

## กระแสหลักทรัพย์

### ● CRC : แนวโน้มที่สดใสสำหรับปี 2025F

#### การปรับลดผลประกอบการเพื่อสะท้อนผลการดำเนินงานใน 9M24

เมื่อต้นปีที่ผ่านมาเกี่ยวกับการเข้าซื้อกิจการได้สร้างความคาดหวังต่อราคาหุ้นของบริษัท แม้ว่าข่าวลือในตลาดจะกดดันราคาหุ้น แต่เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" โดยมีความหวังจากผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นหลังการปรับปรุงร้านค้า และแนวโน้มการใช้จ่ายใน 2H อย่างไรก็ดี ตามเศรษฐกิจของประเทศไทยที่ซบเซาได้ส่งผลกระทบต่อธุรกิจของ CRC โดยเฉพาะอย่างยิ่งในสายธุรกิจ Hardline และ Fashion นอกจากนี้ การฟื้นตัวที่ช้ากว่าที่คาดในการดำเนินงานของบริษัทในเวียดนามยังได้กดดันผลการดำเนินงานตลอดทั้งปี แพชั่นอิตาเลียนยังแสดงให้เห็นถึงการชะลอตัวลงเนื่องจากการใช้จ่ายที่ลดลงของนักท่องเที่ยวชาวจีน จากความอ่อนแอในผลการดำเนินงานใน 9M24 และการฟื้นตัวที่ช้ากว่าที่คาดหมายจากการปิดสาขา เราจึงปรับลดประมาณการผลกำไรสำหรับปี 2024-26F ลงโดยเฉลี่ย 18% อย่างไรก็ตาม เรายังคาดหวังว่ายอดขายจะเติบโตต่อเนื่อง YoY จากการปรับปรุงร้านค้าล่าสุด

#### ปรับมูลค่าการประเมินเป็นสิ้นปี 2025 และลดมูลค่าที่เหมาะสมเหลือ 40.00 บาท พร้อมคำแนะนำ "ซื้อ" สำหรับ CRC

เราปรับมูลค่าการประเมินผลกำไรเป็นสิ้นปี 2025 และยืนยันคำแนะนำ "ซื้อ" พร้อมมูลค่าที่เหมาะสมที่ 40.00 บาท (ลดลงจากราคาเดิม 49.00 บาท) แม้ว่าเราจะปรับลดประมาณการผลกำไรเพื่อสะท้อนผลการดำเนินงานใน 9 เดือนแรก แต่เราเชื่อว่าผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นใน 4Q24 อาจนำไปสู่ผลประกอบการที่ดีกว่าคาดการณ์ นอกจากนี้ รายได้จากร้านค้าที่ได้รับการปรับปรุงอาจสร้างโอกาสในการเติบโตสำหรับปี 2025 เรายังคาดหวังว่าธุรกิจค้าส่ง GO จะมีส่วนในการเติบโตในปีหน้า และอัตรากำไรขั้นต้นน่าจะขยายตัว

มูลค่าที่เหมาะสมของเรามาจากวิธีการคิดลดกระแสเงินสด (DCF) โดยใช้อัตราปราศจากความเสี่ยง 3.6% ค่าชดเชยความเสี่ยงตลาด 6.4% และเบต้า 1.4 เท่า ซึ่งสอดคล้องกับอุตสาหกรรมและคู่แข่งในธุรกิจค้าปลีกที่มีลักษณะการดำเนินธุรกิจคล้ายกัน (อัตราต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก 9.9%) เรายังคาดว่าอัตราการเติบโตระยะยาวอยู่ที่ 2% ซึ่งมีความเสี่ยงหลักต่อคำแนะนำของเรา ได้แก่ : 1) การเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมและความต้องการของผู้บริโภคในยุคดิจิทัล 2) ความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับการพึ่งพาศูนย์การค้า และ 3) ความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับการได้มา และการพัฒนาสังหาริมทรัพย์ ■

