

# Central Retail Corporation PCL

CRC TB Outperform

Target Price Bt 38.70

Price (17/06/2022) Bt 34.25

Upside % 12.99

Valuation DCF

Sector Commerce

Market Cap Btm 206,562

30-day avg turnover Btm 614.12

No. of shares on issue m 6,031

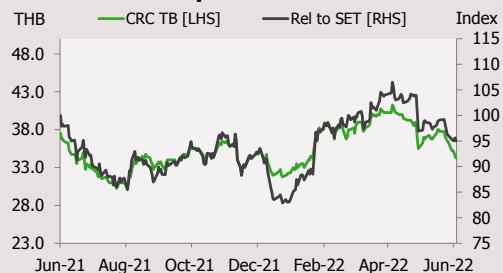
CG Scoring Excellent

Anti-Corruption Indicator Declared

## Investment fundamentals

Year end Dec 31	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>Company Financials</b>				
Revenue (Btmn)	181,791	212,979	239,648	264,187
Core profit (Btmn)	188	5,341	6,814	8,334
Net profit (Btmn)	59	5,341	6,814	8,334
Net EPS (Bt)	0.01	0.89	1.13	1.38
DPS (Bt)	0.30	0.35	0.45	0.55
BVPS (Bt)	9.35	9.88	10.56	11.39
Net EPS growth (%)	28.32	8,897	27.58	22.30
ROA (%)	0.11	1.82	2.24	2.66
ROE (%)	0.11	8.96	10.70	12.13
Net D/E (x)	1.98	1.96	1.81	1.58
<b>Valuation</b>				
P/E (x)	3,479.24	38.67	30.31	24.79
P/BV (x)	3.66	3.47	3.24	3.01
EV/EBITDA (x)	16.50	11.88	10.32	9.16
Dividend yield (%)	0.88	1.03	1.32	1.61

## CRC TB rel SET performance



Source: Bloomberg (All figures in THB unless noted.)

**Disclaimer:** KS or its affiliates is acting or may act as the underwriter, issuer, and/or market maker of the securities mentioned in this document and/or other financial instruments related to the securities mentioned in this document, including but not limit to, bonds, debentures, derivatives warrants, and structured notes. Investors should study the information contained in the prospectus or related document before investing in the shares and other financial instruments.

## Analyst

Tareetip Wongsangpaiboon

Tareetip.w@kasikornsecurities.com

20 June 2022

Kasikorn Securities Public Company Limited

## ร้านรูปแบบใหม่ของกลุ่มฮาร์ดไลน์และอาหาร

- ▶ เราชอบรูปแบบ stand-alone ของ Tops จากโอกาสในการขยายธุรกิจ แต่มีมุมมองที่เป็นกลางต่อ go! Wow จากการแข่งขันที่รุนแรงในกลุ่ม
- ▶ SSSG 2QTD ยังเติบโตดีที่ 20% จากการฟื้นตัวที่ดีของกลุ่มแฟชั่น แม้ความกังวลต่อเรื่องต้นทุนที่เพิ่มขึ้น อาจส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรไตรมาส 2/65
- ▶ คงคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายกลางปี 2566 ที่ 38.7 บาท เราชอบ CRC จากการฟื้นตัวของ SSSG ที่ดีและประโยชน์ที่อาจได้รับจากนักท่องเที่ยวต่างชาติ

