

ไถ่สุดคือพระเอก 2H24

เรามองบวกต่อการเติบโตของธุรกิจอาร์ตไลน์ของ CRC หลังเยี่ยมชมไถ่สุดสาขาบางนา ซึ่งเป็นสาขาที่รวมไถ่สุด และ BNB ไว้ที่เดียวกัน โดยเราเชื่อโมเดลนี้จะทำให้ไถ่สุดสามารถเจาะกลุ่มลูกค้า B2C และสร้างการเติบโตของยอดขายตามเป้าหมายของบริษัทที่ 12% CAGR (2023-2028) ในแง่ของอัตราการกำไร เราเชื่อว่า จะขยายตัวได้จากการเพิ่มสัดส่วนสินค้า House brands จากปัจจุบันที่ 20% ซึ่งจะหักลบกับการแข่งขันที่มีแนวโน้มสูงขึ้น เห็นได้จากที่ HomePro ส่ง Mega Home มาเจาะตลาด B2B ขณะที่ไถ่สุดก็ทำตลาด B2C มากขึ้น แต่อย่างไรก็ตามเราเชื่อว่า ภาพลักษณ์ของสาขาที่ดึงดูด กลยุทธ์เรื่องราคาที่เหมาะสมได้ จะทำให้ไถ่สุดเติบโตได้โดดเด่นกว่ากลุ่ม เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" มูลค่าพื้นฐาน 43.00 บาท

ไถ่สุดคือกำไร ¼ ของ CRC

- CRC ถือหุ้น 100% ในบริษัท ซีอาร์ซี ไถ่สุด จำกัด ซึ่งประกอบธุรกิจจำหน่ายวัสดุก่อสร้างและเครื่องตกแต่งบ้านภายใต้แบรนด์ "ไถ่สุด" และ "บ้าน แอนด์ บียอนด์" (BNB) โดยมีสาขาส่วนใหญ่กว่า 35% อยู่ใน กทม. และปริมณฑล ที่เหลือกระจายอยู่ในเมืองที่มีกำลังซื้อสูงในภาคอื่นๆ ทั่วประเทศ
- ไถ่สุดมีรูปแบบร้าน 3 แบบ ปัจจุบันสาขาส่วนใหญ่เป็นรูปแบบสีแดง
 - รูปแบบสีแดง มียอดขายสัดส่วน 60% เป็นลูกค้า B2B มีพื้นที่ขายราว 16,000 ตร.ม. มีสัดส่วนยอดขายสินค้ากลุ่ม Hardline 70%
 - รูปแบบสีขาว (ไถ่สุด+BNB) มียอดขายสัดส่วน 60% เป็นลูกค้า B2C มีพื้นที่ขายราว 20,000 ตร.ม. มีสัดส่วนยอดขายสินค้ากลุ่ม Hardline 60%
 - รูปแบบสีฟ้า เป็นร้านขนาดเล็ก
- เราทำการศึกษาค้นคว้าข้อมูลของสำนักงานสภาพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติที่รายงานค่าใช้จ่ายการบริโภคขั้นสุดท้ายในหมวดสินค้าซ่อมแซมและตกแต่งบ้านเทียบกับยอดขายของไถ่สุดจะพบว่าไถ่สุดมีส่วนแบ่งการตลาดราว 11% ในปี 2023 เพิ่มขึ้นจาก 6% ในปี 2017 ขณะที่ผู้นำตลาด (HomePro) ยังคงรักษาส่วนแบ่งการตลาดที่ 15% ตลอด 7 ปีที่ผ่านมา (ตามรูปหน้าที่ 2)
- ไถ่สุดมีรายได้เติบโตกว่าเท่าตัวในช่วง 6 ปีที่ผ่านมาจาก 2 หมื่นล้านบาทในปี 2017 เป็น 4 หมื่นล้านบาทในปี 2023 ที่ 12% CAGR (2017-2023) สูงกว่าการเติบโตของอุตสาหกรรมที่ 1% CAGR (2017-2023) หักตัดช่วง COVID-19 จะพบว่าอุตสาหกรรมเติบโตราว 3.3% ต่อปี ใกล้เคียงกับ GDP ประเทศไทย นอกจากนี้ไถ่สุดมีกำไรเติบโตจาก 681 ล้านบาทในปี 2017 เป็น 1.7 พันล้านบาทในปี 2023 จากการขยายสาขาจาก 48 สาขาในปี 2015 เป็น 81 สาขา ณ สิ้นปี 2023
- ไถ่สุดมีโมเดลธุรกิจที่แตกต่างจากคู่แข่ง คือที่ดินของสาขาส่วนใหญ่เป็นการเช่าระยะยาว มีเพียง 6% ที่เป็น freehold ทำให้ใช้เงินลงทุนที่ต่ำสามารถขยายสาขาได้อย่างรวดเร็ว และมียอดขายเติบโตสูงกว่าคู่แข่ง แต่ก็ตามมาด้วยค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่สูงกว่าจากค่าเช่าพื้นที่สาขา แต่อย่างไรก็ตาม ณ สิ้น 2Q24 ไถ่สุดปรับเพิ่มสัดส่วน freehold เป็น 35% จากการซื้อที่ดิน 24 แปลง มูลค่า 5.6 พันล้านบาท ทำให้อัตราค่าเช่าสุทธิมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น และสร้างความมั่นคงด้านทำเลที่ตั้งสาขาในระยะยาว

ไถ่สุดยังคงเป้าหมายการเติบโตเฉลี่ยที่ 12% ต่อปี ในช่วง 2023-2028

- ตั้งเป้าหมายยอดขายเติบโตเป็น 7 หมื่นล้านบาท หรือ +12% CAGR (2023-2028) จากการขยาย 6-8 สาขาต่อปี การเพิ่มสินค้าใหม่ๆ และการขยายฐานลูกค้าสู่กลุ่มลูกค้าเจ้าของบ้านมากขึ้นจากเดิมที่ลูกค้าส่วนใหญ่เป็นผู้รับเหมา
- ปี 2024 มีแผนเปิด 8 สาขา แบ่งเป็นสาขาไถ่สุด 6 สาขา เป็นสาขาแบบ Hybrid (ไถ่สุด+BNB) 2 สาขา และการปรับ 5 สาขาให้เป็นรูปแบบ Hybrid store

