

1 December 2022

Sector: Commerce

Central Retail Corporation

Rebranding และขยายสู่ new format ในกลุ่มธุรกิจอาหาร

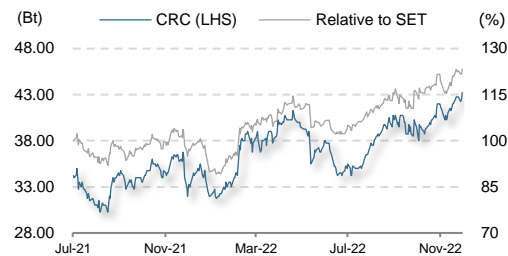
Bloomberg ticker	CRC TB
Recommendation	BUY (maintained)
Current price	Bt43.00
Target price	Bt46.00 (maintained)
Upside/Downside	+7%
EPS revision	No change

Bloomberg target price	Bt47.12
Bloomberg consensus	Buy 17 / Hold 4 / Sell 0

Stock data	
Stock price 1-year high/low	Bt31.50 / Bt43.00
Market cap. (Bt mn)	256,318
Shares outstanding (mn)	6,031
Avg. daily turnover (Bt mn)	1,914
Free float	53%
CG rating	Excellent
ESG rating	n.a.

Financial & valuation highlights				
FY: Dec (Bt mn)	2020A	2021A	2022E	2023E
Revenue	179,947	181,791	216,841	232,141
EBITDA	18,965	20,059	29,260	32,571
Net profit	46	59	6,244	8,411
EPS (Bt)	0.01	0.01	1.04	1.39
Growth	-99.7%	28.3%	10,417.8	34.7%
Core EPS (Bt)	0.01	0.01	1.04	1.39
Growth	-99.7%	28.3%	10,417.8	34.7%
DPS (Bt)	0.00	0.00	0.41	0.56
Div. yield	0.0%	0.0%	1.0%	1.3%
PER (x)	5,605.2	4,368.1	41.5	30.8
Core PER (x)	5,605.2	4,368.1	41.5	30.8
EV/EBITDA (x)	15.8	14.9	10.2	9.2
PBV (x)	4.9	3.3	3.1	2.9

Bloomberg consensus				
Net profit	46	59	6,091	8,441
EPS (Bt)	0.01	0.01	1.01	1.38



Source: Aspen

Price performance	1M	3M	6M	12M
Absolute	2.4%	6.2%	13.2%	34.4%
Relative to SET	0.7%	6.4%	14.8%	30.1%

Major shareholders		Holding
1. Central department store		35.06%
2. Deutsche Bank G Singapore PWM		4.61%
3. Thai NVDR Company Limited		3.90%

Analyst: Amnart Ngosawang (Reg. No. 029734)

Assistant Analyst: Pimpitsamai Tupinprom

เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” ที่ราคาเป้าหมายเดิมที่ 46.00 บาท ถึง 2023E PER 33x (เท่ากับ 3-yr average PER) เรามีมุมมองที่เป็นบวกต่อการไปเยี่ยมชมสาขาของ Tops Club และ Rebranded Tops Food Hall format โดยมีประเด็นสำคัญคือ 1) Positioning ที่ชัดเจน เป็น membership store โดยมีทั้ง free และ premium membership โดยการที่เน้นขายกลุ่มสินค้า value pack ซึ่งปัจจุบันมีจำนวนสมาชิกราว 85,000 คน (30% premium, 70% basic) ภายใน 2 เดือน 2) segment ของสินค้าที่ชัดเจนและแตกต่างจาก Tops รูปแบบอื่น โดย Tops Club เน้นขายสินค้า Exclusively imported by Tops club ซึ่งเป็นการเพิ่ม assortment ให้กับลูกค้าในราคาที่ value for money โดยปัจจุบันมีจำนวนทั้งหมด 3,500 SKUs และ 3) จาก guidance ของผู้บริหาร บริษัทตั้งเป้าขยาย 8-10 สาขาภายในปี 2027E

