

กระแสหลักทรัพย์

- **COMMERCE : ผลการดำเนินงานรายไตรมาสตกต่ำ ; ปรับ CRC ขึ้นจากความเสี่ยงเชิงลบน้อยลง**

3Q เป็นไตรมาสที่อ่อนแอตามฤดูกาล; การดำเนินงาน QTD ลดลง

QTD การเติบโตจากสาขาเดิม (SSSg) สำหรับกลุ่มการปรับปรุงบ้านภายใต้การวิเคราะห์ของเราดูเหมือนว่าจะปรับตัวลดลง ซึ่ง 3Q เป็นไตรมาสที่อ่อนแอตามฤดูกาล และเราก็มีฐานที่สูงในปีที่แล้วในแง่ของการเติบโต เราคาดว่า DOHOME จะดีขึ้นเล็กน้อยหลังจากการปรับปรุงสาขาในภาคตะวันออกเฉียงเหนือแล้วเสร็จ และความต้องการก่อสร้างที่เพิ่มขึ้นจากภาครัฐ เมื่อพิจารณาจากประสิทธิภาพด้านราคาล่าสุด ตอนนี้เราเห็นข้อดีมากขึ้นสำหรับ CRC ซึ่งหุ้นมีการปรับฐานหลังจากความอ่อนแอในเวียดนามเนื่องจากธุรกิจเวียดนามในขณะนี้แสดงการปรับปรุงเล็กน้อย MoM ทั้งนี้ เราคาดว่าผลการดำเนินงานของ CRC จะดีขึ้นใน 4Q23F โดยได้แรงหนุนจากฐานที่ต่ำจาก 4Q22

ผลการดำเนินงานของ CRC QTD ลดลง ; เวียดนามเติบโตเล็กน้อย

เราประเมินว่า QTD, SSSg ของ CRC ลดลงเหลือ 0.2% YoY จากระดับ 2Q23 สิ่งที่เกิดขึ้นที่สำคัญยังคงเป็นกลุ่มธุรกิจเวียดนาม โดยธุรกิจอาหารลดลง -8% และกลุ่ม hardline ที่ -19% ดังที่กล่าวไปแล้ว เวียดนามถูกกดดันมานับตั้งแต่ 2Q23 และเราเชื่อว่าสถานการณ์ที่เลวร้ายที่สุดได้รับรู้ไปแล้ว แม้ว่าการฟื้นตัวอาจใช้เวลามากกว่า 2 ไตรมาส แต่เราไม่คาดว่าผลการดำเนินงานของเวียดนามจะแย่งต่อ ด้วย upside จากมูลค่าที่เหมาะสมในปัจจุบันที่ 21% เราจึงทบทวนคำแนะนำ CRC จาก "ถือ" เป็น "ซื้อ"

ผลการดำเนินงานโดยรวมของ GLOBAL ลดลงเนื่องจากการชะลอตัวในบางรายการ

ผลการดำเนินงานของ QTD สำหรับ GLOBAL ดูเหมือนว่าจะลดลงเกือบ 10% YoY โดยลดลงที่ SSSg จาก 9.4% ในไตรมาสถัดก่อนหน้า บริษัทน่าจะได้รับประโยชน์บางประการจากราคาพืชผลที่เพิ่มขึ้นใน 4Q หลังฤดูเก็บเกี่ยวและอุปทานโดยรวมที่ลดลง จังหวัดที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยว เช่น สมุย และภูเก็ต มี SSSg เพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม ด้วยการชะลอตัวของ 3Q เราต้องการทบทวนการดำเนินงานทั้งไตรมาสก่อนทำการเปลี่ยนแปลงคำแนะนำใดๆ

HMPRO - การดำเนินงานที่มั่นคง ไม่มีอะไรน่าตื่นเต้น

SSSg ของ HMPRO ดูเหมือนจะเปลี่ยน QTD ติดลบ ลดลง 2% YoY แม้ว่าการดำเนินงานในเดือนกรกฎาคมลดลง 3% แต่เดือนสิงหาคมมีทิศทางดีขึ้น MoM เล็กน้อย การดำเนินงานของมาเลเซียส่งผลเสียต่อผลการดำเนินงานโดยรวมเนื่องจากมีฐานที่สูงตั้งแต่ปี 2022 บริษัทมีการเปิดรับพื้นที่ท่องเที่ยวประมาณ 20% และคาดว่าจะเห็นการปรับปรุงในช่วง high season ของไตรมาสที่ 4 ของจำนวนนักท่องเที่ยว โดยเฉพาะอย่างยิ่งหากมีโปรแกรม Free Visa

