

บมจ. ซีพี ออลล์ (CPALL)

การเติบโตของกำไรในปี 2020 น่าจะถูกกดดันจากการระบาดของไวรัส COVID-19 แต่กำไรในปี 2021 น่าจะฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่ง

เราคาดว่ากำไรสุทธิของ CPALL จะลดลง 5.9% yoy ในปี 2020 โดยได้รับแรงกดดันจากยอดขายสาขาเดิม (SSS) ที่เติบโตลดลง -4.5% และค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่สูงขึ้นจากการระบาดของไวรัส COVID-19 อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ากำไรจะเติบโตโดดเด่น 19.0% yoy ในปี 2021 เนื่องจากเราเชื่อว่ารัฐบาลจะมีการผ่อนคลายข้อจำกัดเกี่ยวกับเวลาเปิด-ปิดทำการของร้านสะดวกซื้อในช่วง 2H20 คงค่านำเข้า ซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายที่ลดลงอยู่ที่ 85.00 บาท

WHAT'S NEW

- **การเติบโตของยอดขายสาขาเดิม (SSS) น่าจะต่ำสุดใน 2Q20** รัฐบาลได้กำหนดข้อจำกัดหลายประการเพื่อป้องกันการแพร่ระบาดของไวรัส COVID-19 เช่น จำกัดเวลาเปิด-ปิดทำการของร้านสะดวกซื้อเป็นช่วงเวลาที่ 4 ถึง 4 ทุ่ม และได้มีมาตรการห้ามจำหน่ายเครื่องดื่มแอลกอฮอล์ตั้งแต่วันที่ 22 มี.ค.20 ซึ่งเป็นผลทำให้เราเชื่อว่าการเติบโตของยอดขายสาขาเดิม (SSS) ของ CPALL จะลดลงอย่างมากตั้งแต่เดือนเม.ย.จนถึงกลางเดือนพ.ค.20 แต่อย่างไรก็ตาม ด้วยการควบคุมการแพร่ระบาดของไวรัส COVID-19 ที่มีประสิทธิภาพ ทำให้รัฐบาลขยายเวลาเปิด-ปิดทำการของร้านสะดวกซื้อเป็นช่วง 5 ถึง 5 ทุ่ม และได้ประกาศยกเลิกการห้ามจำหน่ายเครื่องดื่มแอลกอฮอล์ในวันที่ 6 พ.ค.20 เราเชื่อว่าการเติบโตของยอดขายสาขาเดิม (SSS) ใน 2Q20 จะเป็นจุดต่ำสุดสำหรับปีนี้ และน่าจะฟื้นตัวตั้งแต่ 3Q20 เป็นต้นไป
- **อัตราส่วน Cost-to-income น่าจะเพิ่มขึ้นในปี 2020** เราคาดว่าอัตราส่วน Cost-to-income ของ CPALL ในปี 2020 จะเพิ่มขึ้นเป็น 19.7% (2019: 19.5%) เนื่องจาก 1) รายได้ร้านค้าสะดวกซื้อที่ลดลงจากการจำกัดเวลาเปิด-ปิดทำการ ขณะที่ต้นทุนการจัดจำหน่ายยังคงสูง 2) ค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นจากมาตรการป้องกันที่เกี่ยวข้องกับการระบาดของไวรัส COVID-19 (เช่น ค่าใช้จ่ายในการจัดซื้อเจลล้างมือ, เครื่องวัดอุณหภูมิ ฯลฯ) 3) ค่าใช้จ่ายก่อนเปิดดำเนินงานจากการขยายธุรกิจไปยังประเทศพม่า และ 4) ค่าใช้จ่ายในการจัดโปรโมชั่นพิเศษเพื่อลดความกดดันทางการเงินของลูกค้านำที่เพิ่มขึ้นจากการระบาดของไวรัส COVID-19
- **Update ดีลเทสโก้** กลุ่มเครื่องเจริญโภคภัณฑ์ (CPG) ชะนาการประมูลเทสโก้ เอเชีย (เทสโก้ ประเทศไทย และเทสโก้มาเลเซีย) ด้วยราคาประมูลที่ 338 พันลบ.(US\$10.6b) หลังจากซื้อกิจการ สัดส่วนการถือหุ้นของ CPG/CPALL/CPF จะอยู่ที่ 40%/40%/20% ตามลำดับ ซึ่งดีลเทสโก้คาดว่าจะเสร็จสิ้นในช่วง 2H20 อย่างไรก็ตาม ดีลนี้จะต้องได้รับการอนุมัติจากสำนักงานคณะกรรมการการแข่งขันทางการค้า (OTCC) ก่อน เพราะการซื้อกิจการในครั้งนี้อาจถูกพิจารณาว่าเป็นโครงสร้างการผูกขาด หากดีลนี้ผ่านไปได้ด้วยดี CPG จะกลายเป็นผู้เล่นรายใหญ่ที่สุดในกลุ่ม hypermarket ของประเทศไทย โดยมีส่วนแบ่งทางการตลาดที่ประมาณ 70% ผู้บริหารให้ข้อมูลว่าแหล่งเงินทุนที่ใช้ในการซื้อกิจการในครั้งนี้จะมาจากกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และเงินกู้ยืมจากสถาบันทางการเงิน ซึ่งหมายความว่า CPALL ไม่จำเป็นต้องมีการเพิ่มทุนผ่านผู้ถือหุ้น นอกจากนี้ อัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Interest-Bearing Debt/Equity) ของ CPALL อยู่ที่เพียง 0.92 เท่าใน 1Q20 และน่าจะน้อยกว่า bond covenant ที่ 2 เท่า หลังจากซื้อกิจการ (รายละเอียดเพิ่มเติมหน้า 2)

KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Net turnover	508,552	550,901	560,122	603,096	639,998
EBITDA	23,185	24,188	22,529	27,188	29,170
Operating profit	13,040	13,276	11,744	15,726	16,799
Net profit (rep./act.)	20,930	22,343	21,083	25,135	27,153
Net profit (adj.)	20,930	22,343	21,083	25,135	27,153
EPS (Bt)	2.3	2.5	2.3	2.8	3.0
PE (x)	30.4	28.4	30.1	25.3	23.4
P/B (x)	7.5	6.8	6.2	5.5	4.9
EV/EBITDA (x)	33.1	31.7	34.0	28.2	26.3
Dividend yield (%)	1.6	1.7	1.8	1.9	2.1
Net margin (%)	4.1	4.1	3.8	4.2	4.2
Net debt/(cash) to equity (%)	140.9	122.9	113.1	92.7	76.9
Interest cover (x)	3.2	3.6	2.9	3.2	3.3
ROE (%)	26.1	25.0	21.5	23.0	22.1
Consensus net profit	-	-	22,290	25,447	28,533
UOBKH/Consensus (x)	-	-	0.95	0.99	0.95

Source: CPALL, Bloomberg, UOB Kay Hian

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและถือว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้น โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูเอสบี เคย์ เฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในกรณีเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการในต่างที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆที่ปรากฏในรายงาน

BUY

(Maintained)

Share Price	Bt70.75
Target Price	Bt85.00
Upside	+20.1%
(Previous TP)	Bt100.00

COMPANY DESCRIPTION

Operator of Thai 7-Eleven stores, controlling more than 50% share of convenience store market in Thailand.

STOCK DATA

GICS sector	Consumer Staples
Bloomberg ticker:	CPALL TB
Shares issued (m):	8,983.1
Market cap (Btm):	635,554.4
Market cap (US\$m):	20,138.6
3-mth avg daily t'over (US\$m):	88.8

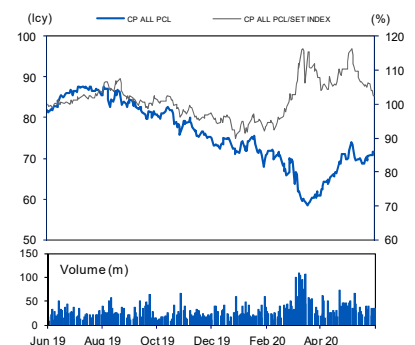
Price Performance (%)

52-week high/low	Bt87.75/Bt58.50				
1mth	3mth	6mth	1yr	YTD	
(0.4)	6.4	(5.7)	(11.3)	(2.1)	

Major Shareholders

	%
CP Group	47.1
AIA	7.2
NVDR	3.9
FY20 NAV/Share (Bt)	11.42
FY20 Net Debt/Share (Bt)	12.91

PRICE CHART



Source: Bloomberg

ANALYST(S)

