

บมจ. ซีพี ออลล์ (CPALL)

ราคาหุ้นต่ำกว่ามูลค่าพื้นฐาน (Oversold)

เราเชื่อว่าราคาหุ้นของ CPALL ถูกมากอยู่ที่ระดับ PE 2021F ที่ 22.6 เท่า ซึ่งต่ำสุดในรอบเกือบ 5 ปี เราคิดว่าราคาหุ้นถูกกดดันจากความกังวลเกี่ยวกับการเพิ่มทุนผ่านผู้ถือหุ้น (equity financing) และการฟื้นตัวของกำไรที่ช้า อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่า CPALL ไม่น่าจะดำเนินการเพิ่มทุนผ่านผู้ถือหุ้น (equity financing) และราคาหุ้นต่ำกว่ามูลค่าพื้นฐาน (Oversold) คงคำแนะนำ ซื้อ ราคาเป้าหมายที่ 79.00 บาท

WHAT'S NEW

• **CPALL เคลื่อนไหวต่ำกว่า SET index 11.8% ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา** ราคาหุ้นของ CPALL ลดลง 21.0% ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา ซึ่งต่ำกว่า SET index 11.8% เราคิดว่าราคาหุ้นของ CPALL ลดลงจากความกังวลเกี่ยวกับการเพิ่มทุนผ่านผู้ถือหุ้น (equity financing) และการฟื้นตัวของกำไรที่ช้ากว่าคาด อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่า CPALL ไม่น่าจะเพิ่มทุนผ่านผู้ถือหุ้น (equity financing) และราคาหุ้นต่ำกว่ามูลค่าพื้นฐาน (Oversold)

STOCK IMPACT

• **ความกังวลเกี่ยวกับการเพิ่มทุนผ่านผู้ถือหุ้น (equity financing)** จากการที่ CPALL ต้องจ่ายเงินจำนวน 96,000 ลบ.เพื่อเข้าไปมีสัดส่วนการถือหุ้น 40% ในเอสโก เอเชีย ทำให้หนี้ลงทุนกังวลว่า CPALL จะต้องดำเนินการเพิ่มทุนผ่านผู้ถือหุ้น (equity financing) แม้ผู้บริหารให้ข้อมูลว่าจะใช้กระแสเงินสดภายใน และเงินกู้ยืมจากสถาบันทางการเงินในการเข้าซื้อกิจการของเอสโก แต่ก็ยังคงมีความกังวลว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E) ของ CPALL จะสูงกว่าข้อปฏิบัติทางการเงิน (bond covenant) ที่ 2 เท่า อย่างไรก็ตาม เราคิดว่า CPALL มีอีกหลายทางเลือกหลีกเลี่ยงการเพิ่มทุนผ่านผู้ถือหุ้น (equity financing) ซึ่งได้แก่ 1) ลดสัดส่วนการถือหุ้นในเอสโก เอเชีย 5% หรือมากกว่า 5% 2) การเจรจากับผู้ดูแลตราสารหนี้เพื่อเพิ่มระดับ bond covenant (ในปี 2015 bond covenant ของ CPALL อยู่ที่ 5.0 เท่า จากการเข้าซื้อสยามแม็คโคร) และ 3) ออกหุ้นกู้ชั่วคราวเพิ่มเติม (CPALL เคยออกหุ้นกู้ชั่วคราวในปี 2016 และ 2017 มูลค่า 19,900 ลบ.) เนื่องจากหุ้นกู้ชั่วคราวถือเป็นแหล่งเงินทุนจากตราสารหนี้

• **ความกังวลเกี่ยวกับการฟื้นตัวของกำไรที่ช้า** นักลงทุนยังกังวลเกี่ยวกับการฟื้นตัวของกำไรที่ช้าของ CPALL เราเชื่อว่ากำไรของ CPALL จะฟื้นตัวในแบบ Nike Swoosh (อัตราการฟื้นตัวของกำไรที่ช้า) โดยถูกกดดันจากการเติบโตของยอดขายสาขาเดิม (SSS) ที่ดิ่งลงในช่วง 2H20 อย่างไรก็ตาม ราคาปัจจุบันของ CPALL อิงจากกำไรสุทธิปี 2021 ที่ 16,000 ลบ. (อิงจากค่าเฉลี่ย PE 2016-20F ที่ 30.0 เท่า) ซึ่งต่ำกว่าประมาณการกำไรสำหรับปี 2020 ของเราที่ 18,319 ลบ.ประมาณ 12% โดยประเด็นนี้อาจจะเกิดขึ้นหากมีมาตรการ lockdown รอบที่สอง ในปี 2021 ซึ่งไม่น่าจะเป็นไปได้ เนื่องจากจำนวนผู้ป่วย COVID-19 ในประเทศไทยต่ำมากอยู่ที่ 133 ราย (รายละเอียดเพิ่มเติมหน้า 2)

KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Net turnover	527,540	570,712	556,225	598,729	634,836
EBITDA	42,173	43,999	44,811	47,907	51,075
Operating profit	32,028	33,087	29,607	36,377	38,645
Net profit (rep./act.)	20,930	22,343	18,319	23,044	24,950
Net profit (adj.)	20,930	22,343	18,319	23,044	24,950
EPS (Bt)	2.3	2.5	2.0	2.6	2.8
PE (x)	23.8	22.3	27.2	21.6	20.0
P/B (x)	5.9	5.3	5.2	4.6	4.2
EV/EBITDA (x)	15.2	14.5	14.3	13.4	12.5
Dividend yield (%)	2.0	2.2	2.3	2.4	2.7
Net margin (%)	4.0	3.9	3.3	3.8	3.9
Net debt/(cash) to equity (%)	140.9	122.9	131.4	112.0	97.0
Interest cover (x)	5.9	6.5	5.6	5.2	5.5
ROE (%)	26.1	25.0	19.3	22.6	22.0
Consensus net profit	-	-	18,576	22,210	25,655
UOBKH/Consensus (x)	-	-	0.99	1.04	0.97

