

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 75.00

(From: Bt 68.00)

5 JULY 2021

Upside : 26.1%

CP ALL Public Co Ltd (CPALL TB)

ปัจจุบันเป็น Top Pick ของเรา

หลัง 2 ปีที่ราคาหุ้น underperformance ปัจจุบัน CPALL เป็นหนึ่งในหุ้นที่เราชอบที่สุดในกลุ่มฯ ขณะที่เราเชื่อว่าตลาดได้สะท้อนดีลเทสโก้ที่น่าผิดหวังมากแล้วที่ 25.2 เท่า PE บนตัวเลขปี 2019 แต่เรามองว่า CPALL พื้นตัวแข็งแกร่งที่สุดใน 3 ปีข้างหน้าจากผลการดำเนินงานที่แย่มากที่สุดในปีนี้ และน่าจะ "ซื้อ" ราคาเป้าหมาย 75 บาท



PHANNARAI TIYAPITTAYARUT

662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

เป็นทางเลือกที่เราชอบในกลุ่มค้าปลีก

ปัจจุบันเราให้ CPALL พร้อมด้วย COM7 และ GLOBAL เป็นหุ้นที่เราชอบที่สุดในกลุ่มค้าปลีก เนื่องจาก 1) เราคาดว่ามีการปรับขึ้นราคาหุ้นที่แข็งแกร่งที่สุดในกลุ่มนี้ โดยมี ESP เติบโต 36-67% ต่อปี ในปี 2022-23F 2) หลังราคาหุ้น underperformance ต่อ SET รวบรวม 21% และ 49% เมื่อเทียบกับกลุ่มค้าปลีก เราเชื่อว่าราคาหุ้นของ CPALL ได้สะท้อนดีลเทสโก้ที่น่าผิดหวังแล้วที่ PE ที่ 25.2 เท่า บนตัวเลขปี 2019 ซึ่งเราคาดว่าจะถึงอีกครั้งในปี 2023F ซึ่งเรากล่าวว่า CPALL นั้นไม่แพง ราคาเป้าหมายปีฐาน 2022F ของเราที่ 75 บาท คิดเป็น PE ที่ 28.8 เท่าในปีปกติปี 2023F เทียบกับ PE เฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปีที่ 33 เท่า และ 3) เราคาดว่ากำไรของ CPALL จะถึงจุดต่ำสุดใน 2Q21F เทียบกับ 3Q21F ของบริษัทค้าปลีกรายใหญ่

แต่จุดต่ำสุดก่อน และฟื้นตัวแข็งแกร่งสุด

เราคาดว่ากำไรของ CPALL จะแตะจุดต่ำสุดใน 2Q21F ที่ 1.9 พันลบ. ลดลง 34% y-y และ 27% q-q ขณะที่บริษัทค้าปลีกรายใหญ่ที่เห็นการดำเนินงานแย่งใน 3Q21F ด้วยผลกระทบจากโควิดระลอก 3 ที่ทวีความรุนแรงขึ้น รวมถึงการประกาศกึ่งล็อกดาวน์ นอกจากนี้เรายังคาดว่า CPALL จะมีผลการดำเนินงานที่ฟื้นตัวแข็งแกร่งที่สุดในกลุ่มนี้ที่ 36-67% ต่อปี ในปี 2022-23F ปัจจัยหลักผลักดันกำไร ได้แก่การฟื้นตัวของยอดขายสาขาเดิมที่ 7% ต่อปี การกลับมาขยายตัวของอัตรากำไรขั้นต้นเนื่องจากมีสัดส่วนผลิตภัณฑ์ที่มีอัตรากำไรสูงขึ้น ดอกเบี้ยจ่ายที่ลดลงอย่างมากราว 714 ลบ. - 1,941 ลบ. การขยายสาขาต่อเนื่อง 5% ต่อปี และขาดทุนจากบริษัทเทสโก้ เอสพีวี 612 ลบ. - 2,121 ลบ.

ผลกระทบจากโควิด ระลอก 3 น้อยกว่าเพื่อน

เรามองว่า CPALL ไม่ใช่ผู้ที่ได้รับผลกระทบจากโควิดระลอก 3 ที่สุด และเราคาดว่า MAKRO (34% ของ EBIT รวมปี 2021F) จะแข็งแกร่งด้านทานผลจากการกึ่งล็อกดาวน์ ยอดขายสาขาเดิมของ 7-Eleven ลดลง 20-25% จากปี 2019 และทรงตัวตั้งแต่ 2Q20 จากการลดลงทั้งหมด เราคาดว่า 10% มาจากนักท่องเที่ยวที่หายไป และ 5% จากจำนวนผู้มาใช้บริการที่สถานีบริการน้ำมันลดลง โครงการคนละครึ่งของรัฐบาลอย่างต่อเนื่องได้ส่งผลกระทบต่อยอดขายสาขาเดิมตั้งแต่ปี 2020 และไม่ใช่ว่าปัจจัยใหม่ในปีนี้จะเราคาดว่า บมจ. เซ็นทรัลพัฒนา (CPN) และบมจ. เซ็นทรัล รีเทล คอร์ปอเรชั่น (CRC) จะได้รับผลกระทบมากขึ้นใน 3Q21 จากยังคงให้ส่วนลดค่าเช่าจำนวนมาก ส่วนแบ่งรายได้จากร้านอาหารที่ลดลง และยอดขายในศูนย์การค้าที่ลดลง

