผู้เล่นรายใหม่

การเปิดตัวร้านขายส่งอาหาร GO Wholesale 4 แห่ง โดยบมจ.เซ็นทรัล รีเทล คอร์ปอเรชั่น (CRC, “ซี้อ”) ในปีที่แล้ว ทำให้เกิดการแข่งขันในธุรกิจค้าส่ง Makro บางพื้นที่ แต่ยังไม่เป็นภัยคุกคามที่ร้ายแรง ใน 1Q24F ยอดขายสาขาเดิมของคำสั่งอยู่ที่ 4-5% แต่ด้วยเป้าหมายของ CRC ที่จะเปิด GO Wholesale อีก 7 แห่งในปีนี้ และเพิ่มเป็น 40-45 แห่งภายในปี 2028F เราจึงคาดว่า Makro จะสูญเสียส่วนแบ่งตลาดให้กับผู้มาใหม่รายนี้ และอาจจำเป็นต้องลดราคาลง เราสมมติให้การเติบโตของยอดขายสาขาเดิมของ Makro อยู่ที่ 2% ต่อปี จากปี 2026F และคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะขยายตัว 5bp/ปี จากปี 2025F เทียบกับคำสั่งเฉลี่ยที่ 19bp/ปี ในปี 2014-23

บริษัทใหม่เข้ามาใน 4Q24F

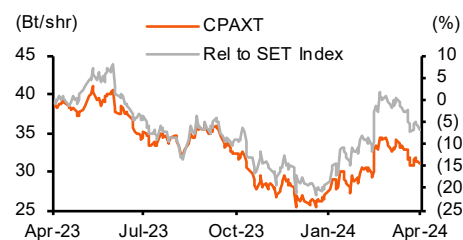
ในการประชุมสามัญผู้ถือหุ้นเมื่อวันที่ 29 มี.ค. ผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่ของ CPAXT (มีเพียง 0.004% ที่ไม่เห็นด้วย) ลงคะแนนให้แผนรวมคำสั่ง Makro กับ Lotus's ประเทศไทย เพื่อเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันและทำให้เกิด synergies ซึ่งผู้บริหารคาดว่าจะประหยัดได้ทันที 100 ลบ. จากการซื้อรวมใน 2H24F และมี synergies รวมที่ 5 พันลบ. ผ่านการมีประสิทธิภาพที่ดีขึ้น การประหยัดต้นทุน และค่าใช้จ่ายลงทุนที่ลดลง อัตราการแลกเปลี่ยนหุ้นคือ 1 หุ้น CPAXT ต่อ 0.985 หุ้นบริษัทใหม่

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่ผู้ลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไปว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	486,472	533,090	566,800	597,836
Net profit	8,640	10,776	12,714	14,847
Consensus NP	—	10,692	12,236	14,059
Diff frm cons (%)	—	0.8	3.9	5.6
Norm profit	8,640	10,776	12,714	14,847
Prev. Norm profit	—	10,318	12,068	14,623
Chg frm prev (%)	—	4.4	5.3	1.5
Norm EPS (Bt)	0.8	1.0	1.2	1.4
Norm EPS grw (%)	12.3	24.7	18.0	16.8
Norm PE (x)	38.0	30.4	25.8	22.1
EV/EBITDA (x)	12.8	12.3	11.3	10.2
P/BV (x)	1.1	1.1	1.1	1.0
Div yield (%)	1.8	2.3	2.7	3.2
ROE (%)	3.0	3.6	4.1	4.8
Net D/E (%)	22.0	25.9	26.8	25.8

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 1-Apr-24 (Bt)	31.00
Market Cap (US\$ m)	9,005.8
Listed Shares (m shares)	10,580.3
Free Float (%)	15.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	6.6
12M Price H/L (Bt)	41.00/25.50
Sector	Commerce
Major Shareholder	CP All 59.92%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P39

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	2035F	Terminal Value
EBITDA	27,172	30,052	33,376	36,943	40,297	43,638	45,758	49,263	52,949	55,170	58,913	62,782	
Free cash flow	289	6,151	10,779	16,049	18,726	23,067	24,649	27,584	30,662	37,236	40,297	47,446	727,461
PV of free cash flow	289	5,254	8,508	11,706	12,621	14,368	14,188	14,198	14,522	16,232	16,167	17,520	268,615
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	0.8												
WACC (%)	7.8												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value - add investments	414,188												
Net debt (end-2023A)	64,464												
Minority interest	555												
Equity value	349,169												
# of shares (m)	10,580												
Equity value/share (Bt)	33.00												

Sources: Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ซีพี อีที แอ็กซีตรา จำกัด (มหาชน) ล่าสุด (CPAXT) ประกอบธุรกิจศูนย์จำหน่ายสินค้าแบบชำระเงินสดและบริการตนเองจำหน่ายสินค้าอุปโภคบริโภคให้แก่ลูกค้าที่เป็นสมาชิกบัตรของแม็คโคร รวมถึง ผู้ค้าส่ง, ผู้ค้าปลีก, ธุรกิจขนาดเล็ก ผู้จัดเลี้ยง และบุคคลทั่วไปที่ถือบัตรสมาชิกของแม็คโคร ณ ปี 2023 MAKRO มี 160 สาขา (รวม แม็คโคร ฟูดเซอร์วิส, ฟูดช็อป และร้านโพรเซ่นช็อป) ในประเทศไทย, 2 ค้าส่งที่กัมพูชา, eco- plus 4 สาขา ในอินเดีย, และ 1 สาขาในพม่า บริษัทเพิ่งขายสาขาในจีนเมื่อ 3Q23 ใน 4Q21 โลดส์ในไทย และมาเลเซียกลายเป็นบริษัทย่อยของ MAKRO (ถือหุ้น 100%)

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- เป็นผู้ประกอบการค้าส่งเงินสดสินค้าประเภทอาหาร และไม่ใช่อาหาร ให้แก่ลูกค้าที่เป็นสมาชิกเพียงผู้เดียวในประเทศไทย
- มีจุดแข็งซึ่งเป็นการแตกต่างด้านสินค้าอาหารและอาหารแช่แข็งเกรดสูงที่จับกลุ่มลูกค้าที่เป็นผู้ประกอบการ
- ส่วนแบ่งตลาดของชาที่สูงขึ้นมากภายหลังการเข้าซื้อกิจการของโลดส์

O — Opportunity

- มีโอกาสในการเปิดร้านแบบ HORECA ขนาดกลาง หรือเล็ก เพื่อจำหน่ายอาหารสด และแช่แข็งแก่โรงแรม ร้านอาหาร และจัดเลี้ยงมากขึ้น
- ยังมีโอกาสปรับสัดส่วนผลิตภัณฑ์ที่มีอัตรากำไรสูงมากขึ้นไปอีก เช่น อาหารสด และแฮสส์แบรนด์
- รูปแบบ Hybrid เพิ่มอัตรากำไรใช้ประโยชน์จากสินทรัพย์

CONSENSUS COMPARISON

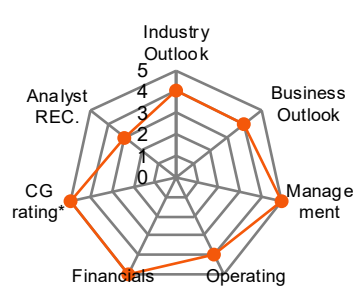
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	35.16	33.00	-6%
Net profit 24F (Bt m)	10,692	10,776	1%
Net profit 25F (Bt m)	12,236	12,714	4%
Consensus REC	BUY: 12	HOLD: 9	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรสุทธิของเราในปี 2024-25F ใกล้เคียงกับตลาด
- ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าของตลาด 6% เนื่องจากเรารวมการแข่งขันที่เพิ่มขึ้นจาก GO Wholesale

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

- ไม่เห็นลูกค้าปลีก และ end-users
- เป็นธุรกิจที่ต้องการความมีประสิทธิภาพในการบริหารจัดการสินค้าคงคลังอย่างมาก

T — Threat

- ความเสี่ยง และความท้าทายในตลาดต่างประเทศ
- คู่แข่งค้าส่งอาหารรายใหม่ – GO Wholesale

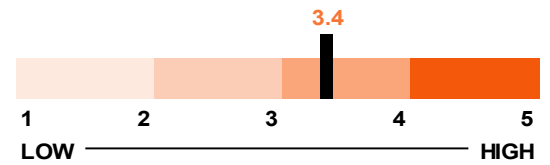
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- มี downside risk ต่อประมาณการกำไรของเรา หากเศรษฐกิจอ่อนแอลง และการฟื้นตัวของนักท่องเที่ยวที่อ่อนแอ ซึ่งส่งผลกระทบต่อกำไรสุทธิโดยรวม
- downside risk อีกประการมาจากการฉีกกำลังจากการเข้าซื้อโลดส์ที่อ่อนแอกว่าคาด
- หาก GO Wholesale ขยายตัวอย่างรวดเร็ว และประสบความสำเร็จอย่างสูง
- Upside risk หาก GO Wholesale ไม่เป็นไปตามแผน

Source: Thanachart

CPAXT มีร้าน cash & carry ทั้งขนาดใหญ่และขนาดเล็ก 160 แห่ง ในไทย และ 8 สาขา ในกัมพูชา อินเดีย จีน และเมียนมาร์ นอกจากนี้ยังเป็นเจ้าของไฮเปอร์มาร์เก็ตและซูเปอร์มาร์เก็ตโลตัส 2,499 แห่ง ในไทย และ 66 แห่ง ในมาเลเซีย เราให้คะแนน ESG สำหรับ CPAXT ในระดับดีที่ 3.4 เนื่องจากแม้ว่าจะไม่ได้ปล่อยก๊าซเรือนกระจกมากนัก แต่ยังคงกำหนดเป้าหมายและมุ่งมั่นที่จะปรับปรุงปัญหา ESG

Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
CPAXT	-	AAA	-	A	56.31	74.04	70.00	-	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, 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

- CPAXT ปล่อย scope 1 และ 2 ก๊าซเรือนกระจก (GHG) ที่ 0.7 ล้านตัน เทียบเท่า CO2 ในปี 2023
- CPAXT ตั้งเป้าดำเนินธุรกิจให้มีความเป็นกลางทางคาร์บอนภายในปี 2030
- CPAXT ตั้งเป้าลดความเข้มข้นของน้ำ 20% ต่อรายได้ภายในปี 2030 จากระดับปี 2020 โดยการป้องกันน้ำรั่ว การใช้อุปกรณ์ประหยัดน้ำ และการรีไซเคิลน้ำ
- CPAXT มุ่งมั่นที่จะทำให้ไม่มีขยะอาหารเหลือทิ้งภายในปี 2030
- CPAXT มุ่งมั่นที่จะใช้บรรจุภัณฑ์ที่สามารถลดน้ำหนักมาใช้ใหม่ และรีไซเคิลได้

ด้านสังคม (SOCIAL)

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- CPAXT เคารพสิทธิมนุษยชน และแนวปฏิบัติด้านแรงงานในทุกประเทศที่ดำเนินงาน และยึดมั่นในปฏิญญาสากลว่าด้วยสิทธิมนุษยชน (UDHR), หลักการชี้แนะของสหประชาชาติว่าด้วยธุรกิจกับสิทธิมนุษยชน (UNGPs) และปฏิญญาวาด้วยหลักการและสิทธิขั้นพื้นฐานในการทำงาน และองค์การแรงงานระหว่างประเทศ (ILO)
- ในปี 2023 พนักงาน 2.9% ของทั้งหมด เป็นอายุ >50 ปี และมีพนักงานที่เป็นผู้พิการ 203 คน ชั่วโมงการฝึกอบรมพนักงานโดยเฉลี่ยเพิ่มขึ้นจาก 8.96 ชั่วโมง/คน/ปี ในปี 2018 เป็น 47 ชั่วโมง ในปี 2023 อัตราการเสียชีวิตของพนักงานอันเป็นผลจากการบาดเจ็บจากการทำงานอยู่ที่ 0 เฮอร์เซ็นต์ ในปี 2018-23 โดยพนักงานทั้งหมดอยู่ภายใต้ระบบอาชีวอนามัย และระบบบริหารจัดการความปลอดภัย
- 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 ประธานกรรมการบริษัทก็เป็นประธานคณะกรรมการบริหารด้วย
- CPAXT มุ่งมั่นที่จะดำเนินธุรกิจด้วยความซื่อสัตย์ โปร่งใส และเป็นธรรมต่อผู้ถือหุ้นทุกคน เพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัทฯ ในการรักษาการเติบโตอย่างมั่นคงและยั่งยืน พร้อมผลตอบแทนที่ดีแก่ผู้ถือหุ้นในระยะยาว
- ความพึงพอใจของลูกค้ามีความสำคัญเป็นอันดับแรก และคาดว่าจะระดับจะสูงกว่ามาตรฐานอุตสาหกรรม เพื่อความยั่งยืนของธุรกิจและความพึงพอใจของลูกค้า CPAXT มุ่งมั่นที่จะค้นหาผลิตภัณฑ์ใหม่ ขยายผลิตภัณฑ์ เน้นคุณภาพ และความปลอดภัยของผลิตภัณฑ์ มาตรฐานความปลอดภัยของผลิตภัณฑ์อาหารมีความสำคัญสูงสุด

Source: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	466,082	486,472	533,090	566,800	597,836
Cost of sales	389,588	408,274	446,965	474,493	499,780
Gross profit	76,494	78,198	86,125	92,306	98,055
% gross margin	16.4%	16.1%	16.2%	16.3%	16.4%
Selling & administration expenses	62,842	64,968	70,908	75,348	78,503
Operating profit	16,701	16,707	18,832	20,774	23,552
% operating margin	3.6%	3.4%	3.5%	3.7%	3.9%
Depreciation & amortization	14,117	13,971	14,345	15,473	16,426
EBITDA	30,819	30,678	33,177	36,247	39,978
% EBITDA margin	6.6%	6.3%	6.2%	6.4%	6.7%
Non-operating income	3,050	3,477	3,615	3,816	3,999
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(7,122)	(6,319)	(5,746)	(5,205)	(5,237)
Pre-tax profit	9,579	10,388	13,085	15,569	18,314
Income tax	2,729	2,535	3,101	3,665	4,268
After-tax profit	6,850	7,853	9,984	11,904	14,047
% net margin	1.5%	1.6%	1.9%	2.1%	2.3%
Shares in affiliates' Earnings	831	746	761	776	792
Minority interests	15	41	30	33	9
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	7,697	8,640	10,776	12,714	14,847
Normalized profit	7,697	8,640	10,776	12,714	14,847
EPS (Bt)	0.7	0.8	1.0	1.2	1.4
Normalized EPS (Bt)	0.7	0.8	1.0	1.2	1.4

*We project a 20% EPS
CAGR in 2024-26F*

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
ASSETS:					
Current assets:	87,355	76,739	70,521	71,856	75,845
Cash & cash equivalent	40,103	31,721	21,514	19,814	21,014
Account receivables	2,431	2,304	2,337	2,485	2,621
Inventories	37,820	35,884	39,186	41,599	43,816
Others	7,001	6,830	7,485	7,958	8,394
Investments & loans	14,961	14,783	14,783	14,783	14,783
Net fixed assets	118,115	115,574	125,572	134,943	141,760
Other assets	328,213	333,275	336,180	337,251	337,455
Total assets	548,643	540,371	547,057	558,833	569,843
LIABILITIES:					
Current liabilities:	90,763	118,150	115,214	119,819	125,406
Account payables	55,867	60,193	61,228	64,999	68,463
Bank overdraft & ST loans	1,637	2,382	20,135	20,554	20,434
Current LT debt	0	23,623	4,027	4,111	4,087
Others current liabilities	33,259	31,951	29,824	30,155	32,422
Total LT debt	110,025	70,180	76,514	78,105	77,651
Others LT liabilities	56,925	58,569	50,233	51,355	52,039
Total liabilities	257,713	246,899	241,962	249,279	255,096
Minority interest	583	555	524	491	482
Preferred 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	(7,009)	(7,664)	0	0	0
Retained earnings	28,186	31,410	35,399	39,892	45,093
Shareholders' equity	290,348	292,918	304,571	309,063	314,264
Liabilities & equity	548,643	540,371	547,057	558,833	569,843

*Capital increase to
acquire Lotus's in 4Q21*

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	9,579	10,388	13,085	15,569	18,314
Tax paid	(2,901)	(2,518)	(2,995)	(3,604)	(4,201)
Depreciation & amortization	14,117	13,971	14,345	15,473	16,426
Chg In working capital	(4,961)	6,389	(2,300)	1,210	1,111
Chg In other CA & CL / minorities	2,086	(401)	(2,127)	573	2,556
Cash flow from operations	17,921	27,830	20,008	29,221	34,206
Capex	(9,882)	(7,448)	(20,120)	(20,220)	(18,220)
Right of use	(4,243)	(6,565)	(5,000)	(5,000)	(5,000)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(651)	177	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(1,568)	(830)	(10,463)	426	457
Cash flow from investments	(16,344)	(14,665)	(35,583)	(24,794)	(22,763)
Debt financing	(24,658)	(15,476)	4,490	2,094	(598)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(5,290)	(5,396)	(6,787)	(8,221)	(9,646)
Warrants & other surplus	(56)	(674)	7,994	0	0
Cash flow from financing	(30,004)	(21,546)	5,698	(6,127)	(10,244)
Free cash flow	8,039	20,382	(112)	9,001	15,986

VALUATION

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	42.6	38.0	30.4	25.8	22.1
Normalized PE - at target price (x)	45.4	40.4	32.4	27.5	23.5
PE (x)	42.6	38.0	30.4	25.8	22.1
PE - at target price (x)	45.4	40.4	32.4	27.5	23.5
EV/EBITDA (x)	13.0	12.8	12.3	11.3	10.2
EV/EBITDA - at target price (x)	13.7	13.5	12.9	11.9	10.8
P/BV (x)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0
P/BV - at target price (x)	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1
P/CFO (x)	18.3	11.8	16.4	11.2	9.6
Price/sales (x)	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
Dividend yield (%)	1.6	1.8	2.3	2.7	3.2
FCF Yield (%)	2.5	6.2	(0.0)	2.7	4.9
(Bt)					
Normalized EPS	0.7	0.8	1.0	1.2	1.4
EPS	0.7	0.8	1.0	1.2	1.4
DPS	0.5	0.6	0.7	0.8	1.0
BV/share	27.4	27.7	28.8	29.2	29.7
CFO/share	1.7	2.6	1.9	2.8	3.2
FCF/share	0.8	1.9	(0.0)	0.9	1.5

Sources: Company data, Thanachart estimates

Premium 2024-25F PE multiples vs. peers'

FINANCIAL RATIOS

	FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Growth Rate						
	Sales (%)	75.6	4.4	9.6	6.3	5.5
<i>We estimate double-digit EPS growth for many years</i>	Net profit (%)	(43.8)	12.3	24.7	18.0	16.8
	EPS (%)	(67.2)	12.3	24.7	18.0	16.8
	Normalized profit (%)	10.4	12.3	24.7	18.0	16.8
	Normalized EPS (%)	(35.6)	12.3	24.7	18.0	16.8
	Dividend payout ratio (%)	70.1	69.8	70.0	70.0	70.0
Operating performance						
	Gross margin (%)	16.4	16.1	16.2	16.3	16.4
	Operating margin (%)	3.6	3.4	3.5	3.7	3.9
	EBITDA margin (%)	6.6	6.3	6.2	6.4	6.7
<i>More debt room given its loan covenant at 2x D/E</i>	Net margin (%)	1.5	1.6	1.9	2.1	2.3
	D/E (incl. minor) (x)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
	Net D/E (incl. minor) (x)	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
	Interest coverage - EBIT (x)	2.3	2.6	3.3	4.0	4.5
	Interest coverage - EBITDA (x)	4.3	4.9	5.8	7.0	7.6
	ROA - using norm profit (%)	1.4	1.6	2.0	2.3	2.6
	ROE - using norm profit (%)	2.7	3.0	3.6	4.1	4.8
DuPont						
	ROE - using after tax profit (%)	2.4	2.7	3.3	3.9	4.5
	- asset turnover (x)	0.8	0.9	1.0	1.0	1.1
	- operating margin (%)	3.6	3.4	3.5	3.7	3.9
	- leverage (x)	1.9	1.9	1.8	1.8	1.8
	- interest burden (%)	57.4	62.2	69.5	74.9	77.8
	- tax burden (%)	71.5	75.6	76.3	76.5	76.7
	WACC (%)	7.8	7.8	7.8	8.2	8.2
	ROIC (%)	3.4	3.5	4.0	4.1	4.6
	NOPAT (Bt m)	11,944	12,630	14,369	15,884	18,064
	invested capital (Bt m)	361,907	357,382	383,733	392,020	395,423

Sources: Company data, Thanachart estimates

BUY (Unchanged)

TP: Bt 87.00 (Unchanged)

2 APRIL 2024

Company Update

Upside : 37.5%

Central Pattana Pcl (CPN TB)

ผู้ประกอบการค้าปลีกที่มีความเสี่ยงต่ำ



PHANNARAI TIYAPITTAYARUT

662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

เรามองว่า CPN เป็น value retail play ที่ดีที่ PE ที่ต่ำเป็นประวัติการณ์ในปี 2024-25F ที่ 19.0/17.0 เท่า เราชอบความยืดหยุ่นของ CPN ด้วยรายได้ 80% มาจากค่าเช่าศูนย์การค้า ขณะที่โมเดล Mixed-use ช่วยสร้างความแข็งแกร่งให้ธุรกิจศูนย์การค้า และการเติบโตเพิ่มเติมจากธุรกิจ non-retail

