

Initiate Coverage

บริษัท เซ็นทรัล รีเทล คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (CRC)

ผลประกอบการผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว คาดโต 165% CAGR และราคาถูก

เราเริ่มต้นบทวิเคราะห์ด้วยคำแนะนำ ซื้อ ที่ราคาเป้าหมาย 36.50 บาท เราชอบหุ้น CRC เนื่องจาก Valuation ที่ถูก โดยปัจจุบัน CRC ซื้อขายที่เพียง EV/EBITDA ที่ 12.2 เท่า ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีของกลุ่ม Commerce ที่ 17.2 เท่า ประกอบกับแนวโน้มผลประกอบการของบริษัทฯ ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วใน 2Q20 และเราประเมินกำไรสุทธิของ CRC จะโตอย่างแข็งแกร่งที่ 165% CAGR สำหรับช่วงปี 2020-23

ประเด็นการลงทุน

- **ผลประกอบการผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วและมีแนวโน้มการฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่ง** เรามองว่าผลประกอบการของ CRC ได้ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วใน 2Q20 จากผลกระทบของการแพร่ระบาดโควิด-19 อย่างไรก็ตามจากการผ่อนคลายมาตรการล็อกดาวน์และสถานการณ์การแพร่ระบาดโควิด-19 ที่ดีขึ้น และแผนการดำเนินงานที่เป็นรูปธรรมจะส่งผลให้ผลประกอบการของ CRC ฟื้นตัวขึ้นอย่างก้าวกระโดด โดยเราคาดว่ากำไรสุทธิของบริษัทฯ จะปรับตัวขึ้น 165% CAGR สำหรับปี 2020-23
- **กระแสเงินสดและฐานะทางการเงินที่แข็งแกร่งหนุนการเติบโตอย่างยั่งยืน** CRC มีการบริหาร Working capital ที่แข็งแกร่ง โดยในช่วงปี 2017-19 บริษัทฯ มี Cash Conversion Cycle (CCC) เฉลี่ยที่ -30 วัน สำหรับปี 2020 เราประมาณการ CCC ปรับตัวสูงขึ้นมาอยู่ที่ -16.6 วัน เนื่องจากยอดขายประเภทสินค้าขายฝาก (Confinement Products) ปรับตัวลดลงมาจากมาตรการล็อกดาวน์ อย่างไรก็ตาม จากการกลับมาเปิดกิจการตามปกติเราเชื่อว่ายอดขายประเภทสินค้าขายฝากจะกลับมา และส่งผลให้ CCC กลับมาดีขึ้น นอกจากนี้ทาง CRC มีงบดุลที่แข็งแกร่ง สะท้อนจาก Net IBD/Equity ที่เพียง 0.8 เท่า
- **เราประเมินการเข้าซื้อ COL จะช่วยเพิ่มมูลค่าหุ้น CRC ที่ 1.70-1.85 บาท** จากมูลค่า Synergy จากการ Cross sell ในฐานะลูกค้าหลักที่เป็นกลุ่ม B2B จากทางฝั่งของ COL และการประหยัดต้นทุนจากการได้ส่วนลดจากการซื้อสินค้าในปริมาณที่มากขึ้น และการใช้บุคลากรร่วมกัน ผู้บริหารมองว่าผลจากการ synergy จะส่งผลให้รายได้จากยอดขาย Hardlines เพิ่มขึ้น 2%-3% และต้นทุนการขายและค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานลดลง 2%-3% ในระยะ 5 ปีข้างหน้า

คำแนะนำ

- **เราเริ่มต้นคำแนะนำ ซื้อ** สำหรับหุ้น CRC ด้วยราคาเป้าหมายสำหรับปี 2021F ที่ 36.50 บาท ด้วยวิธี DCF โดยใช้ WACC ที่ 9.5% และ Terminal Growth Rate ที่ 2.5% ทั้งนี้ราคาปัจจุบันของ CRC คิดเป็น EV/EBITDA ปี 2021F ที่เพียง 12.2 เท่า ซึ่งยังต่ำกว่าค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี ของกลุ่ม Commerce ที่ 19.0 เท่าอยู่มาก เรามองว่าค่อนข้างถูกและเป็นโอกาสที่ดีในการเข้าซื้อสะสม

KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Net turnover	204,209	219,455	192,900	218,235	234,953
EBITDA	23,288	22,140	13,575	20,604	25,836
Operating profit	9,095	12,181	12,267	3,167	9,456
Net profit (adj.)	10,931	10,633	503	4,605	7,443
EPS (Bt)	3.78	2.26	0.09	0.76	1.23
PE (x)	7.0	11.7	307.8	34.7	21.5
P/B (x)	1.4	4.4	2.7	2.5	2.3
EV/EBITDA (x)	8.7	10.1	19.4	13.1	10.6
Dividend yield (%)	3.0	18.2	1.5	0.0	1.4
Net margin (%)	5.4	4.8	0.3	2.1	3.2
Net debt/(cash) to equity (%)	187.1	56.3	180.8	n.m	166.0
ROE (%)	19.9	25.4	1.1	7.4	11.1
Consensus net profit			1,420	6,060	7,527
UOBKH/Consensus (x)			0.35	0.76	0.99

Source: CRC, Bloomberg, UOB Kay Hian

n.m. : not meaningful; negative P/E, EV/EBITDA reflected as "n.m."

ซื้อ (Initiated)

ราคาปัจจุบัน	28.00 บาท
ราคาเป้าหมาย	36.50 บาท
Upside	30.4 %

รายละเอียดบริษัท

เป็นผู้นำในธุรกิจค้าปลีกสินค้าหลากหลายประเภทผ่านรูปแบบและช่องทางที่หลากหลาย (Multi-format and Multi-category) โดยธุรกิจของ CRC แบ่งออกเป็น 3 ธุรกิจด้วยกัน คือ ธุรกิจแฟชัน ธุรกิจอาร์ไลน์ และธุรกิจอาหาร และดำเนินธุรกิจใน 3 ประเทศ คือ ประเทศไทย ประเทศเวียดนาม และประเทศอิตาลี

STOCK DATA

GICS sector	Commerce
Bloomberg ticker:	CRC TB
Shares issued (m):	6,031
Market cap (Btm):	168,868
Market cap (US\$m):	5,361

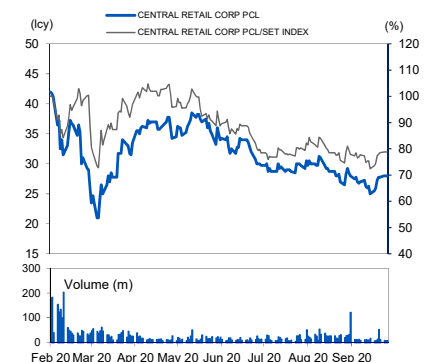
Price Performance

52-week high/low	Bt42.25/Bt20.70
------------------	-----------------

Major Shareholders

ห้างเซ็นทรัล ดีพาร์ทเม้นท์สโตร์ จำกัด	35.06
Hawthorn Resources Limited	4.17
South East Asia UK (Type C)	4.05