ลงคำแนะนำ "ซื้อ" ไถ่สุดคือพระเอก 2H24

มูลค่าพื้นฐาน 43.00 บาท คำนวณด้วยวิธีคิดลดกระแสเงินสด (DCF) ด้วย WACC 8.6% และ TG 2.5% เทียบเท่า 29xPE'24E ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยกลุ่มพาณิชย์ไทย

BUY

Fair price: Bt43.00

Upside (Downside): 32%

Key Statistics

Bloomberg Ticker	CRC TB
Current price (Bt)	32.50
Market Cap. (Bt m)	189,977
Shares issued (mn)	6,031
Par value (Bt)	1.00
52 Week high/low (Bt)	42.5 / 28.0
Foreign limit/ actual (%)	49/14.72
NVDR Shareholders (%)	3.7
Free float (%)	57.8
Number of retail holders	14,770
Dividend policy (%)	40
Industry	Services
Sector	Commerce
CG Rate	▲▲▲▲▲
Thai CAC	Certified
SET ESG Ratings	AAA

Major Shareholders

16 Mar 2024

Harg Central Department Store Ltd.	35.1
DEUTSCHE BANK AG SINGAPORE - PWM	4.6
Thai NVDR Company Limited	3.3
SOUTH EAST ASIA UK (TYPE C) NOMINEES	1.9
Social Security Office	1.4

Key Financial Summary

Year End Dec	2022A	2023A	2024E	2025E
Revenue (Bt m)	219,898	231,438	243,067	263,656
Net Profit (Bt m)	7,175	8,016	9,053	10,976
NP Growth (%)	11,985	12	13	21
EPS (Bt)	1.19	1.33	1.50	1.82
PER (x)	27.3	24.5	21.7	17.9
BPS (Bt)	10.8	11.6	12.7	14.0
PBV (x)	3.0	2.8	2.6	2.3
DPS (Bt)	0.48	0.55	0.60	0.73
Div. Yield (%)	1.5	1.7	1.8	2.2
ROA (%)	2.6	2.8	3.1	3.7
ROE (%)	11.1	11.4	11.8	13.0

Source: Pi Estimated

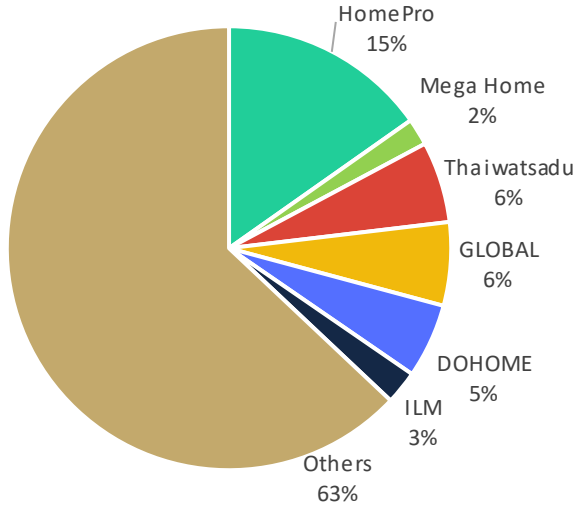
Analyst: Thanawich Boonchuwong

Registration No.110556

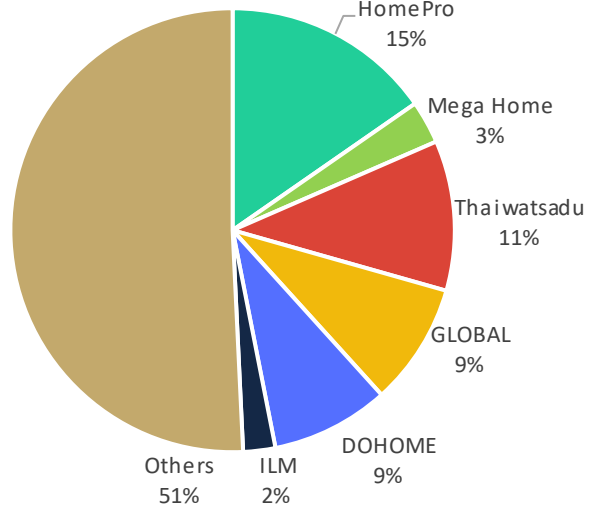
Email: thanawich.bo@pi.financial

ส่วนแบ่งการตลาดในตลาดซ่อมแซมและตกแต่งบ้าน

2017



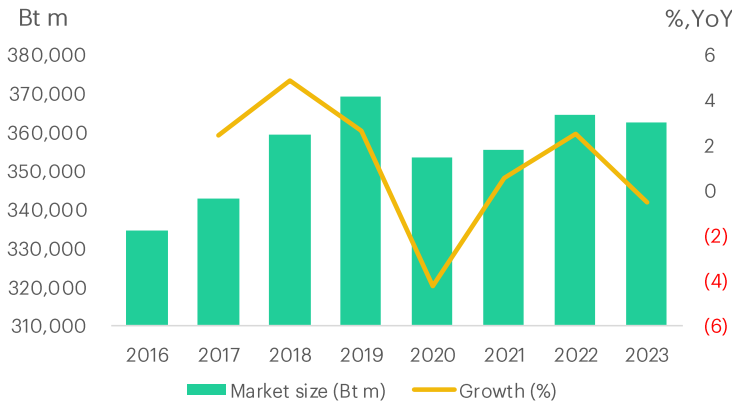
2023



Source: The Office of the National Economic and Social Development Council, Company data, Department of Business Development