เป็น value retail play ที่ดี

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มค้าปลีก “การขยายสาขารูปแบบใหม่” วันที่ 2 เมษายน 2024 เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” CPN ราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2024F) ที่ 87 บาท 1) CPN เป็นผู้ประกอบการค้าปลีกที่มีความเสี่ยงต่ำ ด้วยรายได้ 80% มาจากค่าเช่าพื้นที่ค้าปลีก ซึ่งมีอัตรารายเข้าเฉลี่ย 92% ซึ่งใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยก่อนเกิดโควิดในช่วงหลายทศวรรษ 2) การพัฒนาโครงการ mixed-use ที่เน้นค้าปลีกช่วยเสริมความแข็งแกร่งให้กับธุรกิจศูนย์การค้า และมีการเติบโตเพิ่มเติมจากธุรกิจที่ non-retail 3) อสังหาริมทรัพย์ที่อยู่อาศัยของบริษัทฯ ในระยะนี้ยังคงเป็นปัจจัยหนุนการเติบโตมากกว่าเป็นความเสี่ยง เนื่องจากมาจากฐานที่ต่ำ (ราว 5% ของกำไรปี 2024F) และ 4) เรามองว่า CPN เป็น value play ที่ดีในกลุ่มค้าปลีก โดยซื้อขายที่ PE ที่ 19/17 เท่า เทียบกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มฯ ที่ 25/20 เท่า ในปี 2024-25F บน EPS ที่เติบโตเฉลี่ยที่ 11% ในปี 2024-26F

รายได้และอัตรากำไรขั้นต้นของศูนย์การค้าแข็งแกร่ง

หลังโควิด ศูนย์การค้าของ CPN กลับมาเปิดให้บริการอย่างรวดเร็ว ส่วนลดค่าเช่าลดลงเป็น 4% ในปีที่แล้วสู่ระดับปกติ ขณะที่จำนวนผู้มาใช้บริการฟื้นตัวเป็น 92% ของระดับก่อนโควิดในปี 2019 ยอดขายของผู้เช่าจากสัญญาส่วนแบ่งรายได้กลับมาสู่ระดับปี 2019 โดยได้แรงหนุนจากผู้เช่ากลุ่มแฟชั่นและเทคโนโลยี อัตรากำไรขั้นต้นจากการเช่าศูนย์การค้าทำสถิติใหม่ที่ 55% ในปี 2023 เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะยังคงสูงขึ้นนับจากนี้ ยังคงมีการเติบโตจากการเปิดตัวศูนย์การค้าใหม่ และเราคาดว่าจำนวนศูนย์การค้าจะเพิ่มขึ้นเป็น 48 แห่ง ภายในปี 2027F จาก 40 แห่ง ในปี 2023 ศูนย์การค้า 4 แห่งที่ประกาศในปี 2024-25 ได้แก่ เซ็นทรัลนครสวรรค์ (1Q24) เซ็นทรัลนครปฐม (1Q24) เซ็นทรัลกระบี่ (1H25F) และเซ็นทรัลพาร์ค (3Q25F)

พัฒนา Mixed-use มิกซ์ยูสในเชิงรุก

CPN เริ่มธุรกิจ Mixed-use ในปี 2018 โดยเริ่มทำโครงการที่อยู่อาศัย และเริ่มขยายพอร์ตโรงแรมในปี 2022 ในปี 2023 ศูนย์การค้า 18 แห่ง จาก 40 แห่งของ CPN ผูกติดกับสำนักงาน โรงแรม หรือโครงการที่พักอาศัย โดยเป็นโครงการ Mixed-use ตามแนวคิดศูนย์กลางการใช้ชีวิต รายได้ที่ไม่ใช่ค้าปลีกเพิ่มขึ้นเป็น 16% ของรายได้รวมปี 2023 จาก 10% ในปี 2022 ตั้งแต่ปี 2018 มีโครงการที่พักอาศัย 33 โครงการ และโรงแรม 9 แห่ง บริษัทฯ มีแผนที่จะเพิ่มโครงการ Mixed-use เป็น 25 โครงการ ภายในปี 2028F โดย 20% ของค่าใช้จ่ายลงทุนปี 2024-28 ที่ 1.21 แสนลบ. ได้ถูกจัดสรรสำหรับพัฒนาโครงการที่ไม่ใช่ค้าปลีก ทำให้มีโครงการที่อยู่อาศัยเพิ่มเป็น 60 โครงการ และโรงแรมเป็น 2,600 จากปัจจุบัน 1,481 ห้อง

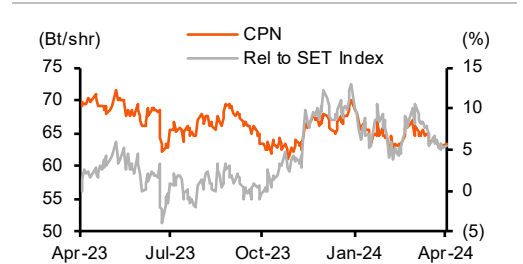
ความเสี่ยงจากต้นทุนการเช่าที่ดินเพิ่มขึ้น

ศูนย์การค้าของ CPN 19 แห่ง ทำสัญญาเช่าที่ดิน การต่ออายุครั้งล่าสุดคือ การเช่าที่ดินของโครงการเซ็นทรัลปิ่นเกล้าซึ่งต่ออายุก่อนสัญญาเช่า ปัจจุบันจะสิ้นสุดในปี 2027 CPN คาดว่ากำไรสุทธิจะได้รับผลกระทบสุทธิไม่เกิน 1 พันลบ. หรือ 7% ของกำไรปีที่แล้ว โดยมีสัญญาที่จะหมดอายุในอีก 10 ปีข้างหน้า 4 สัญญา ได้แก่ เซ็นทรัลชลบุรี (2027), เซ็นทรัลลาดพร้าว (2028), เอสพลานาด (2031) และรัตนนิเบศร์ (2034)

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	45,613	50,280	52,985	57,498
Net profit	15,062	16,359	17,459	19,180
Consensus NP	—	16,058	17,364	18,296
Diff frm cons (%)	—	1.9	0.5	4.8
Norm profit	13,916	15,031	16,574	19,180
Prev. Norm profit	—	15,031	16,574	19,180
Chg frm prev (%)	—	0.0	0.0	0.0
Norm EPS (Bt)	3.1	3.3	3.7	4.3
Norm EPS grw (%)	38.7	8.0	10.3	15.7
Norm PE (x)	20.4	18.9	17.1	14.8
EV/EBITDA (x)	14.3	13.2	12.1	10.9
P/BV (x)	3.1	2.8	2.6	2.4
Div yield (%)	2.8	2.9	3.1	3.4
ROE (%)	16.0	15.6	15.8	16.7
Net D/E (%)	73.1	72.0	68.9	67.3

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 1-Apr-24 (Bt)	63.25
Market Cap (US\$ m)	7,794.2
Listed Shares (m shares)	4,488.0
Free Float (%)	68.3
Avg Daily Turnover (US\$ m)	14.0
12M Price H/L (Bt)	71.50/61.00
Sector	PROP
Major Shareholder	Central Holding Co., Ltd 26.21%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P46

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนหลักทรัพย์ 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	438,242
Market risk premium (Rm-Rf) (%)	8.0	Less: net debt	73,560
Beta	0.95	Less: minority interest	8,309
Cost of equity (Ke) (%)	10.1	Equity value	356,373
After-tax cost of debt (Kd) (%)	2.0	No of shares (end-2023) (m)	4,488
Debt to total assets (%)	35.0	Equity value/share (Bt/share)	79.41
WACC (%)	7.3	<u>plus</u> 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)	87.00

Source: Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

CPN เป็นผู้ประกอบการให้บริการศูนย์การค้าที่ใหญ่ที่สุดในประเทศ มีประสบการณ์ในการดำเนินธุรกิจมากกว่า 30 ปี ณ ปัจจุบัน CPN บริหารศูนย์การค้าทั้งหมด 42 แห่ง อาคารสำนักงาน 10 แห่ง โรงแรม 9 แห่ง และโครงการที่อยู่อาศัย 33 แห่ง บริษัท เป็นผู้นำในตลาดการพัฒนาโครงการค้าปลีกที่มีส่วนแบ่งทางการตลาดมากที่สุดในตลาดค้าปลีกของกรุงเทพฯ นอกจากนี้ยังลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์/REIT ด้วยถือหุ้น 30.3% ใน CPNREIT และ 25.0% ใน CPNCG

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ผู้นำในตลาดและมีแผนการขยายแนวรุกมากที่สุด
- ตระกูลจิราธิวัฒน์ ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ มีธุรกิจในเครือค่อนข้างมาก โดยเฉพาะที่เกี่ยวข้องกับการค้าปลีก เพราะฉะนั้น อัตราการเช่าพื้นที่จึงมีความแน่นอนสูงในระดับหนึ่งก่อนการเปิดตัวโครงการ
- มีพื้นที่ซึ่งค่อนข้างโดดเด่นในกรุงเทพฯ และตามหัวเมืองต่างจังหวัด

O — Opportunity

- ขยายสู่จังหวัดรองและชานเมืองกรุงเทพฯ
- โอกาสในการขยายศูนย์การค้าไปยังตลาดต่างประเทศ โดยเฉพาะประเทศในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้

CONSENSUS COMPARISON

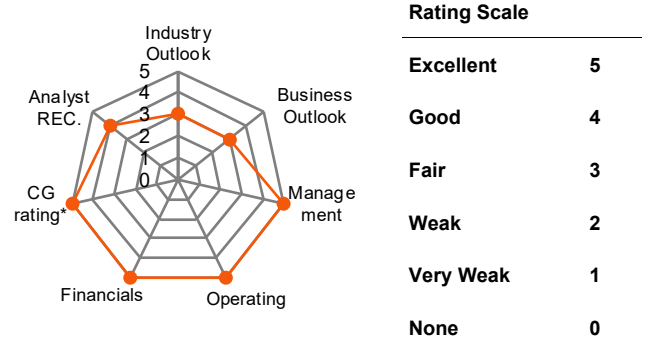
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	82.10	87.00	6%
Net profit 24F (Bt m)	16,058	16,359	2%
Net profit 25F (Bt m)	17,364	17,459	1%
Consensus REC	BUY: 22	HOLD: 2	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรสุทธิของเราในปี 2024-25F สอดคล้องกับของตลาด
- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด 6% เราคิดว่าเป็นเพราะเราสมมติให้มีการเปิดศูนย์การค้าใหม่ 4 แห่ง ซึ่งยังไม่ได้ประกาศในปี 2026-27F

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- ลักษณะธุรกิจจำเป็นต้องมีการลงทุนขนาดใหญ่
- ระยะเวลาในการคืนทุนค่อนข้างยาว

T — Threat

- การแข่งขันทางอ้อมจากไฮเปอร์มาร์เก็ต โดยเฉพาะในพื้นที่ต่างจังหวัด
- ความเสี่ยงของพื้นที่เช่าไม่ได้รับการต่อสัญญา

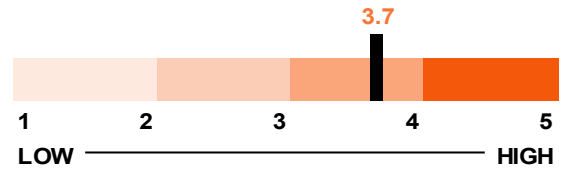
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

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

Source: Thanachart

CPN เป็นผู้พัฒนาศูนย์การค้ารายใหญ่ที่สุดของไทย บริหารจัดการศูนย์การค้า 41 แห่งในไทย และอีกหนึ่งแห่งในมาเลเซีย นอกจากนี้ยังมีอาคารสำนักงานให้เช่าและโรงแรม โดยลักษณะธุรกิจแล้วจะไม่ปล่อยก๊าซเรือนกระจกมากนัก CPN ปฏิบัติตามมาตรฐานสิ่งแวดล้อมสากลหลายฉบับ และให้ความสำคัญกับประเด็น ESG อย่างมากด้วยมีเป้าหมายและแผนงานเราให้คะแนน ESG ค่อนข้างสูงที่ 3.7

Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
CPN	YES	AA	YES	BBB	56.97	67.7	83.00	35.0	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, 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% ของการใช้ทั้งหมด
- 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 เป็นสมาชิกในครอบครัววิจิราวัฒน์
- ประธานคณะกรรมการบริษัท และประธานและประธานเจ้าหน้าที่บริหารเป็นบุคคลสองคนที่แยกจากกันเพื่อแยกบทบาทและความสมดุลในการปฏิบัติงานอย่างชัดเจน
- CPN ยึดหลักจรรยาบรรณในการดำเนินในทุกธุรกิจ เน้นการกำกับดูแลกิจการที่ดี และส่งเสริมความรับผิดชอบต่อบุคลากรในการสร้างความซื่อตรงและความน่าเชื่อถือให้กับตนเองและผู้อื่น
- คณะกรรมการนโยบายความเสี่ยงจะทบทวนการบริหารความเสี่ยงโดยรวม รับทราบความเสี่ยงที่สำคัญ และติดตามการตอบสนองที่เหมาะสม และให้ความเห็นเกี่ยวกับการวิเคราะห์กลยุทธ์การบริหารความเสี่ยงประจำปีของ CPN

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	36,343	45,613	50,280	52,985	57,498
Cost of sales	18,033	21,509	23,635	24,372	25,364
Gross profit	18,310	24,104	26,645	28,614	32,134
% gross margin	50.4%	52.8%	53.0%	54.0%	55.9%
Selling & administration expenses	6,534	7,655	8,287	8,468	8,902
Operating profit	11,776	16,450	18,358	20,146	23,232
% operating margin	32.4%	36.1%	36.5%	38.0%	40.4%
Depreciation & amortization	8,550	8,546	9,178	9,935	10,801
EBITDA	20,326	24,996	27,536	30,081	34,034
% EBITDA margin	55.9%	54.8%	54.8%	56.8%	59.2%
Non-operating income	1,316	1,291	1,467	1,556	1,703
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(2,204)	(2,613)	(3,710)	(3,799)	(3,921)
Pre-tax profit	10,889	15,128	16,116	17,904	21,015
Income tax	2,304	3,175	3,223	3,581	4,203
After-tax profit	8,585	11,953	12,893	14,323	16,812
% net margin	23.6%	26.2%	25.6%	27.0%	29.2%
Shares in affiliates' Earnings	1,560	2,133	2,320	2,442	2,569
Minority interests	(114)	(171)	(181)	(191)	(201)
Extraordinary items	730	1,146	1,328	885	0
NET PROFIT	10,760	15,062	16,359	17,459	19,180
Normalized profit	10,030	13,916	15,031	16,574	19,180
EPS (Bt)	2.4	3.4	3.6	3.9	4.3
Normalized EPS (Bt)	2.2	3.1	3.3	3.7	4.3

Record core profit continues with 8/10/16% growth in 2024-26F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
ASSETS:					
Current assets:	25,242	25,546	28,773	30,931	34,013
Cash & cash equivalent	6,121	5,059	5,391	6,491	7,691
Account receivables	2,915	2,217	3,444	3,629	3,938
Inventories	0	0	0	0	0
Others	16,206	18,269	19,938	20,811	22,384
Investments & loans	41,306	42,282	42,282	42,282	42,282
Net fixed assets	172,707	175,798	188,220	202,584	219,983
Other assets	33,436	36,247	36,955	36,944	38,090
Total assets	272,692	279,873	296,230	312,742	334,368
LIABILITIES:					
Current liabilities:	42,032	53,868	45,919	48,169	51,496
Account payables	1,274	1,485	1,619	1,669	1,737
Bank overdraft & ST loans	13,310	13,972	12,586	13,195	14,123
Current LT debt	15,966	24,885	17,830	18,693	20,008
Others current liabilities	11,481	13,526	13,885	14,612	15,628
Total LT debt	51,329	39,762	53,489	56,078	60,023
Others LT liabilities	89,711	85,661	87,829	90,307	94,439
Total liabilities	183,072	179,291	187,237	194,553	205,958
Minority interest	8,145	8,309	8,490	8,681	8,882
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	(326)	559	559	559	559
Retained earnings	70,998	80,911	89,142	98,146	108,167
Shareholders' equity	81,475	92,273	100,503	109,508	119,528
Liabilities & equity	272,692	279,873	296,230	312,742	334,368

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	10,889	15,128	16,116	17,904	21,015
Tax paid	(1,855)	(2,710)	(3,232)	(3,438)	(4,122)
Depreciation & amortization	8,550	8,546	9,178	9,935	10,801
Chg In working capital	1,854	909	(1,093)	(135)	(241)
Chg In other CA & CL / minorities	(3,103)	2,019	541	1,659	1,417
Cash flow from operations	16,335	23,892	21,509	25,925	28,869
Capex	(11,409)	(11,636)	(21,600)	(24,300)	(28,200)
Right of use	0	0	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(268)	(976)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(1,091)	(6,090)	3,267	3,868	3,501
Cash flow from investments	(12,768)	(18,703)	(18,333)	(20,432)	(24,699)
Debt financing	(1,116)	(1,986)	5,285	4,061	6,189
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(2,709)	(5,182)	(8,129)	(8,455)	(9,160)
Warrants & other surplus	321	918	0	0	0
Cash flow from financing	(3,503)	(6,250)	(2,844)	(4,393)	(2,971)
Free cash flow	4,925	12,255	(91)	1,625	669

Despite high capex, we only expect net gearing of 0.67-0.72x in 2024-26F

VALUATION

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	28.3	20.4	18.9	17.1	14.8
Normalized PE - at target price (x)	38.9	28.1	26.0	23.6	20.4
PE (x)	26.4	18.8	17.4	16.3	14.8
PE - at target price (x)	36.3	25.9	23.9	22.4	20.4
EV/EBITDA (x)	17.6	14.3	13.2	12.1	10.9
EV/EBITDA - at target price (x)	22.9	18.6	17.0	15.7	14.0
P/BV (x)	3.5	3.1	2.8	2.6	2.4
P/BV - at target price (x)	4.8	4.2	3.9	3.6	3.3
P/CFO (x)	17.4	11.9	13.2	10.9	9.8
Price/sales (x)	7.8	6.2	5.6	5.4	4.9
Dividend yield (%)	1.8	2.8	2.9	3.1	3.4
FCF Yield (%)	1.7	4.3	(0.0)	0.6	0.2
(Bt)					
Normalized EPS	2.2	3.1	3.3	3.7	4.3
EPS	2.4	3.4	3.6	3.9	4.3
DPS	1.2	1.8	1.8	1.9	2.1
BV/share	18.2	20.6	22.4	24.4	26.6
CFO/share	3.6	5.3	4.8	5.8	6.4
FCF/share	1.1	2.7	(0.0)	0.4	0.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Growth Rate					
Sales (%)	48.2	25.5	10.2	5.4	8.5
Net profit (%)	50.5	40.0	8.6	6.7	9.9
EPS (%)	50.5	40.0	8.6	6.7	9.9
Normalized profit (%)	196.8	38.7	8.0	10.3	15.7
Normalized EPS (%)	196.8	38.7	8.0	10.3	15.7
Dividend payout ratio (%)	48.0	53.6	50.0	50.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	50.4	52.8	53.0	54.0	55.9
Operating margin (%)	32.4	36.1	36.5	38.0	40.4
EBITDA margin (%)	55.9	54.8	54.8	56.8	59.2
Net margin (%)	23.6	26.2	25.6	27.0	29.2
D/E (incl. minor) (x)	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
Net D/E (incl. minor) (x)	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
Interest coverage - EBIT (x)	5.3	6.3	4.9	5.3	5.9
Interest coverage - EBITDA (x)	9.2	9.6	7.4	7.9	8.7
ROA - using norm profit (%)	3.5	5.0	5.2	5.4	5.9
ROE - using norm profit (%)	13.0	16.0	15.6	15.8	16.7
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	11.1	13.8	13.4	13.6	14.7
- asset turnover (x)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
- operating margin (%)	36.0	38.9	39.4	41.0	43.4
- leverage (x)	3.7	3.2	3.0	2.9	2.8
- interest burden (%)	83.2	85.3	81.3	82.5	84.3
- tax burden (%)	78.8	79.0	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	7.3	7.3	7.3	7.8	7.8
ROIC (%)	6.2	8.3	8.9	9.0	9.7
NOPAT (Bt m)	9,284	12,998	14,686	16,117	18,586
invested capital (Bt m)	155,960	165,833	179,016	190,982	205,992

Sources: Company data, Thanachart estimates

BUY (Unchanged)

TP: Bt 45.00 (From: Bt 44.00)

2 APRIL 2024

Change in Numbers

Upside : 27.7%

Central Retail Corp Pcl (CRC TB)

ปูทางสู่การเติบโต

นอกจาก core EPS ที่เติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ 13% จากการขยายสาขาของธุรกิจที่มีอยู่ และการฟื้นตัวในเวียดนามแล้ว กำไรของ CRC อาจเพิ่มขึ้นไปอีกจากธุรกิจใหม่ GO Wholesale และแผน spin Off ธุรกิจ "ไทวัสดุ" CRC เป็นหุ้นที่มีการเติบโตสูง แนะนำ "ซื้อ"



PHANNARAI TIYAPITTAYARUT

662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

ปรับเพิ่มประมาณการกำไร

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มค่าปลีก "การขยายสาขารูปแบบใหม่" วันที่ 2 เมษายน 2024 เราได้ปรับกำไรของ CRC ขึ้น 6/5/4% ในปี 2024-26F และปรับราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2024F) ขึ้น 2% เป็น 45 บาท (จากเดิม 44 บาท) และคงคำแนะนำ "ซื้อ" ทั้งนี้เพื่อรวมการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมที่ดีกว่าคาดเล็กน้อยในปีที่แล้วที่ 3% (จากที่ราคาคาดที่ 2.5%) ทำให้เราต้องปรับสมมติฐานยอดขายสาขาเดิมขึ้นเป็น 2.9% ในปี 2024F (จาก 2.6%) และคงสมมติฐานที่ 3.4% ทั้งในปี 2025-26F เช่นเดิม นอกจากนี้เรายังปรับประมาณการค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยลง 3/8/7% ในปี 2024-26F เนื่องจากน่าจะได้ประโยชน์จากการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายในปีนี้ เนื่องจากมีหนี้สินอัตราดอกเบี้ยลอยตัวที่สูงถึง 75%