PRICE CHART



Source: Bloomberg

นักวิเคราะห์

Kwanchai Atiphopchai, CFA

02-659-8030

kwanchai@uobkayhian.co.th

ประเด็นการลงทุน

ผลประกอบการผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วและมีแนวโน้มการฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่ง เรามองว่าผลประกอบการของ CRC ได้ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วใน 2Q20 ที่บริษัท มีผลขาดทุนที่ 2.6 พันลบ. จากผลกระทบของการแพร่ระบาดโควิด-19 อย่างไรก็ตามจากการผ่อนคลายมาตรการล็อกดาวน์และสถานการณ์การแพร่ระบาดโควิด-19 ที่ดีขึ้น และแผนการดำเนินงานที่เป็นรูปธรรมจะส่งผลให้ผลประกอบการของ CRC ฟื้นตัวขึ้นอย่างก้าวกระโดด โดยเราคาดว่ากำไรสุทธิของบริษัท จะปรับตัวขึ้น 165% CAGR สำหรับปี 2020-23

รายได้รวมปรับตัวลดลงในปีนี้จะฟื้นตัวในปีหน้า เราคาดว่ารายได้รวมของ CRC จะปรับตัวลง 13.4% yoy ในปี 2020 ก่อนที่จะฟื้นตัวและโตในระดับ 9.1% CAGR สำหรับปี 2020-23 ซึ่งหนุนโดย 1) การฟื้นตัวใน SSSG ปี 2021 ที่ 8.5% yoy จากฐานที่ต่ำในปี 2020 (-13.5% yoy) หลังจากการผ่อนคลายมาตรการล็อกดาวน์และสถานการณ์การแพร่ระบาดโควิด-19 ที่ดีขึ้น 2) การขยายสาขาในทุกธุรกิจอย่างต่อเนื่องที่ 73-76 สาขา/ปี 3) การพัฒนาช่องทางการขายผ่าน Omnichannel อย่างต่อเนื่องซึ่งจะเป็นปัจจัยหนุนให้การเติบโตของยอดขายในทุกธุรกิจเพิ่มขึ้น

กลยุทธ์หลักดันสินค้าที่มียอดสูงและการฟื้นตัวในรายได้ค่าเช่าหนุนอัตรากำไรขั้นต้นให้สูงขึ้น เราประเมินว่าอัตรากำไรขั้นต้นของ CRC จะปรับตัวขึ้นจากฐานที่ต่ำใน 1H20 ที่ 23.9% เป็น 27.3%/28.1%/28.6% สำหรับปี 2021-23 ตามลำดับ หนุนจาก 1) การฟื้นตัวในยอดขายสินค้า Fashion ซึ่งมีสัดส่วนอัตรากำไรขั้นต้นที่สูง 2) การให้ส่วนลดในค่าเช่าที่ลดลงจาก 20-30% ในปี 2020 มาอยู่ที่ราว 10-15% ในปี 2021 และน่าจะกลับมาคิดอัตราค่าเช่าระดับปกติในปี 2022 และ 3) การเพิ่มสัดส่วนยอดขาย Private brand ทั้งสินค้าประเภท Food และ Non-food โดยปัจจุบัน CRC มีสัดส่วนการขาย Private brand ของสินค้า Food และ Non-food อยู่ที่ 11% ของยอดขายรวม และ CRC ตั้งเป้าที่จะขยายสินค้า Private brand ให้อยู่ที่ 18-21% ในอีก 5 ปีข้างหน้า

การรีแบรนด์จะช่วยให้บริษัท ควบคุมค่าใช้จ่ายที่ดีขึ้น CRC มีโปรเจกต์ในการรีแบรนด์ระหว่างห้าง Robinson และ Central เพื่อตอบสนองความต้องการกลุ่มลูกค้าที่แตกต่างกัน และการลดค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่เกิดจากความทับซ้อนของกิจกรรมที่คล้ายกัน บริษัท ตั้งเป้าที่จะรีแบรนด์ 6 ห้างสรรพสินค้าให้แล้วเสร็จภายในปี 2022 นอกจากนี้การฟื้นตัวของยอดขายจะส่งผลให้เกิด Economy of scale จากค่าใช้จ่ายคงที่ โดยเราคาดว่า Cost-to-income ของ CRC จะปรับตัวดีขึ้นจาก 1H20 ที่ 30.4% มาอยู่ที่ 28.2%/27.5%/27.1% สำหรับปี 2021-23 ตามลำดับ

ตั้งเป้าขยาย 73-76 สาขาต่อปี จากแผนระยะยาวของ CRC เราประเมินว่าบริษัท จะมีการขยายจำนวนสาขาทั้งหมดราว 73-76 สาขาต่อปี ในอีก 3 ปี ข้างหน้า สำหรับปี 2020 ทาง CRC ได้มีการปรับแผนการขยายจำนวนสาขาลดลงเนื่องจากผลกระทบจากการแพร่ระบาดของโควิด-19 โดยลดงบประมาณ CapEx สำหรับปี 2020 ลงจาก 1.8 หมื่นลบ. มาอยู่ที่ 1.2-1.5 หมื่นลบ. อย่างไรก็ตามเราเชื่อว่าบริษัท จะกลับมาเร่งขยายสาขาในช่วงปี 2021 หลังจากสถานการณ์การแพร่ระบาดโควิด-19 กลับมาดีขึ้น และจะเป็นปัจจัยหนุนการเติบโตของยอดขายให้กับทางบริษัท

Initiate Coverage

Wednesday, 14 October 2020

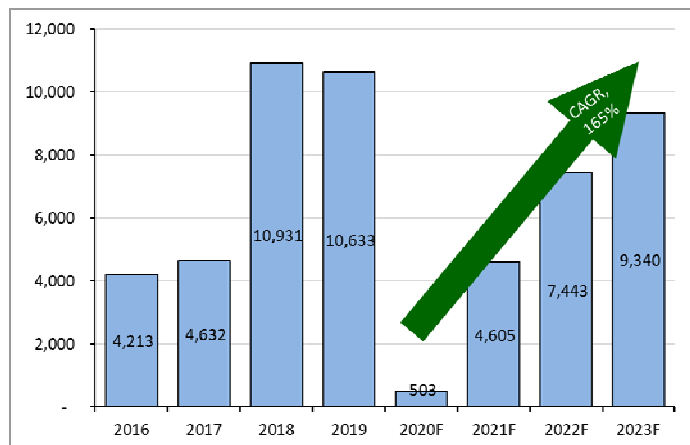
ยอดขายจาก Omnichannel ทะลุเป้าหมายและยังมีแนวโน้มการเติบโตที่ดี ยอดขาย Omnichannel ใน 2Q20 เติบโตขึ้นกว่า 400% yoy และคิดเป็น 13% ของยอดขายรวม (สูงกว่าเป้าหมายที่ 6% ของยอดขายรวมสำหรับปี 2020) โดยส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากการแพร่ระบาดของโควิด-19 ส่งผลให้พฤติกรรมผู้บริโภคของลูกค้านั้นเปลี่ยนแปลงไป และทำให้ลูกค้าหันมาซื้อของผ่านช่องทางออนไลน์มากขึ้น สำหรับในช่วง 3Q20 ทางผู้บริหารได้แจ้งว่าตัวเลขยอดขายจาก Omnichannel ปรับตัวลดลงเนื่องจากร้านค้าในกลุ่มสินค้า non-food ได้กลับมาเปิดดำเนินการปกติ อย่างไรก็ตามยอดขายจากช่องทาง Omnichannel ยังคงอยู่ในระดับสูงที่ราว 8%-9% นอกจากนี้ทาง CRC ยังตั้งเป้าหมายที่จะขยายการเติบโตของยอดขาย Omnichannel ในระดับ double high digits ต่อปี