#### Forecasts and ratios

| Year Ended December 31       | 2022     | 2023    | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|------------------------------|----------|---------|---------|---------|---------|
| Sales (THBm)                 | 236,241  | 248,688 | 254,808 | 265,197 | 276,930 |
| EBITDA (THBm)                | 30,045   | 32,436  | 27,619  | 29,857  | 32,616  |
| Net profit (THBm)            | 7,175    | 8,016   | 8,762   | 10,372  | 12,290  |
| Net Profit (% chg from prev) | 0 %      | 0 %     | -18 %   | -16 %   | -17 %   |
| EPS (THB)                    | 1.19     | 1.33    | 1.45    | 1.72    | 2.04    |
| EPS (% YoY)                  | 15,408.1 | 11.7    | 9.3     | 18.4    | 18.5    |
| EPS vs Cons (%)              | nm       | nm      | -17.7   | nm      | nm      |
| PER (X)                      | 32.4     | 31.1    | 23.4    | 19.8    | 16.7    |
| Yield (%)                    | 0.9      | 1.0     | 1.1     | 1.3     | 1.5     |
| P/BV (X)                     | 3.3      | 3.1     | 2.8     | 2.5     | 2.3     |
| EV/EBITDA (X)                | 8.5      | 8.4     | 8.0     | 7.4     | 6.7     |
| ROE (%)                      | 12.4     | 12.4    | 12.5    | 13.4    | 14.3    |

Source: Company data, TISCO estimates

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](mailto:tiscoresearch@tisco.co.th)

รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือข้อสรุปในการซื้อขายหลักทรัพย์ และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชนหรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อยอมรับความเสี่ยงและรับผิดชอบพินิจของผู้ใช้แต่ผู้เดียว

11 ธันวาคม 2567

## กระแสหลักทรัพย์

Figure 1. Earnings Change

| (Unit: Bt m, unless stated) | Previous      |               |               | Revised      |               |               | %chg         |              |              |
|-----------------------------|---------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
|                             | 2024E         | 2025E         | 2026E         | 2024E        | 2025E         | 2026E         | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
| Retail sales                | 245,362       | 258,595       | 274,287       | 226,735      | 235,644       | 245,301       | -7.6         | -8.9         | -10.6        |
| Rental income               | 7,926         | 8,448         | 8,993         | 7,926        | 8,448         | 8,993         | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| Total revenues              | 273,231       | 287,956       | 306,141       | 254,808      | 265,197       | 276,930       | -6.7         | -7.9         | -9.5         |
| Cost of sales & service     | 179,828       | 188,225       | 198,359       | 169,404      | 174,909       | 180,874       | -5.8         | -7.1         | -8.8         |
| Gross profit                | 93,403        | 99,731        | 107,782       | 85,404       | 90,288        | 96,056        | -8.6         | -9.5         | -10.9        |
| S&A expense                 | 76,641        | 80,772        | 85,873        | 71,474       | 74,388        | 77,679        | -6.7         | -7.9         | -9.5         |
| Interest expense            | 3,383         | 3,416         | 3,131         | 3,282        | 3,158         | 3,131         | -3.0         | -7.5         | 0.0          |
| Net profit before tax       | 14,282        | 16,493        | 19,925        | 11,687       | 13,834        | 16,392        | -18.2        | -16.1        | -17.7        |
| Income tax                  | 2,856         | 3,299         | 3,985         | 2,337        | 2,767         | 3,278         | -18.2        | -16.1        | -17.7        |
| <b>Net profit</b>           | <b>10,772</b> | <b>12,440</b> | <b>14,938</b> | <b>8,762</b> | <b>10,372</b> | <b>12,290</b> | <b>-18.7</b> | <b>-16.6</b> | <b>-17.7</b> |
| EPS (Bt)                    | 1.79          | 2.06          | 2.48          | 1.45         | 1.72          | 2.04          | -18.7        | -16.6        | -17.7        |