## Investment Highlights

- ▶ เยี่ยมชมร้านค้ารูปแบบใหม่ เมื่อวันศุกร์ที่ผ่านมา (17 มิ.ย.) CRC เปิดให้เข้าเยี่ยมชมร้านค้ารูปแบบใหม่รวมถึงร้านขายสินค้าตกแต่งบ้านแบบไฮบริดอย่าง ไทวีสต์ X BnB และร้านขายสินค้าลักษณะเฉพาะแห่งใหม่ในกลุ่มฮาร์ดไลน์อย่าง go! Wow (โก! ว้าว) และซูเปอร์มาร์เก็ตแบบนอกห้างสรรพสินค้า (stand-alone) อย่าง Tops Market (ท็อปส์ มาร์เก็ต)
- ⇒ ไทวีสต์ x BNB ร้านขายสินค้าตกแต่งบ้านแบบไฮบริดแห่งแรกในย่านศรีสมาน จ.ปทุมธานี เปิดให้บริการตั้งแต่ไตรมาส 4/2564 ด้วยพื้นที่ขาย 19,000 ตร.ม. และมีสินค้าจำหน่ายประมาณ 40,000 รายการ โดยวัตถุประสงค์ของการพัฒนาร้านค้ารูปแบบไฮบริดนี้คือการรวมลูกค้าเป้าหมายหลักอย่างเจ้าของบ้าน และผู้รับเหมา และทำให้การเข้าใช้บริการในร้านมีความต่อเนื่องในทุกช่วงเวลา เนื่องจากโดยปกติผู้รับเหมาจะเข้ามาที่ร้านในช่วงเช้าของวันธรรมดา ส่วนเจ้าของบ้านจะเดินทางมาที่ร้านในช่วงเวลาเย็นและช่วงวันหยุดสุดสัปดาห์ CRC มีแผนที่จะเปิดตัวร้านค้ารูปแบบนี้อีก 2-3 แห่งภายในปีนี้ ขณะที่ร้านค้าแบบไฮบริดแห่งที่ 2 จะเปิดในเดือนช่วงเดือน มิ.ย. นี้ ที่ อ.บางแสน จ.ชลบุรี
- ⇒ go! Wow รูปแบบร้านค้าพิเศษแบบใหม่ที่ซีคอนสแควร์พร้อมพื้นที่ขาย 400 ตร.ม. และมี SKU ของสินค้าในกลุ่มของใช้ในครัวเรือนจำนวน 3,000-4,000 รายการ ส่วนใหญ่อยู่ในระดับราคาที่แข่งขันได้ สินค้าที่นำมาขายส่วนใหญ่เป็นการจัดหาโดยตรงผ่านระบบการจัดหาแบบ TWD และเป็นสินค้านำเข้าจากประเทศจีนราว 50% ของทั้งหมด ปัจจุบันมีร้านค้า go! Wow จำนวน 23 แห่ง และตั้งเป้าว่าจะเพิ่มเป็น 85 แห่ง ภายในสิ้นปี 2565 ผู้บริหาร CRC คาดว่าจะใช้เวลาประมาณ 2 ปี เพื่อแตะจุดคุ้มทุน และตั้งเป้าที่จะสร้างรายได้จากร้านค้ารูปแบบนี้ที่ 8 พันลบ.-1.0 หมื่นลบ. ภายในปี 2570
- ⇒ Tops Market แบบ stand-alone Tops Market แบบ stand-alone แห่งแรกตั้งอยู่ในซอยพัฒนาการ 30 ด้วยพื้นที่รวม 3,000 ตร.ม. และพื้นที่เช่าสุทธิ (NLA) ที่ 1,300 ตร.ม. โดย Tops Market มีพื้นที่ขายประมาณ 1,000-1,100 ตร.ม. และพื้นที่เช่าอีก 250 ตร.ม. ซึ่งเพิ่งเปิดให้บริการเมื่อเดือน พ.ค. 2565 CRC ตั้งเป้าที่จะเปิด Tops market ใหม่อีก 10 แห่งภายในปีนี้และจะเป็นการพัฒนาในรูปแบบ stand-alone 4-5 สาขา ขณะที่ Tops Market แบบ stand-alone/Tops Food Hall แห่งที่ 2 จะเปิดที่ซอยสุขุมวิท 39 ในเดือน ก.ค. นี้ วัตถุประสงค์ของการพัฒนาร้านค้าแบบ stand-alone คือ 1) ตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมของผู้บริโภคจากสถานการณ์โควิด-19 ที่ประชาชนมักจับจ่ายในร้านค้าใกล้บ้าน และชอบร้านค้าที่เข้าถึงง่ายมากกว่าร้านค้าในห้างสรรพสินค้าขนาดใหญ่และ 2) เติบโตขยาย Tops Market โดยไม่พึ่งแผนขยายของห้างสรรพสินค้าขนาดใหญ่