รายได้ค่าเช่าพื้นที่ตัวตึกยังมีส่วนลดให้กับผู้เช่า รายได้จากค่าเช่าใน 2Q20 ปรับตัวลดลง 49.6% yoy อันเนื่องมาจากมาตรการล็อกดาวน์ในประเทศไทยและประเทศเวียดนาม ที่มีการปิดกิจการชั่วคราวเป็นระยะเวลา 44-56 วัน ส่งผลให้ทาง CRC งดเว้นค่าเช่าสำหรับร้านค้าที่ไม่สามารถเปิดกิจการได้ และให้ส่วนลดค่าเช่า 40-50% สำหรับร้านค้าที่ยังสามารถเปิดกิจการได้ สำหรับช่วง 2H20 ทางผู้บริหารได้แจ้งว่าจะปรับส่วนลดค่าเช่าลงอยู่ที่ 20-30% เนื่องจากสถานการณ์การแพร่ระบาดโควิด-19 ที่มีแนวโน้มที่ดีขึ้น เราประเมินว่าสำหรับปี 2021 ทาง CRC ยังคงให้ส่วนลดค่าเช่ากับทางร้านค้าที่ราว 10-15% เนื่องจากอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวจะยังไม่ฟื้น และตัวเลขคาดการณ์จำนวนนักท่องเที่ยวของ ธปท. อยู่ที่เพียง 9 ล้านคน ซึ่งยังต่ำกว่าช่วงก่อนการแพร่ระบาดโควิด-19 ที่ราว 40 ล้านคนมาก

กระแสเงินสดและฐานะทางการเงินที่เข้มแข็งหนุนการเติบโตอย่างยั่งยืน CRC มีการบริหาร Working capital ที่แข็งแกร่ง โดยในช่วงปี 2017-19 บริษัทมี Cash Conversion Cycle (CCC) เฉลี่ยที่ -30 วัน สำหรับปี 2020 เราประมาณการ CCC ปรับตัวสูงขึ้นมาอยู่ที่ -16.6 วัน เนื่องจากยอดขายประเภทสินค้าขายฝาก (Confinement Products) ปรับตัวลดลงมาจากมาตรการล็อกดาวน์ และส่งผลให้ Account payable และ Other payable ลดลงเช่นกัน อย่างไรก็ตาม จากการกลับมาเปิดกิจการตามปกติเราเชื่อว่ายอดขายประเภทสินค้าขายฝากจะกลับมา และส่งผลให้ CCC กลับมาดีขึ้น นอกจากนี้ทาง CRC มีงบดุลที่แข็งแกร่ง สะท้อนจาก Net IBD/Equity ที่เพียง 0.8 เท่า และยังบ่งบอกถึงความสามารถในการลงทุนที่อยู่ในระดับสูงเพื่อเสริมการเติบโตของผลประกอบการในอนาคต

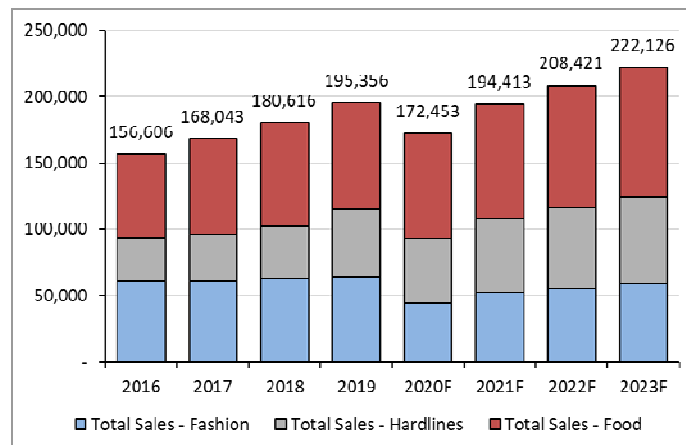
การเข้าซื้อ COL จะช่วยเพิ่มมูลค่าหุ้น CRC ที่ 1.70-1.85 บาท CRC แจ้งว่ากับที่ประชุมคณะกรรมการบริษัทเมื่อวันที่ 14 ก.ย. ในการอนุมัติการเข้าซื้อกิจการบริษัท ซีโอแอล (COL) โดยเป็นการทำค่าเสนอซื้อหุ้น COL ทั้งหมด 100% ใน COL ในราคาหุ้นละ 19.00 บาท คิดเป็นมูลค่ารวม 12,160 ลบ. โดยคาดว่าจะระดมทุนทำค่าเสนอซื้อและการเพิกถอนหลักทรัพย์ของ COL จะเสร็จสมบูรณ์ในช่วง 1Q21 โดยการเข้าซื้อครั้งนี้จะส่งผลให้อัตรากำไรสุทธิของ CRC ปรับตัวขึ้นเนื่องจากอัตรากำไรสุทธิของ COL ในปี 2019 อยู่ที่ 6.7% ซึ่งสูงกว่า CRC ที่ 4.8% นอกจากนี้ยังได้ประโยชน์จากการ Synergy ด้วยการ Cross sell ในฐานลูกค้าหลักที่เป็นกลุ่ม B2B จากทางฝั่งของ COL การประหยัดต้นทุนจากการได้ส่วนลดจากการซื้อสินค้าในปริมาณที่มากขึ้น และการใช้บุคลากรร่วมกัน โดยทางผู้บริหารได้แจ้งว่าผลจากการ synergy จะส่งผลให้รายได้จากยอดขาย Hardlines เพิ่มขึ้น 2%-3% และต้นทุนการขายและค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานลดลง 2%-3% ในระยะ 5 ปีข้างหน้า จากการประมาณการของเราหากมูลค่า Synergy เป็นไปตามที่ทางผู้บริหารได้แจ้งไว้ จะมี Upside ต่อราคาหุ้นของ CRC คิดเป็น 1.70-1.85 บาท/หุ้น