| Key operating stats (% unless stated) | Previous |       |       | Revised |       |       | %chg  |       |       |
|---------------------------------------|----------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                                       | 2024E    | 2025E | 2026E | 2024E   | 2025E | 2026E | 2024E | 2025E | 2026E |
| Fashion sales growth (%yoy)           | 9%       | 8%    | 8%    | 9%      | 8%    | 8%    | 0%    | 0%    | 0%    |
| Hardline sales growth (%yoy)          | 8%       | 10%   | 11%   | -12%    | 6%    | 7%    | -20%  | -3%   | -4%   |
| Food sales growth (%yoy)              | 1%       | -3%   | -3%   | 1%      | -3%   | -3%   | 0%    | 0%    | 0%    |
| Retail sales margin                   | 27.7%    | 28.2% | 28.7% | 25.4%   | 26.9% | 27.4% | -1.3% | -1.3% | -1.3% |
| SG&A to revenue                       | 28.1%    | 28.1% | 28.1% | 28.1%   | 28.1% | 28.1% | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |

Source: Company data, TISCO Research

Figure 2. CRC - DCF valuation

| CRC                               | 2025F          | 2026F   | 2027F   | 2028F   | 2029F   | 2030F   | 2031F   | 2032F   | 2033F   | 2034F   | 2035F   |
|-----------------------------------|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| EBIT                              | 16,992         | 19,523  | 22,414  | 22,981  | 23,526  | 24,126  | 24,777  | 25,381  | 25,815  | 26,047  | 25,986  |
| NOPLAT                            | 13,663         | 15,819  | 17,931  | 18,365  | 18,821  | 19,301  | 19,822  | 20,305  | 20,652  | 20,937  | 20,773  |
| (+) Depreciation and amortization | 12,666         | 13,093  | 13,331  | 13,576  | 13,834  | 14,089  | 14,371  | 15,261  | 16,104  | 16,904  | 17,669  |
| (-) Capital expenditure (CAPEX)   | -13,728        | -14,002 | -14,282 | -14,568 | -14,859 | -15,157 | -15,460 | -15,769 | -16,084 | -16,406 | -16,734 |
| Enterprise free cash flow         | 12,506         | 14,539  | 16,875  | 17,440  | 16,884  | 16,836  | 19,805  | 21,826  | 23,327  | 25,151  | 27,264  |
| PV of FCF                         | 11,347         | 11,945  | 12,540  | 11,710  | 10,949  | 10,296  | 9,754   | 9,585   | 9,293   | 8,996   | 8,735   |
| Sum of PV (2025-2035)             | 103,802        |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Terminal year 10                  | 10             |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Terminal free cash flow           | 27,264         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Terminal growth (%)               | 2%             |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| WACC                              | 9.9%           |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Terminal Value                    | 345,986        |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| PV of terminal value              | 189,122        |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Forecast period                   | 103,802        |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Terminal value                    | 189,122        |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| <b>Enterprise value</b>           | <b>292,923</b> |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| (-) Net debt (cash)               | 49,579         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| (-) Minority interest             | 2,762          |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Total equity value                | 240,582        |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| No. of shares (m, diluted)        | 6,031          |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Target price / share (Bt)         | 40.0           |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |

| WACC assumption: |      |
|------------------|------|
| Risk free rate   | 3.0% |
| Risk premium     | 6.4% |
| Beta (adjusted)  | 1.4  |
| Cost of equity   | 13%  |
| Cost of debt     | 4%   |
| WACC             | 9.9% |