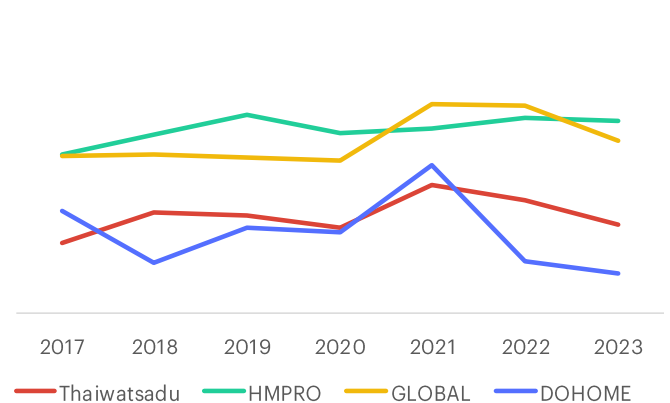
Note: Calculated by Pi Research

ค่าใช้จ่ายในสินค้ากลุ่มซ่อมแซมและตกแต่งบ้าน



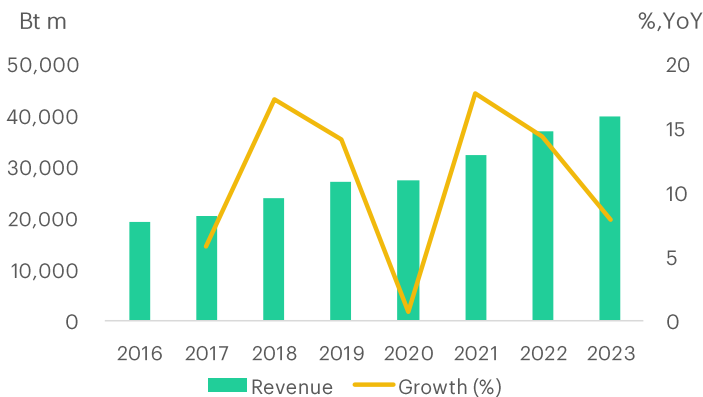
Source: The Office of the National Economic and Social Development Council

อัตรากำไรสุทธิของไทวัสดุ (%)



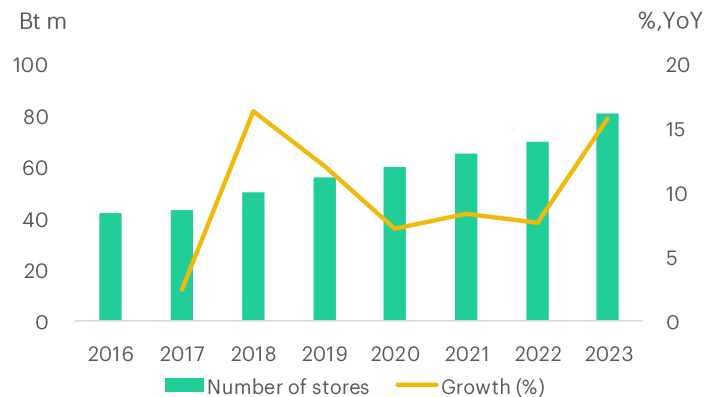
Source: Pi research, company data

ยอดขายของบริษัท ซีอาร์ซี ไทวัสดุ จำกัด



Source: Department of Business Development

จำนวนสาขาของไทวัสดุ



Source: Pi research, company data

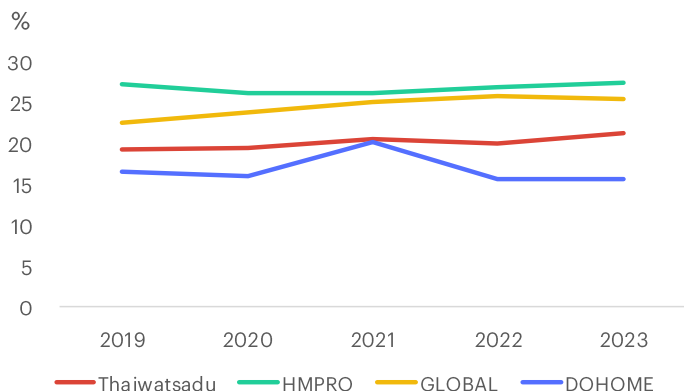
Stock Update



15 JULY 2024

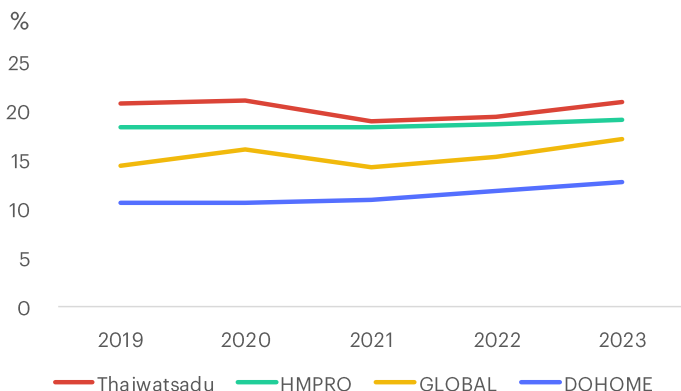
CRC Central Retail Corporation PCL

อัตรากำไรขั้นต้น (%)



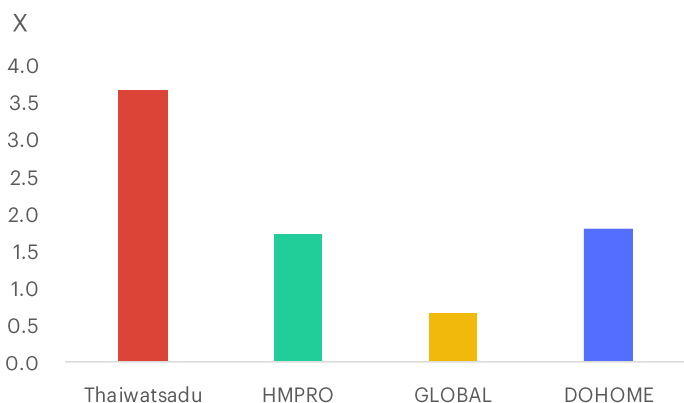
Source: Pi research, company data, DBD

อัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (%)