เป็นหุ้นที่มีการเติบโตสูง

เรามองว่า CRC เป็นหุ้นที่มีการเติบโตสูง นอกจาก core EPS ที่เติบโตเฉลี่ยที่ 13% ในปี 2024-26F จากธุรกิจที่มีอยู่แล้ว; การขยายสาขาของไทวัสดุ ห้างสรรพสินค้าในไทย ธุรกิจร้านอาหารใหม่ในไทยและเวียดนาม และการเติบโตของรายได้ค่าเช่าจากห้างสรรพสินค้าโรบินสันไลฟ์สไตล์ในไทย และ GO! Malls ในเวียดนามแล้ว, ธุรกิจที่หลากหลายยังรองรับการเติบโตในพื้นที่ใหม่อีกด้วย เมื่อเทียบกับ CPN แล้ว CPN มีการเติบโตที่ต่ำกว่า แต่เป็นธุรกิจที่มีความมั่นคงมากกว่าในมุมมองของเรา กำไรของ CRC มีศักยภาพที่จะสูงขึ้นมากกว่า แต่ก็มีความเสี่ยงที่สูงกว่าเช่นกัน

GO Wholesale ธุรกิจที่น่าสนใจ

เรามองว่าการขยายธุรกิจของ CRC ไปสู่ธุรกิจค้าส่งอาหารขนาดใหญ่และผู้เล่นน้อยรายเป็นกลยุทธ์ที่ดีสำหรับการเติบโตในระยะยาว ตลาดค้าส่งอาหารมีขนาดใหญ่ที่ 2.6 ล้านลบ. โดยมจ. ซีพี แอ็กซ์ตรา (CPAXT, "ถือ") เป็นผู้เล่นหลักเพียงรายเดียวที่มีส่วนแบ่งยอดขาย 9% CRC มีแผนเชิงรุกที่จะมีร้าน GO Wholesale จำนวน 40-45 แห่ง ภายในปี 2028F โดยมีขนาดเฉลี่ยอยู่ที่ 7,000 ตร.ม. และเงินลงทุนอยู่ที่ 500 ลบ./สาขา CRC เปิด 4 สาขาแรก ใน 4Q23 และตั้งเป้าเปิด 7 สาขาใหม่ในปีนี้ เราคาดว่าจะมีผลขาดทุนที่ 351-628 ลบ. ในปี 2024-28F จุดกำไรหลักโดยรวมลง 4-5% ต่อปี ในปีดังกล่าว จากนั้นเราคาดว่าจะขาดทุนลดลงเหลือ 281 ลบ. ในปี 2029F และมีกำไรในปี 2030F ก่อนมีกำไรในสัดส่วน 4% ของกำไรในปี 2032F

ซื้อที่ดินไทวัสดุ 22 แปลงภายใน 2Q24

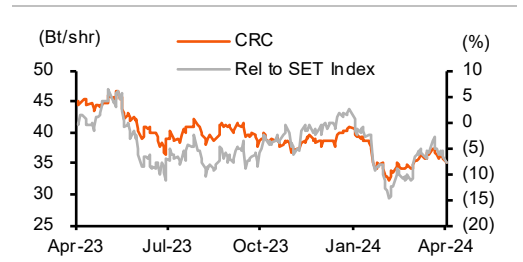
เพื่อเตรียมพร้อมสำหรับการ spin-off ธุรกิจไทวัสดุในอนาคต และลดความเสี่ยงที่สิทธิการเช่าที่ดินจะถูกยกเลิกหรือต่ออายุด้วยต้นทุนที่สูงขึ้น CRC จึงกำลังซื้อที่ดิน 24 แปลง (ไทวัสดุที่มีอยู่ 22 สาขา, ที่ปัสชูเปอร์มาร์เก็ต 1 แห่ง, ศูนย์กระจายสินค้าท็อปส์ 1 แห่ง) ในราคา 5.6 พันลบ. ใน 2Q24 จากร้านไทวัสดุทั้งหมด 81 สาขา ณ สิ้นปี 2023 มีเพียง 5 แห่งเท่านั้นที่อยู่บนที่ดินแบบขายขาด (freehold) ด้วยสาขาบนที่ดินแบบ freehold 10 แห่ง สำหรับไทวัสดุที่จะเปิดในปี 2024-25 การเข้าซื้อที่ดิน 22 แปลง และสาขาที่เป็นแบบ freehold ที่มีอยู่ 5 แห่ง จำนวนสาขาบนที่ดิน freehold จะเพิ่มขึ้นจาก 5 แห่ง ในปัจจุบัน เป็น 37 แห่ง หรือ 40% ของสาขาทั้งหมด ในปี 2025F CRC คาดว่าจะบันทึกกำไรพิเศษ 250 ลบ. ใน 2Q24 และประหยัดค่าเช่าได้ 100 ลบ. ต่อปี (สุทธิจากดอกเบี้ยจ่าย 40 ลบ.)

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่คิดว่าดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ได้รับมาไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	231,438	263,097	296,516	335,269
Net profit	8,016	9,412	10,250	11,747
Consensus NP	—	9,132	10,550	11,898
Diff frm cons (%)	—	3.1	(2.8)	(1.3)
Norm profit	8,168	9,162	10,250	11,747
Prev. Norm profit	—	8,614	9,739	11,340
Chg frm prev (%)	—	6.4	5.2	3.6
Norm EPS (Bt)	1.4	1.5	1.7	1.9
Norm EPS grw (%)	17.9	12.2	11.9	14.6
Norm PE (x)	26.0	23.2	20.7	18.1
EV/EBITDA (x)	9.0	8.5	8.0	7.5
P/BV (x)	3.2	2.9	2.7	2.5
Div yield (%)	1.6	1.8	1.9	2.2
ROE (%)	12.6	12.6	13.5	14.2
Net D/E (%)	98.6	95.9	87.6	77.9

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 1-Apr-24 (Bt)	35.25
Market Cap (US\$ m)	5,837.3
Listed Shares (m shares)	6,031.0
Free Float (%)	54.6
Avg Daily Turnover (US\$ m)	10.5
12M Price H/L (Bt)	46.50/32.25
Sector	Commerce
Major Shareholder	Hargng Central Department Store Co.,Ltd. 35.06%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P53



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	2035F	Terminal Value
EBITDA	33,713	35,724	37,954	40,777	43,324	45,615	47,811	50,585	53,128	55,713	58,723	61,934	
Free cash flow	1,949	8,352	10,120	17,578	21,876	28,197	30,236	33,569	35,628	37,765	40,293	42,977	576,814
PV of free cash flow	1,949	7,005	7,774	12,366	14,092	16,634	16,336	16,119	15,606	15,093	14,693	14,299	191,912
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	1.1												
WACC (%)	8.8												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value - add investments	343,877												
Net debt	69,310												
Minority interest	3,201												
Equity value	271,366												
# of shares (m)	6,031												
Equity value/share (Bt)	45												

Source: Company, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บมจ. เซ็นทรัล รีเทล คอร์ปอเรชั่น (CRC) เป็นผู้ค้าปลีกชั้นนำของประเทศไทย ภายใต้ตระกูลจิราธิวัฒน์ของกลุ่มเซ็นทรัล บริษัทฯ ดำเนินธุรกิจค้าปลีกสินค้าหลากหลาย ประเภทผ่านรูปแบบและช่องทางที่หลากหลาย (Multi-format and Multi-category) (กลุ่มแฟชั่น กลุ่มฮาร์ดไลน์ กลุ่มฟู้ด) ในรูปแบบค้าปลีก 8 รูปแบบ (ห้างสรรพสินค้า ร้านค้าเฉพาะทาง แปรนต์ช้อปปิ้งเปอร์มาร์เก็ต ไฮเปอร์มาร์เก็ต ร้านสะดวกซื้อ ฟลาซ่า การจัดจำหน่ายหน้าร้าน) ใน 3 ประเทศ (ไทย เวียดนาม อิตาลี) ณ สิ้นปี 2023 บริษัทฯ มีพื้นที่ขายสุทธิ 3.6 ล้าน ตร.ม. และพื้นที่ให้เช่าสุทธิ 0.74 ล้าน ตร.ม.

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ผู้นำตลาดค้าปลีกในประเทศไทยด้วยรูปแบบค้าปลีกที่หลากหลาย
- มีช่องทางการตลาดแบบ omni-channel เพื่อตอบสนองแนวโน้มการบริโภคใหม่
- ตำแหน่งทางการตลาดที่แข็งแกร่งในแต่ละกลุ่มค้าปลีก

O — Opportunity

- มีโอกาสในการเปิดร้านใหม่เพิ่มเติมในกลุ่มอุตสาหกรรมปรับปรุงและซ่อมแซมบ้านที่กำลังเติบโต
- มีโอกาสสูงในการเติบโตในเวียดนามจากการเติบโตทางเศรษฐกิจที่แข็งแกร่ง และมีอัตราการเข้าถึงโมเดิร์นเทรดที่ยังต่ำ
- โอกาสในการทำ M&As เพิ่มเติม

CONSENSUS COMPARISON

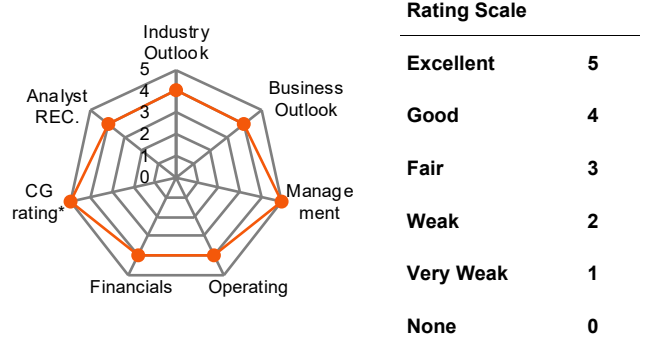
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	44.81	45.00	0%
Net profit 24F (Bt m)	9,132	9,412	3%
Net profit 25F (Bt m)	10,550	10,250	-3%
Consensus REC	BUY: 21	HOLD: 3	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- กำไรสุทธิปี 2024-25F ของเราใกล้เคียงกับของตลาด
- ดังนั้นราคาเป้าหมายของเราจึงใกล้เคียงกับของตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * No CG Rating

W — Weakness

- ผลตอบแทนที่ต่ำในบางธุรกิจและจำเป็นต้องปรับรูปแบบธุรกิจ
- เป็นธุรกิจที่ใช้เงินทุนสูงและค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานสูง

T — Threat

- การแข่งขันจากผู้เข้ามาใหม่
- เศรษฐกิจที่อ่อนแอ
- การระบาดของโรค

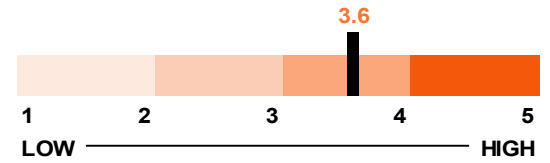
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- จะมีความเสี่ยงต่อการคาดการณ์กำไรของเรา หากไม่สามารถเปิดร้านใหม่ตามที่เราคาดไว้ได้ในปัจจุบัน
- การเติบโตอาจถูกขัดขวางหากคู่แข่งขยายสาขาในเชิงรุกมากกว่าที่เราคาดไว้ในปัจจุบัน
- การชะลอตัวทางเศรษฐกิจอาจเป็นความเสี่ยงอีกประการต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

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

Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
CRC	YES	AAA	YES	BBB	-	58.54	77.00	-	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, 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

- 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/คนปี โดยมีต้นทุนเฉลี่ย 2,133 บาท/คน
- ในปี 2022 ระดับความผูกพันของพนักงานอยู่ที่ 72% และตั้งเป้าเพิ่มเป็น 80% ภายในปี 2024
- Employee Joint Investment Program (EJIP) ถูกจัดตั้งขึ้นเพื่อสนับสนุนให้พนักงานเป็นเจ้าของบริษัทระยะเวลาโครงการจาก 1 เมษายน 2021 – 31 มีนาคม 2024
- CRC คัดเลือกผลิตภัณฑ์ที่ปลอดภัยและมีคุณภาพสูงสุด โดยดำเนินการตรวจสอบสำหรับห่วงโซ่อุปทานทั้งหมดเพื่อให้สอดคล้องกับ 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 คนเป็นสมาชิกในครอบครัวจิราวิวัฒน์
- 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)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	219,898	231,438	263,097	296,516	335,269
Cost of sales	159,647	164,941	188,806	214,492	244,579
Gross profit	60,251	66,497	74,291	82,024	90,690
% gross margin	27.4%	28.7%	28.2%	27.7%	27.1%
Selling & administration expenses	64,540	69,834	77,206	85,447	94,141
Operating profit	11,539	13,615	15,529	16,714	18,581
% operating margin	5.2%	5.9%	5.9%	5.6%	5.5%
Depreciation & amortization	17,171	17,722	18,184	19,010	19,373
EBITDA	28,709	31,337	33,713	35,724	37,954
% EBITDA margin	13.1%	13.5%	12.8%	12.0%	11.3%
Non-operating income	16,041	17,250	18,618	20,329	22,233
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(3,479)	(4,642)	(4,853)	(4,697)	(4,694)
Pre-tax profit	8,273	9,271	10,849	12,209	14,089
Income tax	1,733	1,587	2,170	2,442	2,818
After-tax profit	6,540	7,685	8,680	9,767	11,271
% net margin	3.0%	3.3%	3.3%	3.3%	3.4%
Shares in affiliates' Earnings	820	990	1,059	1,133	1,213
Minority interests	(430)	(506)	(577)	(651)	(736)
Extraordinary items	245	(152)	250	0	0
NET PROFIT	7,175	8,016	9,412	10,250	11,747
Normalized profit	6,930	8,168	9,162	10,250	11,747
EPS (Bt)	1.2	1.3	1.6	1.7	1.9
Normalized EPS (Bt)	1.1	1.4	1.5	1.7	1.9

Strong EBITDA growth after COVID

We expect record profit to continue

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
ASSETS:					
Current assets:	76,532	79,956	89,262	99,674	111,455
Cash & cash equivalent	15,617	14,814	17,025	18,048	18,884
Account receivables	5,421	5,545	6,087	6,616	7,206
Inventories	43,675	46,413	51,210	58,177	66,338
Others	11,819	13,185	14,940	16,832	19,027
Investments & loans	6,318	6,314	6,314	6,314	6,314
Net fixed assets	49,045	57,497	68,413	73,403	78,030
Other assets	144,090	143,330	147,731	148,794	149,156
Total assets	275,984	287,097	311,720	328,185	344,955
LIABILITIES:					
Current liabilities:	108,488	118,505	123,819	132,644	140,947
Account payables	39,828	41,831	46,555	52,888	60,307
Bank overdraft & ST loans	34,954	30,917	36,223	36,543	36,131
Current LT debt	6,561	16,932	10,867	10,963	10,839
Others current liabilities	27,145	28,825	30,174	32,249	33,669
Total LT debt	39,780	36,275	43,467	43,852	43,358
Others LT liabilities	62,831	62,056	67,726	68,013	68,889
Total liabilities	211,099	216,837	235,012	244,509	253,194
Minority interest	2,762	3,201	3,778	4,428	5,165
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	6,031	6,031	6,031	6,031	6,031
Share premium	66,761	66,761	66,761	66,761	66,761
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(24,459)	(24,670)	(24,670)	(24,670)	(24,670)
Retained earnings	13,790	18,937	24,808	31,125	38,473
Shareholders' equity	62,123	67,060	72,931	79,248	86,596
Liabilities & equity	275,984	287,097	311,720	328,185	344,955

Well-controlled debt with net gearing not over 1x despite continuing M&As

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	8,273	9,271	10,849	12,209	14,089
Tax paid	(1,458)	(1,449)	(2,109)	(2,293)	(2,696)
Depreciation & amortization	17,171	17,722	18,184	19,010	19,373
Chg In working capital	(3,524)	(858)	(617)	(1,163)	(1,331)
Chg In other CA & CL / minorities	(233)	943	405	920	69
Cash flow from operations	20,229	25,629	26,713	28,683	29,504
Capex	(22,856)	(26,174)	(29,100)	(24,000)	(24,000)
Right of use	2,059	1,555	78	4	4
ST loans & investments	98	(34)	38	0	0
LT loans & investments	(759)	4	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(2,256)	(1,532)	1,591	(532)	757
Cash flow from investments	(23,714)	(26,182)	(27,393)	(24,529)	(23,239)
Debt financing	2,455	2,829	6,433	801	(1,030)
Capital increase	(123)	0	0	0	0
Dividends paid	(1,809)	(2,895)	(3,541)	(3,932)	(4,399)
Warrants & other surplus	492	(185)	0	0	0
Cash flow from financing	1,014	(250)	2,892	(3,131)	(5,429)
Free cash flow	(2,628)	(545)	(2,387)	4,683	5,504

VALUATION

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	30.7	26.0	23.2	20.7	18.1
Normalized PE - at target price (x)	39.2	33.2	29.6	26.5	23.1
PE (x)	29.6	26.5	22.6	20.7	18.1
PE - at target price (x)	37.8	33.9	28.8	26.5	23.1
EV/EBITDA (x)	9.7	9.0	8.5	8.0	7.5
EV/EBITDA - at target price (x)	11.7	10.9	10.2	9.6	9.0
P/BV (x)	3.4	3.2	2.9	2.7	2.5
P/BV - at target price (x)	4.4	4.0	3.7	3.4	3.1
P/CFO (x)	10.5	8.3	8.0	7.4	7.2
Price/sales (x)	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6
Dividend yield (%)	1.4	1.6	1.8	1.9	2.2
FCF Yield (%)	(1.2)	(0.3)	(1.1)	2.2	2.6
(Bt)					
Normalized EPS	1.1	1.4	1.5	1.7	1.9
EPS	1.2	1.3	1.6	1.7	1.9
DPS	0.5	0.6	0.6	0.7	0.8
BV/share	10.3	11.1	12.1	13.1	14.4
CFO/share	3.4	4.2	4.4	4.8	4.9
FCF/share	(0.4)	(0.1)	(0.4)	0.8	0.9

Sources: Company data, Thanachart estimates

Trading at a much lower PE than 37.5x in 2021-23

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Growth Rate					
Sales (%)	21.0	5.2	13.7	12.7	13.1
Net profit (%)	11,985.2	11.7	17.4	8.9	14.6
EPS (%)	11,985.2	11.7	17.4	8.9	14.6
Normalized profit (%)	11,572.9	17.9	12.2	11.9	14.6
Normalized EPS (%)	11,572.9	17.9	12.2	11.9	14.6
Dividend payout ratio (%)	40.3	41.4	40.0	40.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	27.4	28.7	28.2	27.7	27.1
Operating margin (%)	5.2	5.9	5.9	5.6	5.5
EBITDA margin (%)	13.1	13.5	12.8	12.0	11.3
Net margin (%)	3.0	3.3	3.3	3.3	3.4
D/E (incl. minor) (x)	1.3	1.2	1.2	1.1	1.0
Net D/E (incl. minor) (x)	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8
Interest coverage - EBIT (x)	3.3	2.9	3.2	3.6	4.0
Interest coverage - EBITDA (x)	8.3	6.8	6.9	7.6	8.1
ROA - using norm profit (%)	2.6	2.9	2.9	3.2	3.5
ROE - using norm profit (%)	11.7	12.6	12.6	13.5	14.2
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	11.0	11.9	11.9	12.8	13.6
- asset turnover (x)	0.8	0.8	0.8	0.9	1.0
- operating margin (%)	5.3	6.0	6.0	5.7	5.6
- leverage (x)	4.5	4.4	4.3	4.2	4.1
- interest burden (%)	70.4	66.6	69.1	72.2	75.0
- tax burden (%)	79.1	82.9	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	8.8	8.8	8.8	9.2	9.2
ROIC (%)	7.8	8.8	9.1	9.1	9.7
NOPAT (Bt m)	9,122	11,285	12,423	13,371	14,865
invested capital (Bt m)	127,801	136,370	146,462	152,558	158,040

ROE looks to be on the way up

Sources: Company data, Thanachart estimates

BUY (Unchanged)

TP: Bt 14.50 (From: Bt 13.50)

2 APRIL 2024

Change in Numbers

Upside : 31.8%

Dohome Public Co Ltd (DOHOME TB)

ฟันตัว

เราเพิ่ม DOHOME เป็นหุ้น Top Sector Pick ของเรา ด้วยมี norm EPS เติบโตสูงสุดในกลุ่มฯ เฉลี่ยที่ 39% ในปี 2024-26F ไม่เพียงแต่มีอัตรากำไรขั้นต้นที่ฟันตัวชัดเจนเท่านั้น แต่ยังได้ประโยชน์จากการเร่งใช้จ่ายของรัฐบาลและได้ประโยชน์หลักจากการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย แนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมายสูงขึ้นเป็น 14.5 บาท



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

ปรับเพิ่มกำไรและราคาเป้าหมาย

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มค่าปลีก "การขยายสาขา รูปแบบใหม่" วันที่ 2 เมษายน 2024 หลังกำไร 4Q23 ออกมามากกว่าคาด จากอัตรากำไรขั้นต้นที่ต่ำกว่าคาดเป็น 16.9% จาก 15.5% ใน 3Q23 (และมีแนวโน้มว่าจะเพิ่มขึ้นอีกเป็น 17-18% ใน 1Q24F) เราจึงปรับอัตรากำไรขั้นต้นขึ้น 46/83/95bp ในปี 2024-26F เป็น 16.8/17.6/18.0% และปรับกำไรขึ้น 7/18/21% ตามลำดับ ราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2024F) ของเราเพิ่มขึ้น 7% เป็น 14.5 บาท/หุ้น จาก 13.5 บาท เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วยมีการฟันตัวของ EPS ที่แข็งแกร่ง เติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ 39% ซึ่งสูงที่สุดในกลุ่มฯ และซื้อขายที่ PEG ที่ 0.9/0.8/0.8 เท่าในปี 2024-26F