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

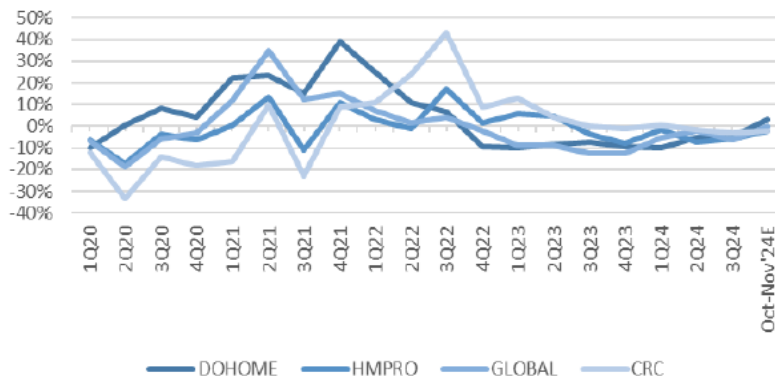
E-mail : [tiscoresearch@tisco.co.th](mailto:tiscoresearch@tisco.co.th)

รายงานฉบับนี้ไม่ได้เป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชนหรือโดยทางอื่นใด  
 ทิสโก้ไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดหมายทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้  
 เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่ผู้เดียว

11 ธันวาคม 2567

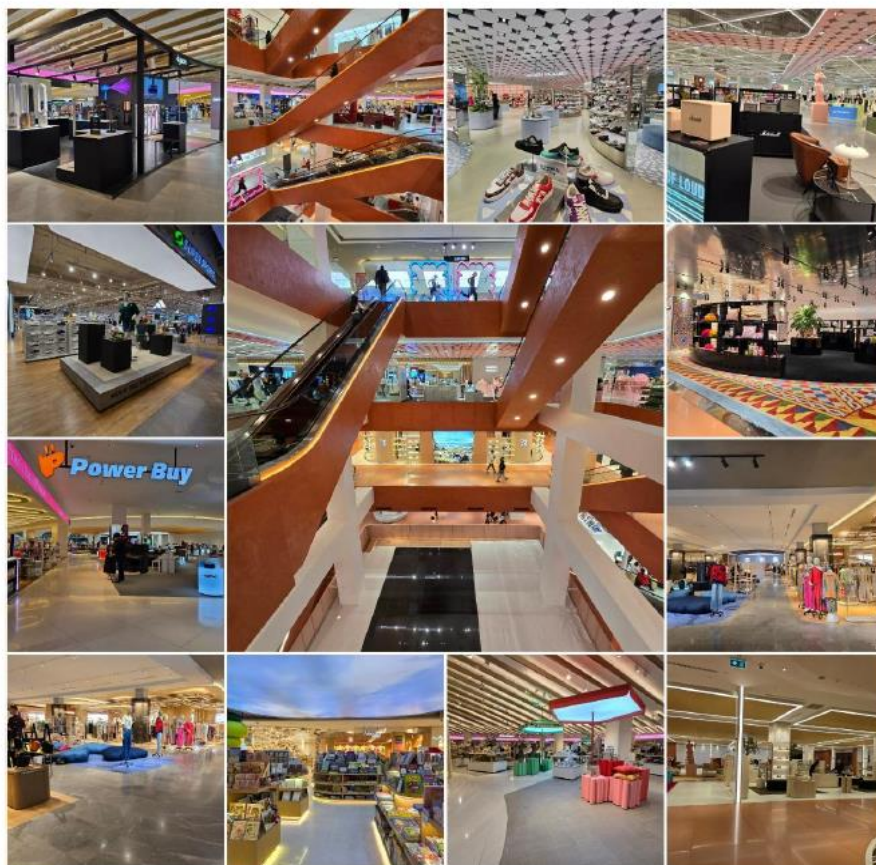
# กระแสหลักทรัพย์

Figure 3. SSSg performance CRC and peers



Source: Company data, TISCO Research

Figure 4. Central Chidlom Site Visit at 80% Completion



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](mailto:tiscoresearch@tisco.co.th)

รายงานฉบับนี้ไม่ถือเป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชนหรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่ผู้เดียว

11 ธันวาคม 2567