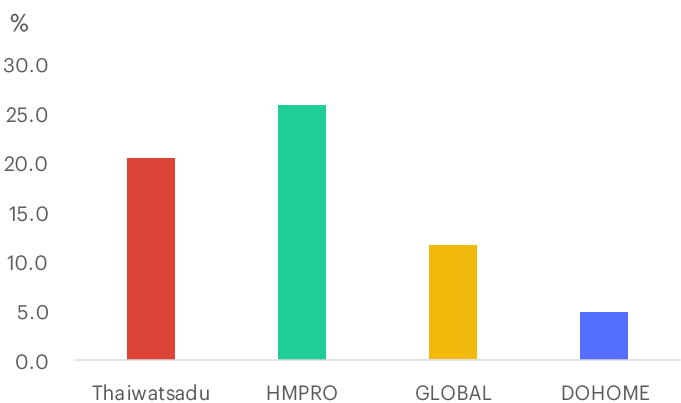
Source: Pi research, company data, DBD

อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (เท่า)



Source: Pi research, company data, DBD

ROE (%)



Source: Pi research, company data, DBD

แนวโน้ม 2Q24 ไม่โดดเด่นนักแต่ส่งสัญญาณฟื้นตัวแรงเดือน มิ.ย.

เราคาดว่า SSSG ช่วง 2Q24 จะอ่อนตัวลงเล็กน้อย YoY แบ่งเป็น SSSG กลุ่มค้าปลีกอาหารที่ -1%YoY (ไทย ทรงตัว YoY และ เวียดนาม -1%) SSSG กลุ่มฮาร์ดไลน์ที่ -7%YoY (ไทย -7% และ เวียดนาม -12%) โดยมาจาก SSSG ของไทวัสดุที่ -3%YoY ใน 2Q24 ผลกระทบจากการปรับปรุงสาขา และยอดขายเครื่องใช้ไฟฟ้าที่อ่อนตัวลง นอกจากนี้ที่เวียดนามยังมีผลกระทบจากผู้บริโภคชะลอการใช้จ่าย แต่มีสัญญาณการฟื้นตัวเด่นในเดือนมิ.ย. ขณะที่ SSSG กลุ่มแฟชั่น +2%YoY (ไทย ทรงตัว YoY, อิตาลี +9%) ทำให้เราคาดว่ากำไร 2Q24 จะทรงตัว YoY

Sector summary

Company	Rec	TP (Bt)	Upside (%)	P/E (X)			EPS Growth (%)			Dividend Yield (%)			ROE(%)		
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
BJC	HOLD	22.50	5	18	18	16	(4)	(2)	14	3.7	3.8	4.4	3.8	3.7	4.1
CPALL	BUY	79.00	38	28	21	20	39	29	10	1.7	2.3	2.6	16.7	19.0	18.7
CPAXT	BUY	36.00	19	37	32	28	12	14	14	1.9	2.2	2.5	2.9	3.3	3.7
CRC	BUY	43.00	32	24	22	18	12	13	21	1.7	1.8	2.2	11.4	11.8	13.0
HMPRO	BUY	13.90	49	19	18	17	4	9	5	4.3	4.6	4.8	25.2	25.7	25.4
GLOBAL	BUY	19.00	23	29	28	23	(26)	5	21	1.4	1.8	2.2	11.3	11.4	12.7
DOHOME	BUY	13.50	21	59	37	26	(29)	59	41	0.0	0.1	0.1	4.8	7.3	9.4
ILM	BUY	25.00	36	13	12	11	10	9	12	5.4	5.9	6.7	12.1	12.6	13.4
Average				28.4	23.5	19.7	2.2	17.1	17.4	2.5	2.8	3.2	11.0	11.9	12.6

Source : Company Data, Pi Research

Earnings review

(Bt m)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	%QoQ	%YoY
Revenue	58,960	55,853	55,522	61,103	62,763	2.7	6.4
Cost of sales	(42,574)	(39,877)	(39,537)	(42,953)	(45,460)	5.8	6.8
Gross profit	16,386	15,975	15,985	18,150	17,303	(4.7)	5.6
SG&A	(16,999)	(17,258)	(17,429)	(18,337)	(17,618)	(3.9)	3.6
Other (exp)/inc	4,227	4,215	4,177	4,484	4,440	(1.0)	5.0
EBIT	3,615	2,932	2,734	4,298	4,125	(4.0)	14.1
Finance cost	(1,031)	(1,117)	(1,215)	(1,278)	(1,140)	(10.8)	10.6
Other inc/(exp)	69	84	54	90	52	(42.2)	(24.3)
Earnings before taxes	2,653	1,899	1,573	3,110	3,037	(2.3)	14.5
Income tax	(589)	(380)	(424)	(156)	(672)	330.5	14.1
Earnings after taxes	2,064	1,519	1,149	2,953	2,366	(19.9)	14.6
Equity income	299	322	283	86	306	257.4	2.1
Minority interest	(144)	(123)	(112)	(128)	(147)	15.5	2.7
Earnings from cont. operations	2,219	1,717	1,321	2,911	2,524	(13.3)	13.7
Forex gain/(loss) & unusual items	(51)	(150)	(178)	227	(353)	(255.5)	592.2
Net profit	2,168	1,567	1,143	3,138	2,171	(30.8)	0.1
EBITDA	8,179	7,545	7,415	9,297	8,629	(7.2)	5.5
Recurring EPS (Bt)	0.37	0.28	0.22	0.48	0.42	(13.3)	13.7
Reported EPS (Bt)	0.36	0.26	0.19	0.52	0.36	(30.8)	0.1
Profits (%)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	chg QoQ	chg YoY
Gross margin	27.8	28.6	28.8	29.7	27.6	(2.1)	(0.2)
Operating margin	6.1	5.2	4.9	7.0	6.6	(0.5)	0.4
Net margin	3.7	2.8	2.1	5.1	3.5	(1.7)	(0.2)