กำลังฟันตัว

ด้วยผลจากราคาเหล็กที่ลดลง (30% ของยอดขาย) และอัตราดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้นในปี 2022-23 กำไรปกติต่อหุ้นของบริษัทฯ จึงลดลง 53/37% ในปี 2022-23 และอัตรากำไรสุทธิต่ำสุดที่ 1.7% ในปีที่แล้ว และอัตรากำไรขั้นต้นลดลงจาก 20.2% ในปี 2021 เป็น 15.7% ในปีที่แล้ว และดอกเบี้ยจ่ายเพิ่มขึ้นเท่าตัวจาก 258 ลบ. ในปี 2021 เป็น 566 ลบ. ในปีที่แล้ว ซึ่งปัจจัยเหล่านี้กำลังจะพลิกกลับ ด้วยการใช้จ่ายด้านโครงสร้างพื้นฐานของรัฐบาลที่จะเกิดขึ้น และอัตราดอกเบี้ยที่มีแนวโน้มลดลงเรื่อยๆ นี้ เราคาดว่า DOHOME จะเป็นผู้ได้ประโยชน์หลักจากปัจจัยขับเคลื่อนทั้งสองนี้ และอัตรากำไรสุทธิคาดว่าจะเพิ่มขึ้นเป็น 2.4/3.2/3.7% ในปี 2024-26F

Core EPS เติบโตเฉลี่ยที่ 39% ในปี 2024-26F

เราคาดว่า DOHOME จะมีกำไรปกติต่อหุ้นเติบโตแข็งแกร่งที่ 48/41/30% ในปี 2024-26F ปัจจัยขับเคลื่อนคือยอดขายทั้งปีจากสาขาใหม่สามแห่งในปีที่แล้ว และการเปิดสาขาใหม่ 3/3 แห่งในปี 2025-26F โดยมีจำนวนสาขาเพิ่มขึ้นจาก 24 แห่ง ในปี 2023 เป็น 30 แห่ง ในปี 2026F อัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้น 108/79/44bp เป็น 16.8/17.6/18.0% จากสัดส่วนการขายแฮนด์แบรด์ที่เพิ่มขึ้นเป็น 21.7/22.7/23.7% (19.7% ในปี 2023) และอัตรากำไรขั้นต้นที่สูงขึ้นของผลิตภัณฑ์แฮนด์แบรด์ นอกจากนี้เรายังคาดว่าดอกเบี้ยจ่ายจะลดลง 4/11% ในปี 2024-25F จาก 566 ลบ. ในปี 2023 เป็น 485 ลบ. ในปี 2025F ในระยะยาว DOHOME ตั้งเป้าหมายสาขาเป็น 40-50 สาขา โดยมีสัดส่วนแฮนด์แบรด์ที่ 25-30% ของยอดขาย

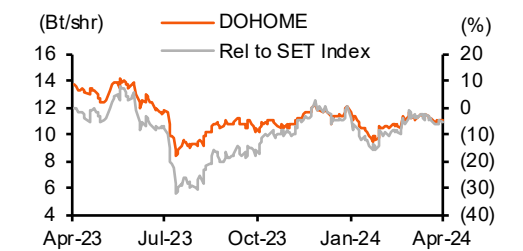
แนวโน้มแข็งแกร่งใน 1Q24F

แม้ว่ายอดขายสาขาเดิมใน 1Q24F จะยังคงติดลบ 10% (ดีกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ก่อนหน้านี้ที่ -15%) เนื่องจากราคาเหล็กยังคงลดลง y-y และความต้องการวัสดุก่อสร้างที่อ่อนแอลงเนื่องจากขาดโครงการใหม่จากรัฐบาล แต่กำไรสุทธิ 1Q24F คาดว่าจะทรงตัว หรือมีการเติบโต y-y โดยได้แรงหนุนจากอัตรากำไรขั้นต้นที่เพิ่มขึ้นเป็นเกือบ 18% เทียบกับ 16.5% ใน 1Q23 และ 16.9% ใน 4Q23 ซึ่งหมายความว่ากำไรหลักจะเติบโตอย่างน้อย 79% q-q จาก 144 ลบ. ใน 4Q23 เป็น 258 ลบ. ใน 1Q24F โดยได้แรงหนุนจากการเติบโตของยอดขาย (ยอดขายเต็มไตรมาสจากสาขาบางพูนเปิดเมื่อวันที่ 22 ธ.ค. ปีที่แล้ว) และอัตรากำไรขั้นต้นที่ดีขึ้น เราคาดว่ายอดขายสาขาเดิมจะอยู่ที่ -10/-8/-5/10% สำหรับ 1Q-4Q24F

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	31,218	32,317	35,124	38,753
Net profit	585	787	1,110	1,438
Consensus NP	—	950	1,242	1,587
Diff frm cons (%)	—	(17.2)	(10.6)	(9.4)
Norm profit	532	787	1,110	1,438
Prev. Norm profit	—	735	943	1,187
Chg frm prev (%)	—	7.0	17.7	21.2
Norm EPS (Bt)	0.2	0.2	0.3	0.4
Norm EPS grw (%)	(37.3)	47.8	41.0	29.6
Norm PE (x)	66.8	45.2	32.1	24.7
EV/EBITDA (x)	29.0	23.8	20.4	17.4
P/BV (x)	2.9	2.7	2.5	2.3
Div yield (%)	0.0	0.1	0.1	0.1
ROE (%)	4.5	6.2	8.1	9.7
Net D/E (%)	139.1	113.6	111.4	105.2

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 1-Apr-24 (Bt)	11.00
Market Cap (US\$ m)	933.0
Listed Shares (m shares)	3,089.1
Free Float (%)	29.8
Avg Daily Turnover (US\$ m)	2.1
12M Price H/L (Bt)	14.16/8.37
Sector	Commerce
Major Shareholder	Tangmitpracha Family 64.10%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P60

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปซ้ำซ้ำ 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	2035F	Terminal Value
EBITDA	2,123	2,522	2,993	3,454	3,944	4,471	5,038	5,517	5,890	6,230	6,581	6,911	
Free cash flow	1,584	(477)	(127)	256	936	1,480	2,061	4,564	5,285	5,719	6,031	6,327	113,207
PV of free cash flow	1,584	(414)	(102)	193	658	971	1,260	2,521	2,710	2,722	2,666	2,597	46,460
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	1.0												
WACC (%)	6.8												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value - add investments	63,824												
Net debt (end-2023A)	16,932												
Minority interest	0												
Equity value	46,892												
# of shares (m)	3,234												
Equity value/share (Bt)	14.5												

Sources: Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บมจ. ดูโฮม เป็นศูนย์จำหน่ายวัสดุก่อสร้างและอุปกรณ์ตกแต่งบ้านครบวงจรชั้นนำในไทยที่มีประสบการณ์ 40 ปีในการจัดหาผลิตภัณฑ์และบริการที่เกี่ยวข้องกับวัสดุก่อสร้างและผลิตภัณฑ์ตกแต่งบ้านที่ครบวงจร ราคาถูก และดีที่สุดใน 4Q23 บริษัท มีร้านค้ารูปแบบขนาดใหญ่ 24 แห่ง และร้านค้ารูปแบบขนาดเล็ก 11 แห่งในประเทศไทย ศูนย์กระจายสินค้าในจังหวัดปทุมธานีเปิดในปี 2018 โดยมีพื้นที่คลังสินค้ารวม 41,580 ตารางเมตร

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ผู้บริหารของ DOHOME มีประสบการณ์มากกว่า 40 ปี ในตลาดวัสดุก่อสร้างและอุปกรณ์ตกแต่งบ้าน
- แบนด์ “DOHOME” เป็นที่รู้จักกันดีในตลาดโดยเฉพาะทางภาคตะวันออกเฉียงเหนือของไทย
- ความหลากหลายของผลิตภัณฑ์อย่างครบวงจร บริการเต็มรูปแบบ และความเป็นผู้นำด้านราคา

O — Opportunity

- ยังคงมีส่วนแบ่งตลาดการค้าอุปกรณ์ปรับปรุงบ้านแบบดั้งเดิมในต่างจังหวัดสูง
- กำลังซื้อของผู้คนที่เพิ่มขึ้น และการขยายตัวของเมือง
- โอกาสในการขยายตัวนอกภูมิภาคหลัก (ภาคตะวันออกเฉียงเหนือ ภาคตะวันออก และกรุงเทพฯ)

CONSENSUS COMPARISON

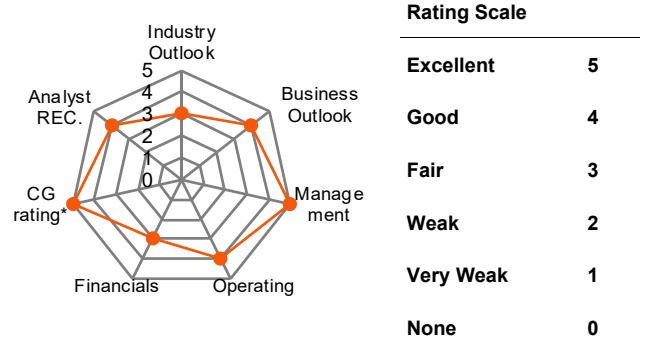
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	11.36	14.50	28%
Net profit 24F (Bt m)	950	787	-17%
Net profit 25F (Bt m)	1,242	1,110	-11%
Consensus REC	BUY: 6	HOLD: 6	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรสุทธิปี 2024-25F ของเรต่ำกว่าตัวเลขของ Bloomberg consensus ถึง 17/11% ซึ่งอาจเป็นเพราะเรามีสมมติฐานการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมและอัตรากำไรขั้นต้นที่ต่ำกว่า
- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของ Bloomberg consensus เราคิดว่าเป็นเพราะเราสมมติให้มีการเปิดสาขามากขึ้นในระยะยาว

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; CG Rating

W — Weakness

- มีร้านค้าไม่ครอบคลุมทั่วประเทศ
- ยอดขายสินค้าสูงถึง 28-29%

T — Threat

- การแข่งขันที่รุนแรง เนื่องจากคู่แข่งหลัก เช่น โกลบอลเฮ้าส์, ทีวีสต์ และเมกาโฮม เร่งขยายสาขา
- การเติบโตของเศรษฐกิจในต่างจังหวัดที่ชะลอตัว

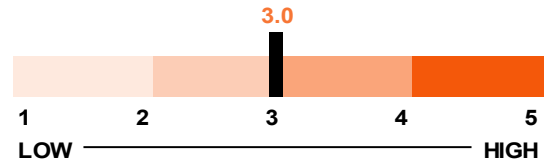
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากจำนวนสาขาใหม่ที่เปิดต่ำกว่าที่เราคาดไว้ จะทำให้เกิดความเสี่ยงด้านลบต่อคาดการณ์กำไรของเรา ซึ่งแสดงถึงความเสี่ยงด้านลบต่อคำแนะนำของเรา
- หากการแข่งขันรุนแรงกว่าที่เราคาดไว้ในปัจจุบัน การเติบโตของยอดขายสาขาเดิม และอัตรากำไรของ DOHOME จะต้องได้รับความเสี่ยง
- ความผันผวนของราคาเหล็ก

Source: Thanachart

DOHOME เป็นผู้ค้าปลีกโมเดิร์นเทรดกลุ่มผลิตภัณฑ์ปรับปรุงและตกแต่งบ้าน บริษัท มีร้าน “Dohome” จำนวน 24 แห่ง ซึ่งส่วนใหญ่ตั้งอยู่ในต่างจังหวัดของประเทศไทย และมีสาขา Dohome To Go ขนาดเล็กอีก 11 สาขา ธุรกิจของบริษัทฯ ไม่ปล่อยก๊าซเรือนกระจกมากนัก แต่มีเป้าหมาย ESG ที่แน่นอน เราให้คะแนน ESG ที่ 2.96

Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
DOHOME	-	-	-	-	37.91	31.69	22.00	-	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, 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

- ตั้งเป้าหมายด้านสิ่งแวดล้อมเพื่อลดการใช้พลังงาน การใช้น้ำ ของเสีย และการปล่อยก๊าซเรือนกระจก 2% ภายในปี 2024 และ 7% ภายในปี 2027
- DOHOME มีมาตรการประหยัดไฟฟ้า โดยตั้งอุณหภูมิเครื่องปรับอากาศไว้ที่ 26-27 องศาเซลเซียส ปิดเครื่องก่อนร้านปิด 1 ชั่วโมง และติดตั้งโซลาร์เซลล์โซลูชัน
- DOHOME จัดการขยะและของเสียโดยการแยกน้ำ และใช้หลักการ 3Rs (ลด ใช้ซ้ำ รีไซเคิล)
- ติดตั้งแผงโซลาร์เซลล์ทุกสาขา มีนโยบายห้ามใช้ถุงพลาสติก และมีการณรงค์ลดการใช้ไฟฟ้า

ด้านสังคม (SOCIAL)

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- DOHOME ตระหนักว่าทรัพยากรมนุษย์เป็นทรัพย์สินที่มีค่าที่สุดในการดำเนินธุรกิจ และดำเนินนโยบายที่โปร่งใส เท่าเทียมกัน และยุติธรรม โดยไม่เลือกปฏิบัติต่อความพิการ ผู้ด้อยโอกาส หรือเพศ
- ในปี 2023 พนักงานเป็นชาย 58% และหญิง 42% โดยที่ผู้บริหารระดับสูง 50% เป็นผู้หญิง มีพนักงานพิการจำนวน 82 คน
- การพัฒนาบุคลากร ได้แก่ การฝึกอบรม การหมุนเวียนงาน การวางแผนเส้นทางอาชีพ แผนการสืบทอดตำแหน่ง และการบริหารจัดการผู้มีความสามารถ
- สำหรับการมีส่วนร่วมต่อสังคม DOHOME ส่งเสริมงานในชุมชน สนับสนุนสถาบันการศึกษา (ซ่อมแซมห้องน้ำกิจกรรมของโรงเรียน) บริจาคสิ่งของจำเป็นและวัสดุสิ้นเปลืองให้กับสถาบันทางศาสนา

ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- คณะกรรมการ (BOD) ประกอบด้วยสมาชิกแปดคน โดยสามคนเป็นกรรมการอิสระ สี่คนเป็นผู้หญิง และห้าคนมาจากครอบครัวตั้งมิตรประชา ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทฯ
- DOHOME ได้จัดตั้งหน่วยงานตรวจสอบภายในเพื่อประเมินความเสี่ยงของระบบควบคุมภายในและรายงานต่อคณะกรรมการตรวจสอบ คณะกรรมการบริหารความเสี่ยงกำหนดนโยบายการบริหารความเสี่ยงครอบคลุมความเสี่ยงทั้งภายนอกและภายใน เพื่อให้สอดคล้องกับกลยุทธ์และทิศทางทางธุรกิจ
- DOHOME เน้นการดำเนินธุรกิจโดยยึดหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี และจัดให้มีช่องทางการแจ้งเบาะแสต่างๆ เช่น อีเมล, โทรศัพท์, LineOfficial, mail committee กล้องแจ้งเบาะแสและข้อร้องเรียน ณ สถานที่ที่กำหนด และเว็บไซต์ของบริษัทฯ

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

Sales grew strongly during the COVID years

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	31,321	31,218	32,317	35,124	38,753
Cost of sales	26,434	26,317	26,894	28,953	31,773
Gross profit	4,887	4,901	5,422	6,171	6,980
% gross margin	15.6%	15.7%	16.8%	17.6%	18.0%
Selling & administration expenses	3,728	3,988	4,243	4,684	5,118
Operating profit	1,159	913	1,180	1,486	1,861
% operating margin	3.7%	2.9%	3.6%	4.2%	4.8%
Depreciation & amortization	784	897	943	1,036	1,131
EBITDA	1,943	1,811	2,123	2,522	2,993
% EBITDA margin	6.2%	5.8%	6.6%	7.2%	7.7%
Non-operating income	227	313	332	362	398
Non-operating expenses	(3)	(4)	0	0	0
Interest expense	(350)	(566)	(545)	(485)	(493)
Pre-tax profit	1,032	656	967	1,363	1,766
Income tax	183	123	180	254	329
After-tax profit	849	532	787	1,110	1,438
% net margin	2.7%	1.7%	2.4%	3.2%	3.7%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	0	(0)	(0)	(0)	(0)
Extraordinary items	(75)	53	0	0	0
NET PROFIT	774	585	787	1,110	1,438
Normalized profit	849	532	787	1,110	1,438
EPS (Bt)	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4
Normalized EPS (Bt)	0.3	0.2	0.2	0.3	0.4

2023 profit hit by low steel prices and rising interest costs

BALANCE SHEET

High floating-rate debt at 85% of total interest-bearing debt

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
ASSETS:					
Current assets:	15,659	15,044	14,898	15,656	16,744
Cash & cash equivalent	163	300	354	379	404
Account receivables	1,463	1,326	1,417	1,540	1,699
Inventories	13,761	13,264	12,968	13,564	14,450
Others	271	154	159	173	191
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	16,016	17,356	17,433	18,637	19,715
Other assets	1,643	1,583	1,583	1,583	1,583
Total assets	33,318	33,983	33,913	35,876	38,042
LIABILITIES:					
Current liabilities:	16,456	15,869	15,713	16,355	16,957
Account payables	4,483	3,855	4,053	3,966	4,091
Bank overdraft & ST loans	11,161	10,873	10,655	11,318	11,754
Current LT debt	751	1,071	913	970	1,007
Others current liabilities	61	70	93	100	104
Total LT debt	4,647	5,287	3,653	3,881	4,030
Others LT liabilities	612	650	1,458	1,465	1,475
Total liabilities	21,715	21,807	20,824	21,700	22,461
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	2,907	3,089	3,234	3,234	3,234
Share premium	5,555	5,566	5,566	5,566	5,566
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(595)	(596)	(596)	(596)	(596)
Retained earnings	3,737	4,116	4,885	5,971	7,377
Shareholders' equity	11,603	12,176	13,089	14,175	15,581
Liabilities & equity	33,318	33,983	33,913	35,876	38,042

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	1,032	656	967	1,363	1,766
Tax paid	(335)	(92)	(195)	(243)	(330)
Depreciation & amortization	784	897	943	1,036	1,131
Chg In working capital	(1,271)	6	403	(806)	(920)
Chg In other CA & CL / minorities	25	136	32	(18)	(12)
Cash flow from operations	235	1,603	2,151	1,333	1,635
Capex	(4,455)	(2,237)	(1,020)	(2,240)	(2,210)
Right of use	(684)	62	0	0	0
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	175	49	807	7	10
Cash flow from investments	(4,963)	(2,126)	(213)	(2,233)	(2,200)
Debt financing	4,639	672	(2,011)	948	622
Capital increase	487	194	144	0	0
Dividends paid	(54)	(20)	(18)	(24)	(32)
Warrants & other surplus	(484)	(186)	0	0	0
Cash flow from financing	4,588	660	(1,884)	925	590
Free cash flow	(4,220)	(634)	1,131	(907)	(575)

We assume no new large-sized store this year, but resuming from 2025F

VALUATION

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	41.9	66.8	45.2	32.1	24.7
Normalized PE - at target price (x)	55.2	88.1	59.6	42.2	32.6
PE (x)	46.0	60.8	45.2	32.1	24.7
PE - at target price (x)	60.6	80.1	59.6	42.2	32.6
EV/EBITDA (x)	26.7	29.0	23.8	20.4	17.4
EV/EBITDA - at target price (x)	32.6	35.2	29.1	24.9	21.1
P/BV (x)	3.1	2.9	2.7	2.5	2.3
P/BV - at target price (x)	4.0	3.9	3.6	3.3	3.0
P/CFO (x)	151.6	22.2	16.5	26.7	21.7
Price/sales (x)	1.1	1.1	1.1	1.0	0.9
Dividend yield (%)	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
FCF Yield (%)	(11.9)	(1.8)	3.2	(2.5)	(1.6)
(Bt)					
Normalized EPS	0.3	0.2	0.2	0.3	0.4
EPS	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
BV/share	3.6	3.8	4.0	4.4	4.8
CFO/share	0.1	0.5	0.7	0.4	0.5
FCF/share	(1.3)	(0.2)	0.3	(0.3)	(0.2)

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Growth Rate					
Sales (%)	21.5	(0.3)	3.5	8.7	10.3
Net profit (%)	(57.4)	(24.4)	34.5	41.0	29.6
EPS (%)	(57.4)	(24.4)	34.5	41.0	29.6
Normalized profit (%)	(53.3)	(37.3)	47.8	41.0	29.6
Normalized EPS (%)	(53.3)	(37.3)	47.8	41.0	29.6
Dividend payout ratio (%)	2.6	2.7	2.5	2.5	2.5
Operating performance					
Gross margin (%)	15.6	15.7	16.8	17.6	18.0
Operating margin (%)	3.7	2.9	3.6	4.2	4.8
EBITDA margin (%)	6.2	5.8	6.6	7.2	7.7
Net margin (%)	2.7	1.7	2.4	3.2	3.7
D/E (incl. minor) (x)	1.4	1.4	1.2	1.1	1.1
Net D/E (incl. minor) (x)	1.4	1.4	1.1	1.1	1.1
Interest coverage - EBIT (x)	3.3	1.6	2.2	3.1	3.8
Interest coverage - EBITDA (x)	5.5	3.2	3.9	5.2	6.1
ROA - using norm profit (%)	2.8	1.6	2.3	3.2	3.9
ROE - using norm profit (%)	7.6	4.5	6.2	8.1	9.7
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	7.6	4.5	6.2	8.1	9.7
- asset turnover (x)	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0
- operating margin (%)	4.4	3.9	4.7	5.3	5.8
- leverage (x)	2.7	2.8	2.7	2.6	2.5
- interest burden (%)	74.7	53.7	64.0	73.8	78.2
- tax burden (%)	82.3	81.2	81.4	81.4	81.4
WACC (%)	6.8	6.8	6.8	7.3	7.3
ROIC (%)	4.2	2.6	3.3	4.3	5.1
NOPAT (Bt m)	953	742	960	1,210	1,515
invested capital (Bt m)	27,999	29,107	27,956	29,966	31,968