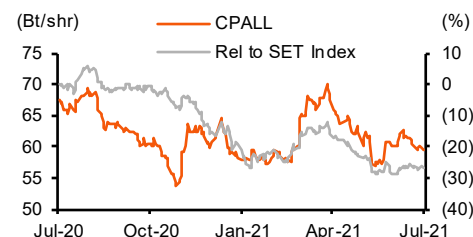
ราคาเป้าหมายใหม่ที่ 75 บาท

เราปรับลดประมาณการกำไร 13-38% ในปี 2021-22F เพื่อสะท้อนผลกระทบของโควิดต่อยอดขายสาขาเดิม และอัตรากำไรขั้นต้นของ 7-Eleven และผลขาดทุนที่สูงขึ้นในปีนี้จาก SPV ของเทสโก้ (ถือหุ้น 40%) สำหรับ Valuation, CPALL เริ่มไม่แพง ด้วย PE ลดลงเหลือ 25.2 เท่าบนกำไรปี 2019 ราคาเป้าหมายปีฐาน 2022F ของเราอยู่ที่ 75 บาท คิดเป็น PE ที่ลดลงเหลือ 28.8 เท่า บนกำไรปี 2023F (กลับไปที่ระดับปี 2019)

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	546,207	561,165	617,294	683,966
Net profit	16,102	11,343	18,243	24,372
Consensus NP	—	15,821	20,060	24,234
Diff frm cons (%)	—	(28.3)	(9.1)	0.6
Norm profit	15,876	11,343	18,243	24,372
Prev. Norm profit	—	18,204	20,951	23,916
Chg frm prev (%)	—	(37.7)	(12.9)	1.9
Norm EPS (Bt)	1.7	1.2	1.9	2.6
Norm EPS grw (%)	(30.0)	(30.5)	66.7	35.5
Norm PE (x)	35.9	51.7	31.0	22.9
EV/EBITDA (x)	15.5	15.6	13.4	11.5
P/BV (x)	5.5	5.3	4.8	4.3
Div yield (%)	1.5	1.0	1.6	2.2
ROE (%)	16.7	11.5	17.1	20.5
Net D/E (%)	180.8	167.4	142.9	116.1

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

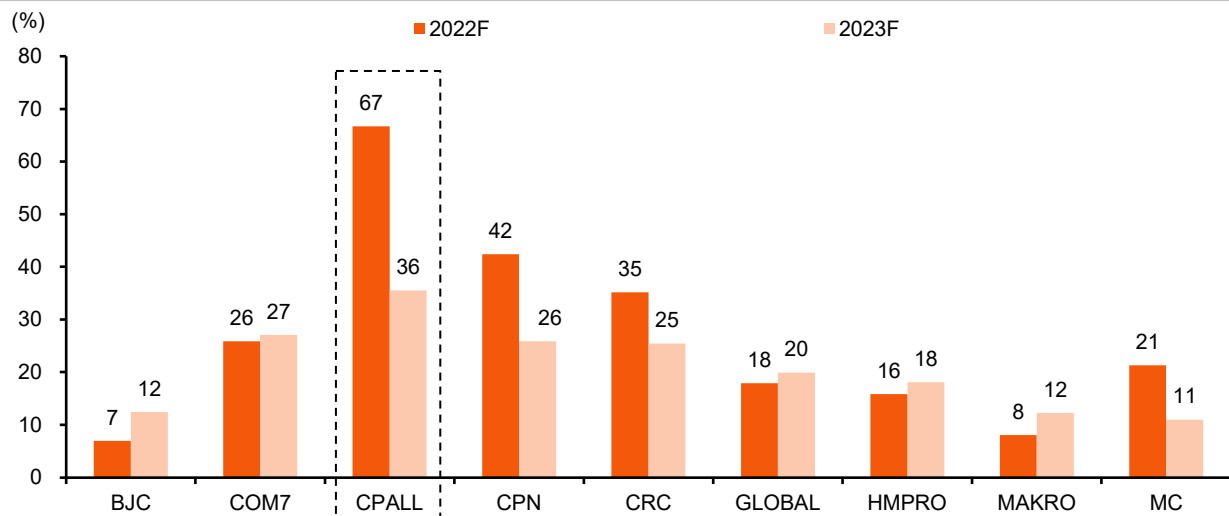
Price as of 5-Jul-21 (Bt)	59.50
Market Cap (US\$ m)	16,645.7
Listed Shares (m shares)	8,983.1
Free Float (%)	57.5
Avg Daily Turnover (US\$ m)	48.4
12M Price H/L (Bt)	70.00/53.75
Sector	Commerce
Major Shareholder	CP Group 35.58%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

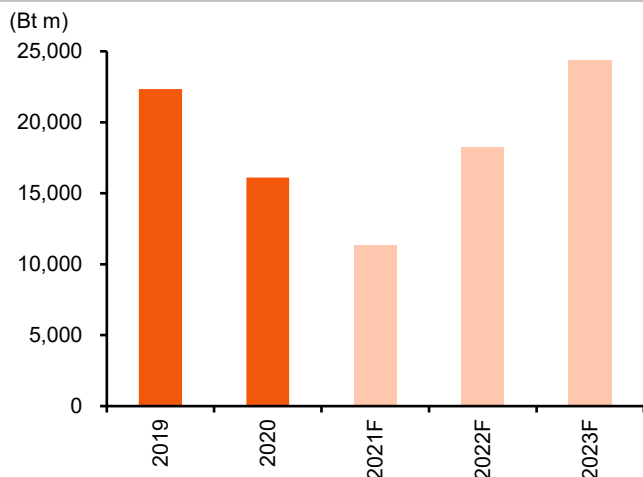
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่ผู้ลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไม่ทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Retail Stocks' Normalized EPS Growth