Source: CP ALL PCL, Bloomberg, UOB Kay Hian

BUY

(Maintained)

Share Price	Bt53.75
Target Price	Bt79.00
Upside	+47.0%
(Previous TP)	Bt80.00

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):	498,562.1
Market cap (US\$m):	15,941.2
3-mth avg daily t'over (US\$m):	46.4

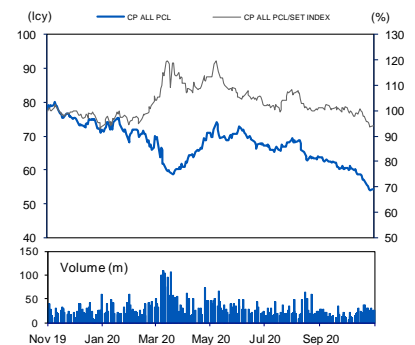
Price Performance (%)

52-week high/low	Bt80.00/Bt55.50			
1mth	3mth	6mth	1yr	YTD
(7.9)	(17.2)	(16.2)	(29.3)	(23.2)

Major Shareholders

CP Group	47.1
AIA	7.2
NVDR	3.9
FY20 NAV/Share (Bt)	10.73
FY20 Net Debt/Share (Bt)	14.09

PRICE CHART



Source: Bloomberg

ANALYST(S)

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

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้จากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮีเนียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการ ณ วันที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนหรือให้คำแนะนำในการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

Company Update

Wednesday, 04 November 2020

- **คาดการณ์กำไรสุทธิใน 3Q20 จะเพิ่มขึ้น qoq** เราคาดว่า CPALL จะรายงานกำไรสุทธิที่ 4,500 ลบ.ใน 3Q20 ลดลง 19.7% yoy แต่เพิ่มขึ้น 56.1% qoq จากการผ่อนคลายมาตรการป้องกัน COVID-19 เช่น การห้ามขายเครื่องดื่มแอลกอฮอล์ การจำกัดชั่วโมงการให้บริการของร้านสะดวกซื้อ และการสั่งห้ามการเดินทางระหว่างจังหวัด เราคาดว่ากำไรสุทธิของยอดขายสาขาเดิม (SSS) ใน 3Q20 จะอยู่ที่ -12.0% yoy ซึ่งปรับตัวดีขึ้นจาก 2Q20 ที่ -20.2% yoy นอกจากนี้ เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะดีขึ้น 90bp qoq จากการประหยัดต่อขนาด (economies of scale) และสัดส่วนการขาย (sale mix) ที่ทำกำไรเพิ่มขึ้น

3Q20 RESULTS PREVIEW

Year to 31 Dec (Btm)	3Q20F	2Q20	3Q19	qoq chg (%)	yoy chg (%)
Revenue from sales and services	129,929	123,101	135,763	5.5	(4.3)
Gross profit	29,121	26,442	31,177	10.1	(6.6)
EBIT	7,481	5,353	8,435	39.8	(11.3)
Core profit	4,507	2,852	5,576	58.1	(19.2)
Net profit	4,507	2,887	5,612	56.1	(19.7)
EPS (Bt)	0.47	0.29	0.60	61.4	(20.6)
Ratios (%)					
SSSG (7-Eleven)	-12.0	-20.2	2.0		
SSSG (Cash and Carry)	-2.0	-3.6	5.5		
Gross profit margin (%)	22.4	21.5	23.0		
Cost to income (%)	19.9	20.3	19.9		

Source: CPALL, UOB Kay Hian

EARNINGS REVISION/RISK

- เราปรับลดการคาดการณ์กำไรสุทธิสำหรับปี 2020-22 ของเราลง 0.9% และ 1.0% เนื่องจากเราปรับประมาณการเติบโตของยอดขายสาขาเดิม (SSS) ใน 3Q20 ลดลง 12% yoy (จาก -11% yoy)

NET PROFIT FORECASTS

(Btm)	2020F	2021F	2022F
Old	18,760	23,594	25,529
New	18,591	23,350	25,282
% chg	-0.9	-1.0	-1.0

Source: UOB Kay Hian

VALUATION/RECOMMENDATION

- **คงคำแนะนำ ซื้อ** และราคาเป้าหมายที่ 79.00 บาท อิงจาก PE 2021F ที่ 30.0 เท่า ซึ่งเป็นค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี เราเชื่อว่าราคาหุ้นปัจจุบันของ CPALL ถูกมากอยู่ที่ PE 2021F ที่ 22.6 เท่า ซึ่งต่ำสุดในรอบเกือบ 5 ปี

SHARE PRICE CATALYST

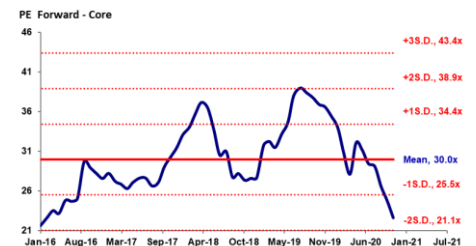
- การจำกัดความกังวลเกี่ยวกับการเพิ่มทุนผ่านผู้อถือหุ้น (equity financing) จะเป็นปัจจัยหนุนราคาหุ้นในระยะสั้น

PE BAND



Source: CPALL, UOB Kay Hian

CORE PE BAND



Source: CPALL, UOB Kay Hian

EV/EBITDA BAND



Source: CPALL, UOB Kay Hian

P/B BAND



Source: CPALL, UOB Kay Hian