Source: Pi research, company data

กำไร 1Q24 ยังคงทรงตัว YoY

- รายงานกำไรสุทธิทรงตัว YoY ที่ 2.2 พันล้านบาท แต่หลังตัดรายการพิเศษจะมีกำไรปกติที่ 2.5 พันล้านบาท (+14%YoY, -13%QoQ) ดีกว่าที่เราและ BB consensus คาด 13% กำไร 1Q24 คิดเป็น 28% ของประมาณการกำไรปี2024 การเติบโต YoY มาจากยอดขายที่เติบโต 6%YoY จาก SSSG ที่ +1%YoY (ไทย ทรงตัว YoY, เวียดนาม +2%, ฟิลิปปินส์ +9%) บวกกับการควบคุมค่าใช้จ่ายที่ดี แม้ว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะอ่อนตัวลง YoY จากสัดส่วนการขายสินค้าที่มีอัตรากำไรต่ำเพิ่มขึ้น การลดลง QoQ เป็นปัจจัยฤดูกาล
- ธุรกิจค้าปลีกอาหาร (41% ของยอดขาย) มียอดขาย 2.4 หมื่นล้านบาท (+7%YoY) ใน 1Q24 ผลจาก SSSG กลุ่มค้าปลีกอาหารที่ +4%YoY (ไทย +2% และ เวียดนาม +5%) และมีกรขยายสาขา Go wholesale 4 สาขาใน 4Q23 และ 1 สาขาใน 1Q24 ทำให้ EBITDA สำหรับธุรกิจค้าปลีกอาหารเพิ่มขึ้น YoY เป็น 2.5 พันล้านบาท (+13%YoY)
- ธุรกิจอาร์ตไลน์ (32% ของยอดขาย) มียอดขาย 1.9 หมื่นล้านบาท (+4%YoY) ใน 1Q24 ผลจากการเปิดสาขาใหม่ 7 สาขาในช่วง 12เดือนที่ผ่านมาแม้ว่าจะมีการปิดสาขา BNB 1 สาขาระหว่างไตรมาส และมี SSSG กลุ่มอาร์ตไลน์ที่ -5%YoY (ไทย -3% และ เวียดนาม -20%) โดยมาจาก SSSG ของไตรมาสที่ -4%YoY ใน 1Q24 ใกล้เคียงกับ 4Q23 จากการปรับปรุงสาขา ซึ่งจะแล้วเสร็จใน 2Q24 นอกจากนี้ที่เวียดนามยังมีผลกระทบจากผู้บริหารที่กระโดดการใช้จ่าย แต่การควบคุมค่าใช้จ่ายที่ดีทำให้ EBITDA สำหรับธุรกิจอาร์ตไลน์เพิ่มขึ้น YoY เป็น 2.4 พันล้านบาท (+7%YoY)
- ธุรกิจแฟชั่น (27% ของยอดขายรวม) มียอดขาย 1.6 หมื่นล้านบาท (+9%YoY) ใน 1Q24 ผลจาก SSSG กลุ่มแฟชั่นที่ +2%YoY (ไทย ทรงตัว YoY, ฟิลิปปินส์ +9%) ตามจำนวนนักท่องเที่ยวที่เพิ่มขึ้น และปัจจัยบวกจากมาตรการ Easy E-Receipt ของรัฐบาล ทำให้ EBITDA ธุรกิจแฟชั่น YoY ที่ 4.1 พันล้านบาท (+11%YoY)
- รายได้ค่าเช่าและค่าบริการที่ 2.4 พันล้านบาท (+7%YoY) หนุนจากอัตราการเช่าที่สูงขึ้นเป็น 89% ใน 1Q24 จาก 88% ใน 1Q23 อัตราค่าเช่าเฉลี่ยที่สูงขึ้น 6%YoY และพื้นที่ให้เช่าที่เพิ่มขึ้นเป็น 744,000 ตร.ม. (+1%YoY)