Sources: Company data, Thanachart estimates

A turnaround in net margin, ROA and ROE from their 2023 troughs

BUY (Unchanged)

TP: Bt 19.00

(Unchanged)

Change in Numbers

Upside : 13.8%

2 APRIL 2024

Siam Global House Pcl (GLOBAL TB)

พลิกฟื้น

นอกจากอัตราค่าไชน์ต้นที่ฟื้นตัวตั้งแต่ 2H23 แล้ว GLOBAL ยังได้ประโยชน์จากการกลับมาใช้จ่ายของภาครัฐ ด้วยแรงหนุนจากการขยายสาขาเชิงรุกจากปีที่แล้ว เราคาดว่า GLOBAL จะมีกำไรที่ฟื้นตัวในปีนี้ แนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมาย 19 บาท ด้วยมี EPS เติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ 14%



PHANNARAI TIYAPITTAYARUT

662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

ปรับกำไร แนะนำ "ซื้อ"

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มค้าปลีก "การขยายสาขารูปแบบใหม่" วันที่ 2 เมษายน 2024 หลังผลการดำเนินงาน 4Q23 เราได้ปรับประมาณการกำไรของ GLOBAL ราว 0.1/1.2/1.4% ในปี 2024-26F แต่ยังคงราคาเป้าหมายเดิม (ปีฐานปี 2024F) ที่ 19 บาท ด้วยการฟื้นตัวของอัตราค่าไชน์ต้นที่ชัดเจนจาก 2H23 เราคาดว่ากำไรจะกลับมาอีกครั้งในปีนี้ โดยได้แรงหนุนจากยอดขายจากสาขาใหม่และการฟื้นตัวของอัตราค่าไชน์ต้น เราคาดว่า EPS จะเติบโต 11/16/15% ในปี 2024-26F เราคงคำแนะนำ "ซื้อ"

อัตราค่าไชน์ต้นฟื้นตัวชัดเจน

เนื่องจากได้รับผลกระทบจากราคาเหล็กที่ลดลง เนื่องจากผลิตภัณฑ์เหล็กคิดเป็น 15% ของยอดขาย อัตราค่าไชน์ต้นจึงลดลง y-y ในช่วง 4Q22-2Q23 อย่างไรก็ตาม อัตราค่าไชน์ต้นเพิ่มขึ้น q-q จาก 1Q23 ต่อเนื่องไปยัง 4Q23 เนื่องจาก GLOBAL ปรับราคาขายผลิตภัณฑ์แฮ็สแบรนด์ขึ้น อัตราค่าไชน์ต้นกลับมาขยายตัวอีกครั้ง y-y ราว 10bp เป็น 25.86% ใน 3Q23 และเพิ่มขึ้น 133bp y-y ใน 4Q23 เป็น 26.13% เราเชื่อว่าการลดลง 26bp ในปี 2023 เหลือ 25.5% เป็นการสะดุดเพียงช่วงสั้น และคาดว่าอัตราค่าไชน์ต้นจะขยายตัวที่ 32/37/37bp ในปี 2024-26F เป็น 25.9/26.2/26.6% ตามสัดส่วนยอดขายแฮ็สแบรนด์ที่เพิ่มขึ้นจาก 24% ในปี 2023 เป็น 27% ในปี 2026F

คาดการณ์เติบโตจาก 2Q24F

ด้วยมีสัดส่วนยอดขายวัสดุก่อสร้างราว 40% (ส่วนที่เหลือเป็นผลิตภัณฑ์ตกแต่ง) และทั้งหมดอยู่ในตลาดต่างจังหวัด ผลการดำเนินงานของ GLOBAL จึงขึ้นอยู่กับโครงการก่อสร้างพื้นฐานของรัฐบาล และมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพื่อกระตุ้นการใช้จ่ายในต่างจังหวัด ในช่วง YTD เราคาดว่ายอดขายสาขาเดิมจะเป็นลบน้อยลงที่ -5% ใน 1Q24F ดีขึ้นจาก -12.3% ใน 4Q23 เราสมมติให้ยอดขายสาขาเดิมอยู่ที่ -5/-3/+2/+6% ใน 1Q-4Q24F ด้วยมียอดขายจาก 6 สาขาใหม่ที่เปิดเมื่อปีที่แล้ว เราคาดว่ายอดขายรวมและกำไรสุทธิจะกลับมาเติบโต y-y ตั้งแต่ 2Q24F

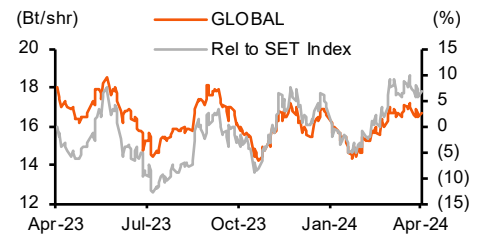
การเติบโตในตลาดในต่างจังหวัดในระยะยาวเป็นไปตามคาด

ผู้บริหารของ GLOBAL กล่าวว่า การเข้าถึงตลาดโมเดิร์นเทรดของร้านวัสดุก่อสร้างและอุปกรณ์ปรับปรุงตกแต่งบ้านนอกกรุงเทพฯ อยู่ที่ 30-40% บริษัทฯ จึงยังคงขยายไปยังจังหวัดใหม่หรือเขตของจังหวัดใหญ่ ด้วยขนาดร้าน 12,000 ตร.ม. เทียบกับ 20,000-22,000 ตร.ม. ในอดีต ปีนี้มีแผนจะเปิด 7-8 สาขา รวมเป็น 90-91 สาขา (4 สาขา ใน 1H24) เราสมมติให้มีสาขาใหม่ 7 สาขา ต่อปี สู่ระดับ 104 สาขา ในปี 2026F

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	32,301	34,649	37,737	40,935
Net profit	2,671	2,978	3,462	3,972
Consensus NP	—	3,022	3,409	3,796
Diff frm cons (%)	—	(1.5)	1.6	4.6
Norm profit	2,671	2,978	3,462	3,972
Prev. Norm profit	—	2,974	3,421	3,916
Chg frm prev (%)	—	0.1	1.2	1.4
Norm EPS (Bt)	0.5	0.6	0.7	0.8
Norm EPS grw (%)	(24.5)	11.2	16.0	14.6
Norm PE (x)	32.3	29.1	25.1	21.9
EV/EBITDA (x)	24.3	22.4	19.8	17.6
P/BV (x)	3.7	3.4	3.1	2.8
Div yield (%)	1.0	1.2	1.4	1.6
ROE (%)	11.9	12.3	13.0	13.6
Net D/E (%)	41.4	38.7	32.5	27.6

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 1-Apr-24 (Bt)	16.70
Market Cap (US\$ m)	2,293.5
Listed Shares (m shares)	5,001.8
Free Float (%)	31.2
Avg Daily Turnover (US\$ m)	4.0
12M Price H/L (Bt)	18.56/14.23
Sector	Commerce
Major Shareholder	SCG Distribution Co.,Ltd 32.94%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P67

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	2035F	Terminal value
EBITDA	4,312	4,851	5,431	6,007	6,651	7,334	8,000	8,737	9,357	9,839	10,339	10,858	
Free cash flow	945	1,924	2,150	3,008	4,275	5,397	6,035	6,784	8,279	8,925	9,332	9,755	171,860
PV of free cash flow	945	1,671	1,739	2,267	3,002	3,532	3,679	3,722	4,213	4,214	4,088	3,964	69,836
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	0.8												
WACC (%)	6.9												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value - add investments	108,871.0												
Net debt (2023A)	9,747.5												
Minority interest	308.0												
Equity value	98,815.5												
# of shares (m)	5,201.9												
Equity value / share (Bt)	19.00												

Investment: (Bt m)

Land @ Muang Thong Thani 2,000

Sources: Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

GLOBAL เป็นหนึ่งในผู้นำตลาดค้าปลีกวัสดุก่อสร้างและอุปกรณ์ตกแต่งบ้าน ภายใต้แบรนด์ "โกลบอลเฮ้าส์" ณ สิ้นปี 2023 GLOBAL มีสาขาทั้งหมด 83 สาขา ตั้งอยู่ในต่างจังหวัดในประเทศไทย และมี 1 สาขา ในกัมพูชา (55%) นอกจากนี้ยังลงทุนในต่างประเทศในธุรกิจอุปกรณ์ปรับปรุงบ้านในเมียนมาร์ (ถือหุ้นโดยอ้อม 15%) ลาว (17%) และอินโดนีเซีย (11%)

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- GLOBAL มีสาขาทั้งหมดในต่างจังหวัด และเรคาดว่า GLOBAL จะเป็นผู้ได้ประโยชน์หลักจากเศรษฐกิจต่างจังหวัดที่เติบโต
- 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

CONSENSUS COMPARISON

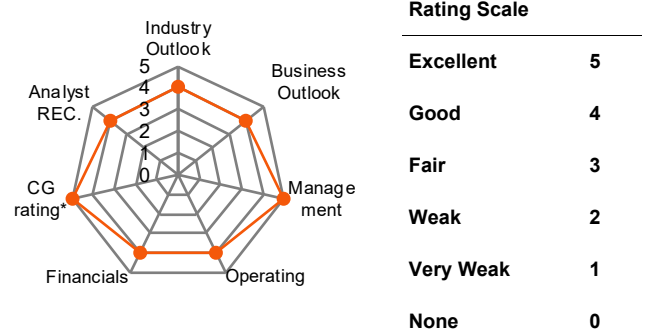
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	16.95	19.00	12%
Net profit 24F (Bt m)	3,022	2,978	-1%
Net profit 25F (Bt m)	3,409	3,462	2%
Consensus REC	BUY: 7	HOLD: 9	SELL: 3

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรสุทธิปี 2024-25F ของเราใกล้เคียงกับของตลาด
- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด เราคิดว่าเป็นเพราะเรคาดว่าจะมีสาขาเพิ่มขึ้นในระยะยาวเนื่องจากปีนี้เริ่มขยายตัวอย่างจริงจัง

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG Rating

W — Weakness

- ไม่มีสาขาในกรุงเทพฯ

T — Threat

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

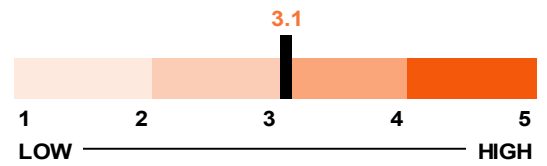
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากจำนวนสาขาที่เปิดใหม่ต่ำกว่าที่เรคาด จะทำให้เกิดความเสี่ยงต่อประมาณการและคำแนะนำของเรา
- หากการแข่งขันรุนแรงมากกว่าคาด จะส่งผลกระทบต่อประมาณการเติบโตของยอดขายสาขาเดิม และอัตรากำไรของเรา
- ความผันผวนของราคาเหล็ก

Source: Thanachart

GLOBAL เป็นผู้ค้าปลีกอุปกรณ์ปรับปรุง ตกแต่งบ้าน มีร้าน “โกลบอลเฮาส์” 83 แห่ง ในต่างจังหวัดของประเทศไทย และหนึ่งสาขา (ถือหุ้น 55%) ใน กัมพูชา บริษัทฯ มีการลงทุนในธุรกิจอุปกรณ์ปรับปรุง ตกแต่งบ้าน ในต่างประเทศในเมียนมาร์ (ถือหุ้น 15%) ลาว (17%) และอินโดนีเซีย (11%) ธุรกิจของบริษัทฯ ไม่ปล่อยก๊าซเรือนกระจกมากนัก แต่มีเป้าหมาย ESG ระยะยาว เราให้คะแนน ESG ที่ 3.1

Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
GLOBAL	YES	AA	-	-	54.68	33.58	56.00	-	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, 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 บริษัทฯ ได้ติดตั้งโซลาร์รูฟท็อปทุกสาขาในประเทศไทย (77 สาขา ในปี 2022) และผลิตไฟฟ้าได้ 79,315,763 กิโลวัตต์ชั่วโมง บริษัทฯ ตั้งเป้าเพิ่มสัดส่วนการใช้พลังงานทางเลือกเป็น 60% ภายในปี 2027 จาก 54% ในปี 2022
- ภายในปี 2027 บริษัทฯ ตั้งเป้าเพิ่มปริมาณการรีไซเคิลน้ำเป็น 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 บริษัทฯ ปฏิบัติตามระเบียบและกฎหมายว่าด้วยการจ่ายค่าชดเชยและการบอกกล่าวล่วงหน้า
- GLOBAL เชื่อว่าบริษัทฯ ปฏิบัติต่อพนักงานทุกคนอย่างยุติธรรมและเหมาะสมในเรื่องค่าตอบแทนและสวัสดิการ โดยไม่มีการเลือกปฏิบัติ บริษัทฯ จัดให้มีสถานที่ทำงานที่ปลอดภัยและถูกสุขลักษณะ ส่งเสริมคุณภาพชีวิต และดูแลสุขภาพกายและสุขภาพจิต ของพนักงาน

ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- คณะกรรมการบริษัท (BOD) ประกอบด้วยสมาชิก 10 คน โดยเป็นกรรมการอิสระ 4 คน ไม่มีกรรมการเป็นผู้หญิง และกรรมการ 2 คนมาจากตระกูลสุริยวานากุล ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัท
- GLOBAL มีนโยบายต่อต้านการทุจริตเป็นลายลักษณ์อักษร พร้อมแนวปฏิบัติที่ชัดเจนในการดำเนินธุรกิจสำหรับพนักงานทุกคน ห้ามมิให้ติดสินบนทุกประเภทแม้ในรูปแบบที่ไม่ใช่ทางตรง
- คณะกรรมการตรวจสอบและบริหารความเสี่ยงมีหน้าที่สอบทานความเหมาะสมและประสิทธิภาพของการบริหารความเสี่ยงเพื่อให้แน่ใจว่าการควบคุมภายในและการบริหารความเสี่ยงมีประสิทธิภาพเพียงพอ และรายงานต่อคณะกรรมการบริษัท
- บริษัทฯ มีช่องทางการแจ้งเบาะแสสำหรับพนักงานโดยไม่เปิดเผยตัวตน ระยะเวลาสอบสวนให้แล้วเสร็จภายในเจ็ดวันนับแต่วันที่มีการร้องเรียน

Sources: Company data, Thanachart

INCOME STATEMENT

We expect store expansion to be a key sales driver

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	35,270	32,301	34,649	37,737	40,935
Cost of sales	26,166	24,040	25,685	27,834	30,041
Gross profit	9,104	8,261	8,964	9,903	10,894
% gross margin	25.8%	25.6%	25.9%	26.2%	26.6%
Selling & administration expenses	5,352	5,524	5,925	6,378	6,836
Operating profit	3,753	2,737	3,039	3,525	4,058
% operating margin	10.6%	8.5%	8.8%	9.3%	9.9%
Depreciation & amortization	1,246	1,223	1,274	1,326	1,373
EBITDA	4,999	3,960	4,312	4,851	5,431
% EBITDA margin	14.2%	12.3%	12.4%	12.9%	13.3%
Non-operating income	709	713	765	833	904
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(193)	(282)	(267)	(230)	(211)
Pre-tax profit	4,269	3,168	3,537	4,129	4,751
Income tax	836	620	690	805	926
After-tax profit	3,433	2,548	2,847	3,323	3,825
% net margin	9.7%	7.9%	8.2%	8.8%	9.3%
Shares in affiliates' Earnings	120	130	143	157	171
Minority interests	(19)	(7)	(12)	(19)	(24)
Extraordinary items	(46)	0	0	0	0
NET PROFIT	3,487	2,671	2,978	3,462	3,972
Normalized profit	3,533	2,671	2,978	3,462	3,972
EPS (Bt)	0.7	0.5	0.6	0.7	0.8
Normalized EPS (Bt)	0.7	0.5	0.6	0.7	0.8

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
ASSETS:					
Current assets:	17,568	16,064	17,183	17,820	18,760
Cash & cash equivalent	1,189	1,149	1,456	1,534	1,589
Account receivables	631	757	949	1,034	1,122
Inventories	15,747	14,159	14,778	15,252	16,049
Others	0	0	0	0	0
Investments & loans	2,144	2,187	2,187	2,187	2,187
Net fixed assets	17,471	18,804	20,030	21,454	22,831
Other assets	1,965	2,002	2,060	2,136	2,215
Total assets	39,148	39,058	41,460	43,597	45,993
LIABILITIES:					
Current liabilities:	13,629	13,120	12,784	12,452	12,224
Account payables	2,311	3,043	2,815	3,050	3,292
Bank overdraft & ST loans	9,475	7,626	7,962	7,487	7,073
Current LT debt	1,512	2,195	1,706	1,604	1,516
Others current liabilities	331	256	301	310	343
Total LT debt	2,120	1,075	1,706	1,604	1,516
Others LT liabilities	1,307	1,315	1,372	1,389	1,407
Total liabilities	17,057	15,511	15,863	15,445	15,146
Minority interest	304	308	320	339	363
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	4,802	5,002	5,002	5,202	5,202
Share premium	4,739	4,739	4,739	4,739	4,739
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(43)	(40)	(40)	(40)	(40)
Retained earnings	12,290	13,538	15,576	17,911	20,582
Shareholders' equity	21,788	23,239	25,277	27,812	30,483
Liabilities & equity	39,148	39,058	41,460	43,597	45,993

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	4,269	3,168	3,537	4,129	4,751
Tax paid	(856)	(697)	(645)	(796)	(894)
Depreciation & amortization	1,246	1,223	1,274	1,326	1,373
Chg In working capital	249	2,196	(1,040)	(323)	(643)
Chg In other CA & CL / minorities	88	123	145	157	172
Cash flow from operations	4,997	6,013	3,269	4,493	4,759
Capex	(1,618)	(2,556)	(2,500)	(2,750)	(2,750)
Right of use	51	53	3	3	3
ST loans & investments	(0)	(0)	0	0	0
LT loans & investments	(537)	(43)	0	0	0
Adj for asset revaluation	(89)	3	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(72)	(76)	(3)	(62)	(64)
Cash flow from investments	(2,266)	(2,619)	(2,500)	(2,809)	(2,811)
Debt financing	(2,142)	(2,211)	478	(679)	(591)
Capital increase	200	200	0	200	0
Dividends paid	(1,173)	(1,223)	(940)	(1,127)	(1,301)
Warrants & other surplus	(199)	(200)	0	0	0
Cash flow from financing	(3,313)	(3,434)	(462)	(1,606)	(1,892)
Free cash flow	3,378	3,457	769	1,743	2,009

GLOBAL has continued to open new stores

VALUATION

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	24.4	32.3	29.1	25.1	21.9
Normalized PE - at target price (x)	27.8	36.8	33.1	28.5	24.9
PE (x)	24.7	32.3	29.1	25.1	21.9
PE - at target price (x)	28.1	36.8	33.1	28.5	24.9
EV/EBITDA (x)	19.6	24.3	22.4	19.8	17.6
EV/EBITDA - at target price (x)	22.0	27.3	25.1	22.2	19.8
P/BV (x)	4.0	3.7	3.4	3.1	2.8
P/BV - at target price (x)	4.5	4.2	3.9	3.6	3.2
P/CFO (x)	17.3	14.4	26.5	19.3	18.3
Price/sales (x)	2.4	2.6	2.4	2.2	2.0
Dividend yield (%)	1.4	1.0	1.2	1.4	1.6
FCF Yield (%)	3.9	4.0	0.9	2.0	2.3
(Bt)					
Normalized EPS	0.7	0.5	0.6	0.7	0.8
EPS	0.7	0.5	0.6	0.7	0.8
DPS	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
BV/share	4.2	4.5	4.9	5.3	5.9
CFO/share	1.0	1.2	0.6	0.9	0.9
FCF/share	0.7	0.7	0.1	0.3	0.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

Trading below its four-year average PE of 31x

FINANCIAL RATIOS

*We estimate double-digit
EPS growth to resume
from this year*

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Growth Rate					
Sales (%)	5.3	(8.4)	7.3	8.9	8.5
Net profit (%)	4.3	(23.4)	11.5	16.3	14.7
EPS (%)	4.0	(23.5)	11.2	16.0	14.6
Normalized profit (%)	5.7	(24.4)	11.5	16.3	14.7
Normalized EPS (%)	5.4	(24.5)	11.2	16.0	14.6
Dividend payout ratio (%)	33.6	31.4	35.0	35.0	35.0
Operating performance					
Gross margin (%)	25.8	25.6	25.9	26.2	26.6
Operating margin (%)	10.6	8.5	8.8	9.3	9.9
EBITDA margin (%)	14.2	12.3	12.4	12.9	13.3
Net margin (%)	9.7	7.9	8.2	8.8	9.3
D/E (incl. minor) (x)	0.6	0.5	0.4	0.4	0.3
Net D/E (incl. minor) (x)	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
Interest coverage - EBIT (x)	19.5	9.7	11.4	15.3	19.3
Interest coverage - EBITDA (x)	25.9	14.0	16.1	21.1	25.8
ROA - using norm profit (%)	9.0	6.8	7.4	8.1	8.9
ROE - using norm profit (%)	17.1	11.9	12.3	13.0	13.6
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	16.6	11.3	11.7	12.5	13.1
- asset turnover (x)	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9
- operating margin (%)	12.6	10.7	11.0	11.5	12.1
- leverage (x)	1.9	1.7	1.7	1.6	1.5
- interest burden (%)	95.7	91.8	93.0	94.7	95.8
- tax burden (%)	80.4	80.4	80.5	80.5	80.5
WACC (%)	6.9	6.9	6.9	7.3	7.3
ROIC (%)	9.1	6.5	7.4	8.1	8.8
NOPAT (Bt m)	3,018	2,201	2,446	2,838	3,267
invested capital (Bt m)	33,706	32,987	35,195	36,974	38,999

Sources: Company data, Thanachart estimates

BUY (Unchanged)

TP: Bt 15.00 (Unchanged)

2 APRIL 2024

Company Update

Upside : 41.5%

Home Product Center (HMPRO TB)