DOHOME ดีขึ้น; แต่ยังอยู่ในฐานที่เป็นลบ

QTD, SSSg น่าจะอยู่ใกล้ -6% เพิ่มขึ้นเล็กน้อย QoQ จากการปรับปรุงสาขาตะวันออกเฉียงเหนือของ DOHOME แล้วเสร็จ รวมถึงความต้องการก่อสร้างที่เพิ่มขึ้นจากภาครัฐ ในขณะเดียวกัน อัตรากำไรยังคงเป็นปัญหาเนื่องจากเราไม่แน่ใจว่าสัดส่วนการก่อสร้างจะเพิ่มขึ้นโดยการซื้อวัสดุก่อสร้างที่เพิ่มขึ้นหรือส่วนผสมที่เกี่ยวข้องกับการปรับปรุงบ้านหรือไม่

รายละเอียดเพิ่มเติม : สามารถอ่านรายงานฉบับเต็มได้ใน “Company Report” (ภาษาอังกฤษ)

สำนักวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ ทิสโก้ จำกัด

48/8 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ชั้น 5 ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500 โทรศัพท์ : (66) 2633-6999 โทรสาร : (66) 2633-6490

Market Insight

E-mail : tiscoresearch@tisco.co.th

รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือข้อชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชนหรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่ยอมรับผิดต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดหมายทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่ผู้เดียว

8 กันยายน 2566

กระแสหลักทรัพย์

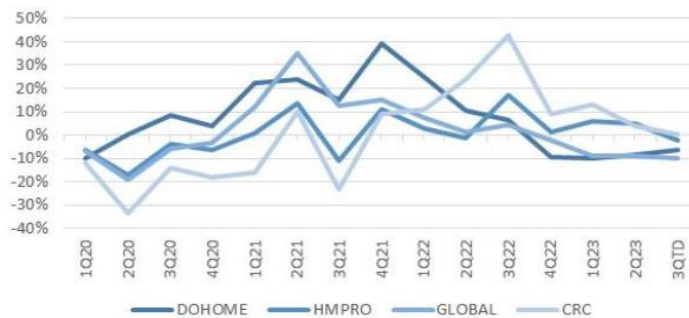
กลุ่มธุรกิจอาจเป็นผู้รับประโยชน์ชั้นสองจากการแจกเงินมูลค่า 10,000 บาท

หลังจาก Roadshow ของเรา เราได้เห็นคำถามของนักลงทุนว่าบริษัทใดจะได้รับผลประโยชน์จากการเบิกจ่ายเงินสดจากรัฐบาล แม้ว่าควรแจกเงินสดภายในกลางปีหน้า แต่ก็ยังมีรายละเอียดจำนวนมากที่ต้องมีการชี้แจง บริษัทปรับปรุงบ้านอาจเป็นผู้รับประโยชน์ระดับสองจากการใช้จ่ายดังกล่าว เนื่องจากยังมีสาขาจำนวนมากทั่วประเทศ เทียบกับร้านสะดวกซื้อและไฮเปอร์มาร์เก็ต ทั้งนี้ การคาดการณ์ของเราไม่ได้ขึ้นอยู่กับการกระตุ้นเศรษฐกิจในระยะสั้น ดังนั้นจึงอาจมีข้อดีหากมีการชี้แจงเพิ่มเติม และในสถานการณ์นี้ เราคาดว่า CRC จะเป็นผู้รับผลประโยชน์