- ▶ SSSG 2QTD อัตราการเติบโตของยอดขายจากสาขาเดิม (SSSG) โดยรวมของ CRC แข็งแกร่ง SSSG ซึ่ง QTD ของ CRC ยังคงเป็นบวกที่ประมาณ 20-25% โดย >50% มาจากกลุ่มแฟชั่น 11-13% จากกลุ่มอาหาร และ 1-3% จากกลุ่มเครื่องใช้ไฟฟ้า การเติบโตของยอดขายไตรมาส 2/2565 มีแนวโน้มที่จะเติบโตอย่างมั่นคง YoY แต่ทรงตัว QoQ ขณะที่อัตรากำไรขั้นต้น (GPM) น่าจะปรับตัวดีขึ้น YoY และ QoQ จากการปรับราคาสินค้าตั้งแต่เดือน เม.ย.

## Valuation and Recommendation

- ▶ คงคำแนะนำ "ซื้อ" เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายที่ 38.7 บาท การประเมินมูลค่าหุ้นของเราอิงตามวิธี DCF โดยใช้อัตราลดที่ 8.1%

**Fig 1 Thai Watsadu X BnB on Srisaman Rd.**



Source: CRC and KS Research

**Fig 2 Indoor hybrid store, Thai Watsadu X BnB**



Source: www.siamrath.co.th and KS Research

**Fig 3 go!wow at Seacon Square**



Source: go!wow and KS Research

**Fig 4 Interior of go!wow at Seacon Square**



Source: go!wow and KS Research

**Fig 5 First Tops market at Pattanakarn 30**



**Fig 6 Interior of stand-alone Tops market**







Source: [www.siamrath.co.th](http://www.siamrath.co.th) and KS Research

Source: [www.siamrath.co.th](http://www.siamrath.co.th) and KS Research

**CRC : Year-end 31 Dec**

Income Statement (Btmn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Revenue	179,947	181,791	212,979	239,648	264,187
Cost of sales and services	-134,948	-135,847	-156,252	-175,703	-193,307
<b>Gross Profit</b>	44,999	45,944	56,727	63,944	70,880
SG&A	-57,088	-57,068	-62,348	-68,577	-74,289
Other income	14,364	13,863	15,415	17,162	18,126
<b>EBIT</b>	2,407	3,018	10,484	13,254	15,464
<b>EBITDA</b>	18,833	19,780	27,989	32,088	35,494
Interest expense	-2,950	-3,113	-3,384	-4,193	-4,382
Equity earnings	132	279	690	725	747
<b>EBT</b>	-543	-95	7,099	9,061	11,082
Income tax	884	372	-1,420	-1,812	-2,216
<b>NPAT</b>	341	277	5,680	7,249	8,865
Minority Interest	-295	-217	-338	-435	-532
<b>Core profit</b>	-910	188	5,341	6,814	8,334
Extraordinary items	-25	120	0	0	0
FX gain (loss)	981	-249	0	0	0
<b>Reported net profit</b>	46	59	5,341	6,814	8,334
Balance Sheet (Btmn)					
Cash & equivalents	15,912	16,579	46,430	45,483	47,390
Accounts receivable	4,570	4,860	5,693	6,406	7,062
Inventories	34,296	36,516	42,001	47,229	51,961
<b>Total current assets</b>	67,177	69,918	106,206	112,714	121,400
Investment in subs & others	483	390	390	390	390
Fixed assets-net	55,461	59,643	65,905	72,188	75,186
<b>Total assets</b>	239,180	263,228	311,514	323,255	333,094
Short-term debt	40,859	56,478	41,295	41,295	41,295
Accounts payable	31,569	36,905	42,448	47,732	52,515
<b>Total current liabilities</b>	89,049	111,662	104,777	112,681	119,834
Long-term debt	81,058	78,817	128,100	125,409	120,717
<b>Total liabilities</b>	183,465	204,147	248,890	256,107	260,414
Paid-up capital	6,031	6,031	6,031	6,031	6,031
Share premium	66,761	66,761	66,761	20	21
Retained earnings	10,145	7,792	10,997	15,085	20,085
Minority interests	2,321	2,693	3,031	3,466	3,998
<b>Total shareholders' equity</b>	55,715	59,081	62,624	67,148	72,680
<b>Total equity &amp; liabilities</b>	239,180	263,228	311,514	323,255	333,094
Key Assumptions					
Gross margin (%)	25.0	25.3	26.6	26.6	26.7
Gross margin - sales only (%)	23.2	23.8	25.0	25.0	25.1
SG&A to sales (%)	31.7	31.4	29.3	28.6	28.1
Revenue breakdown by category (%)					
Net revenue from fashion	26.70	25.72	28.21	27.98	26.88
Net revenue from hardline	30.17	39.12	34.75	36.58	37.60
Net revenue from food	43.14	35.15	37.04	35.44	35.53
Revenue breakdown by country (%)					
Net revenue from Thailand	72.14	72.04	71.54	72.71	72.73
Net revenue from Vietnam	23.08	21.83	21.40	20.70	21.23
Net revenue from Italy	4.78	6.13	7.05	6.59	6.04