หุ้นเติบโตอย่างยั่งยืน



PHANNARAI TIYAPITTAYARUT

662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

HMPRO เป็นที่รู้จักกันดีในฐานะผู้ค้าปลีกอุปกรณ์ตกแต่งบ้านรายใหญ่ที่สุดและมีการเติบโตอย่างยั่งยืน ด้วยการเติบโตชะลอตัวลงจากฐานยอดขายขนาดใหญ่และเครือข่ายร้านค้าที่ใหญ่อยู่แล้ว HMPRO จึงถูก de-rated มาซื้อขายที่ 20 เท่า 2024F PE แล้ว เทียบกับ 30 เท่า ในปี 2015-19

คงคำแนะนำ "ซื้อ"

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มค้าปลีก "การขยายสาขา รูปแบบใหม่" วันที่ 2 เมษายน 2024 เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" HMPRO ราคาเป้าหมาย 15 บาท 1) HMPRO ประสบกับความท้าทายจากเศรษฐกิจที่ชะลอตัว ค่าไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้น และต้นทุนการขยายสาขาในปีที่แล้ว แต่มีกำไรสุทธิเติบโต 4% สู่ระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 6.4 พันลบ. ในปี 2023 2) ยอดขายสาขาเดิมที่ฟื้นตัวอย่างรวดเร็วทรงตัว YTD ขณะที่ผลการดำเนินงานมีความเชื่อมโยงกับการชะลอตัวของจีนและเศรษฐกิจโลก น้อยกว่าเมื่อเทียบกับคู่แข่ง 3) เราคาดว่ากำไรจะเติบโตต่อเนื่อง โดยคาดว่า EPS จะเติบโตเฉลี่ยที่ 11% ในปี 2024-26F และ 4) valuation ถูก de-rated ลงเหลือ 19.5 เท่า 2024F PE เทียบกับก่อนเกิดโควิดในช่วง 5 ปี ในปี 2015-19 ที่ 29.5 เท่า

ฟื้นตัวในช่วง YTD

ยอดขายสาขาเดิมของร้าน HomePro ดีขึ้นอย่างมาก q-q จาก -8% ใน 4Q23 เป็นทรงตัวใน 1Q24F ซึ่งดีกว่าบริษัทอื่นในกลุ่มฯ ซึ่งเน้นขายวัสดุก่อสร้างในตลาดต่างจังหวัด - บมจ. ดูโฮม (DOHOME "ซื้อ") ด้วยคาดว่ายอดขายสาขาเดิมอยู่ที่ -10% ใน 1Q24F และ บมจ. สยามโกลบอลเฮาส์ (GLOBAL "ซื้อ") ด้วยคาดว่ายอดขายสาขาเดิมอยู่ที่ -5% ใน 1Q24F HomePro เน้นขายของตกแต่ง และเจาะตลาดกรุงเทพฯ มากกว่า ซึ่งฝั่งโครงการโครงสร้างพื้นฐานภาครัฐน้อยกว่า อีกทั้งยังได้ประโยชน์จากแคมเปญทางภาษี Easy E-Receipt ซึ่งสร้างยอดขายเพิ่มขึ้น 200-300 ลบ. หรือ 1-2% ของยอดขาย 1Q23 ขณะที่ธุรกิจ Mega Home มียอดขายสาขาเดิมที่ -3% ใน 1Q24F

EPS เติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ 11%

HMPRO มีเครือข่ายร้านจำหน่ายอุปกรณ์ตกแต่งปรับปรุงบ้านที่ใหญ่ที่สุดประกอบด้วยสาขาในประเทศ 121 สาขา (27 สาขา คือ Mega Home) และ 7 สาขา ในมาเลเซีย ในปี 2023 ด้วยฐานยอดขายและร้านค้าที่มีขนาดใหญ่อยู่แล้ว เราคาดว่า EPS จะเติบโตในระดับปานกลางที่ 11% ต่อปี ในปี 2024-26F จากการขยายสาขาอย่างต่อเนื่อง โดยส่วนใหญ่เป็น Mega Home และอัตรากำไรขั้นต้นขยายตัวจากการมีสัดส่วนเฮาส์แบรนด์ที่สูงขึ้น (ปัจจุบันอยู่ที่ 21% สำหรับ HomePro และ Mega Home เป็นเป้าหมาย 25%) พร้อมด้วยผลประโยชน์จากขนาด

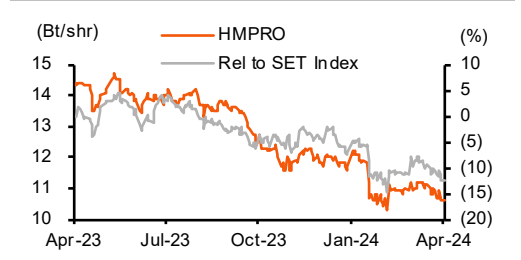
Valuation ถูก de-rated แล้ว

ณ ราคาปัจจุบัน HMPRO ซื้อขายที่ PE ที่ 19.5 เท่า ในปี 2024F ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยเกือบ 2STD ของค่าเฉลี่ย 5 ปีก่อนเกิดโควิดในช่วงปี 2015-19 ที่ 29.5 เท่า ซึ่งเป็นจุดเข้าซื้อที่น่าสนใจในมุมมองของเรา เนื่องจาก PE ที่ลดลงได้สะท้อนถึงแนวโน้มการเติบโตที่ชะลอลง PE ปี 2024F ของ HMPRO นั้นต่ำกว่าของ DOHOME ที่ 45 เท่า และ GLOBAL ที่ 29 เท่า

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	70,166	77,387	83,772	89,801
Net profit	6,442	7,146	7,864	8,763
Consensus NP	—	7,020	7,611	8,146
Diff frm cons (%)	—	1.8	3.3	7.6
Norm profit	6,442	7,146	7,864	8,763
Prev. Norm profit	—	7,146	7,864	8,763
Chg frm prev (%)	—	0.0	0.0	0.0
Norm EPS (Bt)	0.5	0.5	0.6	0.7
Norm EPS grw (%)	3.6	10.9	10.0	11.4
Norm PE (x)	21.6	19.5	17.7	15.9
EV/EBITDA (x)	12.6	11.3	10.4	9.5
P/BV (x)	5.5	5.3	4.9	4.6
Div yield (%)	3.8	4.1	4.5	5.0
ROE (%)	25.9	27.1	28.8	29.9
Net D/E (%)	44.5	36.9	36.8	33.5

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 1-Apr-24 (Bt)	10.60
Market Cap (US\$ m)	3,827.6
Listed Shares (m shares)	13,151.2
Free Float (%)	40.9
Avg Daily Turnover (US\$ m)	7.1
12M Price H/L (Bt)	14.70/10.30
Sector	Commerce
Major Shareholder	Land & Houses 30.23%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P74

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



Thanachart Securities

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	2035F	Terminal Value
EBITDA	12,960	14,106	15,496	16,858	18,130	19,464	20,787	21,900	23,070	24,267	25,380	26,539	
Free cash flow	5,944	6,083	7,498	10,339	11,876	12,961	15,528	16,416	17,352	18,807	19,692	21,111	322,258
PV of free cash flow	5,944	5,195	5,918	7,541	8,004	8,073	8,938	8,432	8,199	8,176	7,877	7,770	118,608
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	0.9												
WACC (%)	7.7												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value - add	208,674												
Net debt	11,374												
Minority interest	0												
Equity value	197,301												
# of shares (m)	13,151												
Equity value/share (Bt)	15.00												

Source: Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท โฮม โปรดักส์ เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน) (HMPRO) เป็นผู้ให้บริการค้าปลีกเกี่ยวกับบ้านในไทย ด้วยมีผลิตภัณฑ์ 50,000 SKUs สำหรับ HomePro และ 60,000-80,000 SKUs สำหรับ Mega Home และให้บริการครบวงจรจากออกแบบ ซ่อมแซม ติดตั้ง และปรับปรุง บริษัทฯ มีสาขา HomePro 89 สาขา ทั่วประเทศไทย และอีก 7 สาขาในมาเลเซีย มี 5 สาขา HomePro S และ Mega Home 27 สาขา ณ ปี 2023 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

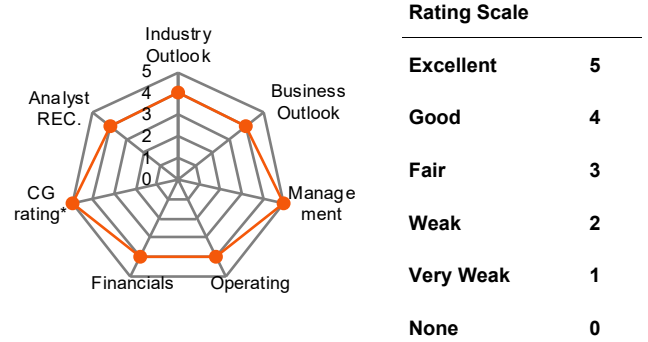
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	14.46	15.00	4%
Net profit 24F (Bt m)	7,020	7,146	2%
Net profit 25F (Bt m)	7,611	7,864	3%
Consensus REC	BUY: 25	HOLD: 2	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรปี 2024-25F ของเราใกล้เคียงกับของตลาด
- ราคาเป้าหมายของเราใกล้เคียงกับตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- มีอำนาจในการกำหนดราคาต่ำในผลิตภัณฑ์บางประเภท
- เป็นธุรกิจที่ต้องลงทุนสูง

T — Threat

- การแข่งขันที่รุนแรงสำหรับ Mega Home เนื่องจากคู่แข่งเร่งการเปิดสาขา
- เศรษฐกิจไทยที่อ่อนแอ

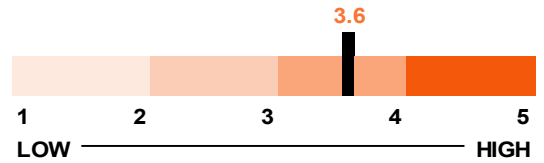
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

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

Source: Thanachart

HMPRO เป็นผู้นำร้านค้าปลีกอุปกรณ์ตกแต่งบ้านที่มีสาขา HomePro ขนาดใหญ่ 89 สาขา และ HomePro S 5 สาขาในประเทศไทย และ HomePro 7 สาขา ในมาเลเซีย นอกจากนี้ยังมีร้านวัสดุก่อสร้างในต่างจังหวัด 27 แห่ง ภายใต้ร้าน Mega Home เราให้คะแนน ESG ที่ 3.62 ซึ่งอยู่ในอันดับสูงสุดในกลุ่มฯ นี้ เนื่องจากบริษัทฯ ทุ่มเทให้กับปัญหา ESG อย่างมาก ด้วยมีแผนงานที่ชัดเจน

Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
HMPRO	YES	AA	YES	AA	67.10	65.09	79.00	37.0	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, 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

- 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 ทำทำได้ 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)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	66,811	70,166	77,387	83,772	89,801
Cost of sales	48,783	50,904	56,045	60,512	64,713
Gross profit	18,029	19,262	21,342	23,260	25,088
% gross margin	27.0%	27.5%	27.6%	27.8%	27.9%
Selling & administration expenses	12,519	13,401	14,815	16,098	17,019
Operating profit	8,088	8,516	9,449	10,327	11,462
% operating margin	12.1%	12.1%	12.2%	12.3%	12.8%
Depreciation & amortization	3,156	3,431	3,792	4,060	4,316
EBITDA	11,244	11,948	13,242	14,388	15,778
% EBITDA margin	16.8%	17.0%	17.1%	17.2%	17.6%
Non-operating income	2,595	2,684	2,950	3,192	3,422
Non-operating expenses	(0)	(2)	0	0	0
Interest expense	(445)	(567)	(600)	(585)	(606)
Pre-tax profit	7,660	7,975	8,877	9,769	10,885
Income tax	1,441	1,533	1,731	1,905	2,123
After-tax profit	6,219	6,442	7,146	7,864	8,763
% net margin	9.3%	9.2%	9.2%	9.4%	9.8%
Shares in affiliates' Earnings	(2)	(1)	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	6,217	6,442	7,146	7,864	8,763
Normalized profit	6,217	6,442	7,146	7,864	8,763
EPS (Bt)	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7
Normalized EPS (Bt)	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7

We estimate an 11% EPS CAGR in 2024-26F with a larger Mega Home contribution

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
ASSETS:					
Current assets:	21,430	22,659	23,353	25,283	26,882
Cash & cash equivalent	5,420	6,429	5,500	6,000	6,500
Account receivables	2,069	2,115	2,332	2,525	2,460
Inventories	13,630	13,965	15,355	16,579	17,730
Others	311	150	166	179	192
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	29,469	31,179	33,668	35,889	37,855
Other assets	14,286	15,210	15,577	15,830	16,054
Total assets	65,185	69,048	72,597	77,002	80,791
LIABILITIES:					
Current liabilities:	24,485	23,579	26,291	28,239	29,872
Account payables	15,812	15,225	17,658	19,066	20,389
Bank overdraft & ST loans	1,074	2,040	1,525	1,639	1,667
Current LT debt	5,174	4,020	4,117	4,426	4,500
Others current liabilities	2,425	2,295	2,991	3,109	3,317
Total LT debt	9,056	11,743	9,607	10,326	10,500
Others LT liabilities	7,398	8,167	10,305	10,183	10,053
Total liabilities	40,939	43,489	46,203	48,748	50,425
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	(25)	(25)	(25)	(25)	(25)
Retained earnings	10,473	11,786	12,621	14,481	16,593
Shareholders' equity	24,246	25,559	26,394	28,254	30,366
Liabilities & equity	65,185	69,048	72,597	77,002	80,791

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	7,660	7,975	8,877	9,769	10,885
Tax paid	(1,277)	(1,592)	(1,624)	(1,878)	(2,059)
Depreciation & amortization	3,156	3,431	3,792	4,060	4,316
Chg In working capital	387	(968)	826	(9)	237
Chg In other CA & CL / minorities	(176)	(6)	433	(61)	(11)
Cash flow from operations	9,750	8,840	12,305	11,882	13,368
Capex	(5,041)	(5,142)	(6,000)	(6,000)	(6,000)
Right of use	(1,788)	(906)	(45)	(2)	(2)
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	869	846	1,675	(518)	(491)
Cash flow from investments	(5,960)	(5,202)	(4,370)	(6,520)	(6,493)
Debt financing	1,946	2,499	(2,553)	1,142	276
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(4,866)	(5,129)	(5,489)	(6,004)	(6,651)
Warrants & other surplus	69	0	(822)	0	0
Cash flow from financing	(2,851)	(2,630)	(8,864)	(4,862)	(6,375)
Free cash flow	4,709	3,698	6,305	5,882	7,368

Rising capex to fund HomePro and Mega Home stores

VALUATION

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	22.4	21.6	19.5	17.7	15.9
Normalized PE - at target price (x)	31.7	30.6	27.6	25.1	22.5
PE (x)	22.4	21.6	19.5	17.7	15.9
PE - at target price (x)	31.7	30.6	27.6	25.1	22.5
EV/EBITDA (x)	13.3	12.6	11.3	10.4	9.5
EV/EBITDA - at target price (x)	18.4	17.5	15.6	14.4	13.1
P/BV (x)	5.7	5.5	5.3	4.9	4.6
P/BV - at target price (x)	8.1	7.7	7.5	7.0	6.5
P/CFO (x)	14.3	15.8	11.3	11.7	10.4
Price/sales (x)	2.1	2.0	1.8	1.7	1.6
Dividend yield (%)	3.6	3.8	4.1	4.5	5.0
FCF Yield (%)	3.4	2.7	4.5	4.2	5.3
(Bt)					
Normalized EPS	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7
EPS	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7
DPS	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
BV/share	1.8	1.9	2.0	2.1	2.3
CFO/share	0.7	0.7	0.9	0.9	1.0
FCF/share	0.4	0.3	0.5	0.4	0.6

Sources: Company data, Thanachart estimates

De-rated PE vs its 30x pre-COVID level in 2015-19

FINANCIAL RATIOS

	FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Growth Rate						
<i>Sustainable earnings growth with record profits continuing</i>	Sales (%)	8.1	5.0	10.3	8.3	7.2
	Net profit (%)	14.3	3.6	10.9	10.0	11.4
	EPS (%)	14.3	3.6	10.9	10.0	11.4
	Normalized profit (%)	14.3	3.6	10.9	10.0	11.4
	Normalized EPS (%)	14.3	3.6	10.9	10.0	11.4
	Dividend payout ratio (%)	80.4	81.7	80.0	80.0	80.0
Operating performance						
	Gross margin (%)	27.0	27.5	27.6	27.8	27.9
	Operating margin (%)	12.1	12.1	12.2	12.3	12.8
	EBITDA margin (%)	16.8	17.0	17.1	17.2	17.6
	Net margin (%)	9.3	9.2	9.2	9.4	9.8
	D/E (incl. minor) (x)	0.6	0.7	0.6	0.6	0.5
	Net D/E (incl. minor) (x)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
	Interest coverage - EBIT (x)	18.2	15.0	15.8	17.6	18.9
	Interest coverage - EBITDA (x)	25.3	21.1	22.1	24.6	26.0
	ROA - using norm profit (%)	10.0	9.6	9.8	10.5	11.1
	ROE - using norm profit (%)	26.4	25.9	27.1	28.8	29.9
DuPont						
<i>A high ROE business</i>	ROE - using after tax profit (%)	26.4	25.9	27.1	28.8	29.9
	- asset turnover (x)	1.1	1.0	1.1	1.1	1.1
	- operating margin (%)	12.1	12.2	12.2	12.4	12.8
	- leverage (x)	2.6	2.7	2.8	2.7	2.7
	- interest burden (%)	94.5	93.4	93.7	94.3	94.7
	- tax burden (%)	81.2	80.8	80.5	80.5	80.5
	WACC (%)	7.7	7.7	7.7	8.2	8.2
	ROIC (%)	20.7	20.2	20.6	23.0	23.9
	NOPAT (Bt m)	6,566	6,880	7,607	8,313	9,227
	invested capital (Bt m)	34,129	36,932	36,143	38,645	40,533

Sources: Company data, Thanachart estimates

BUY (Unchanged)

TP: Bt 15.00

(Unchanged)

Change in Numbers

Upside : 16.3%

2 APRIL 2024

MC GROUP Pcl (MC TB)

ให้ปันผลที่สูง

แม้กำไรจะฟื้นตัวเต็มที่ในปี FY23 ด้วยมีกำไรมากกว่าในปี FY19 แล้ว แต่เราคาดว่าจะยังคงเติบโตอีก โดย EPS คาดว่าจะเติบโตเฉลี่ยที่ 16% ในปี FY24-26F จากการขยายสาขาอย่างต่อเนื่อง ซึ่งส่วนใหญ่เป็น Mc Outlets ยอดขายออนไลน์ที่เพิ่มขึ้นจาก TikTok และผลิตภัณฑ์ใหม่ที่ไม่ใช่เดนิม MC ยังให้อัตรากำไรผลตอบแทนปันผลสูงถึง 7-8% ในปี FY24-25F



PHANNARAI TIYAPITTAYARUT

662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

ปรับประมาณการกำไร

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มค่าปลีก “การขยายสาขารูปแบบใหม่” วันที่ 2 เมษายน 2024 เราปรับลดกำไรของ MC ลง 1/3/3% ในปี FY24-26F จากการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมที่ลดลงเป็น 3.8/3.0% ในปี FY24-25F (จากเดิมที่ 5% ต่อปี) เพื่อสะท้อนถึงการบริโภคที่อ่อนแอและนโยบายในการทำแคมเปญส่งเสริมการขายน้อยลง เนื่องจากสินค้าคงคลังที่เก็บไว้นานเหลือ 10-15% ของทั้งหมด ราคาเป้าหมายปีฐาน 2024F ยังคงไม่เปลี่ยนแปลงที่ 15 บาท/หุ้น เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” MC เนื่องจากเรามองว่าเป็นหุ้นค่าปลีกที่มีราคาถูกที่สุด โดยซื้อขายที่ 14/12 เท่า FY24-25F PE โดยมี EPS เติบโตเฉลี่ยที่ 16% ในปี FY24-26F และให้อัตรากำไรผลตอบแทนปันผลที่สูงที่ 6.9/8.3% ในปี FY24- 25F

ขยาย Mc Outlet ต่อเนื่อง

Mc Outlets ประสบความสำเร็จนับตั้งแต่เปิดตัวในปี 2021 โดยมียอดขาย/ร้านค้าเพิ่มขึ้น 2-3 เท่า เทียบกับร้าน mcmc รูปแบบเก่าในสถานีบริการน้ำมัน PTT ณ 2QFY24 (สิ้นสุดเดือนธันวาคม 2023) มี Mc Outlets 126 แห่ง หรือ 22% ของจุดขายในประเทศทั้งหมด 561 แห่ง และยังมีพื้นที่เปิดสาขา Mc Outlets อีกมากเพื่อให้มีสาขาบรรลุเป้าหมายเบื้องต้นที่ 200 สาขา หรือ 10% ของสถานีบริการน้ำมัน PTT ทั่วประเทศ แต่ต้องจัดทำเลที่ตีมากขึ้น เราสมมติให้มีการเปิดสาขาทั้งหมด 40/40/8 ในปี FY24-26F ซึ่งส่วนใหญ่เป็น Mc Outlets