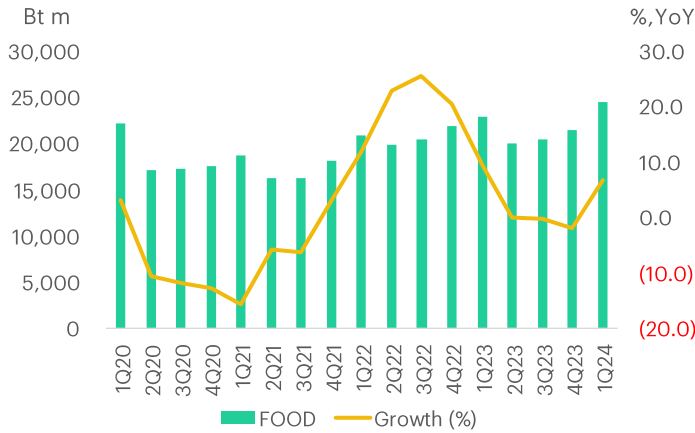
Stock Update



15 JULY 2024

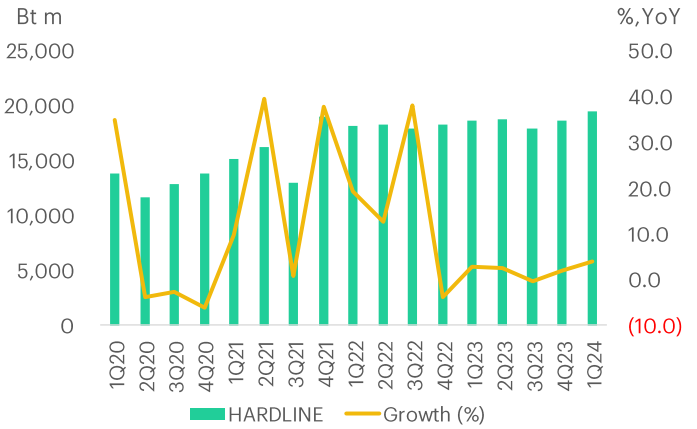
CRC Central Retail Corporation PCL

ยอดขายธุรกิจค้าปลีกอาหาร



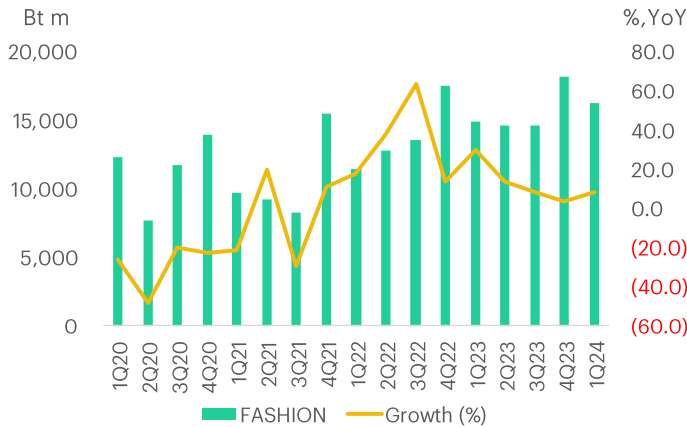
Source: Pi research, company data

ยอดขายธุรกิจฮาร์ดไลน์



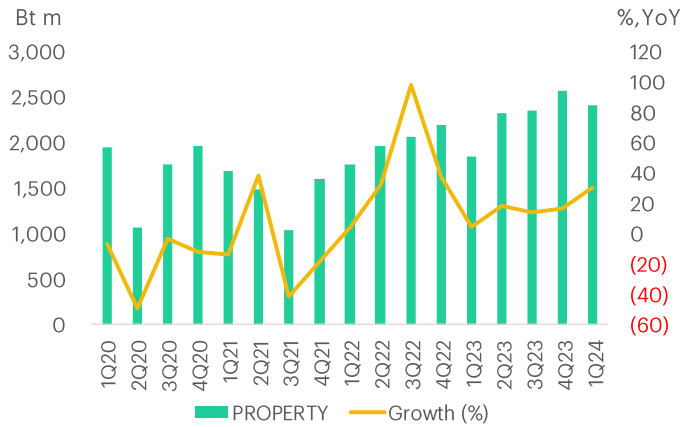
Source: Pi research, company data

ยอดขายธุรกิจแฟชั่น



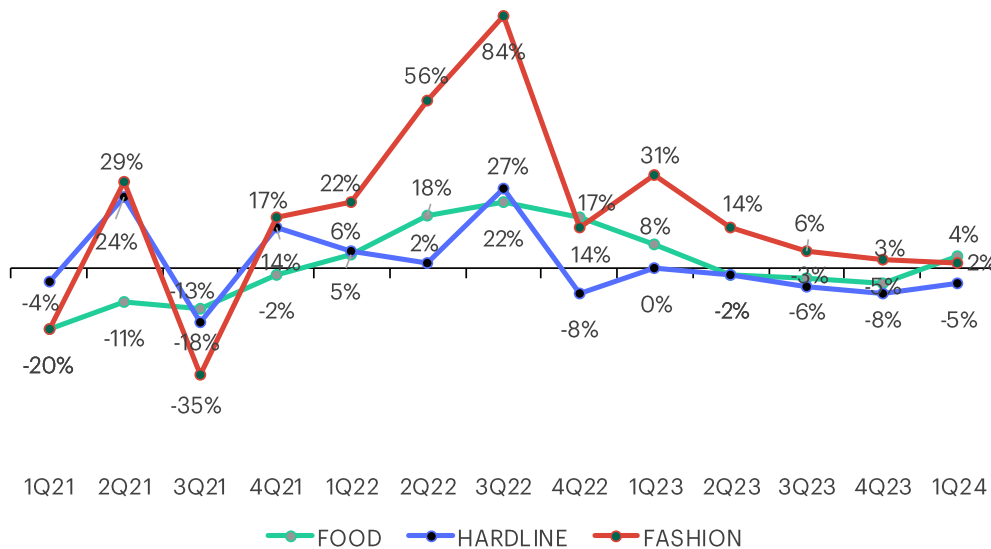
Source: Pi research, company data

รายได้ค่าเช่าและค่าบริการ



Source: Pi research, company data

อัตราการเติบโตของยอดขายสาขาเดิม (SSSG)