Cashflow (Btmn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Net profit	341	277	5,680	7,249	8,865
Depreciation & amortization	16,558	17,041	18,195	19,559	20,777
Change in working capital	-7,806	2,175	-3,180	3,503	4,065
Others	2,868	3,868	-338	-435	-532
<b>CF from operation activities</b>	11,961	23,360	20,356	29,876	33,175
Capital expenditure	-7,818	-7,702	-24,457	-25,841	-23,775
Investment in subs and affiliates	219	-15,149	0	0	0
Others	-1,180	-54	1,650	0	0
<b>CF from investing activities</b>	-8,779	-22,906	-22,807	-25,841	-23,775
Cash dividend	-12,619	-2,477	-2,137	-2,726	-3,333
Net proceeds from debt	-6,514	3,446	34,100	-2,691	-4,691
Capital raising	22,457	0	0	0	0
Others	-419	-1,119	338	435	532
<b>CF from financing activities</b>	2,905	-149	32,302	-4,982	-7,493
<b>Net change in cash</b>	6,087	306	29,851	-947	1,907
Key Statistics & Ratios					
Per share (Bt)					
Reported EPS	0.01	0.01	0.89	1.13	1.38
Core EPS	-0.15	0.03	0.89	1.13	1.38
DPS	0.40	0.30	0.35	0.45	0.55
BV	8.85	9.35	9.88	10.56	11.39
EV	51.91	54.13	55.14	54.92	53.92
Free Cash Flow	0.69	2.60	-0.68	0.67	1.56
Valuation analysis					
Reported P/E (x)	N.M	3,479	38.67	30.31	24.79
Core P/E (x)	-227.06	1,097	38.67	30.31	24.79
P/BV (x)	3.87	3.66	3.47	3.24	3.01
EV/EBITDA (x)	16.62	16.50	11.88	10.32	9.16
Price/Cash flow (x)	17.27	8.84	10.15	6.91	6.23
Dividend yield (%)	1.17	0.88	1.03	1.32	1.61
Profitability ratios					
Gross margin (%)	25.01	25.27	26.64	26.68	26.83
EBITDA margin (%)	10.47	10.88	13.14	13.39	13.44
EBIT margin (%)	1.34	1.66	4.92	5.53	5.85
Net profit margin (%)	0.19	0.15	2.67	3.02	3.36
ROA (%)	0.14	0.11	1.82	2.24	2.66
ROE (%)	0.09	0.11	8.96	10.70	12.13
Liquidity ratios					
Current ratio (x)	0.75	0.63	1.01	1.00	1.01
Quick ratio (x)	0.25	0.21	0.50	0.46	0.45
Leverage Ratios					
D/E ratio (x)	3.29	3.46	3.97	3.81	3.58
Net debt/EBITDA (x)	5.53	5.93	4.39	3.78	3.23
Net debt/equity (x)	1.87	1.98	1.96	1.81	1.58
Int. coverage ratio (x)	0.82	0.97	3.10	3.16	3.53
Growth					
Revenue (%)	-11.79	1.02	17.16	12.52	10.24
EBITDA (%)	-14.94	5.03	41.50	14.65	10.62
Reported net profit (%)	-99.56	28.3	8,897	27.58	22.30
Reported EPS (%)	-99.66	28.3	8,897	27.58	22.30
Core profit (%)	-112.48	120.7	2,736	27.58	22.30
Core EPS (%)	-109.73	120.7	2,736	27.58	22.30

Source: Company, KS estimates

## Analyst Certification

The views expressed in this research report accurately reflect the personal views of the analyst(s) about the subject security(ies) and subject company(ies); and no part of the compensation of the research analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.