มีสินค้าที่ไม่ใช่เดนิมที่มีอัตรากำไรสูงมากขึ้น

แม้จะเป็นผู้ค้าปลีกเครื่องแต่งกายที่ 45% ของยอดขายมาจากยีนส์ในช่วงก่อนเกิดโควิด แต่ยอดขายสาขาเดิมของ MC ในปี FY23 ก็ฟื้นตัวขึ้น และสูงกว่าระดับก่อนเกิดโควิด 4% เนื่องจากการเปิดตัวร้านรูปแบบใหม่ Mc Outlet และการเปิดตัวสินค้าที่ไม่ใช่เดนิมมากขึ้น เช่น เสื้อยืด เสื้อมีฮู้ด รองเท้าแตะ และลำลองชุดชั้นใน ปัจจุบันสัดส่วนยอดขายที่ไม่ใช่เดนิมเพิ่มขึ้นเป็น 60% ยอดขายที่ไม่ใช่เดนิมที่เพิ่มขึ้นยังได้แรงหนุนจากการขายผ่านช่องทาง TikTok ที่เปิดตัวในเดือนม.ค. 2023 และหนุนยอดขายออนไลน์ใน 1HFY24 ให้เติบโต 50% y-y เป็น 10.5% ของยอดขายทั้งหมด ซึ่งได้ขยายฐานลูกค้าไปยังกลุ่มเป้าหมายใหม่ และกลุ่มคนรุ่นใหม่ อัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้นจาก 59.5% ในปี FY19 เป็น 64.8% ในปี FY23 และเราคาดว่าจะเพิ่มขึ้นเล็กน้อยเป็น 64.9/65.2% ในปี FY26-27F

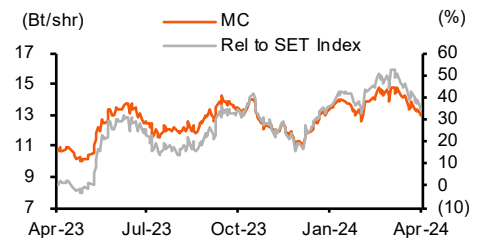
EPS เติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ 16%

ด้วยได้แรงหนุนจากยอดขายที่ฟื้นตัวอย่างรวดเร็วจนถึงระดับก่อนเกิดโควิด การขยายสาขาเชิงรุก (ส่วนใหญ่เป็น MC Outlet ที่มีต้นทุนค่าเช่าต่ำ) และการผลิตภัณฑ์ที่หลากหลายด้วยมีสินค้าที่ไม่ใช่เดนิมและสินค้าที่ไม่ใช่เครื่องแต่งกายที่มีอัตรากำไรขั้นต้นที่สูงมากขึ้น เราจึงคาดว่า EPS จะเติบโตเฉลี่ยที่ 16% ในปี FY24-26F เนื่องจากไม่มีหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย จึงหนุนให้มีการจ่ายเงินเกือบ 100% เราคาดว่าเงินปันผลต่อหุ้นอยู่ที่ 0.89/1.07 บาท ในปี FY24-25F หรือให้อัตรากำไรผลตอบแทนปันผลที่ 6.9-8.3%

COMPANY VALUATION

Y/E Jun (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	3,670	4,113	4,582	5,021
Net profit	644	730	865	1,005
Consensus NP	—	708	794	851
Diff frm cons (%)	—	3.2	9.0	18.1
Norm profit	644	730	865	1,005
Prev. Norm profit	—	741	895	1,038
Chg frm prev (%)	—	(1.4)	(3.4)	(3.2)
Norm EPS (Bt)	0.8	0.9	1.1	1.3
Norm EPS grw (%)	32.5	13.5	18.4	16.1
Norm PE (x)	15.9	14.0	11.8	10.2
EV/EBITDA (x)	7.2	7.3	6.5	5.8
P/BV (x)	2.7	2.7	2.6	2.6
Div yield (%)	6.3	6.9	8.3	9.8
ROE (%)	17.4	19.5	22.6	25.7
Net D/E (%)	(46.4)	(42.9)	(44.1)	(45.7)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 1-Apr-24 (Bt)	12.90
Market Cap (US\$ m)	280.5
Listed Shares (m shares)	792.0
Free Float (%)	51.7
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.9
12M Price H/L (Bt)	14.70/9.95
Sector	Commerce
Major Shareholder	Miss Sunee Seripanu 43.82%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P81

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไม่เข้าข่าย วัตถุประสงค์เปลี่ยนแปลง 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	FY35F	Terminal value
EBITDA	992	1,158	1,328	1,446	1,596	1,719	1,874	2,040	2,177	2,322	2,476	2,639	
Free cash flow	594	907	1,056	1,110	1,235	1,332	1,457	1,590	1,700	1,463	1,590	1,725	15,108
PV of free cash flow	594	709	729	677	666	635	614	571	537	407	389	371	3,253
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	1.3												
WACC (%)	12.6												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value	10,152												
Net debt (end-FY23)	(1,727)												
Minority interest	2												
Equity value	11,876												
# of shares (m)	792												
Equity value / share (Bt)	15.00												

Sources: Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

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

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

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

O — Opportunity

- มีโอกาสที่จะจับตลาดที่มีอัตราการเติบโตสูงในอาเซียน
- เจาะตลาด lifestyle
- ขยายสายผลิตภัณฑ์ และกลุ่มลูกค้า
- ผู้ประกอบการขนาดเล็กออกจากตลาด

CONSENSUS COMPARISON

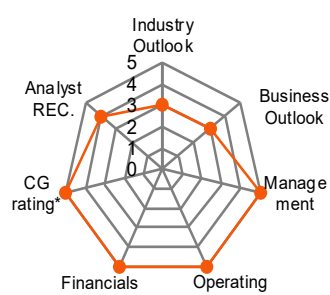
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	15.90	15.00	-6%
Net profit 24F (Bt m)	708	730	3%
Net profit 25F (Bt m)	794	865	9%
Consensus REC	BUY: 6	HOLD: 0	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรสุทธิปี FY24-25F ของเราสูงกว่าตลาด 3-9% เนื่องจากสมมติฐานสาขาใหม่ และอัตรากำไรสุทธิของเราที่สูงขึ้น หนุนโดยความสำเร็จของ Mc Outlet และสินค้าที่ไม่ใช่เดนิม
- ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าของตลาด เนื่องจากเราสมมติให้การขยายชะลอตัวลงจากปี FY26F

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG Rating

Rating Scale

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

W — Weakness

- MC มีสต็อกสินค้าและจำนวนวันที่สินค้าคงคลังที่รับเข้ามาสูง แต่มีแนวโน้มลดลง
- ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่สูง ส่วนใหญ่เป็นค่าบุคลากรและค่าเช่าซึ่งคิดเป็น 70% ของค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารทั้งหมด

T — Threat

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

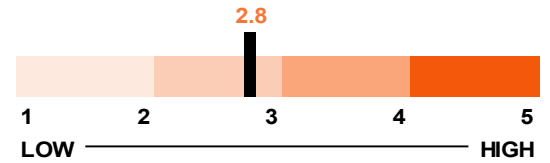
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

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

Source: Thanachart

MC เป็นผู้ผลิตและผู้ค้าปลีกผลิตภัณฑ์ Mc Jeans และเครื่องแต่งกาย มีโรงงาน 1 แห่ง และร้านค้าปลีก และจุดขายในประเทศไทย 561 แห่ง และร้านค้าในต่างประเทศ 9 แห่ง เราให้คะแนน ESG สำหรับ MC ที่ 2.8 ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มค้าปลีก ซึ่งสะท้อนถึงความมุ่งมั่นของ MC ในการอนุรักษ์สิ่งแวดล้อม แต่ขาดเป้าหมายที่เป็นรูปธรรมใน ESG โดยรวม

Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG Index	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
MC	YES	AA	-	-	-	-	18.00	-	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, 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 เนื่องจากการผลิตกางเกงยีนส์และเครื่องแต่งกายไม่ใช่การผลิตเส้นใยต้นน้ำที่ต้องใช้สารเคมีเป็นจำนวนมาก
- MC อ้างว่าบริษัท ใส่ใจสิ่งแวดล้อมในทุกขั้นตอนตั้งแต่การจัดหาวัตถุดิบที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม การลดและการจัดการของเสียจากการผลิต การลดการใช้พลังงาน การจัดการของเสียจนถึงการใช้เชื้อเพลิงและการนำวัสดุ/ของเหลือกลับมาใช้ใหม่ MC มีระบบบำบัดน้ำเสียและตรวจสอบน้ำดื่มให้ได้มาตรฐาน
- MC มีมาตรการและติดตามคุณภาพสิ่งแวดล้อมของโรงงานและสภาพแวดล้อมในที่ทำงาน เช่น คุณภาพอากาศในที่ทำงาน (รวมถึงอนุภาคแขวนลอยทั้งหมดและอนุภาคฝุ่นน้อยกว่า 10 ไมครอน) มลพิษทางเสียง ความสว่าง และอุณหภูมิในที่ทำงาน ทั้งหมดต้องผ่านข้อกำหนดมาตรฐานตามกฎหมาย

ด้านสังคม (SOCIAL)

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- 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 การจัดหาและจัดซื้อจัดจ้างที่เป็นธรรม โดยไม่มีอุปสรรคทางการค้าหรือจำกัดการแข่งขัน ดำเนินการตามการแข่งขันทางธุรกิจอย่างเป็นธรรม สัญญาจรรยาบรรณ และคำมั่นสัญญาที่มอบให้กับลูกค้าโดยคำนึงถึงผลประโยชน์ร่วมกัน
- MC ได้คิดค้นเครื่องแต่งกายและเครื่องแต่งกายเพื่อตอบสนองความต้องการของผู้บริโภคทุกเพศ ทุกวัย และทุกไลฟ์สไตล์ รวมทั้งนวัตกรรมด้านเชื้อแบคทีเรียและกันน้ำ

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Jun (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	2,923	3,670	4,113	4,582	5,021
Cost of sales	1,031	1,291	1,468	1,622	1,763
Gross profit	1,892	2,379	2,645	2,960	3,259
% gross margin	64.7%	64.8%	64.3%	64.6%	64.9%
Selling & administration expenses	1,306	1,587	1,747	1,902	2,036
Operating profit	586	792	898	1,058	1,223
% operating margin	20.0%	21.6%	21.8%	23.1%	24.4%
Depreciation & amortization	378	387	283	254	223
EBITDA	964	1,179	1,180	1,313	1,446
% EBITDA margin	33.0%	32.1%	28.7%	28.6%	28.8%
Non-operating income	26	27	40	46	52
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(20)	(20)	(24)	(23)	(20)
Pre-tax profit	592	799	913	1,081	1,256
Income tax	107	153	183	216	251
After-tax profit	485	646	730	865	1,005
% net margin	16.6%	17.6%	17.8%	18.9%	20.0%
Shares in affiliates' Earnings	(1)	(2)	0	0	0
Minority interests	1	0	0	0	0
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	486	644	730	865	1,005
Normalized profit	486	644	730	865	1,005
EPS (Bt)	0.6	0.8	0.9	1.1	1.3
Normalized EPS (Bt)	0.6	0.8	0.9	1.1	1.3

A 16% EPS CAGR in FY24-26F

BALANCE SHEET

FY ending Jun (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
ASSETS:					
Current assets:	3,406	3,231	3,147	3,202	3,341
Cash & cash equivalent	1,995	1,727	1,612	1,680	1,781
Account receivables	203	203	282	314	344
Inventories	1,200	1,294	1,247	1,200	1,207
Others	7	7	7	8	9
Investments & loans	21	18	18	18	18
Net fixed assets	359	697	728	752	709
Other assets	1,276	1,425	1,334	1,279	1,257
Total assets	5,062	5,371	5,227	5,252	5,325
LIABILITIES:					
Current liabilities:	734	855	753	754	787
Account payables	300	417	322	356	386
Bank overdraft & ST loans	0	0	(9)	(23)	(22)
Current LT debt	0	0	(0)	(0)	(0)
Others current liabilities	434	438	441	422	423
Total LT debt	0	0	(0)	(0)	(0)
Others LT liabilities	653	795	696	631	590
Total liabilities	1,387	1,650	1,449	1,385	1,377
Minority interest	10	2	2	2	2
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	396	396	396	396	396
Share premium	2,825	2,825	2,825	2,825	2,825
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	25	13	13	13	13
Retained earnings	419	485	542	630	711
Shareholders' equity	3,665	3,719	3,776	3,865	3,946
Liabilities & equity	5,062	5,371	5,227	5,252	5,325

Inventory is well under control, on our forecasts

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Jun (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	592	799	913	1,081	1,256
Tax paid	(71)	(137)	(180)	(208)	(246)
Depreciation & amortization	378	387	283	254	223
Chg In working capital	67	23	(126)	49	(7)
Chg In other CA & CL / minorities	(19)	(2)	(3)	(28)	(5)
Cash flow from operations	947	1,070	886	1,149	1,221
Capex	(89)	(420)	(125)	(125)	(61)
Right of use	(36)	(422)	(42)	(42)	(42)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	4	2	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(283)	91	(151)	(123)	(95)
Cash flow from investments	(403)	(749)	(318)	(290)	(198)
Debt financing	0	0	(10)	(14)	1
Capital increase	(4)	0	0	0	0
Dividends paid	(412)	(582)	(674)	(776)	(923)
Warrants & other surplus	3	(7)	0	0	0
Cash flow from financing	(412)	(590)	(683)	(790)	(922)
Free cash flow	858	649	761	1,024	1,160

VALUATION

FY ending Jun	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	21.0	15.9	14.0	11.8	10.2
Normalized PE - at target price (x)	24.5	18.5	16.3	13.7	11.8
PE (x)	21.0	15.9	14.0	11.8	10.2
PE - at target price (x)	24.5	18.5	16.3	13.7	11.8
EV/EBITDA (x)	8.5	7.2	7.3	6.5	5.8
EV/EBITDA - at target price (x)	10.3	8.6	8.7	7.8	7.0
P/BV (x)	2.8	2.7	2.7	2.6	2.6
P/BV - at target price (x)	3.2	3.2	3.1	3.1	3.0
P/CFO (x)	10.8	9.6	11.5	8.9	8.4
Price/sales (x)	3.5	2.8	2.5	2.2	2.0
Dividend yield (%)	4.7	6.3	6.9	8.3	9.8
FCF Yield (%)	8.4	6.4	7.5	10.0	11.4
(Bt)					
Normalized EPS	0.6	0.8	0.9	1.1	1.3
EPS	0.6	0.8	0.9	1.1	1.3
DPS	0.6	0.8	0.9	1.1	1.3
BV/share	4.6	4.7	4.8	4.9	5.0
CFO/share	1.2	1.4	1.1	1.5	1.5
FCF/share	1.1	0.8	1.0	1.3	1.5

*High dividend yields,
based on our estimates*

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Jun	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Growth Rate					
Sales (%)	(9.2)	25.6	12.1	11.4	9.6
Net profit (%)	9.0	32.5	13.5	18.4	16.1
EPS (%)	9.0	32.5	13.5	18.4	16.1
Normalized profit (%)	9.0	32.5	13.5	18.4	16.1
Normalized EPS (%)	9.0	32.5	13.5	18.4	16.1
Dividend payout ratio (%)	98.8	99.7	96.6	97.9	99.6
Operating performance					
Gross margin (%)	64.7	64.8	64.3	64.6	64.9
Operating margin (%)	20.0	21.6	21.8	23.1	24.4
EBITDA margin (%)	33.0	32.1	28.7	28.6	28.8
Net margin (%)	16.6	17.6	17.8	18.9	20.0
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)	(0.4)	(0.4)	(0.5)
Interest coverage - EBIT (x)	28.6	39.6	36.9	46.7	62.2
Interest coverage - EBITDA (x)	47.1	58.9	48.5	57.9	73.6
ROA - using norm profit (%)	9.5	12.3	13.8	16.5	19.0
ROE - using norm profit (%)	13.4	17.4	19.5	22.6	25.7
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	13.4	17.5	19.5	22.6	25.7
- asset turnover (x)	0.6	0.7	0.8	0.9	0.9
- operating margin (%)	20.9	22.3	22.8	24.1	25.4
- leverage (x)	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
- interest burden (%)	96.7	97.6	97.4	97.9	98.5
- tax burden (%)	82.0	80.9	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	12.6	12.6	12.6	13.1	13.1
ROIC (%)	27.8	38.4	36.1	39.3	45.3
NOPAT (Bt m)	480	640	718	847	979
invested capital (Bt m)	1,669	1,992	2,155	2,161	2,143

Sources: Company data, Thanachart estimates

BUY (Unchanged)

TP: Bt 70.00 (Unchanged)

2 APRIL 2024

Company Update

Upside : 26.7%

Moshi Moshi Retail Corp. (MOSHI TB)

จับตลาดใหม่

เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” MOSHI ด้วยเป็นหุ้นที่มีคุณภาพสูงที่อยู่ในช่วงต้นของการเติบโต ขณะที่ร้านค้าปลีกแนวไลฟ์สไตล์ดั้งเดิมยังคงอยู่ในโหมดขยายตัว MOSHI กำลังเพิ่มร้านค้ารูปแบบใหม่เพื่อจับตลาดกลุ่มใหม่ เราคาดว่า EPS จะเติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ 35%



PHANNARAI TIYAPITTAYARUT

662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

อยู่ในช่วงต้นของการเติบโต

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มค้าปลีก - “การขยายสาขา รูปแบบใหม่” วันที่ 2 เมษายน 2024 เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” MOSHI ด้วยเป็นหุ้นที่อยู่ในช่วงต้นของการเติบโต ให้ราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2024F) ที่ 70 บาท เนื่องจาก 1) มีผู้เล่นรายใหญ่ในอุตสาหกรรมค้าปลีกไลฟ์สไตล์ที่จำกัด และ MOSHI ซึ่งเป็นผู้นำอยู่แล้ว ยังคงมีร้านสาขาเพียง 131 แห่ง เราเห็นโอกาสในการเติบโตอีกมาก 2) ขณะที่ยังคงขยายร้านหลัก 'Moshi' ในศูนย์การค้าและไฮเปอร์มาร์เก็ตอย่างต่อเนื่อง MOSHI ก็กำลังขยายไปสู่ร้านรูปแบบใหม่ เช่น Garlic และ Moshi แบบสแตนด์อโลน เพื่อขยายกลุ่มผลิตภัณฑ์และความต้องการ 3) เราคาดว่ากำไรของยอดขายและการขยายตัวของอัตรากำไรจะช่วยผลักดัน ROE เป็น 33.2% ในปี 2026F จาก 22.4% ในปี 2023 และ 4) ด้วย EPS ที่มีแนวโน้มเติบโตที่ 32/39/35% ในปี 2024-26F โดยมี ROE สูงและเพิ่มขึ้น เราจึงมองว่าการซื้อขายที่ PE ของ MOSHI ที่ 34/25 เท่า ในปี 2024-25F นั้นไม่แพง

รูปแบบใหม่: ร้าน Garlic และร้านรูปแบบสแตนด์อโลน

ร้าน Moshi หลักของ MOSHI จำหน่ายผลิตภัณฑ์ไลฟ์สไตล์ รวมถึงของขวัญและเครื่องเขียน ในปีที่แล้ว บริษัทฯ ได้เปิดตัวร้าน Garlic เพื่อจับกลุ่มผลิตภัณฑ์พรีเมียมมากขึ้น รวมถึงสินค้าตกแต่งบ้าน ผลิตภัณฑ์ในร้าน Garlic 80% เป็นสินค้านำเข้า มีอัตรากำไรขั้นต้นที่ 60% เทียบกับร้านค้าปลีก Moshi ที่ 57% บริษัทฯ ได้เปิดร้าน Garlic 3 แห่ง ในปีที่แล้ว และมีแผนจะเปิดอีก 4 แห่งในปีนี้ MOSHI กำลังขยายไปสู่รูปแบบร้านค้าอื่นๆ ด้วย - Moshi สแตนด์อโลน เพื่อจับความต้องการในโรงเรียนและมหาวิทยาลัย บริษัทฯ เปิดสาขาเมื่อเดือนกุมภาพันธ์นี้ที่จังหวัดเชียงใหม่ ใกล้มหาวิทยาลัยแม่ฟ้าหลวง ร้านแบบสแตนด์อโลนมียอดขายต่อตร.ม.ที่สูงกว่า และมีอัตรากำไรขั้นต้นใกล้เคียงกับร้าน Moshi ในศูนย์การค้า

คาด EPS เติบโตเฉลี่ยที่ 35% ในปี 2024-26F

เราคาดว่า EPS จะเติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ 35% ในปี 2024-26F โดยมีแรงหนุนหลักมาจากการขยายสาขาและอัตรากำไรที่เพิ่มขึ้น เราคาดว่า MOSHI จะเพิ่มสาขาใหม่ทั้งสามรูปแบบ - ร้านค้าปลีก Moshi ร้าน Moshi แบบสแตนด์อโลน และร้าน Garlic ที่ 31/36/36 สาขา ในปี 2024-26F จาก 131 แห่ง ณ สิ้นปี 2023 นอกจากนี้เรายังคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะเพิ่มขึ้นจาก 53.4% ในปี 2023 เป็น 56.4% ในปี 2026F เนื่องจากสัดส่วนผลิตภัณฑ์นำเข้าที่เพิ่มขึ้น และการขยายประเภทผลิตภัณฑ์ใหม่ รวมถึงตัวการที่หนุนที่ได้รับความนิยมใหม่และความร่วมมือด้านผลิตภัณฑ์ใหม่

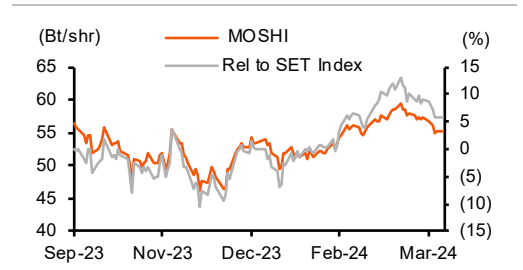
ROE ขยายตัว

เราคาดว่า ROE ของ MOSHI จะเพิ่มขึ้นจาก 22.4% ในปี 2023 เป็น 33.2% ในปี 2026F โดยได้แรงหนุนจากประโยชน์จากขนาด และอัตรากำไรขั้นต้นที่สูงขึ้น ปัจจัยหนุนคือ 1) การเพิ่มขึ้นของสัดส่วนผลิตภัณฑ์นำเข้าที่มีอัตรากำไรสูงเป็น 62% ในปี 2026F จาก 57% ในปีที่แล้ว 2) อัตรากำไรที่สูงขึ้นจากการเข้าซื้อร้านขายส่งใหม่ - OK Station ด้วยการปรับสัดส่วนผลิตภัณฑ์นำเข้าใหม่ให้มากขึ้น และ 3) สัดส่วนยอดขายจากร้าน Garlic เพิ่มขึ้น (จาก 0.2% ของยอดขายในปี 2023 เป็น 3.1% ในปี 2026F) ซึ่งมีอัตรากำไรขั้นต้นที่สูงกว่าร้าน Moshi ปกติ