FIGURE 1: NET PROFIT OUTLOOK



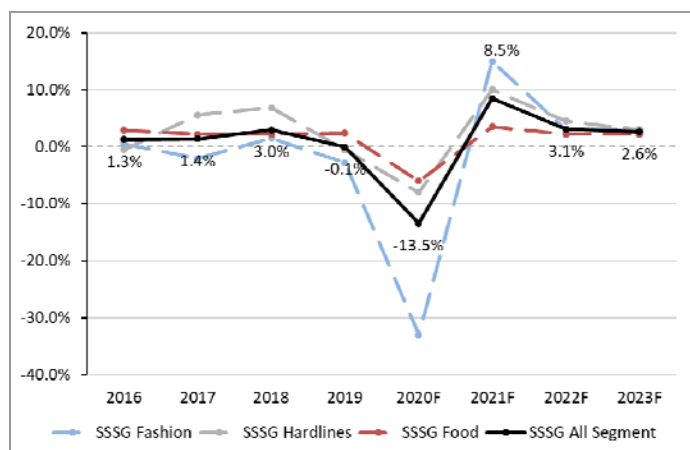
Source: CRC, UOBKH

FIGURE 2: TOTAL SALE OUTLOOK



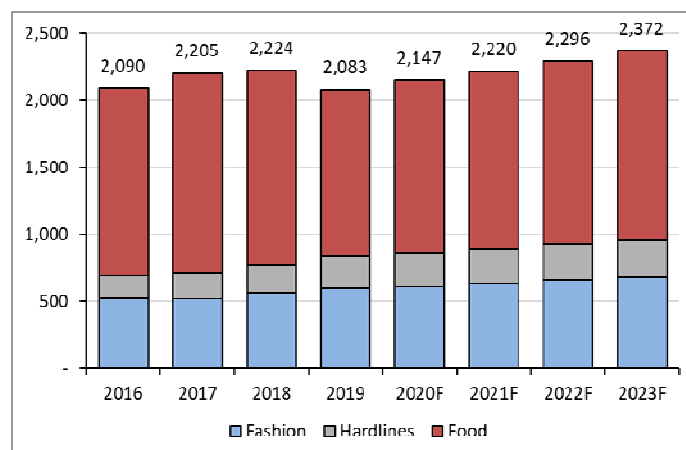
Source: CRC, UOBKH

FIGURE 3: SSSG OUTLOOK



Source: CRC, UOBKH

FIGURE 4: STORE FRONT AND EXPANSION



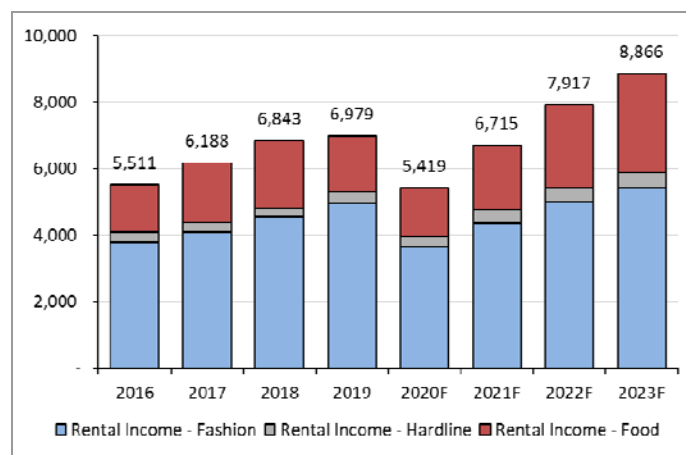
Source: CRC, UOBKH

FIGURE 5: OMNICHANNEL SALES JAN 2019-JUN 2020



Source: CRC

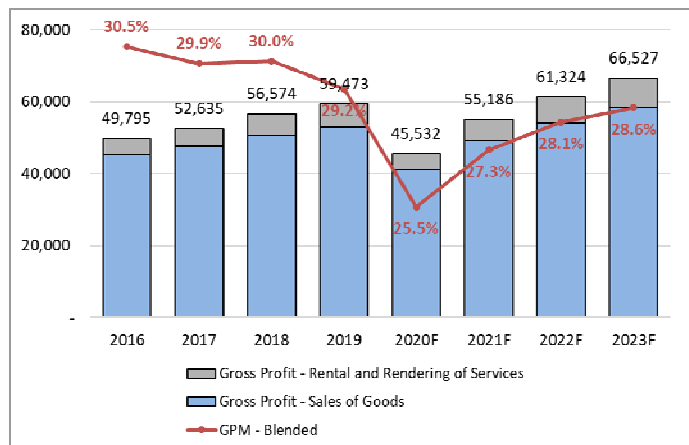
FIGURE 6: RENTAL INCOME OUTLOOK



Source: CRC, UOBKH

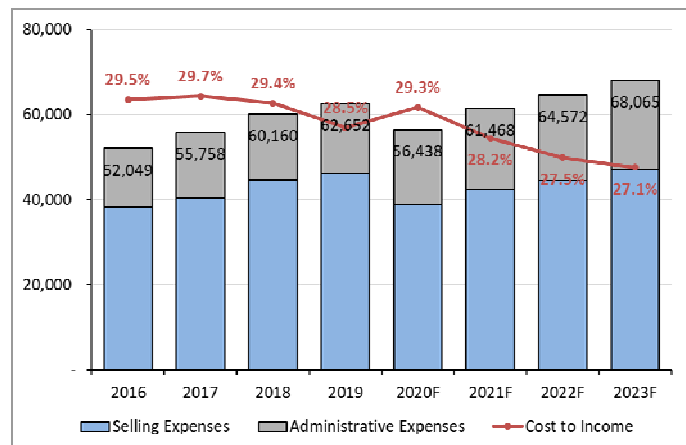
รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเฉพาะที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูเอช เคียฮัน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือเอกสารทางการเงินใดๆที่ปรากฏในรายงาน

FIGURE 7: GROSS PROFIT OUTLOOK



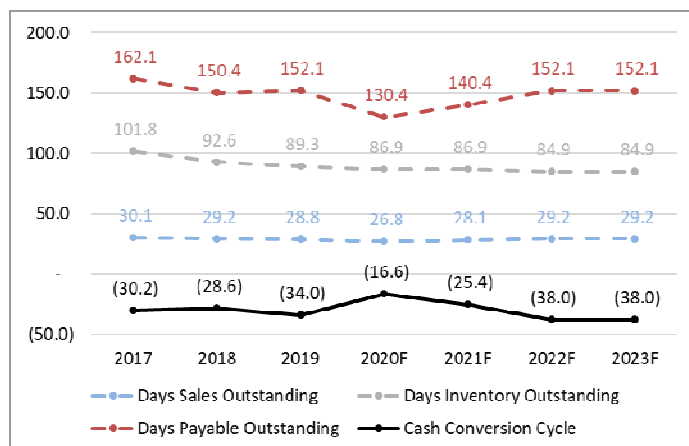
Source: CRC, UOBKH

FIGURE 8: COST TO INCOME OUTLOOK



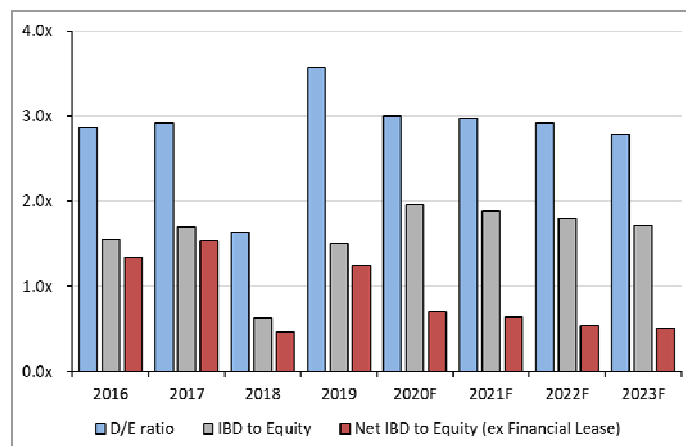
Source: CRC, UOBKH

FIGURE 9: CASH CONVERSION CYCLE OUTLOOK



Source: CRC, UOBKH

FIGURE 10: LEVERAGE RATIOS OUTLOOK



Source: CRC, UOBKH

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเฉพาะที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮีเนียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือเอกสารทางการเงินใดๆที่ปรากฏในรายงาน