บริษัทตั้งเป้าในการรวมแบรนด์ให้แข็งแกร่งขึ้นโดย Rebrand Central food hall เป็น Tops food hall, รวมแบรนด์ Tops market และ Tops daily ภายใต้ชื่อ Tops, เพิ่ม new format Tops Club และ Tops fine food เน้นกลุ่มลูกค้า premium

เรายังคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2022E/23E ที่ 6.2 และ 8.4 พันล้านบาท สำหรับ outlook 4Q22E โตทั้ง YoY และ QoQ จาก peak season ของธุรกิจ retail และมองว่าผลการดำเนินงานจะกลับสู่ pre-covid level ได้ใน 2024E

ราคาหุ้น outperform SET ที่ +1/+6% ใน 1 และ 3 เดือนที่ผ่านมา จากการฟื้นตัวตามภาวะเศรษฐกิจหลังโควิดคลี่คลาย และมองว่าจะฟื้นตัวต่อได้โดยมีนักท่องเที่ยวจีนที่จะกลับมาใน 2023E เป็น upside

Event: Company update

□ **Tops Club สาขาแรกที่พระราม 2 เน้นขายสินค้านำเข้าพรีเมียมในราคาที่คุ้มค่า** หลังจากได้ไปเยี่ยมชมสาขาและ store walk พร้อมกับผู้บริหาร CFR (Central Food Retail under CRC) ที่ Tops Club สาขาแรกที่พระราม 2 ซึ่งเปิดตัวในวันที่ 28 กันยายน 2022 ที่ผ่านมา ด้วย store ขนาด 15,000 ตรม. เรามีมุมมองที่เป็นบวกต่อ Potential ของ Tops Club format โดยมีประเด็นดังนี้ 1) Positioning ที่ชัดเจน เป็น membership store โดยมีทั้ง free และ premium membership ที่จะได้รับส่วนลดเพิ่มและสิทธิประโยชน์ free delivery ในราคา 999 บาท/ปี (799 บาท/ปี ถึงสิ้นปี 2022) โดยการที่เน้นขายกลุ่มสินค้า value pack ซึ่งปัจจุบันมีจำนวนสมาชิกราว 85,000 คน (30% premium, 70% basic) ภายใน 2 เดือนหลังจากเปิดตัว 2) segment ของสินค้าที่ชัดเจนและแตกต่างจาก Tops รูปแบบอื่น โดย Tops Club เน้นขายสินค้า Exclusively imported by Tops club ซึ่งเป็นการเพิ่ม assortment ให้กับลูกค้าในราคาที่ value for money โดยปัจจุบันมีจำนวนทั้งหมด 3,500 SKUs (ตั้งเป้าขยายเพิ่มเป็นมากกว่า 4,000 SKUs ในปี 2023) ซึ่งส่วนใหญ่เป็นสินค้า value pack ทำให้ Tops Club มี average basket สูงกว่า Tops รูปแบบปกติถึง 3-4 เท่า และ 3) จาก guidance ของผู้บริหาร บริษัทตั้งเป้าขยาย 8-10 สาขาภายในปี 2027E

□ **ตั้งเป้า Rebranding Tops ทุกสาขาเสร็จภายใน 2023E** บริษัทตั้งเป้าในการรวมแบรนด์ให้แข็งแกร่งขึ้นโดย 1) การ Rebrand สาขา Premium ซึ่งคือ Central Food Hall และ Upgrade Tops Supermarket ในสาขาที่มี Potential เป็น Tops Food Hall โดยปัจจุบันมี Tops Food Hall ทั้งหมด 15 สาขา 2) ทะยอย Rebrand สาขาของ Tops market และ Tops daily อยู่ภายใต้ชื่อ Tops โดยมีการเพิ่ม Specialist sections อย่าง Tops Care, Top Vita และ Heathful ตอบรับความต้องการสินค้าสุขภาพที่สูงขึ้น รวมถึงสินค้าสัตว์เลี้ยงได้ section Petster 3) เพิ่ม Premium line standalone ภายใต้ชื่อ Tops Fine Food โดยปัจจุบันเปิดดำเนินการแล้ว 2 สาขา (สาขาสุขุมวิท 49 และสาขาเอกมัย) โดยมีสินค้าที่เป็น best selection of imported product เน้นกลุ่มลูกค้าในเมือง (CBD) และกลุ่ม expat 4) ยังคงมองหา potential area ในการขยาย Tops Club หลังจากได้รับการตอบรับที่ดีจากการเปิดสาขาแรก