Source: Pi research, company data

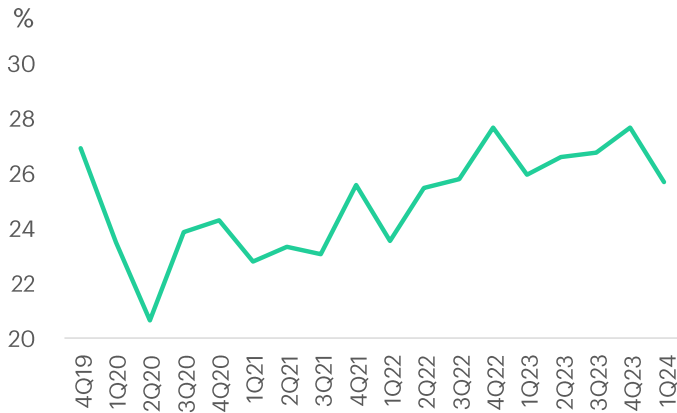
Stock Update



15 JULY 2024

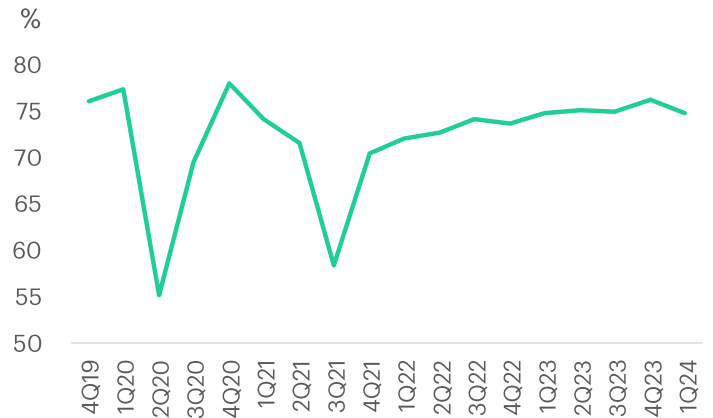
CRC Central Retail Corporation PCL

อัตรากำไรขั้นต้นจากการขายสินค้าและบริการ



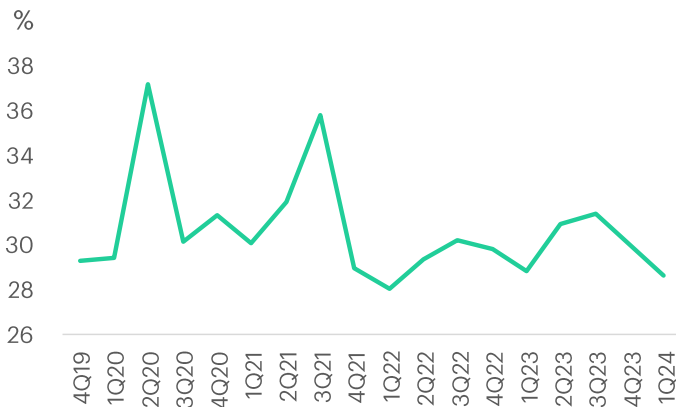
Source: Pi research, company data

อัตรากำไรขั้นต้นจากการให้เช่า



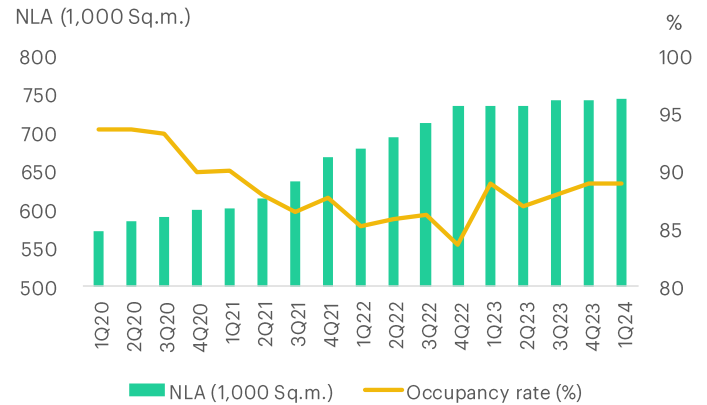
Source: Pi research, company data

อัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร



Source: Pi research, company data

อัตราการเช่าพื้นที่รายไตรมาส



Source: Pi research, company data

Stock Update



15 JULY 2024

CRC Central Retail Corporation PCL

Summary financials

Balance Sheet (Bt m)						Cashflow Statement (Bt m)					
	2021	2022	2023	2024E	2025E		2021	2022	2023	2024E	2025E
Cash & equivalents	18,088	15,617	14,814	14,252	14,602	CF from operation	23,360	22,460	27,483	33,210	35,919
Accounts receivable	4,860	5,421	5,545	6,063	6,594	CF from investing	(22,906)	(14,848)	(15,761)	(16,505)	(16,505)
Inventories	36,516	43,675	46,413	48,856	53,259	CF from financing	(149)	(9,638)	(12,210)	(17,267)	(19,064)
Other current assets	10,455	11,819	13,185	13,844	14,536	Net change in cash	306	(2,026)	(488)	(562)	350
Total current assets	69,918	76,532	79,956	83,015	88,992						
Invest. in subs & others	5,559	6,318	6,314	6,355	6,396						
Fixed assets - net	106,613	113,782	122,276	128,979	134,810						
Other assets	81,137	79,352	78,551	73,090	68,390						
Total assets	263,228	275,984	287,097	291,439	298,588						
Short-term debt	49,050	41,515	47,849	39,986	40,719						
Accounts payable	36,905	39,828	41,831	43,278	47,497						
Other current liabilities	25,707	27,145	28,825	30,126	31,286						
Total current liabilities	111,662	108,488	118,505	113,390	119,502						
Long-term debt	28,517	39,780	36,275	39,206	37,405						
Other liabilities	63,968	62,831	62,056	62,306	57,208						
Total liabilities	204,147	211,099	216,837	214,902	214,114						
Paid-up capital	6,031	6,031	6,031	6,031	6,031						
Premium-on-share	64,492	64,052	64,052	64,052	64,052						
Others	(22,558)	(21,749)	(21,960)	(21,960)	(21,960)						
Retained earnings	8,424	13,790	18,937	24,663	32,018						
Non-controlling interests	2,693	2,762	3,201	3,751	4,333						
Total equity	59,081	64,885	70,260	76,536	84,474						
Total liabilities & equity	263,228	275,984	287,097	291,439	298,588						
Income Statement (Bt m)						Valuation					
	2021	2022	2023	2024E	2025E		2021	2022	2023	2024E	2025E
Revenue	181,791	219,898	231,438	243,067	263,656	EPS (Bt)	0.01	1.19	1.33	1.50	1.82
Cost of goods sold	(135,847)	(159,647)	(164,941)	(173,554)	(188,224)	Core EPS (Bt)	0.04	1.13	1.35	1.50	1.82
Gross profit	45,944	60,251	66,497	69,514	75,432	DPS (Bt)	0.30	0.48	0.55	0.60	0.73
SG&A	(56,867)	(64,897)	(70,023)	(71,948)	(77,515)	BVPS (Bt)	9.8	10.8	11.6	12.7	14.0
Other income / (expense)	13,641	16,133	17,104	17,717	19,214	EV per share (Bt)	42.4	43.4	44.0	43.3	43.0
EBIT	2,719	11,488	13,578	15,282	17,132	PER (x)	3,301	27.3	24.5	21.7	17.9
Depreciation	17,041	17,171	17,722	17,728	17,853	Core PER (x)	752.8	28.7	24.0	21.7	17.9
EBITDA	20,059	30,049	32,436	34,313	36,302	PBV (x)	3.3	3.0	2.8	2.6	2.3
Finance costs	(3,113)	(3,479)	(4,642)	(4,833)	(4,257)	EV/EBITDA (x)	12.7	8.7	8.2	7.6	7.1
Non-other income / (expense)	221	214	298	298	298	Dividend Yield (%)	0.9	1.5	1.7	1.8	2.2
Earnings before taxes (EBT)	(173)	8,222	9,234	10,747	13,172						
Income taxes	372	(1,794)	(1,550)	(2,149)	(2,634)						
Earnings after taxes (EAT)	199	6,428	7,685	8,597	10,538						
Equity income	279	820	990	1,006	1,020						
Non-controlling interests	(217)	(430)	(506)	(550)	(582)						
Core Profit	260	6,818	8,168	9,053	10,976						
FX Gain/Loss & Extraordinary items	(201)	357	(152)	-	-						
Net profit	59	7,175	8,016	9,053	10,976						
EPS (Bt)	0.01	1.19	1.33	1.50	1.82						
Key assumptions						Profitability Ratios (%)					
	2021	2022	2023	2024E	2025E		2021	2022	2023	2024E	2025E
SSSG (% YoY)						Gross profit margin	25.3	27.4	28.7	28.6	28.6
Food business - Thailand	(16.0)	5.0	4.0	1.5	3.0	EBITDA margin	11.0	13.7	14.0	14.1	13.8
Food business - Vietnam	(6.0)	30.0	(5.0)	0.0	6.0	EBIT margin	1.5	5.2	5.9	6.3	6.5
Hardline business - Thailand	8.0	2.0	1.0	(1.0)	3.0	Net profit margin	0.0	3.3	3.5	3.7	4.2
Hardline business - Vietnam	(17.0)	22.0	(31.0)	(15.0)	2.0	ROA	0.0	2.6	2.8	3.1	3.7
Fashion business - Thailand	(16.0)	36.0	9.0	2.0	1.5	ROE	0.1	11.1	11.4	11.8	13.0
Fashion business - Italy	33.0	42.0	18.0	4.0	1.0						
Property business											
Occupancy rate (%)	88	87	88	89	90						
NLA (1,000 Sq.m.)	659	735	743	764	807						
Rental rate per Sq.m. (Month)	720	859	992	1,000	1,025						
GPM (%)											
GP from sales (%)	23.8	25.7	26.7	26.6	26.6						
Rental margin (%)	69.7	73.1	75.3	75.4	75.5						
Key assumptions						Financial Strength Ratios					
	2021	2022	2023	2024E	2025E		2021	2022	2023	2024E	2025E
Number of stores						Current ratio (x)	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
Tops	155	168	168	175	180	Quick ratio (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Go Wholesale	0	0	4	11	20	Int.-bearing Debt/Equity (x)	1.3	1.3	1.2	1.0	0.9
GO!	37	38	38	41	45	Net Debt/Equity (x)	1.0	1.0	1.0	0.8	0.8
Thaiwatsadu	65	70	81	90	95	Interest coverage (x)	0.9	3.3	2.9	3.2	4.0
CENTRAL & ROBINSON	74	75	76	76	77	Inventory day (days)	95	92	100	95	95
Rinascente	9	9	9	9	9	Receivable day (days)	9	9	9	9	9
						Payable day (days)	92	88	90	90	90
						Cash conversion cycle (days)	13	12	18	14	14
Key assumptions						Growth (% YoY)					
	2021	2022	2023	2024E	2025E		2021	2022	2023	2024E	2025E
Revenue	1	21	5	5	8	Revenue	1	21	5	5	8
EBITDA	6	50	8	6	6	EBITDA	6	50	8	6	6
EBIT	107	322	18	13	12	EBIT	107	322	18	13	12
Core profit	(142)	2,519	20	11	21	Core profit	(142)	2,519	20	11	21
Net profit	28	11,985	12	13	21	Net profit	28	11,985	12	13	21
EPS	28	11,985	12	13	21	EPS	28	11,985	12	13	21