การประเมินมูลค่าเหมาะสม

เราเริ่มต้นคำแนะนำซื้อ สำหรับหุ้น CRC ด้วยราคาเป้าหมายสำหรับปี 2021F ที่ 36.50 บาท ด้วยวิธี DCF โดยใช้ WACC ที่ 9.5% และ Terminal Growth Rate ที่ 2.5% ทั้งนี้ราคาเป้าหมายของเราคิดเป็น EV/EBITDA ปี 2021F ที่ 15.0 เท่า ซึ่งยังต่ำกว่าค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี ของกลุ่ม Commerce ที่ 17.2 เท่า ในขณะที่ราคาปัจจุบันคิดเป็น EV/EBITDA ปี 2021F ที่เพียง 12.2 เท่า ซึ่งเรามองว่าค่อนข้างถูก และเป็นโอกาสที่ดีในการเข้าซื้อสะสม นอกจากนี้แนวโน้มการเติบโตของกำไรสุทธิของ CRC อยู่ในระดับที่สูงที่ CAGR 165% สำหรับปี 2020F-23F

นอกจากนี้เราประเมินว่าราคาหุ้น CRC มี Upside จากการเข้าซื้อกิจการ COL ที่ 1.70-1.85 บาท/หุ้น โดยเราคำนวณด้วยวิธี DCF และตั้งสมมุติฐานว่า CRC จะใช้เงินที่มาจากกำไรสุทธิ 50% ของมูลค่าการเข้าซื้อกิจการ COL นี้ เรายังไม่ได้รวมมูลค่าเพิ่มเติมดังกล่าวเข้าไปในราคาเป้าหมายของเรา เนื่องจากการเข้าซื้อครั้งนี้ยังต้องรอการอนุมัติของผู้ถือหุ้นเดิมของ COL โดยจะจัดขึ้นในวันที่ 22 ต.ค. 20 และต้องมีจำนวนผู้เห็นด้วยเป็น 3 ใน 4 ของผู้ลงคะแนนทั้งหมด

FIGURE 11: FCF PROJECTION

Central Retail Corporation Pcl - FCF Projections:		Historical				Growth Stage				Second Stage				Terminal Stage			
		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029		
		2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F		
Revenue:	฿ M	176,281	187,998	206,620	222,737	192,900	218,235	234,953	250,827	267,005	282,224	296,194	309,819	322,986	335,583		
Revenue Growth Rate:	%	N/A	6.6%	9.9%	7.8%	-13.4%	13.1%	7.7%	6.8%	6.5%	5.7%	5.0%	4.6%	4.3%	3.9%		
Operating Income (EBIT):	฿ M	11,118	9,555	14,879	15,940	3,283	9,587	13,750	16,578	18,314	20,064	21,797	23,110	24,415	25,703		
Operating Margin:	%	6.3%	5.1%	7.2%	7.2%	1.7%	4.4%	5.9%	6.6%	6.9%	7.1%	7.4%	7.5%	7.6%	7.7%		
Growth Rate:	%	N/A	-14.1%	55.7%	7.1%	-79.4%	192.0%	43.4%	20.6%	10.5%	9.6%	8.6%	6.0%	5.6%	5.3%		
(-) Taxes, Excluding Effect of Interest:	฿ M	(2,224)	(1,911)	(2,976)	(3,188)	(657)	(1,917)	(2,750)	(3,316)	(3,663)	(4,013)	(4,359)	(4,622)	(4,883)	(5,141)		
Net Operating Profit After Taxes (NOPAT):	฿ M	8,895	7,644	11,904	12,752	2,626	7,670	11,000	13,262	14,651	16,051	17,438	18,488	19,532	20,562		
Adjustments for Non-Cash Charges:																	
(+) Depreciation & Amortization:	฿ M	11,866	12,173	11,107	9,874	10,408	11,148	12,227	13,312	14,171	14,979	15,720	16,443	17,142	17,811		
% Revenue:	%	6.7%	6.5%	5.4%	4.4%	5.4%	5.1%	5.2%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%		
(+/-) Deferred Income Taxes:	฿ M																
% Income Statement Taxes:	%																
(+/-) Change in Accounts Receivable:	฿ M	2,879	(714)	(471)	(1,431)	3,442	(2,275)	(1,719)	(1,096)								
(+/-) Change in Inventory:	฿ M	(1,577)	(259)	1,467	(5,187)	6,154	(3,263)	(1,351)	(2,187)								
(+/-) Change in Other Assets:	฿ M	1,394	(308)	7,284	(2,855)	-	-	-	-								
(+/-) Change in Accounts Payable:	฿ M	(5,947)	4,026	(3,884)	15,436	(20,125)	8,881	8,510	3,919								
(+/-) Change in Income Tax Payable:	฿ M																
(+/-) Change in Accrued Expenses:	฿ M																
Net Change in Working Capital:	฿ M	(3,251)	2,745	4,396	5,964	(10,530)	3,343	5,441	635	4,005	4,516	5,035	5,422	5,814	6,208		
% Change in Revenue:	%	N/A	23.4%	23.6%	37.0%	35.3%	13.2%	32.5%	4.0%	24.8%	29.7%	36.0%	39.8%	44.2%	49.3%		
% Revenue:	%	(1.8%)	1.5%	2.1%	2.7%	(5.5%)	1.5%	2.3%	0.3%	1.5%	1.6%	1.7%	1.8%	1.8%	1.9%		
(-) Capital Expenditures:	฿ M	(10,719)	(14,148)	(11,870)	(10,503)	(12,187)	(16,280)	(17,407)	(18,506)	(17,697)	(16,589)	(15,188)	(15,113)	(14,947)	(14,691)		
% Revenue:	%	(6.1%)	(7.5%)	(5.7%)	(4.7%)	(6.3%)	(7.5%)	(7.4%)	(7.4%)	(6.6%)	(5.9%)	(5.1%)	(4.9%)	(4.6%)	(4.4%)		
Unlevered Free Cash Flow:	฿ M	6,790	8,414	15,536	18,086	(9,683)	5,881	11,260	8,704	15,131	18,957	23,005	25,240	27,541	29,890		
Growth Rate:	%	N/A	23.9%	84.7%	16.4%	(153.5%)	(160.7%)	91.5%	(22.7%)	73.8%	25.3%	21.4%	9.7%	9.1%	8.5%		
EBITDA:	฿ M	22,984	21,728	25,987	25,814	13,691	20,735	25,977	29,890	32,485	35,042	37,517	39,553	41,557	43,513		
Growth Rate:	%	N/A	(5.5%)	19.6%	(0.7%)	(47.0%)	51.5%	25.3%	15.1%	8.7%	7.9%	7.1%	5.4%	5.1%	4.7%		

Source: CRC, UOB Kay Hian

FIGURE 12: TARGET PRICE SENSITIVITY

		Terminal Growth Rate:									
		0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	
Weighted Average Cost of Capital (WACC):	11.0%	20.50	22.00	23.00	24.50	26.00	28.00	30.00	32.00	34.50	
	10.5%	23.00	24.00	25.50	27.00	29.00	31.00	33.50	36.00	39.50	
	10.0%	25.50	27.00	28.50	30.50	32.50	35.00	37.50	41.00	45.00	
	9.5%	28.00	29.50	31.50	34.00	36.50	39.00	42.50	46.50	51.50	
	9.0%	31.00	33.00	35.00	38.00	41.00	44.50	48.50	53.50	59.50	
	8.5%	34.50	36.50	39.50	42.50	46.00	50.50	55.50	61.50	69.50	
	8.0%	38.00	41.00	44.00	48.00	52.50	57.50	64.00	72.00	82.50	