Kwanchai Atiphopchai
+662 659 8030
kwanchai@uobkayhian.co.th

Company Update

Friday, 05 June 2020

● **ขยายแฟรนไชส์ 7-Eleven ในต่างประเทศ** CPALL ได้รับสิทธิ์แฟรนไชส์ในการจัดตั้ง และดำเนินการร้าน 7-Eleven ในประเทศกัมพูชา เป็นระยะเวลา 30 ปี โดยคู่สัญญาสามารถตกลงต่ออายุสัญญาได้อีก 2 ครั้ง ครั้งละ 20 ปีทำให้ระยะเวลาของสัญญารวมนานถึง 70 ปี ด้วยข้อจำกัดการเดินทางจากการระบาดของไวรัส COVID-19 ทำให้สาขาแรกน่าจะเปิดทำการในช่วงต้นปี 21 ขณะที่ CPALL ยังอยู่ระหว่างการเจรจาเพื่อเปิดแฟรนไชส์ในประเทศลาวเช่นกัน แม้เราเชื่อว่าส่วนแบ่งกำไรจากร้าน 7-Eleven ในต่างประเทศจะน้อยไปอีก 3 ปีข้างหน้า แต่น่าจะช่วยให้ CPALL มีฐานที่มั่นคงในตลาด untapped market ในประเทศกัมพูชา ลาว พม่า และเวียดนาม (CLMV) และน่าจะช่วยให้ CPALL มีการเติบโตในระยะยาว

STOCK IMPACT

● **คาดการณ์กำไรปรับลดลง 5.9% yoy ในปี 2020 ก่อนที่จะเติบโต 19.0% yoy ในปี 2021** เราคาดว่ากำไรสุทธิจะลดลง 5.9% yoy ในปี 2020 จากการเติบโตของยอดขายสาขาเดิม (SSS) ที่ลดลง -4.5% และค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่สูงขึ้นจากการระบาดของไวรัส COVID-19 อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ากำไรจะเติบโต 19.0% yoy ในปี 2021 เนื่องจากเราเชื่อว่าข้อจำกัดเกี่ยวกับเวลาเปิด-ปิดทำการของร้านสะดวกซื้อจะได้รับการผ่อนคลายในช่วง 2H20 และการเติบโตของยอดขายสาขาเดิม (SSS) น่าจะปรับตัวดีขึ้นเป็น 3.5% ในปี 2021

EARNINGS REVISION/RISK

● **เราปรับลดการคาดการณ์กำไรสุทธิสำหรับปี 2020-21 ของเราลง 15.9% และ 10.6% ตามลำดับ** เพื่อสะท้อนการเติบโตของยอดขายสาขาเดิม (SSS) ที่เป็นลบ (-4.5%) และค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่สูงขึ้นจากการระบาดของไวรัส COVID-19

NET PROFIT FORECASTS

(Btm)	2020F	2021F	2022F
Old	25,393	28,427	-
New	21,353	25,413	27,454
% chg	-15.9	-10.6	-

Source: UOB Kay Hian

VALUATION/RECOMMENDATION

● **คงคำแนะนำ ซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายที่ลดลงอยู่ที่ 85.00 บาท** หลังจากปรับลดประมาณการกำไรลง ราคาเป้าหมายของเราอิง PE 2021F ที่ 31.5 เท่า หรือ +0.5SD ของค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี เราเชื่อว่า CPALL จะทำการซื้อขายอยู่ที่ระดับ +0.5SD จากแนวโน้มกำไรที่แข็งแกร่งในปี 2021 และแนวโน้ม upside จากดีลเทสโก้ เอเชีย

SHARE PRICE CATALYST

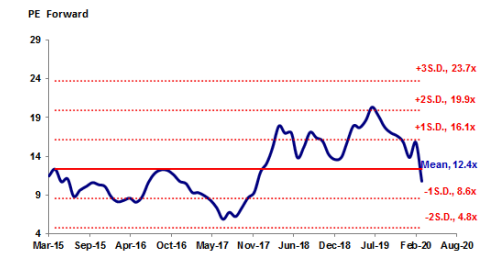
● การอนุมัติดีลเทสโก้จากสำนักงานคณะกรรมการการแข่งขันทางการค้า (OTCC)

OVERVIEW OF TESCO ASIA

Tesco Thailand			
Financials ⁽¹⁾ FY19 (Ending Feb 19)			
THB 188.6bn Revenue	THB 25.2bn Gross Profit	Retail	Format: HDE Talad Express
THB 9.1 bn EBIT	THB 7.8bn NPAT	Mall	Outlets ⁽²⁾ : 214 179 1,574
			Avg. size: c.5,000 sqm c.800 sq.m c.180 sq.m.
			191 Malls
Tesco Malaysia			
Financials ⁽¹⁾ FY19 (Ending Feb 19)			
MYR 4,383mn Revenue	MYR 818mn Gross Profit	Retail	Format: HDE Supermarket Express
MYR 174mn EBIT	MYR (44)mn NPAT	Mall	Outlets ⁽²⁾ : 46 13 9
			Avg. size: c.7,000 sqm c.3,000 sq.m c.120 sq.m.
			56 Malls

Source: CPALL

PE BAND



Source: CPALL, UOB Kay Hian

P/B BAND



Source: CPALL, UOB Kay Hian