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	2,530	3,024	3,751	4,619
Net profit	402	530	738	995
Consensus NP	—	513	661	908
Diff frm cons (%)	—	3.2	11.7	9.6
Norm profit	402	530	738	995
Prev. Norm profit	—	530	738	995
Chg frm prev (%)	—	0.0	0.0	0.0
Norm EPS (Bt)	1.2	1.6	2.2	3.0
Norm EPS grw (%)	28.3	31.9	39.4	34.7
Norm PE (x)	45.4	34.4	24.7	18.3
EV/EBITDA (x)	21.8	17.8	13.7	10.6
P/BV (x)	9.2	8.0	6.7	5.6
Div yield (%)	1.1	1.4	2.0	2.7
ROE (%)	22.4	23.2	29.6	33.2
Net D/E (%)	(4.8)	(7.7)	(14.6)	(24.3)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 1-Apr-24 (Bt)	55.25
Market Cap (US\$ m)	500.6
Listed Shares (m shares)	330.0
Free Float (%)	47.2
Avg Daily Turnover (US\$ m)	1.2
12M Price H/L (Bt)	60.00/39.25
Sector	Commerce
Major Shareholder	Boonsongkor Family 57.2%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P88

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไม่เข้าข่าย 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	2035F	Terminal Value
EBITDA	782	1,051	1,380	1,718	2,098	2,519	2,987	3,508	4,085	4,725	5,432	6,212	
Free cash flow	432	642	896	1,181	1,481	1,812	2,182	2,594	3,051	3,557	4,117	4,735	47,928
PV of free cash flow	432	516	645	762	856	939	1,013	1,042	1,093	1,137	1,174	1,205	12,195
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	1.1												
WACC (%)	11.1												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value - add	23,008												
Net debt	(95)												
Minority interest	0												
Equity value	23,103												
# of shares (m)	330												
Equity value/share (Bt)	70												

Source: Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บมจ. โมชิ โมชิ รีเทล คอร์ปอเรชั่น (MOSHI) ดำเนินธุรกิจร้านค้าปลีกที่ตอบสนองต่อลักษณะการใช้ชีวิตประจำวันของผู้บริโภคแต่ละกลุ่ม (สินค้าไลฟ์สไตล์ (Lifestyle)) ภายใต้ชื่อทางการค้า “Moshi Moshi” หลังจากเปิดสาขาแรกในปี 2016 ปัจจุบันเป็นผู้นำตลาดด้วยส่วนแบ่งตลาดยอดขาย 40.0% ในปี 2022 ณ 4Q23 มีสาขา 131 แห่ง และมี SKUs สินค้ามากกว่า 22,000 รายการ

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

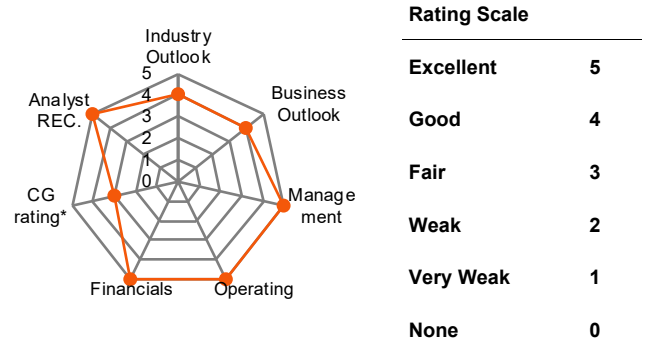
S — Strength

- ผู้ค้าปลีกสินค้าไลฟ์สไตล์อันดับ 1 ตั้งแต่ปี 2019
- การออกแบบผลิตภัณฑ์ภายในบริษัทพร้อมผลิตภัณฑ์ที่มีจำหน่ายเฉพาะที่ Moshi Moshi
- การเงินแข็งแกร่ง

O — Opportunity

- การขยายโอกาสในประเทศไทยและต่างประเทศ
- รูปแบบร้านค้าใหม่และผลิตภัณฑ์ใหม่

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *No CG Rating

W — Weakness

- ร้านค้าส่วนใหญ่ทำสัญญาเช่าในห้างสรรพสินค้าและไฮเปอร์มาร์เก็ต และมีความเสี่ยงที่จะถูกยกเลิกสัญญาหรือขึ้นค่าเช่า

T — Threat

- ผลิตภัณฑ์คู่แข่งจากช่องทางออนไลน์
- โรคระบาดที่อาจทำให้เกิดการปิดร้านชั่วคราว

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	64.24	70.00	9%
Net profit 24F (Bt m)	513	530	3%
Net profit 25F (Bt m)	661	738	12%
Consensus REC	BUY: 4	HOLD: 2	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- กำไรสุทธิปี 2024-25F ของเราสูงกว่าตลาด 3-12% เนื่องจากเราให้สมมติฐานสาขาใหม่และอัตรากำไรขั้นต้นที่สูงกว่า
- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด 9% เนื่องจากเรามั่นใจในการขยายสาขาและการขยายผลิตภัณฑ์ในระยะยาว

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

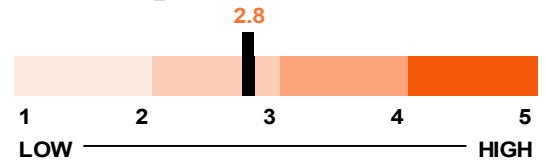
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากเศรษฐกิจอ่อนแอกว่าที่เราคาดไว้ในปัจจุบัน
- หากคู่แข่งขยายตัวเร็วกว่าที่เราคาดไว้

Source: Thanachart

MOSHI ดำเนินธุรกิจร้านค้าสินค้าไลฟ์สไตล์ภายใต้แบรนด์ "Moshi Moshi" ของบริษัท ณ 4Q23 มีสาขา 131 แห่ง มีสินค้ามากกว่า 22,000 SKU และคลังสินค้า 1 แห่ง เราให้คะแนน ESG MOSHI ที่ 2.8 ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มค้าปลีก สะท้อนให้เห็นถึงการขาดเป้าหมายที่เป็นรูปธรรมสำหรับประเด็น ESG โดยรวม

Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
MOSHI	-	-	-	-	-	-	-	-	3.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, 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
<p>ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)</p> <ul style="list-style-type: none"> นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก การบริหารจัดการน้ำ การบริหารจัดการของเสีย 	<ul style="list-style-type: none"> MOSHI ไม่มีโรงงาน ไม่ได้ก่อให้เกิดก๊าซเรือนกระจกโดยตรง (GHG) มากนัก แต่มุ่งมั่นที่จะลดการปล่อยก๊าซโดยตรงตรวจสอบให้แน่ใจว่ายานพาหนะขนส่งสินค้าอยู่ในสภาพพร้อมใช้งานเพื่อป้องกันการเผาไหม้เชื้อเพลิงที่ไม่สมบูรณ์ ในขณะที่มีแคมเปญประหยัดพลังงานด้วย MOSHI ลดการใช้วัสดุและเครื่องใช้สำนักงานโดยการใช้ซ้ำหรือรีไซเคิล MOSHI ใช้บรรจุภัณฑ์ที่ทนทานแทนบรรจุภัณฑ์แบบใช้แล้วทิ้งเพื่อประหยัดทรัพยากรและลดปริมาณขยะ MOSHI กำจัดของเสียและของเสียอันตรายอย่างเหมาะสมเพื่อลดมลพิษ MOSHI ออกแบบและผลิตผลิตภัณฑ์จากวัสดุที่เป็นมิตรกับสิ่งแวดล้อม
<p>ด้านสังคม (SOCIAL)</p> <ul style="list-style-type: none"> การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน การดูแลพนักงาน สุขอนามัยและความปลอดภัย ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม 	<ul style="list-style-type: none"> MOSHI สนับสนุนและเคารพสิทธิมนุษยชน ปฏิบัติต่อพนักงานอย่างเท่าเทียมและเป็นธรรม ส่งเสริมการจ้างแรงงานในท้องถิ่น ผู้ด้อยโอกาส และผู้พิการ มีนโยบายไม่เลือกปฏิบัติต่อความแตกต่างทางเชื้อชาติ ศาสนา เพศ อายุ การศึกษา ความเชื่อ และอื่นๆ MOSHI ให้สวัสดิการ ความปลอดภัย และสุขอนามัยแก่พนักงานในสถานที่ทำงานเพื่อให้มั่นใจถึงความพึงพอใจในการทำงาน MOSHI เสนอการพัฒนาบุคลากรโดยการจัดฝึกอบรมอย่างต่อเนื่องเพื่อส่งเสริมความสามารถของพนักงาน MOSHI เข้าร่วมกิจกรรมของชุมชน โรงเรียน และองค์กรของรัฐเพื่อมีส่วนร่วมและทำให้สภาพแวดล้อมของชุมชนน่าอยู่ยิ่งขึ้น
<p>ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)</p> <ul style="list-style-type: none"> โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท จริยธรรมและความโปร่งใส ความยั่งยืนของธุรกิจ การบริหารความเสี่ยง นวัตกรรม 	<ul style="list-style-type: none"> คณะกรรมการบริษัท (BOD) มีสมาชิก 10 คน ในจำนวนนี้เป็นกรรมการอิสระ 4 คน และ 5 คนเป็นสมาชิกในครอบครัว MOSHI มุ่งมั่นที่จะทำให้อุตสาหกรรมเติบโตผ่านการกำกับดูแลกิจการ เพื่อให้มั่นใจว่าบริษัทและบริษัทย่อยดำเนินงานอย่างมีประสิทธิภาพ ยุติธรรม โปร่งใส และมีคุณธรรม กระบวนการจัดการความเสี่ยงตั้งอยู่บนกรอบการทำงานที่ดี ซึ่งประกอบด้วยการระบุความเสี่ยงและการประเมินความเสี่ยงที่ครอบคลุมปัจจัยภายในและภายนอกที่อาจส่งผลกระทบต่อการทำงานจากการบรรลุเป้าหมาย รวมถึงความเสี่ยงเกี่ยวกับกลยุทธ์ การเงิน การปฏิบัติงาน กฎหมาย และการปฏิบัติตามกฎข้อบังคับ

Sources: Company data, Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	1,890	2,530	3,024	3,751	4,619
Cost of sales	899	1,180	1,381	1,671	2,016
Gross profit	991	1,350	1,643	2,080	2,603
% gross margin	52.4%	53.4%	54.3%	55.5%	56.4%
Selling & administration expenses	654	815	938	1,110	1,307
Operating profit	337	535	705	970	1,296
% operating margin	17.8%	21.1%	23.3%	25.9%	28.1%
Depreciation & amortization	279	296	312	331	345
EBITDA	616	831	1,017	1,301	1,641
% EBITDA margin	32.6%	32.9%	33.6%	34.7%	35.5%
Non-operating income	6	14	15	17	18
Non-operating expenses	6	15	13	15	16
Interest expense	(27)	(53)	(63)	(67)	(71)
Pre-tax profit	322	510	671	935	1,259
Income tax	69	108	141	196	264
After-tax profit	253	402	530	738	995
% net margin	13.4%	15.9%	17.5%	19.7%	21.5%
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	253	402	530	738	995
Normalized profit	253	402	530	738	995
EPS (Bt)	0.9	1.2	1.6	2.2	3.0
Normalized EPS (Bt)	0.9	1.2	1.6	2.2	3.0

A growth stock with a 35% three-year EPS CAGR

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
ASSETS:					
Current assets:	1,221	1,624	1,911	2,332	2,965
Cash & cash equivalent	756	95	177	396	797
Account receivables	9	12	15	18	23
Inventories	404	422	511	618	746
Others	52	1,095	1,209	1,299	1,400
Investments & loans	6	6	6	6	6
Net fixed assets	706	717	820	918	1,014
Other assets	868	1,296	1,405	1,506	1,595
Total assets	2,801	3,643	4,142	4,762	5,581
LIABILITIES:					
Current liabilities:	527	601	758	853	1,012
Account payables	224	283	341	412	497
Bank overdraft & ST loans	0	0	0	0	(0)
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	303	318	417	441	514
Total LT debt	0	0	0	0	0
Others LT liabilities	664	1,060	1,102	1,201	1,294
Total liabilities	1,191	1,661	1,860	2,055	2,306
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	300	330	330	330	330
Share premium	1,178	1,178	1,178	1,178	1,178
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	0	0	0	0	0
Retained earnings	132	474	774	1,200	1,767
Shareholders' equity	1,610	1,982	2,282	2,708	3,275
Liabilities & equity	2,801	3,643	4,142	4,762	5,581

Sales are mostly in cash, with very low accounts receivables

Clean B/S, with no interest-bearing debt

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	322	510	671	935	1,259
Tax paid	(53)	(86)	(134)	(176)	(246)
Depreciation & amortization	279	296	312	331	345
Chg In working capital	(87)	38	(34)	(39)	(47)
Chg In other CA & CL / minorities	(102)	(997)	(22)	(86)	(46)
Cash flow from operations	359	(239)	793	964	1,265
Capex	(42)	(84)	(180)	(180)	(180)
Right of use	(336)	(644)	(350)	(350)	(350)
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	133	336	48	99	93
Cash flow from investments	(245)	(392)	(482)	(431)	(437)
Debt financing	0	0	0	0	(0)
Capital increase	1,253	30	0	0	0
Dividends paid	(839)	(30)	(230)	(313)	(427)
Warrants & other surplus	(10)	(30)	0	0	0
Cash flow from financing	404	(30)	(230)	(313)	(427)
Free cash flow	316	(323)	613	784	1,085

*Very high EBITDA/capex***VALUATION**

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	58.2	45.4	34.4	24.7	18.3
Normalized PE - at target price (x)	73.8	57.5	43.6	31.3	23.2
PE (x)	58.2	45.4	34.4	24.7	18.3
PE - at target price (x)	73.8	57.5	43.6	31.3	23.2
EV/EBITDA (x)	22.7	21.8	17.8	13.7	10.6
EV/EBITDA - at target price (x)	29.1	27.7	22.5	17.5	13.6
P/BV (x)	11.3	9.2	8.0	6.7	5.6
P/BV - at target price (x)	14.3	11.7	10.1	8.5	7.1
P/CFO (x)	41.1	(76.3)	23.0	18.9	14.4
Price/sales (x)	9.6	7.2	6.0	4.9	3.9
Dividend yield (%)	0.2	1.1	1.4	2.0	2.7
FCF Yield (%)	2.1	(1.8)	3.4	4.3	5.9
(Bt)					
Normalized EPS	0.9	1.2	1.6	2.2	3.0
EPS	0.9	1.2	1.6	2.2	3.0
DPS	0.1	0.6	0.8	1.1	1.5
BV/share	4.9	6.0	6.9	8.2	9.9
CFO/share	1.3	(0.7)	2.4	2.9	3.8
FCF/share	1.2	(1.0)	1.9	2.4	3.3

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Growth Rate					
Sales (%)	50.5	33.8	19.6	24.0	23.2
Net profit (%)	92.9	58.6	31.9	39.4	34.7
EPS (%)	90.8	28.3	31.9	39.4	34.7
Normalized profit (%)	92.9	58.6	31.9	39.4	34.7
Normalized EPS (%)	90.8	28.3	31.9	39.4	34.7
Dividend payout ratio (%)	11.8	49.3	49.3	49.3	49.3
Operating performance					
Gross margin (%)	52.4	53.4	54.3	55.5	56.4
Operating margin (%)	17.8	21.1	23.3	25.9	28.1
EBITDA margin (%)	32.6	32.9	33.6	34.7	35.5
Net margin (%)	13.4	15.9	17.5	19.7	21.5
D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	(0.0)
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.5)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.2)
Interest coverage - EBIT (x)	12.6	10.0	11.2	14.5	18.1
Interest coverage - EBITDA (x)	23.1	15.6	16.2	19.5	23.0
ROA - using norm profit (%)	10.6	12.5	12.8	16.6	19.2
ROE - using norm profit (%)	19.7	22.4	23.2	29.6	33.2
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	19.7	22.4	23.2	29.6	33.2
- asset turnover (x)	0.8	0.8	0.7	0.8	0.9
- operating margin (%)	18.4	22.3	24.2	26.7	28.8
- leverage (x)	1.9	1.8	1.8	1.8	1.7
- interest burden (%)	92.4	90.5	91.4	93.3	94.6
- tax burden (%)	78.6	78.8	79.0	79.0	79.0
WACC (%)	11.1	11.1	11.1	11.6	11.6
ROIC (%)	37.0	49.3	29.5	36.4	44.3
NOPAT (Bt m)	265	421	557	766	1,024
invested capital (Bt m)	855	1,887	2,106	2,311	2,478

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. ESG Book (0-100)
3. Refinitiv (0-100)
4. S&P Global (0-100)
5. Moody's ESG Solutions (0-100)
6. SET ESG Rating (BBB-AAA)

SETESG Index (SETESG)

The SETESG Index reflects the price movement of stock of companies that have sustainable business practices which consider environmental, social and governance (ESG) aspect.

SET Index, SET50 Index, SET100 Index and all indices calculated by the Stock Exchange of Thailand ("SET") (collectively called "SET Index Series") are the registered trademarks/service marks solely owned by, and proprietary to SET. Any unauthorized use of SET Index Series is strictly prohibited. All information provided is for information purposes only and no warranty is made as to its fitness for purpose, satisfactory quality or otherwise. Every effort has been made to ensure that all information given is accurate, but no responsibility or liability (including in negligence) can be accepted by SET for errors or omissions or for any losses arising from the use of this information.

SET ESG Index (SET ESG)

Currently, long-term investment guidelines abroad are beginning to focus on investing in companies that have sustainable business practices. which considers environmental, social and governance factors (Environmental, Social and Governance or ESG) of the company in making investment decisions along with analyzing the company's financial data.

Stock Exchange Has prepared the results of evaluating sustainable stocks which are stocks of listed companies (SETESG Rating) as an alternative for investors who want to invest in stocks of listed companies that are outstanding in ESG, including to support listed companies with operations. sustainable business Taking into account all stakeholders in both social and environmental aspects. There is a management process to create sustainability for the organization, such as risk management. Supply chain management and innovation development. Therefore, the SETESG index was created to be an index that reflects the price movement of a group of securities. of companies with sustainable business operations that meet the required size and liquidity criteria

ESG Book's Disclaimer

Arabesque S-Ray GmbH, also trading as "ESG Book", is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organised 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 (hereinafter "ESG Book"). ESG Book, with its UK branch and local subsidiaries, is a provider of sustainability data and advisory services and operates the sustainability data platform ESG Book. ESG Book does not offer any regulated financial services nor products. This document is provided on a confidential basis by ESG Book and is for information purposes only; accordingly, it is not a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in any trading activities nor should it be construed as a recommendation or advice on the merits of investing in any financial product. THIRD PARTY INFORMATION. Certain information contained in this document has been obtained from sources outside ESG Book. While such information is believed to be reliable for the purposes used herein, no representations are made as to the accuracy or completeness thereof and neither ESG Book nor its affiliates take any responsibility for such information. To the extent this document contains any links to third party websites, such links are provided as a convenience and for informational purposes only; they do not constitute an endorsement or an approval by ESG Book of any of the products, services or opinions of the corporations or organization or individual operating such third party websites. ESG Book bears no responsibility for the accuracy, legality or content of the external site or for that of subsequent links. RELIANCE – ESG Book 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. CONFIDENTIALITY. This document contains highly confidential information regarding ESG Book's strategy and organization. Your acceptance of this document constitutes your agreement to keep confidential all the information contained in this document, as well as any information derived by you from the information contained in this document and not disclose any such information to any other person. This document may not be copied, reproduced, in any way used or disclosed or transmitted, in whole or in part, to any other person.

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, non 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's.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.

90-100	▲▲▲▲▲	Excellent
80-89	▲▲▲▲	Very Good
70-79	▲▲▲	Good
60-69	▲▲	Satisfactory
50-59	▲	Pass
Below		N/A

Disclaimers

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

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

Recommendation Structure:

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

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

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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 ราชธานีลิสซิ่ง 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 24.31 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรซมิล 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 มีกรรมกรรร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) (MTC) ครั้งที่ 7/2566 ชุดที่ 1-3 " ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็น Joint Lead Underwriter ให้กับบริษัท บริษัท ยูโรเอเชีย โทเทิล โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน) Euroasia Total Logistics Pcl (ETL) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็น ผู้ร่วมจัดการการจำหน่ายและรับประกันการจำหน่าย ให้กับบริษัท บริษัท โมชิ โมชิ รีเทล คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) Moshi Moshi Retail Corporation Pcl (MOSHI) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย "บริษัท ศรีสวัสดิ์ แคปปิตอล 1969 จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2569-71" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ ครั้งที่ 2/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2569-71" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy

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

กลยุทธ์การลงทุน

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

วิเคราะห์เทคนิค

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

สาธารณูปโภค, สื่อสาร

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

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติมน้ำมัน

พัทธดนย์ บุณนาค
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชยกรรม

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

ยานยนต์, หินผุ, Property Fund, REITs, บันทึกลง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

สรชดา ศรทรง
Tel: 662-779-9106
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา

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

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุโณทัย
Tel: 662-779-9113
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

พลังงาน, อิเล็กทรอนิกส์

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

นักวิเคราะห์, แอป

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

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

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

กลยุทธ์การลงทุน

นริภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA
Tel: 662-779-9107
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มณฑุณี เพชรแสงใสกุล

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

เกษมรัตน์ จิตกุล

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

วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

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

สุนทร รักษาวัต

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

สุขสวัสดิ์ ลิ้มวงษ์ปราณี

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

สุจินตนา สถาพร

Tel: 662-779-9198
sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

Research Team

18 Floor, MBK Tower

444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330

Tel: 662 -779-9119

Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th