Source: CRC, UOB Kay Hian

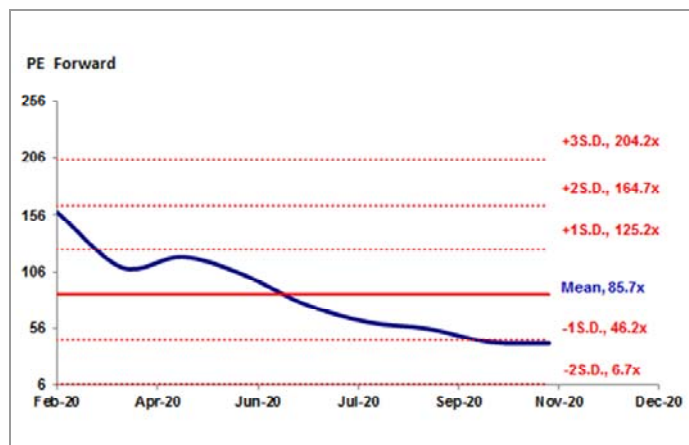
รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเฉพาะที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูเอสบี เคย์ ฮีเนียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการดังกล่าวที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือการแสวงหาผลประโยชน์ใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

FIGURE 13: PEER COMPARISON

Company	Rec.	Last Price	Target Price	Upside Downside	Market Cap	PE		EPS CAGR (%)	PEG	ROE	EV/EBITDA
		(Bt)	(Bt)	(%)	(US\$ m)	2020F	2021F	2019-21F	2021F	2021F	2021F
BJC	BUY	35.00	46.0	31.4	4,425	33.9	19.7	-1.2	-0.8	5.8	13.3
CPALL	BUY	60.00	80.0	33.3	17,003	29.2	23.1	2.1	-1.7	19.9	15.0
HMPRO	HOLD	14.30	15.0	4.9	5,933	37.6	29.7	1.3	-2.0	29.1	21.5
COM7	BUY	40.50	49.0	21.0	1,533	35.5	27.2	21.1	2.9	38.4	19.0
GLOBAL		19.40	20.5	5.9	2,710	39.8	33.2	10.9	16.7	14.1	21.7
DOHOME		15.00	14.1	-6.3	1,031	42.3	34.2	5.4	-4.2	12.0	21.9
CPN	BUY	44.00	56.8	29.0	6,229	22.2	19.2	-6.3	-0.9	13.5	18.7
Average					38,863	31.2	24.3			18.8	17.2

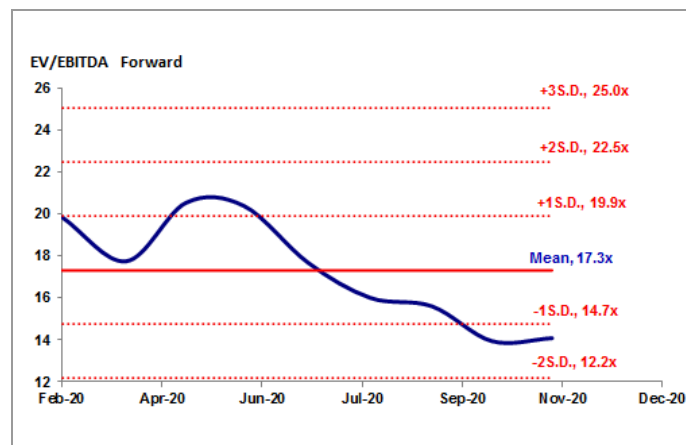
Source: Bloomberg, UOB Kay Hian

FIGURE 14: CRC PE BAND



Source: CRC, UOBKH

FIGURE 15: CRC EV/EBITDA BAND



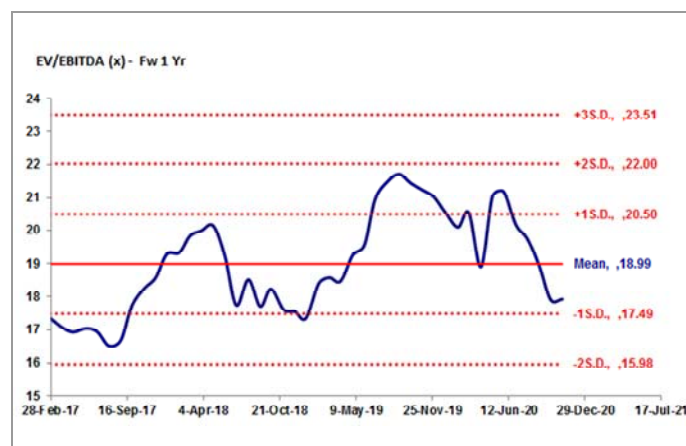
Source: CRC, UOBKH

FIGURE 16: COMMERCE PE BAND



Source: Commerce companies, UOBKH

FIGURE 17: COMMERCE EV/EBITDA BAND



Source: Commerce companies, UOBKH

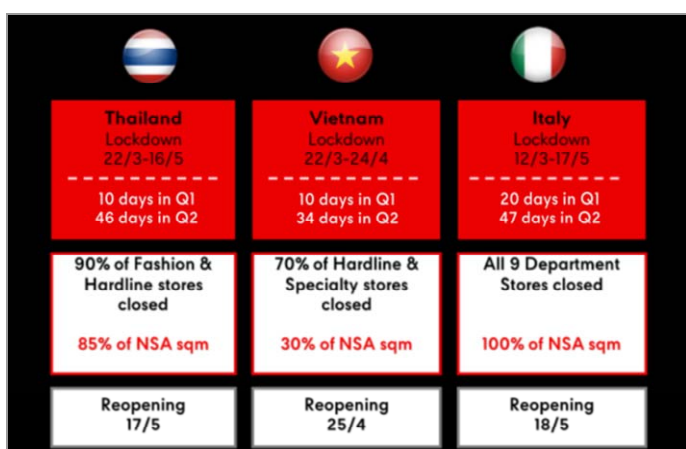
สภาวะอุตสาหกรรม

ผ่อนคลายมาตรการล็อกดาวน์จากการแพร่ระบาดโควิด-19 จากการแพร่ระบาดของโควิด-19 ส่งผลให้รัฐบาลในประเทศต่างๆ ใช้มาตรการปิดประเทศ และมีการปิดกิจการชั่วคราวสำหรับสินค้าจำเป็น ทำให้ CRC ได้รับผลกระทบอย่างมากต่อธุรกิจของบริษัทฯ โดย ณ ช่วงที่มีการล็อกดาวน์บริษัทฯ จำเป็นที่จะต้องปิดธุรกิจที่ไม่ใช่การจำหน่ายอาหารลงชั่วคราวเป็นระยะเวลา 47-67 วัน และทำให้ 80% ของ Net Saleable Area (NSA) นั้นไม่สามารถประกอบกิจการได้ อย่างไรก็ตามจากสภาวะการแพร่ระบาดของโควิด-19 ที่ควบคุมได้มากขึ้น หลายๆ ประเทศได้มีการผ่อนคลายมาตรการล็อกดาวน์และอนุญาตให้หลายธุรกิจกลับมาดำเนินการได้ปกติ เพราะฉะนั้นเรามองจุดต่ำสุดของผลการดำเนินงานของ CRC ได้ผ่านไปแล้วในช่วง 2Q20