3Q เป็นไตรมาสที่มีลักษณะฤดูกาลที่อ่อนแอ; QTD แย่ลง

QTD การเติบโตจากสาขาเดิม (SSSg) สำหรับกลุ่มการปรับปรุงบ้านภายใต้การวิเคราะห์ของเราดูเหมือนว่าจะปรับตัวลดลง ซึ่ง 3Q เป็นไตรมาสที่อ่อนแอตามฤดูกาล และเราก็มีฐานที่สูงในปีที่แล้วในแง่ของการเติบโต เราคาดว่า DOHOME จะดีขึ้นเล็กน้อยหลังจากการปรับปรุงสาขาในภาคตะวันออกเฉียงเหนือแล้วเสร็จ และความต้องการก่อสร้างที่เพิ่มขึ้นจากภาครัฐ เมื่อพิจารณาจากประสิทธิภาพด้านราคาล่าสุด ตอนนี้เราเห็นข้อดีมากขึ้นสำหรับ CRC ซึ่งหุ้นมีการปรับฐานหลังจากความอ่อนแอในเวียดนามเนื่องจากธุรกิจเวียดนามในขณะนี้แสดงการปรับปรุงเล็กน้อย MoM ทั้งนี้ เราคาดว่าผลการดำเนินงานของ CRC จะดีขึ้นใน 4Q23F โดยได้แรงหนุนจากฐานที่ต่ำจาก 4Q22

Figure 1. Quarterly SSSg



Source: Company data, TISCO Research

ผลการดำเนินงานโดยรวมของ GLOBAL ลดลงเนื่องจากการชะลอตัวในบางรายการ

การดำเนินงานของ QTD สำหรับ GLOBAL ดูเหมือนว่าจะลดลงเกือบ 10% YoY โดยลดลงที่ SSSg จาก 9.4% ในไตรมาสก่อนหน้า บริษัทน่าจะได้รับประโยชน์บางประการจากราคาพืชผลที่เพิ่มขึ้นใน 4Q หลังฤดูเก็บเกี่ยวและอุปทานโดยรวมที่ลดลง จังหวัดที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยว เช่น สมุย และภูเก็ต มี SSSg เพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม ด้วยการชะลอตัวของ 3Q เราต้องการทบทวนการดำเนินงานทั้งไตรมาสก่อนทำการเปลี่ยนแปลงคำแนะนำใดๆ

HMPRO - การดำเนินงานที่มั่นคง ไม่มีอะไรน่าตื่นเต้น

SSSg ของ HMPRO ดูเหมือนจะเปลี่ยน QTD ติดลบ ลดลง 2% YoY แม้ว่าการดำเนินงานในเดือนกรกฎาคมลดลง 3% แต่เดือนสิงหาคมมีทิศทางดีขึ้น MoM เล็กน้อย การดำเนินงานของมาเลเซียส่งผลเสียต่อผลการดำเนินงานโดยรวมเนื่องจากมีฐานที่สูงตั้งแต่ปี 2022 บริษัทมีการเปิดรับพื้นที่ท่องเที่ยวประมาณ 20% และคาดว่าจะเห็นการปรับปรุงในช่วง high season ของไตรมาสที่ 4 ของจำนวนนักท่องเที่ยว โดยเฉพาะอย่างยิ่งหากมีโปรแกรม Free Visa

รายละเอียดเพิ่มเติม : สามารถอ่านรายงานฉบับเต็มได้ใน **“Company Report”** (ภาษาอังกฤษ)

สำนักวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ ทิสโก้ จำกัด

48/8 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ชั้น 5 ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500 โทรศัพท์ : (66) 2633-6999 โทรสาร : (66) 2633-6490

Market Insight

E-mail : tiscoresearch@tisco.co.th

รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือข้อชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชนหรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่ผู้เดียว

8 กันยายน 2566

กระแสหลักทรัพย์

DOHOME ดีขึ้น; แต่ยังอยู่ในฐานที่เป็นลบ

QTD, SSSg น่าจะอยู่ใกล้ -6% เพิ่มขึ้นเล็กน้อย QoQ จากการปรับปรุงสาขาตะวันออกเฉียงเหนือของ DOHOME แล้วเสร็จ รวมถึงความต้องการก่อสร้างที่เพิ่มขึ้นจากภาครัฐ ในขณะเดียวกัน อัตรากำไรยังคงเป็นปัญหาเนื่องจากเราไม่แน่ใจว่าสัดส่วนการก่อสร้างจะเพิ่มขึ้นโดยการซื้อวัสดุก่อสร้างที่เพิ่มขึ้นหรือส่วนผสมที่เกี่ยวข้องกับการปรับปรุงบ้านหรือไม่