Source : Company Data, Pi Research



Pi Securities



@pisecurities



support@pi.financial



www.pi.financial

Investing. simplified.

Corporate Governance Report of Thai Listed Companies 2023

CG Rating by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้ ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ พาย จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	Description	ความหมาย
90-100		Excellent	ดีเลิศ
80-89		Very Good	ดีมาก
70-79		Good	ดี
60-69		Satisfactory	ดีพอใช้
50-59		Pass	ผ่าน
< 50	No logo given	na.	na.

ความหมายของคำแนะนำ

- “ซื้อ” เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- “ถือ” เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- “ขาย” เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน (ไม่รวมเงินปันผล)

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่ม ขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

IOD Disclaimer

The Corporate Governance Report (CGR) of Thai listed Companies is based on a survey and assessment of information which companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment (“listed companies”) disclose to the public. The CGR is a presentation of information from the perspective of outsiders on the standards of corporate governance of listed companies. It is not any assessment of the actual practices of the listed companies, and the CGR does not use any non-public information. The CGR is not therefore an endorsement of the practices of the listed companies. It is not a recommendation for investment in any securities of any listed companies or any recommendation whatsoever. Investors should exercise their own judgment to analyze and consider any information relating to the listed companies presented in this CGR report. No representation or warranty is made by the Institute of Directors or any of its personnel as to the completeness or accuracy of the CGR report or the information used.

Stock Rating Definition

- BUY** The stock’s total return is expected to exceed 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals and attractive valuations.
- HOLD** The stock’s total return is expected to be between 0% - 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals, but may lack of near-term catalysts or its valuations are not attractive.
- SELL** The stock’s total return is expected to fall below 0% or more over the next 6-12 months. Stock should be sold as negative total return is anticipated due to deteriorating fundamentals compared with its valuations.

The stock’s expected total return is the percentage difference between the target price and the current price and excludes dividend yields.

รายงานฉบับนี้ จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอข้อมูลและบทความวิเคราะห์ โดยใช้ข้อมูลและข่าวสารต่างๆ ที่ได้รับการเผยแพร่ต่อสาธารณะ ตลอดจนจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารของบริษัทต่างๆ มาประกอบและได้พยายามตรวจสอบความถูกต้องอย่างระมัดระวัง แต่ก็ไม่สามารถยืนยันความถูกต้องได้อย่างสมบูรณ์ การวิเคราะห์ในรายงานฉบับนี้ได้พยายามยึดมาตรฐานบนหลักการวิเคราะห์ทางด้านปัจจัยพื้นฐานมาเป็นบทสรุปและข้อเสนอแนะ โดยมีได้เจตนาที่จะนำไปสู่การชี้แนะแต่อย่างใด ซึ่งข้อเสนอแนะเหล่านี้ เป็นข้อคิดเห็นของนักวิเคราะห์ ซึ่งบริษัทฯ ไม่จำเป็นต้องเห็นด้วยกับข้อคิดเห็นดังกล่าวเสมอไป ทั้งนี้ นักลงทุนและผู้ใช้รายงานฉบับนี้ควรใช้วิจารณญาณส่วนตัวประกอบด้วย