การท่องเที่ยวยังคงซบเซาถึงปลายปี 2021 ธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) ประกาศปรับลดคาดการณ์จำนวนนักท่องเที่ยวปี 2020-21 จาก 8 ล้านคน และ 16.2 ล้านคน เหลือ 6.7 ล้านคน และ 9 ล้านคน ตามลำดับ เนื่องจากสถานการณ์การแพร่ระบาดโควิด-19 ในต่างประเทศยังคงรุนแรง จากตัวเลขคาดการณ์นักท่องเที่ยวปี 2021 ของ ธปท. ที่ 9 ล้านคน ซึ่งลดลงจากช่วงก่อนการแพร่ระบาดของโควิด-19 ในปี 2019 ที่ราว 40 ล้านคน หรือลดลง 77% เรามองว่าการลดลงของนักท่องเที่ยวที่เข้ามาในประเทศจะกดดันต่อการฟื้นตัวบางส่วน of CRC โดยเฉพาะธุรกิจ Fashion ซึ่งมีสัดส่วนการซื้อสินค้าของนักท่องเที่ยวคิดเป็นราว 10% ของยอดขายรวมในประเทศไทย และ 30% ของยอดขายรวมในประเทศอิตาลี

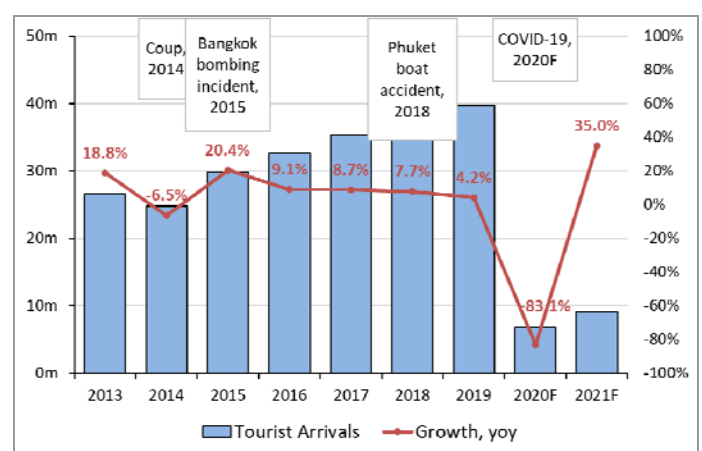
มาตรการกระตุ้นการบริโภคภาครัฐช่วยหนุนยอดขาย ศบศ. เสนอมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจใหม่ “ข้อดีมีคืน” เมื่อวันที่ 7 ต.ค. 20 โดยให้สิทธิในการลดหย่อนภาษีคนละ 3 หมื่นบาท ซึ่งจะเริ่มตั้งแต่ 23 ต.ค. - 31 ธ.ค. 20 และคาดว่าจะมีเม็ดเงินเข้าสู่ระบบจากโครงการนี้ 5.5 หมื่นลบ. คิดเป็น 1-2% ของยอดขายปลีกไทย นอกจากนี้รัฐบาลยังมีมาตรการอื่นๆ ที่จะมาช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจในช่วง 4Q20 อาทิ เพิ่มวงเงินให้กับบัตรสวัสดิการแห่งรัฐ คนละครั้ง ฯลฯ คิดเป็นงบประมาณรัฐบาลราว 6 หมื่นลบ. และคาดว่าจะมีเงินไหลเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจราว 2 แสนลบ. เราเชื่อว่ามาตรการเหล่านี้จะส่งผลดีต่อธุรกิจของ CRC โดยเฉพาะกลุ่มธุรกิจ Hardlines ในช่วง 4Q20

FIGURE 18: IMPACTS FROM COVID-19 PREVENTIVE MEASURES



Source: CRC

FIGURE 19: THAILAND TOURIST ARRIVAL



Source: CRC, UOBKH

ภาพรวมบริษัท

บริษัท เซ็นทรัล รีเทล คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (CRC) เป็นผู้นำในธุรกิจค้าปลีกสินค้าหลากหลายประเภทผ่านรูปแบบและช่องทางที่หลากหลาย (Multi-format and Multi-category) โดยธุรกิจของ CRC แบ่งออกเป็น 3 ธุรกิจด้วยกัน คือ ธุรกิจแฟชั่น ธุรกิจฮาร์ดไลน์ และธุรกิจอาหาร และดำเนินธุรกิจใน 3 ประเทศ คือ ประเทศไทย ประเทศเวียดนาม และประเทศอิตาลี

โครงสร้างรายได้

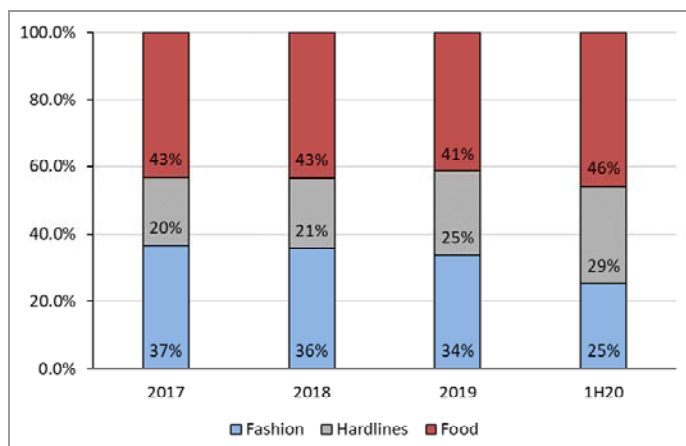
ณ สิ้นปี 2019 CRC มีสัดส่วนรายได้จากธุรกิจแฟชั่น/ฮาร์ดไลน์/อาหาร ที่ 34%/25%/41% ตามลำดับ และหากแบ่งรายได้ตามภูมิประเทศจะมีสัดส่วนรายได้จากประเทศไทย/เวียดนาม/อิตาลี ที่ 74%/18%/7% ตามลำดับ อย่างไรก็ตามจากผลกระทบของมาตรการล็อกดาวน์เพื่อป้องกันการแพร่ระบาดของโควิด-19 ส่งผลให้ธุรกิจที่ไม่ใช่การจำหน่ายอาหาร (โดยเฉพาะธุรกิจแฟชั่น) ได้รับความกระทบต้องปิดกิจการลงชั่วคราว และทำให้โครงสร้างรายได้ของ CRC เปลี่ยนแปลง โดย ณ 1H20 บริษัท มีสัดส่วนรายได้จากธุรกิจแฟชั่น/ฮาร์ดไลน์/อาหาร ที่ 25%/29%/46% ตามลำดับ และสัดส่วนรายได้จากประเทศไทย/เวียดนาม/อิตาลี ที่ 71%/25%/4% ตามลำดับ