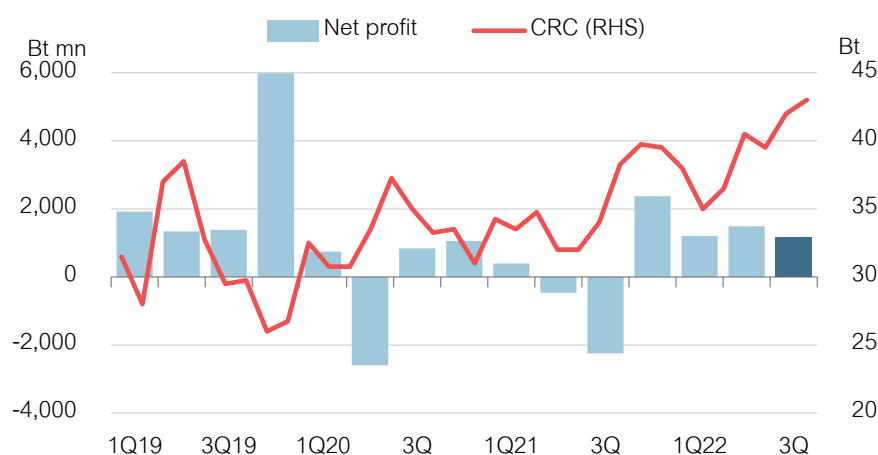
Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

□ **คงประมาณการกำไรสุทธิปี 2022E/23E ที่ 6.2 และ 8.4 พันล้านบาท** เราคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2022E/23E ขึ้นเป็น 6.2 และ 8.4 พันล้านบาท สำหรับ 4Q22E เป็น peak season ของธุรกิจ retail จะเห็นการเติบโตโดดเด่น QoQ และมองว่านักท่องเที่ยวจีนที่คาดว่าจะกลับมาใน 2023E จะเป็น catalyst ที่สำคัญต่อ upside ต่อประมาณการของเรา และมองว่าผลการดำเนินงานจะกลับสู่ pre-covid level ได้ใน 2024E

Valuation/Catalyst/Risk

เรายังคงราคาเป้าหมายปี 2023E ที่ 46.00 บาท ถึง 2023E PER ที่ 33x (เท่ากับ 3-yr average PER) เราเชื่อว่าบริษัทจะฟื้นตัวได้โดดเด่นนอกจาก revenue mix ที่มีกลุ่ม Fashion เป็น main GPM driver โดยเฉพาะช่วงเทศกาลที่เป็น high season ใน 4Q22E ยังมองกลุ่ม Food จะกลับมาหลังมีการ Rebrand และปรับตัวเข้ากับพฤติกรรมของผู้บริโภคที่เปลี่ยนไป

Fig 1: CRC share price vs profits



Source: Company, DAOL

Fig 2: Festive products



Source: Company, DAOL

Fig 3: Exclusively imported hardware



Source: Company, DAOL

Fig 4: Imported snacks zone (the best selling category)



Source: Company, DAOL

Fig 5: Imported snacks



Source: Company, DAOL

Fig 6: Fresh foods



Source: Company, DAOL

Fig 7: Frozen products



Source: Company, DAOL

Fig 8: Newly rebranded Tops food hall



Source: Company, DAOL

Fig 9: Premium meat selection (Tops food hall)



Source: Company, DAOL

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOLSEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOLSEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions. **3**

Corporate governance report of Thai listed companies 2021

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

Score	Symbol	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	n.a.	n.a.

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลให้ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

DAOL SEC: ความหมายของคำแนะนำ

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

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

IOD disclaimer

The Corporate Governance Report (CGR) of Thai listed Companies is based on a survey and assessment of information that 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.

DAOL SEC's 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% and 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals but may lack 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, which excludes dividend yields.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC มีการจัดทำ ESG Rating (ESG: Environment, Social, Governance) เพื่อป้องกันความเสี่ยงที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการและมีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคมระดับใด โดยทาง DAOL SEC ให้ความสำคัญกับการลงทุนในบริษัทที่มีการพัฒนาที่ยั่งยืน จึงได้จัดทำเกณฑ์ในการให้คะแนน ESG สำหรับหุ้นที่เรา Cover อยู่ สำหรับหลักเกณฑ์ในการประเมินคะแนน ESG ของ DAOL SEC ทำการพิจารณาจาก 3 ด้าน ดังนี้

❑ **การจัดการด้านสิ่งแวดล้อม (Environment)** หมายถึง การที่บริษัทมีนโยบายและกระบวนการทำงานในองค์กรเพื่อจัดการสิ่งแวดล้อมอย่างชัดเจนและใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงมีการฟื้นฟูสภาพแวดล้อมทางธรรมชาติที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินธุรกิจ ซึ่งเราใช้เกณฑ์ด้านรายได้ของบริษัทว่าบริษัทนั้นๆ มีสัดส่วนรายได้ที่ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมเท่าไร

❑ **การจัดการด้านสังคม (Social)** การที่บริษัทมีนโยบายการบริหารทรัพยากรบุคคลอย่างเป็นธรรมและเท่าเทียม มีการส่งเสริมและพัฒนาพนักงานอย่างต่อเนื่องและมีคุณภาพ รวมถึงสนับสนุนคู่ค้าให้มีการปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนที่บริษัทมีความเกี่ยวข้องให้เติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเราใช้เกณฑ์คะแนนจาก Bloomberg โดยการสำรวจรายงานต่างๆ ที่ไม่เชิงการเงิน ข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับบริษัท และกิจกรรมทาง NGO

❑ **บรรษัทภิบาล (Governance)** การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดำเนินงานอย่างโปร่งใส มีแนวทางการบริหารความเสี่ยงที่ชัดเจน ต่อต้านทุจริตและคอร์รัปชัน ตลอดจนดูแลผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งรวมถึงการจ่ายภาษีให้แก่ภาครัฐอย่างโปร่งใส ซึ่งเราใช้เกณฑ์พิจารณาจาก CG rating ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ESG Rating ที่ DAOL SEC ประเมินมี 5 ระดับ ได้แก่

1. Excellent ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 5
2. Very Good ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 4
3. Good ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 3
4. Satisfactory ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 2
5. Pass ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 1

สำหรับบริษัทที่มีข้อมูลไม่เพียงพอในการประเมินจะได้ rating เป็น n.a.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC believes environment, social and governance (ESG) practices will help determine the sustainability and future financial performance of companies. We thus incorporate ESG into our valuation model.

❑ **Environment.** Environment factors relate to corporate responsibility for its actions and how it manages its impact on the environment. DAOL SEC analyzes revenue, which exposes to environment risks and opportunities.

❑ **Social.** Social factors deal with company's relationship with its employees and vendors. That also includes company's initiatives related to employee health and well-being, as well as community involvement. DAOL SEC's evaluation on social practices is based on Bloomberg, which measure from company's social responsibility news.

❑ **Governance.** Corporate government factors include company's transparency, decision-making structure, concrete risk assessment method, treatment of minority shareholders and anti-corruption practices. DAOL SEC conduct this analysis based on IOD's scores.

DAOL SEC's ESG ratings score from 1-5

1. Excellent scores at 5
2. Very Good scores at 4
3. Good scores at 3
4. Satisfactory scores at 2
5. Pass scores at 1

DAOL SEC provides "n.a." in cases of insufficient data.

Disclaimer: บทวิเคราะห์หรือฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอและเผยแพร่บทวิเคราะห์ให้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนทั่วไป โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของข้อมูลที่ได้เปิดเผยต่อสาธารณชนอื่นเชื่อถือได้ และมีได้มีเจตนาเชิญชวนหรือชี้แนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด ดังนั้น บริษัทหลักทรัพย์ เคทีบีเอสที จำกัด (มหาชน) จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการใช้บทวิเคราะห์หรือฉบับนี้ทั้งทางตรงและทางอ้อม และขอให้นักลงทุนใช้ดุลยพินิจพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.