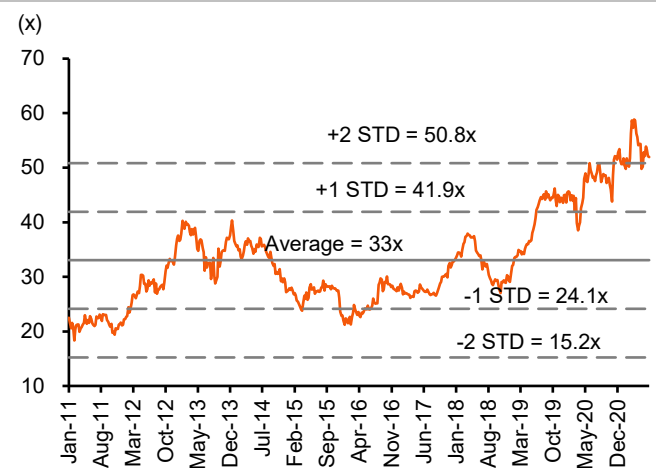
Source: Thanachart estimates

Ex 2: CPALL's Net Profit



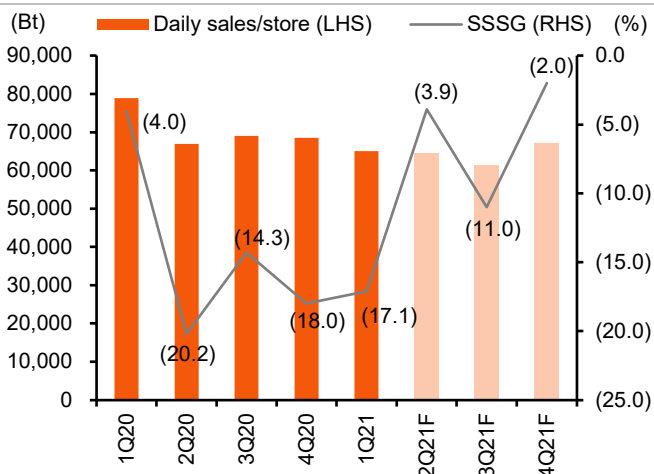
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: CPALL's PE



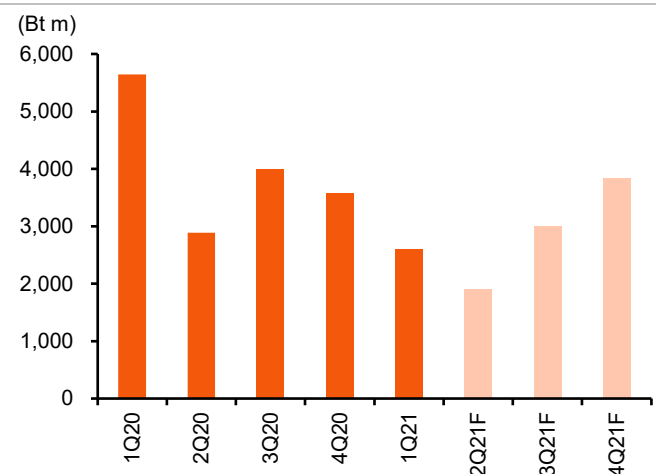
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 4: 7-Eleven Quarterly SSSG Vs. Daily Sales/Store



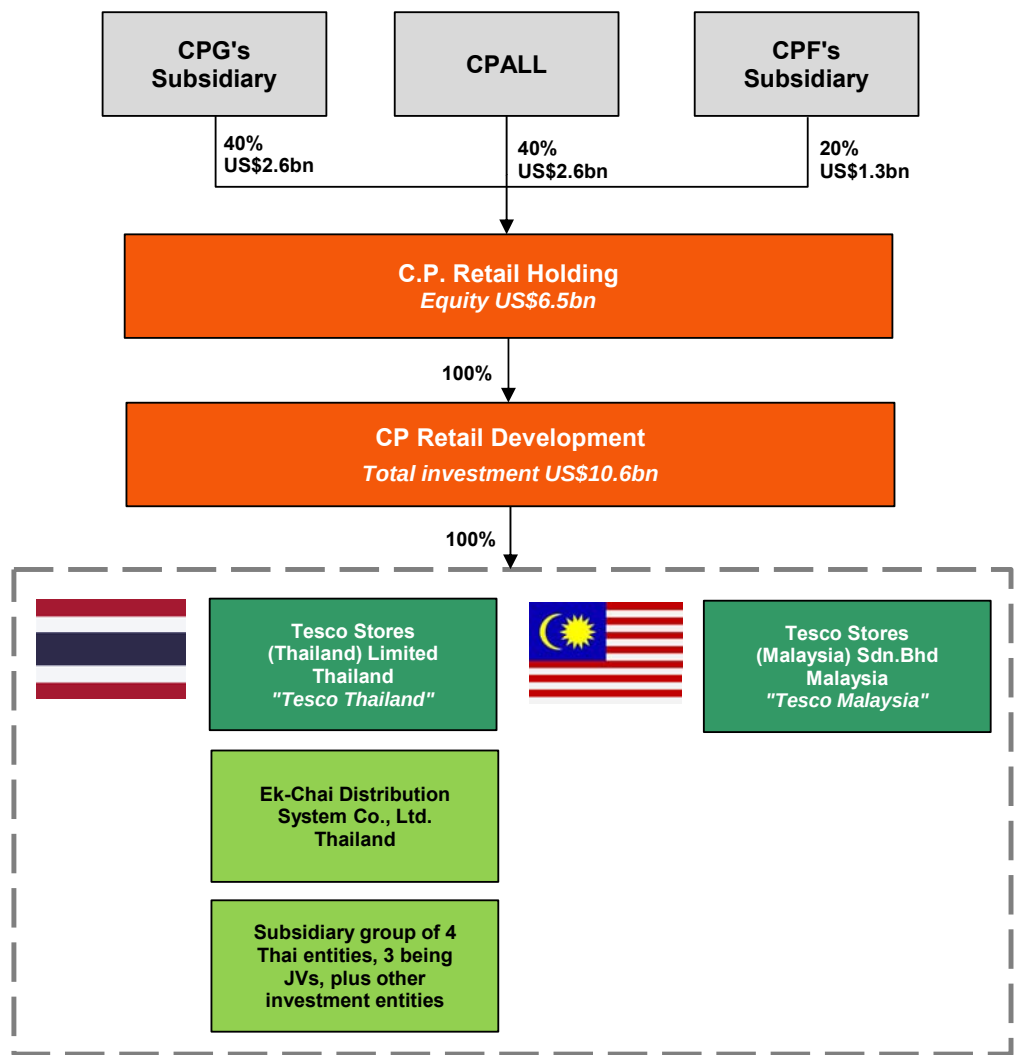
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: CPALL's Quarterly Profit



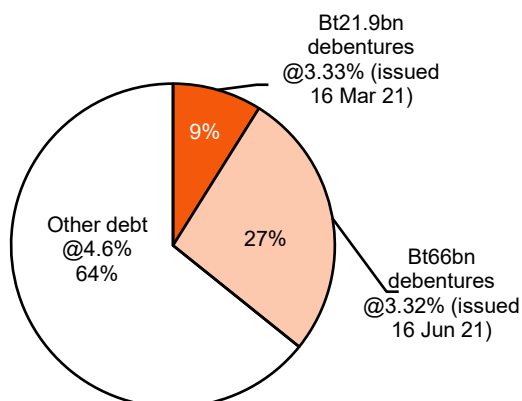
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: CP-Tesco Transaction Structure



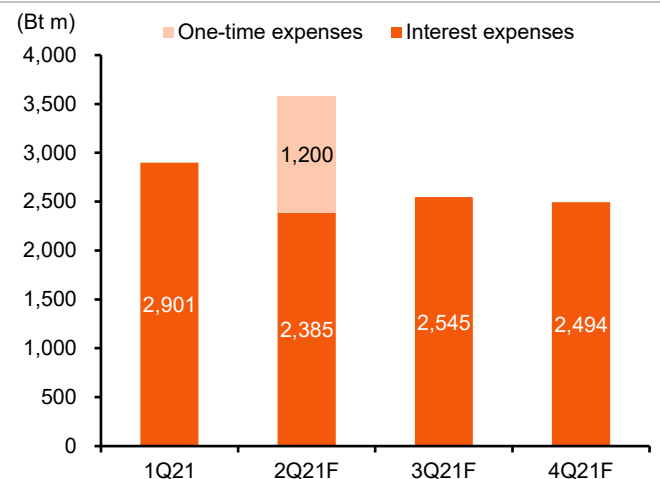
Source: Company data

Ex 7: Debt Structure



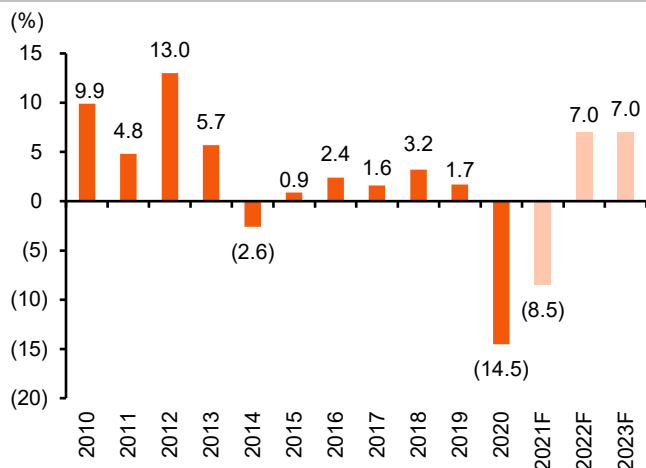
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: Interest Costs



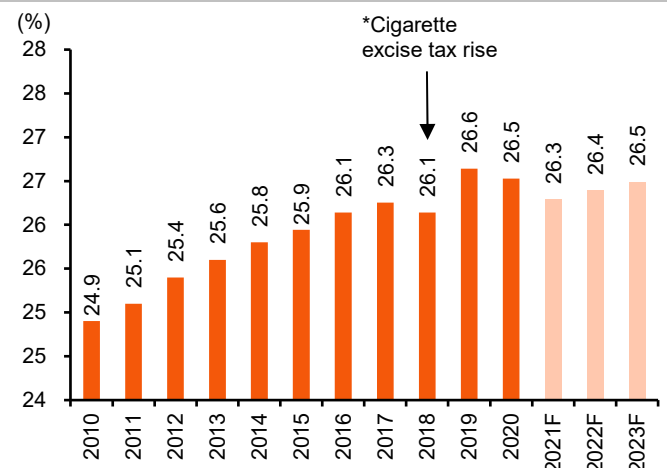
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: 7-Eleven's SSSG



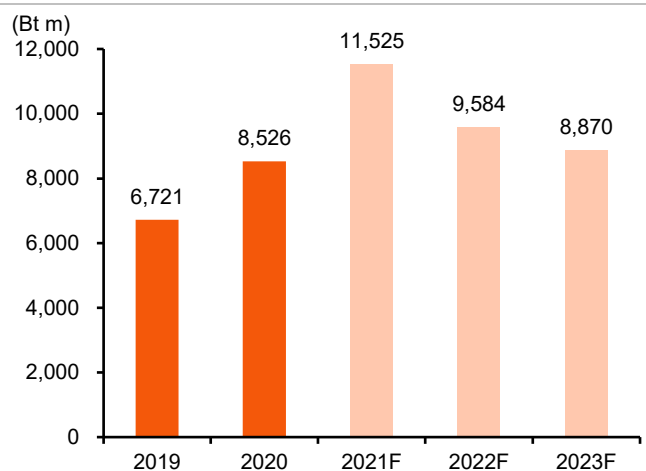
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: 7-Eleven's Total Product Margin



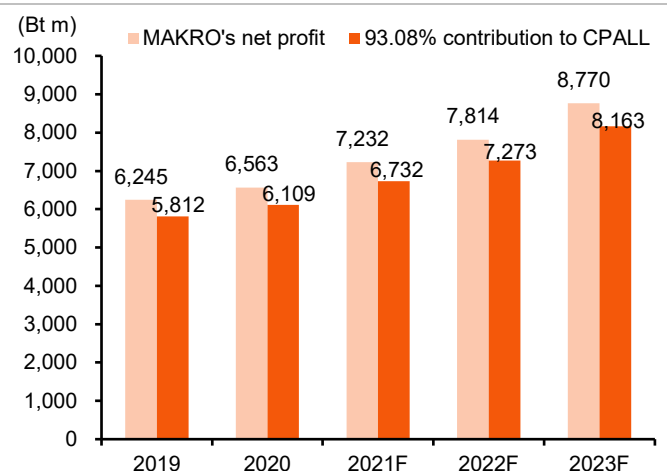
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: Falling Interest Costs



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 12: MAKRO's Net Profit



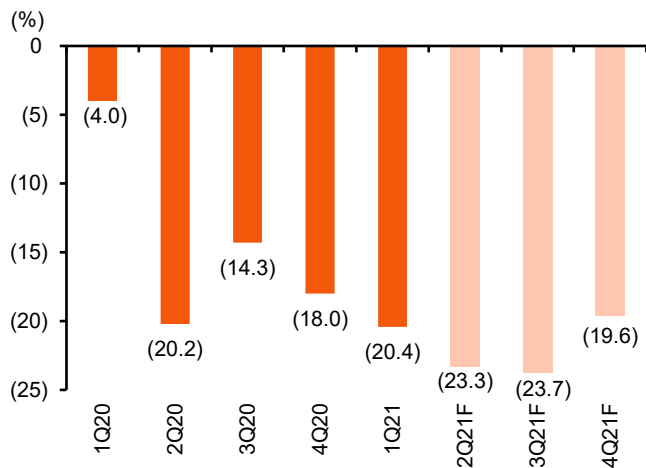
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 13: Lotus's Estimated Contributions

(Bt m)	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
CPALL's current net profit forecast	11,343	18,243	24,372	30,874	37,135	40,943	46,877	52,812	58,756	65,843	73,172	80,868
Lotus's profit	6,538	8,172	9,398	10,808	11,889	12,483	13,107	13,763	14,451	15,174	15,932	16,729
Interest expense - SPV	6,035	5,130	4,828	4,828	4,828	4,828	4,828	4,828	4,828	4,828	4,828	4,828
Equity income from Lotus's (40% stake)	201	1,217	1,828	2,392	2,824	3,062	3,312	3,574	3,849	4,138	4,442	4,760
Interest expense - CPALL's investment - net of tax	3,337	2,232	2,232	2,232	2,232	2,232	2,232	2,232	2,232	2,232	2,232	2,232
Lotus's profit contribution - net of interest cost	(3,136)	(1,015)	(403)	160	593	831	1,080	1,342	1,618	1,907	2,210	2,529

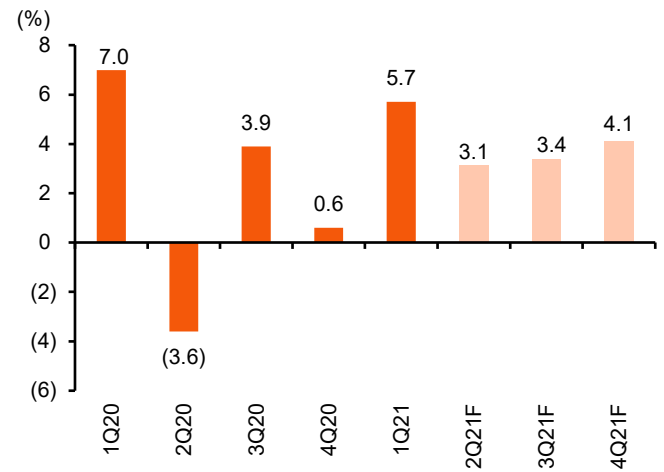
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 14: 7-Eleven's SSSG VS Pre-Covid



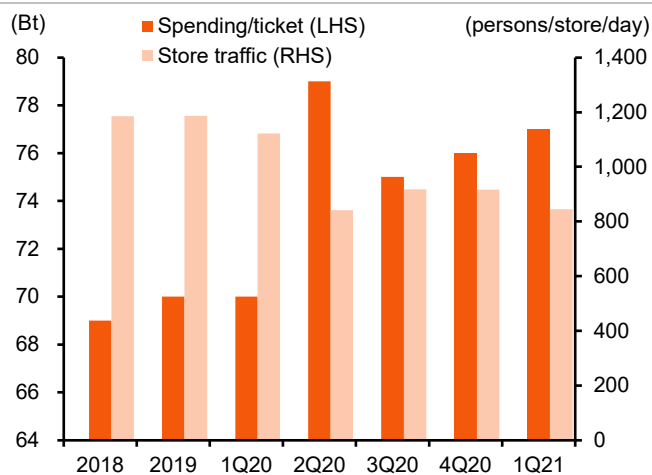
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 15: MAKRO's SSSG VS Pre-Covid



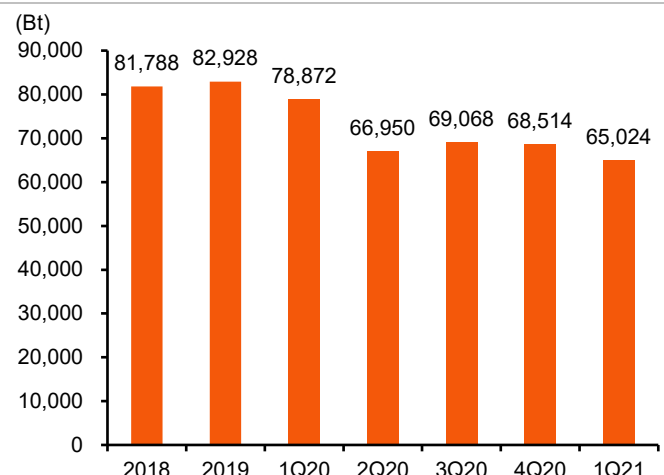
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 16: Spending/Ticket Vs. Store Traffic



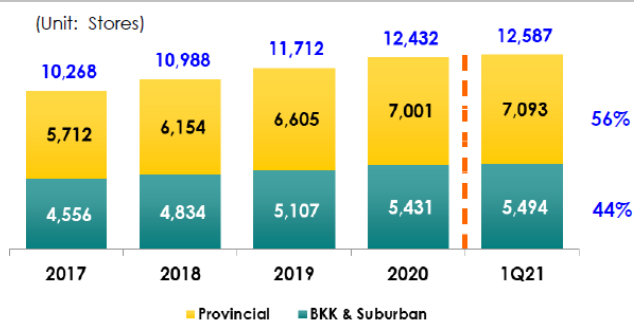
Source: Company data

Ex 17: Average Daily Sales/Store



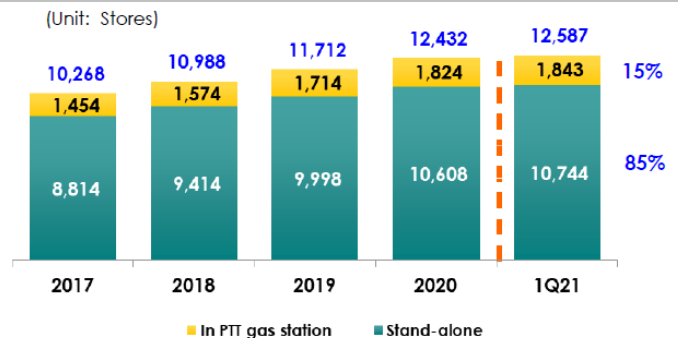
Source: Company data

Ex 18: 7-Eleven's Stores (Bangkok Vs. Upcountry)



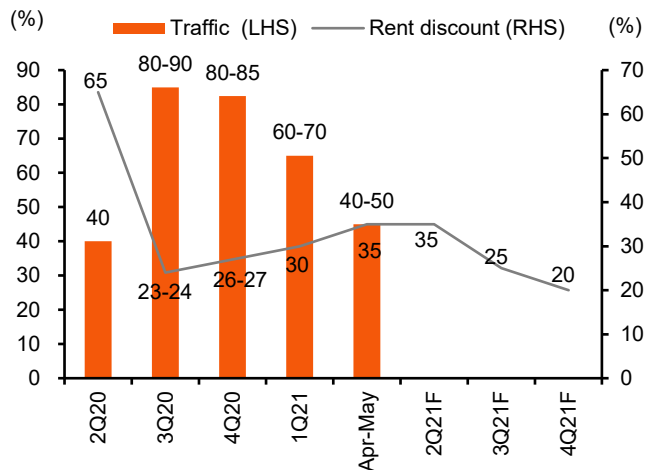
Source: Company data

Ex 19: 15% Of Branches At PTT Gas Stations



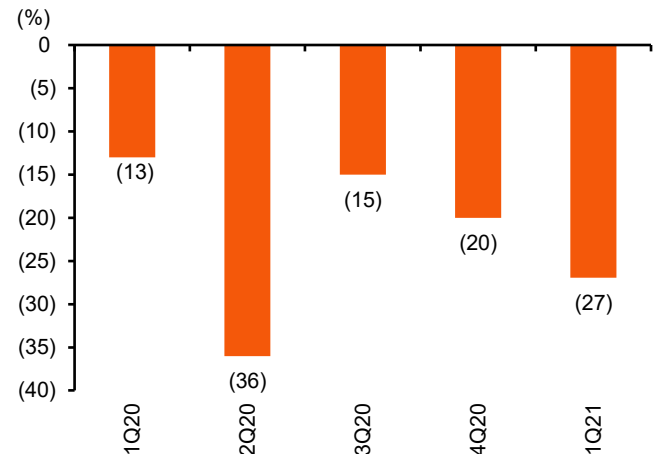
Source: Company data

Ex 20: CPN's Traffic Vs. Rent Discount



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 21: CRC's SSSG Vs. Pre-COVID Level



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 22: Key Assumption Changes

	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F
SSS growth (%) - 7-Eleven											
- New	(8.50)	7.00	7.00	6.00	5.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
- Old	5.00	4.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
Total product margin (%)											
- New	26.3	26.4	26.5	26.6	26.7	26.8	26.9	27.0	27.1	27.2	27.3
- Old	26.7	26.8	26.9	27.0	27.3	27.5	27.7	27.9	28.1	28.3	28.5
Equity income (Bt m) 40% in Lotus											
- New	201	1,217	1,828	2,392	2,824	3,062	3,312	3,574	3,849	4,138	4,442
- Old	557	880	1,128	1,162	1,197	1,232	1,269	1,308	1,347	1,387	1,429
Change (%)	(64)	38	62	106	136	148	161	173	186	198	211
Interest expense (Bt m)											
- New	11,525	9,584	8,870	8,082	7,364	9,477	8,277	7,428	6,458	5,597	4,939
- Old	10,668	10,896	11,016	10,479	11,997	11,597	11,404	10,888	9,887	8,733	7,569
Change (%)	8	(12)	(19)	(23)	(39)	(18)	(27)	(32)	(35)	(36)	(35)
Norm profit (Bt m)											
- New	11,343	18,243	24,372	30,874	37,135	40,943	46,877	52,812	58,756	65,843	73,172
- Old	18,204	20,951	23,916	27,312	30,929	34,306	39,694	45,664	52,335	59,490	67,071
Change (%)	(38)	(13)	2	13	20	19	18	16	12	11	9