FIGURE 20: BUSINESS SEGMENT



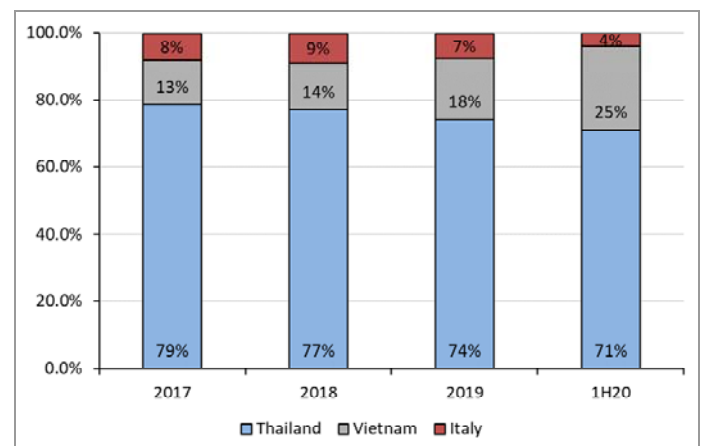
Source: CRC, UOB Kay Hian

FIGURE 21: REVENUE BY BUSINESS



Source: CRC, UOBKH

FIGURE 22: REVENUE BY GEOGRAPHY



Source: CRC, UOBKH

ปัจจัยความเสี่ยง

ความเสี่ยงจากภาวะเศรษฐกิจในประเทศที่แย่กว่าคาด จากผลกระทบของการแพร่ระบาดของโควิด-19 ส่งผลให้เศรษฐกิจในประเทศไทยชะลอตัวลง โดย ธปท. ได้ประเมินว่า GDP ของประเทศไทยจะปรับตัวลดลง 7.8% ในปี 2020 อย่างไรก็ตามจากความไม่แน่นอนของผลกระทบของโควิด-19 เราอาจมีความไม่แน่นอนที่อาจเกิดการแพร่ระบาดระลอก 2 ขึ้น ซึ่งอาจจะมีมาตรการล็อกดาวน์อีกครั้งและอาจทำให้ผลกระทบของการของ บริษัทฯ แย่กว่าที่ประมาณการไว้

ความเสี่ยงจากการความผันผวนของค่าเงิน บริษัทฯ มีรายได้ที่เป็นสกุลต่างประเทศในปี 2018-19 ที่ 22.7% และ 25.7% ตามลำดับ ประกอบไปด้วยเงินสกุลต่างประเทศเวียดนามและเงินยูโรในประเทศอิตาลี นอกจากนี้บริษัทฯ มีแนวโน้มที่จะขยายธุรกิจในประเทศเวียดนามมากขึ้น ส่งผลให้บริษัทฯ มีความเสี่ยงจากสกุลเงินที่ผันผวน โดยเฉพาะในกรณีของค่าเงินบาทแข็งค่าเนื่องจากเมื่อแปลงเงินต่างประเทศให้มาอยู่ในรูปของเงินบาทแล้ว จะทำให้มูลค่าดังกล่าวลดลง

ความเสี่ยงจากข้อกำหนดและการกำกับดูแล บริษัทฯ ประกอบธุรกิจในประเทศไทย เวียดนาม และอิตาลี ซึ่งในแต่ละประเทศมีข้อกำหนดและการกำกับดูแลที่แตกต่างกัน เพราะฉะนั้นบริษัทฯ จึงมีความเสี่ยงต่อ Regulatory risk หากมีการออกข้อกำหนดหรือการกำกับดูแลใหม่ที่ไม่เอื้อต่อการดำเนินธุรกิจของบริษัทฯ

Initiate Coverage

Wednesday, 14 October 2020

Company Name: Central Retail Corporation Pcl

PROFIT & LOSS

Year to 31 Dec (Btm)	2019	2020F	2021F	2022F
Net turnover	219,455	192,900	218,235	234,953
EBITDA	22,140	13,575	20,604	25,836
Deprec. & amort.	9,874	10,408	11,148	12,227
EBIT	12,267	3,167	9,456	13,609
Total other non-operating income	391	116	131	141
Associate contributions	-	-	-	-
Net interest income/(expense)	(1,085)	(2,239)	(3,046)	(3,178)
Pre-tax profit	14,855	1,044	6,541	10,573
Tax	(2,495)	(37)	(1,308)	(2,115)
Minorities	(1,726)	(503)	(628)	(1,015)
Net profit	10,633	503	4,605	7,443
Net profit (adj.)	10,633	503	4,605	7,443

CASH FLOW

Year to 31 Dec (Btm)	2019	2020F	2021F	2022F
Operating	18,386	382	19,096	25,111
Pre-tax profit	14,855	1,044	6,541	10,573
Tax	(2,495)	(37)	(1,308)	(2,115)
Deprec. & amort.	9,874	10,408	11,148	12,227
Associates	-	-	-	-
Working capital changes	7,538	(10,530)	3,343	5,441
Non-cash items	-	-	-	-
Other operating cashflows	(9,659)	-	-	-
Investing	(13,588)	(71,833)	(25,119)	(26,328)
Capex (growth)	(10,503)	(12,187)	(16,280)	(17,407)
Capex (maintenance)	-	-	-	-
Investments	4,977	(59,646)	(8,839)	(8,921)
Proceeds from sale of assets	-	-	-	-
Others	(8,062)	-	-	-
Financing	(6,480)	81,256	5,919	4,060
Dividend payments	(22,695)	(2,371)	-	(2,303)
Issue of shares	-	55,177	-	-
Proceeds from borrowings	18,946	60,492	5,342	5,411
Loan repayment	-	-	-	-
Others/interest paid	(2,730)	(32,043)	577	951
Net cash inflow (outflow)	(1,682)	9,804	(104)	2,842
Beginning cash & cash equivalent	11,065	10,073	19,877	19,773
Changes due to forex impact	690	-	-	-
Ending cash & cash equivalent	10,073	19,877	19,773	22,616

BALANCE SHEET

Year to 31 Dec (Btm)	2019	2020F	2021F	2022F
Fixed assets	41,862	43,526	47,931	52,378
Other LT assets	79,299	138,979	148,526	158,162
Cash/ST investment	10,073	19,877	19,773	22,616
Other current assets	55,712	46,197	51,755	54,842
Total assets	186,945	248,580	267,984	287,998
ST debt	51,563	61,390	60,633	59,889
Other current liabilities	67,950	47,825	56,706	65,216
LT debt	9,592	60,257	66,355	72,512
Other LT liabilities	16,881	16,881	16,881	16,881
Shareholders' equity	28,250	59,969	64,574	69,715
Minority interest	12,709	2,258	2,834	3,785
Total liabilities & equity	186,945	248,579	267,984	287,998

KEY METRICS

Year to 31 Dec (%)	2019	2020F	2021F	2022F
Profitability				
EBITDA margin	10.1	7.0	9.4	11.0
Pre-tax margin	6.8	0.5	3.0	4.5
Net margin	4.8	0.3	2.1	3.2
ROA	5.8	0.2	1.8	2.7
ROE	25.4	1.1	7.4	11.1
Growth				
Turnover	7.5	(12.1)	13.1	7.7
EBITDA	(4.9)	(38.7)	51.8	25.4
Pre-tax profit	8.5	(93.0)	526.9	61.6
Net profit	(2.7)	(95.3)	814.6	61.6
Net profit (adj.)	(2.7)	(95.3)	814.6	61.6
EPS	(40.1)	(96.2)	786.9	61.6
Leverage				
Debt to total capital	149.3	195.5	188.4	180.1
Debt to equity	216.5	202.9	196.7	189.9
Net debt/(cash) to equity	180.8	169.7	166.0	157.5
Interest cover (x)	20.4	6.1	6.8	8.1

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮีเนียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณ่ต่าง ๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือเอกสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน