

บมจ. ซีพี ออลล์ (CPALL)

ปี 58: Margins ที่ดีขึ้นและการควบคุม opex อย่างเข้มงวดช่วยหนุนการเติบโต

กำไรสุทธิในไตรมาส 4/58 ของ CPALL เติบโตขึ้น 35% ซึ่งใกล้เคียงกับที่เราคาดการณ์ไว้ด้วยปัจจัยหนุนจาก gross margin ที่ขยายตัวขึ้นและการควบคุม opex อย่างเข้มงวด แม้เราพอใจกับผลประกอบการที่ออกมาแต่เรายังกังวลเกี่ยวกับ corporate governance ของ CPALL ซึ่งทำให้เรายังไม่ให้ premium ในการคำนวณราคาหุ้น CPALL ด้วย valuation ที่สูง คงคำแนะนำ ถือ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 41.00 บาทขณะที่จุดซื้อกลับอยู่ที่ 37.00 บาท

2015 RESULTS

Year to 31 Dec (Btm)	4Q15	yoy % chg	qoq % chg	2015	yoy % chg	Remarks
Turnover	102,608	8.0	6.5	391,817	9.5	SSS +0.9%, 705 new stores added
Gross profit	22,417	9.0	5.3	85,299	11.8	Wider gross margin on better product mix
SG&A expense	(19,456)	3.8	2.9	(73,901)	7.4	
Other income	3,818	7.6	3.2	14,072	4.0	
EBITDA	8,567	24.2	9.7	32,163	20.1	
EBT	4,697	55.6	17.0	16,884	34.5	
Net profit	3,876	54.5	19.0	13,683	34.8	Result within forecast
EPS (Bt)	0.4	0.0	0.0	1.5	34.8	
Ratio (%)		yoy bp chg	qoq bp chg		yoy bp chg	
Gross margin	21.8	19.1	(25.2)	21.8	43.7	Better product mix and efficient cost management
EBITDA margin	8.3	108.6	24.7	8.2	72.2	
EBIT margin	6.6	94.5	28.8	6.5	61.2	
Net margin	3.8	113.6	39.7	3.5	65.6	Tight jaws on opex
DE (x)	6.4			6.4		
SG&A to sales	19.0			18.9		

Source: CPALL, UOB Kay Hian

ผลประกอบการ

- ผลประกอบการปี 58 ตามคาด CPALL รายงานผลประกอบการที่แข็งแกร่งในปี 58 โดยกำไรสุทธิเพิ่มขึ้น 35% yoy อยู่ที่ 13,683 ล้านบาทซึ่งใกล้เคียงกับที่เราคาดการณ์ไว้ แม้ SSSG ยังอ่อนแอแต่ bottom-line มีปัจจัยหนุนจาก gross margin ที่สูงขึ้นและควบคุม opex ได้ดี

KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Net turnover	357,766	391,817	429,704	474,016	514,653
EBITDA	13,232	18,092	20,166	21,159	23,348
Operating profit	7,514	11,398	12,279	12,798	14,572
Net profit (rep./act.)	10,154	13,683	15,387	17,565	19,373
Net profit (adj.)	10,154	13,683	15,387	17,565	19,373
EPS (Bt)	1.1	1.5	1.7	2.0	2.2
PE (x)	38.3	28.4	25.2	22.1	20.1
P/B (x)	12.6	10.4	8.7	7.3	6.3
EV/EBITDA (x)	42.2	30.9	27.7	26.4	23.9
Dividend yield (%)	1.8	2.1	2.3	2.7	2.9
Net margin (%)	2.8	3.5	3.6	3.7	3.8
Net debt/(cash) to equity (%)	538.4	448.1	370.7	280.9	213.2
Interest cover (x)	1.6	2.1	2.5	2.9	3.2
ROE (%)	34.1	40.2	37.5	35.9	33.6
Consensus net profit	-	-	16,064	19,555	23,180
UOBKH/Consensus (x)	-	-	0.96	0.90	0.84

เราขอเชิญชวนลูกค้า ผู้ให้คำแนะนำ ผู้ที่ปรึกษาและผู้ถือหุ้นของเราเชื่อว่าเป้าหมายที่เรากล่าวไว้ข้างต้นเป็นเพียงการประมาณการเท่านั้น และมีความเสี่ยงที่ข้อมูลของเรา โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำเอกสารนี้ มีการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการนี้ต่างจากที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะหรือให้คำแนะนำทางการเงินหรือซื้อขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

ถือ

(Maintained)

ราคาปัจจุบัน	43.25 บาท
ราคาเป้าหมายปี'59	41.00 บาท
Upside	-5.2%

รายละเอียดบริษัทฯ

ผู้ดำเนินการร้านสะดวกซื้อ 7-11 ด้วยส่วนแบ่งทางการตลาดกว่า 50% ในประเทศไทย

Stock Data

GICS sector	Consumer Staples
Bloomberg ticker:	CPALL TB
Shares issued (m):	8,983.1
Market cap (Btm):	388,519.1
Market cap (US\$m):	10,902.1
3-mth avg daily t'over (US\$m):	35.2

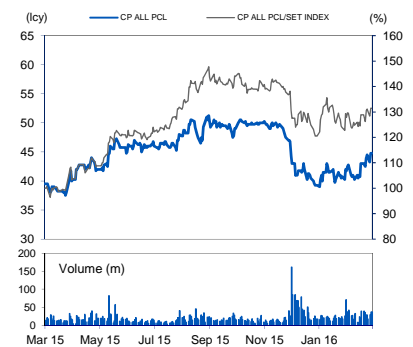
Price Performance (%)