Source: Thanachart estimates

Ex 23: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2022F

(Bt m)		2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal Value
EBITDA		40,867	47,777	55,083	62,128	69,070	75,209	81,535	88,021	95,989	104,405	113,150	
Free cash flow		23,709	29,492	35,811	44,308	50,585	55,516	60,923	66,514	73,326	80,513	87,868	1,264,828
PV of free cash flow		23,644	25,218	28,307	32,382	33,456	33,803	34,144	34,319	34,831	38,237	36,807	529,827
Risk-free rate (%)		2.5											
Market risk premium (%)		8.0											
Beta		1.0											
WACC (%)		8.2											
Terminal growth (%)		2.0											
Enterprise value - add investments		884,976											
Net debt (end-2021F)		194,715											
Minority interest		15,336											
Equity value		674,925											
# of shares (m)		8,986											
Equity value/share (Bt)		75.11											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 24: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div. yield —	
			21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Marks & Spencer	MKS LN	Britain	(86.7)	na	64.8	10.7	0.8	1.4	8.1	6.1	0.0	1.1
J Sainsbury PLC	SBRY LN	Britain	(44.4)	87.3	22.9	12.2	0.8	0.8	6.1	5.4	5.7	4.3
Tesco	TSCO LN	Britain	(53.0)	80.4	20.4	11.3	1.0	1.2	8.2	7.0	3.9	4.5
Carrefour SA	CA FP	France	11.3	12.6	12.2	10.9	1.3	1.2	6.0	5.6	3.2	3.5
Casino Guichard	CO FP	France	32.4	15.3	12.7	11.0	0.7	0.7	7.0	6.5	6.4	6.0
L'Oreal SA	OR FP	France	15.6	9.8	44.9	40.8	6.8	6.3	25.6	23.7	1.2	1.3
Alimentation Couche	ATD/B CN	Canada	22.7	(8.2)	19.9	21.6	4.3	4.1	9.7	10.4	0.6	0.7
Aeon	8267 JP	Japan	na	na	na	90.3	2.5	2.6	10.7	9.0	1.2	1.2
Kao Corporation	4452 JP	Japan	2.6	11.3	25.1	22.6	3.5	3.3	12.6	11.6	2.1	2.2
Lion Corporation	4912 JP	Japan	(25.3)	5.9	25.7	24.2	2.3	2.2	11.2	10.5	1.2	1.3
Shiseido Co. Ltd	4911 JP	Japan	na	87.1	104.5	55.8	6.5	6.1	31.2	21.0	0.6	0.7
Lawson	2651 JP	Japan	(56.6)	91.6	57.1	29.8	1.9	1.9	4.8	4.2	2.9	2.9
Seven & I Holdings	3382 JP	Japan	(25.7)	63.6	29.0	17.8	1.7	1.6	7.3	5.5	1.9	2.1
Lotte Corp	004990 KS	South Korea	177.9	13.4	12.1	10.6	0.6	0.5	10.0	9.9	3.0	3.3
Shinsegae	004170 KS	South Korea	na	21.2	11.2	9.2	0.7	0.7	8.8	8.3	0.7	0.7
Amore Pacific Group	002790 KS	South Korea	162.6	29.9	32.7	25.2	1.8	1.7	6.8	6.1	0.5	0.6
Best Buy Co Inc	BBY US	USA	5.9	2.8	13.8	13.4	7.4	7.3	7.2	7.3	1.9	2.4
Wal-Mart Stores	WMT US	USA	6.1	5.8	23.6	22.3	4.7	4.4	11.9	11.5	1.5	1.6
Home Depot Inc	HD US	USA	18.1	4.9	22.7	21.7	142.2	228.2	15.8	15.4	1.9	2.1
Yonghui Superstores	601933 CH	China	(56.0)	58.7	43.4	27.3	2.3	2.2	22.4	19.4	3.0	3.3
Sa International	178 HK	Hong Kong	na	na	na	na	4.6	4.2	na	25.8	0.0	1.1
Dairy Farm Intl Hldgs	DFI SP	Hong Kong	37.4	20.1	17.6	14.7	4.1	3.7	12.7	11.6	4.3	4.8
President Chain Store	2912 TT	Taiwan	6.4	7.8	24.8	23.1	7.2	6.9	11.0	10.6	3.6	3.8
7-Eleven Malaysia	SEM MK	Malaysia	10.4	15.1	27.4	23.8	18.8	19.1	8.4	8.6	2.6	2.8
Berli Jucker *	BJC TB	Thailand	31.4	7.0	26.6	24.8	1.1	1.1	12.6	11.8	1.9	2.0
COM7 *	COM7 TB	Thailand	45.8	25.9	39.7	31.6	18.6	16.0	26.3	21.4	2.0	2.6
CP All *	CPALL TB	Thailand	(30.5)	66.7	51.7	31.0	5.3	4.8	15.6	13.4	1.0	1.6
Central Pattana *	CPN TB	Thailand	3.4	42.4	42.7	30.0	3.1	2.9	17.2	14.7	1.2	1.6
Central Retail Corp. *	CRC TB	Thailand	na	35.2	40.4	29.9	3.2	3.0	9.8	8.2	1.0	1.3
Siam Global House *	GLOBAL TB	Thailand	45.7	17.9	36.7	31.1	5.5	5.0	26.7	22.7	1.1	1.3
Home Product*	HMPRO TB	Thailand	18.6	15.8	31.8	27.5	8.7	8.0	17.9	16.0	2.5	2.9
Siam Makro *	MAKRO TB	Thailand	10.2	8.0	23.9	22.1	7.1	6.6	13.7	12.8	3.1	3.6
Mc Group *	MC TB	Thailand	28.6	21.3	12.8	10.5	2.0	2.0	7.7	6.3	7.7	9.4
Average			11.2	29.2	31.4	24.7	8.6	11.0	12.8	11.8	2.3	2.6