ผลการดำเนินงานของ CRC QTD ลดลง ; เวียดนามเติบโตเล็กน้อย

เราประเมินว่า QTD, SSSg ของ CRC ลดลงเหลือ 0.2% YoY จากระดับ 2Q23 สิ่งที่ดีขึ้นที่สำคัญยังคงเป็นกลุ่มธุรกิจเวียดนาม โดยธุรกิจอาหารลดลง -8% และกลุ่ม hardline ที่ -19% ดังที่กล่าวไปแล้ว เวียดนามถูกกดดันมานับตั้งแต่ 2Q23 และเราเชื่อว่าสถานการณ์ที่เลวร้ายที่สุดได้รับรู้ไปแล้ว แม้ว่าการฟื้นตัวอาจใช้เวลาเกินกว่า 2 ไตรมาส แต่เราไม่คาดว่าผลการดำเนินงานของเวียดนามจะแย่งต่อ ด้วย upside จากมูลค่าที่เหมาะสมในปัจจุบันที่ 21% เราจึงทบทวนคำแนะนำ CRC จาก "ถือ" เป็น "ซื้อ"

มูลค่าที่เหมาะสม (TP) สำหรับ CRC ของเราใช้วิธี DCF ซึ่งเราใช้อัตราปลอดความเสี่ยง 3.2% ค่าความเสี่ยงด้านตลาดแบบพรีเมียม 6.4% ค่าเบต้า 1.1 เท่า ซึ่งสอดคล้องกับอุตสาหกรรมและผู้ค้าปลีกที่ดำเนินธุรกิจมีลักษณะเดียวกัน ดังนั้นอัตราส่วน D/E เหลือ 0.3 เท่า จะได้ WACC เหลือ 8.3% นอกจากนี้เรายังถือว่าอัตราการเติบโตของธุรกิจอยู่ที่ 2% ซึ่งปัจจัยเสี่ยง ได้แก่ 1) การเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมผู้บริโภคและความชอบในยุคดิจิทัล 2) ความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับการขึ้นอยู่กับห้างสรรพสินค้า 3) ความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับการซื้อและพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ 4) ศักยภาพในการเติบโตจากภายนอกผ่านสิทธิในการปฏิเสธก่อน (ROFR) และ 5) ความเสี่ยงจากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจเวียดนามเป็นเวลานาน ■

Figure 2. CRC valuation

CRC	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F
EBIT	14,825	17,666	19,909	22,732	26,031	29,473	33,416	38,133	43,893
NOPLAT	11,860	14,133	15,927	18,185	20,825	23,579	26,733	30,506	35,115
(+) Depreciation and amortization	12,448	12,650	12,866	13,093	13,331	13,578	13,834	14,099	14,371
(-) Capital expenditure (CAPEX)	-13,195	-13,459	-13,728	-14,002	-14,282	-14,568	-14,859	-15,157	-15,460
Enterprise free cash flow	11,706	13,316	14,597	16,762	19,285	21,965	25,026	28,701	33,220
PV of FCF	9,960	10,433	10,521	11,103	11,723	12,237	12,754	13,355	14,085
Sum of PV (2021-2030)	115,172								
Terminal year 10	10								
Terminal free cash flow	33,220								
Terminal growth (%)	2%								
WACC	8.3%								
Terminal Value	524,484								
PV of terminal value	244,058								
Forecast period	115,172								
Terminal value	244,058								
Enterprise value	359,230								
(-) Net debt (cash)	61,928								
(-) Minority interest	2,762								
Total equity value	294,540								
No. of shares (m. diluted)	6,031								
Target price / share (฿)	49.0								

WACC assumption:

Risk free rate	3.2%
Risk premium	6.4%
Beta (adjusted)	1.1
Cost of equity	10%
Cost of debt	4%
WACC	8.3%

Source: Company data, TISCO Research

รายละเอียดเพิ่มเติม : สามารถอ่านรายงานฉบับเต็มได้ใน “Company Report” (ภาษาอังกฤษ)

สำนักวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ ทิสโก้ จำกัด

48/8 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ชั้น 5 ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500 โทรศัพท์ : (66) 2633-6999 โทรสาร : (66) 2633-6490

Market Insight

E-mail : tiscoresearch@tisco.co.th

รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือข้อสรุปใด ๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดหมายทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้เป็นการนำไปใช้โดยผู้ยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่ผู้เดียว

8 กันยายน 2566