52-week high/low	Bt51.25/Bt37.50				
1mth	3mth	6mth	1yr	YTD	
6.1	8.0	15.2	8.1	10.2	

Major Shareholders

	%
CP Group	47.1
AIA	7.2
NVDR	3.9
FY16 NAV/Share (Bt)	4.97
FY16 Net Debt/Share (Bt)	18.43

Price Chart



Source: Bloomberg

นักวิเคราะห์

ธันชัย จิตตุนนท์

02-659-8303

thananchai@uobkayhian.co.th

ผลกระทบต่อในอนาคต

- **SSS ยังอ่อนแอ** แม้มีฐานที่ต่ำเมื่อปีที่แล้วและเป็นช่วงไฮซีซั่นแต่ SSSG ยังอ่อนแออยู่ที่ 1.2% yoy ในไตรมาส 4/58 สำหรับปี 58 SSSG อยู่ในระดับต่ำที่ 0.9% yoy ด้วยสาเหตุหลักจากการบริโภคที่ยังอ่อนแอโดยเฉพาะในต่างจังหวัดจากระดับหนี้ครัวเรือนที่สูงขึ้นและราคาสินค้าเกษตรที่ลดลง ตัวเลขเศรษฐกิจเมื่อเดือน ม.ค.59 ส่งสัญญาณว่าการบริโภคยังอ่อนตัวลงอยู่ การบริโภคของภาคเอกชนหดตัวลง 1.6% qoq ในเดือน ม.ค.59 เนื่องจากสิ้นสุดระยะเวลาของมาตรการกระตุ้นการบริโภคของภาคเอกชนแล้ว (ลดหย่อนภาษีได้ 15,000 บาทระหว่างวันที่ 25-31 ธ.ค.58) นอกจากนี้ ความกังวลที่มากขึ้นเกี่ยวกับปัญหาภัยแล้งส่งผลให้ดัชนีความเชื่อมั่นของผู้บริโภค (CCI) อ่อนตัวลงอยู่ที่ 75.5 ในเดือน ม.ค.59 (เดือน ธ.ค.58 อยู่ที่ 76.1) นอกจากนี้ จากระดับหนี้ครัวเรือนที่สูงขึ้น (80% ของ GDP) และราคาสินค้าเกษตรที่อยู่ในระดับต่ำ เราจึงคาดว่า SSSG จะยังอ่อนแอในปี 58 โดยคาดว่าจะเติบโตขึ้นที่ 2% ในปี 59
- **Top-line มีปัจจัยหนุนจากการขยายสาขา** ยอดขายของ CPALL ขยายตัวขึ้น 9.5% yoy ในปี 58 หนุนจากการขยายสาขาอย่างมากถึง 705 สาขา ในปี 58 (+8.7% yoy) อีกทั้ง บริษัทฯ มีแผนที่จะเปิดสาขาใหม่อีก 700 แห่งในปี 59 เราคาดว่ายอดขายจะเติบโตขึ้น 10% yoy ในปี 59
- **Gross margin แข็งแกร่ง** โดยเพิ่มขึ้น 44bp อยู่ที่ 21.8% ในปี 58 จาก product mix ที่ดีขึ้นและการควบคุมต้นทุนที่เข้มงวดมากขึ้น
- **ควบคุม opex ได้ดี** จากต้นทุนด้านพลังงานที่ลดลงประกอบกับไม่มีค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับการซื้อกิจการ Makro ทำให้ opex เพิ่มขึ้นเพียงแค่ 7.4% yoy และ cost ratio ลดลงอยู่ที่ 18.9% ของยอดขาย (ปี 57 อยู่ที่ 19.2%) ซึ่งช่วยหนุนให้ operating leverage ดีขึ้น โดยสรุปแล้ว net margin ขยายตัวขึ้นเกือบ 66bp yoy อยู่ที่ 3.5% ในปี 58

การปรับกำไรสุทธิ/ปัจจัยเสี่ยง

- ไม่มี

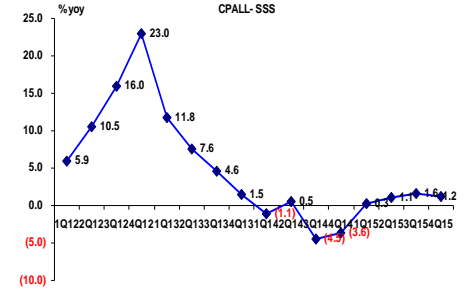
คำแนะนำ

- แม้เรายังกังวลเกี่ยวกับการขึ้นตัวของกำไรสุทธิโดยรวมในปี 59 แต่เราคิดว่ากำไรสุทธิในปี 59 จะเติบโตขึ้น 12% yoy หนุนจากการขยายสาขาอย่างมากและ margin ที่แข็งแกร่ง อย่างไรก็ตาม เราจึงกังวลเกี่ยวกับ corporate governance ของบริษัทฯ ซึ่งทำให้เรายังไม่ให้ premium ในการคำนวณราคาเป้าหมายของ CPALL ด้วย valuation ที่สูง ดังนั้น เราจึงคงคำแนะนำ ถือ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 41.00 บาทคำนวณด้วย PE เฉลี่ยในระยะยาวที่ 24 เท่า ขณะที่จุดซื้อกลับอยู่ที่ 37.00 บาท

เหตุการณ์สำคัญที่อาจส่งผลกระทบต่อราคาหุ้น

- ตลาดน่าจะตอบรับในเชิงบวกกับผลประกอบการในปี 58 ที่ออกมาดี

SAME-STORE SALES



Source: CPALL