## Investment Ratings

Outperform: Expected total return of 10% or more within a 12-month period

Neutral: Expected total return between -10% and 10% within a 12-month period

Underperform: Expected total return of -10% or worse within a 12-month period

## General Disclaimer

This document is prepared by Kasikorn Securities Public Company Limited ("KS"). This document has been prepared for individual clients of KS only and must not, either in whole or in part, be copied, photocopied or duplicated in any form or by any means or distributed to any other person. If you are not the intended recipient you must not use or disclose the information in this research in any way. If you received it in error, please immediately notify KS by return e-mail and delete the document. We do not guarantee the integrity of any e-mails or attached files and are not responsible for any changes made to them by any other person.

This document, including information, data, statements, forecasts, analysis and projections contained herein, including any expression of opinion, is based on public available information or information obtained from sources believed to be reliable, but KS does not make any representation or warranty on, assumes no responsibilities for nor guarantees the accuracy, completeness, correctness or timeliness of such information. KS accepts no obligation to correct or update the information or opinions in it. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration and they were based upon such information or sources then, and in our opinion are fair and reasonable in the circumstances prevailing at the time. The information or expressions of opinion contained herein are subject to change without notice.

Nothing in this document shall be construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities or products, or to engage in or refrain from engaging in any transaction. In preparing this document, KS did not take into account your specific investment objectives, financial situation or particular needs. This document is for your information only and is not to be taken in substitution for the exercise of your judgment. KS salespeople, traders and other professionals may provide oral or written market commentary or trading strategies to our clients that reflect opinions which are contrary to the opinions expressed in this document. Before making an investment decision on the basis of this document, you should obtain independent financial, legal or other advice and consider the appropriateness of investment in light of your particular investment needs, objectives and financial circumstances. There are risks involved in the investment in securities. KS accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, consequential or other loss (including claim for loss of profit) arising from any use of or reliance upon this document and/or further communication given in relation to this document.

Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments herein constitute a judgment as of the date of this document, and there can be no assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments. Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described in this document were based upon a number of estimates and assumptions and are inherently subject to significant uncertainties or contingencies. It can be expected that one or more of the estimates on which the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments were based will not materialize or will vary significantly from actual results. Therefore, the inclusion of the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described herein is not to be relied upon as a representation and/or warranty by KS (i) that such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments or their underlying assumptions will be achieved, or (ii) that there is an assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments stated therein.

KS along with its affiliates and/or persons associated with it may from time to time have interests in the securities mentioned in this document. KS and its associates, their directors and/or employees may have positions in, and may effect transactions in securities mentioned herein and may also perform or seek to perform broking, investment banking, advisory and other securities services for companies mentioned in this document.

## Corporate Governance Report Disclaimer

The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market of Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor at <http://www.thai-iod.com/en/publications-detail.asp?id=170>. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information.

The survey result is as of the data appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. KS does not confirm nor certify the accuracy of such survey result.

## Structured Notes and Derivative Warrants Disclaimer

KS may be the issuer of structured notes on these securities.

KS acts as market maker and issuer of Derivative Warrants ("DWs") on the underlying stocks listed below. Investors should carefully read the details of the DWs in the prospectus before making any investment decisions.

DWs Underlying Stocks: ADVANC, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BDMS, BEM, BGRIM, BH, CBG, CHG, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KTC, MINT, MTC, OSP, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPRC, STA, STEC, STGT, TIDLOR, TISCO, TOP, TRUE, TTB, TU, VGI, WHA.