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates using normalized EPS growth

Based on 5 July 2021 closing price

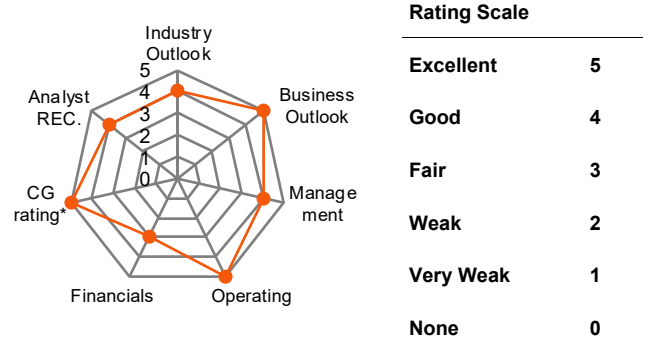
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน) (CPALL) เป็นบริษัทของคนไทยที่ดำเนินธุรกิจร้านสะดวกซื้อ ภายใต้เครื่องหมายการค้า 7 - Eleven และถือหุ้น 93.08% ใน บมจ.สยามแม็คโคร บริษัทฯ ยังประกอบธุรกิจที่เกี่ยวข้อง เช่น ธุรกิจตัวแทนรับชำระเงินค่าสินค้าและบริการ ภายใต้การดำเนินงานของบริษัทย่อย - บริษัท เคาน์เตอร์เซอร์วิส จำกัด, ธุรกิจผลิตและจำหน่ายอาหารพร้อมทานและเบเกอรี่ ภายใต้การดำเนินงานของบริษัท ซี.พี. ค้าปลีกและการตลาด จำกัด ในเดือนธันวาคม 2020 บริษัทฯ ได้ลงทุน 40% ในเอสโกเอเชีย

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- เป็นผู้นำธุรกิจร้านสะดวกซื้อในประเทศไทย มีลักษณะผูกขาดโดยธรรมชาติ ด้วยมีส่วนแบ่งตลาดมากกว่า 64%
- ดำเนินงานบริหารร้าน 7-Eleven ในประเทศไทย ซึ่งเป็นธุรกิจที่มั่นคงและสร้างเงินสดได้จำนวนมาก
- ทำแฟรนไชส์ประสบความสำเร็จ

O — Opportunity

- ธุรกิจร้านสะดวกซื้อของไทยยังไม่ถึงจุดอิ่มตัว และการแข่งขันไม่รุนแรง
- มีโอกาสในการขยายสาขามากขึ้นในต่างจังหวัด เนื่องจากยังคงมีการรุกรไปยังตลาดต่างจังหวัดไม่มาก
- การขยายตัวไปยัง CLMV
- แหล่งรายได้บริการใหม่

W — Weakness

- การขยายสาขาที่เร็วเกินไปอาจนำไปสู่ภาวะการณ์ขาดแคลนพนักงาน
- ขาดทุนในปีแรกๆ จากการขยายไปยังต่างประเทศของ MAKRO ไปยังกัมพูชา อินเดีย พม่า และจีน
- หนี้ที่เพิ่มขึ้นจากการลงทุน 40% ในโลตัส

T — Threat

- ความเสี่ยงทางด้านกฎหมาย - พระราชบัญญัติการประกอบธุรกิจค้าปลีกและค้าส่ง
- ความเสี่ยงภัยธรรมชาติ
- ความเสี่ยงในเรื่องการโจรกรรม

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	69.71	75.00	8%
Net profit 21F (Bt m)	15,652	11,343	-28%
Net profit 22F (Bt m)	19,877	18,243	-8%
Consensus REC	BUY: 19	HOLD: 7	SELL: 2

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรสุทธิของเราในปี 2021-22F ต่ำกว่าตลาด 8-28% เนื่องจากสมมติฐานยอดขายสาขาเดิมของ 7-Eleven การดำเนินงานของโลตัสที่ต่ำลง เนื่องจากผลกระทบจากโควิด-19
- ราคาเป้าหมายของเราจึงสูงกว่า 8% เนื่องจากเราปรับมาใช้ปีฐาน 2022F

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- เศรษฐกิจที่อ่อนแอกว่าคาดจะส่งผลกระทบต่อผลประกอบการของร้าน 7-Eleven เนื่องจากมีความเชื่อมโยงกับการบริโภคในประเทศสูง และเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- หากคู่แข่งอื่น เช่น Family Mart, Tops และ mini BIGC ขยายตัวเร็วกว่าคาด และประสบความสำเร็จมากกว่าคาด จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- หากบริษัทย่อย MAKRO ไม่ประสบความสำเร็จในต่างประเทศ และมีผลขาดทุนมากกว่าที่เราคาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	570,712	546,207	561,165	617,294	683,966
Cost of sales	426,063	410,880	424,928	464,800	512,843
Gross profit	144,649	135,327	136,238	152,494	171,123
% gross margin	25.3%	24.8%	24.3%	24.7%	25.0%
Selling & administration expenses	111,562	107,858	110,733	121,763	134,336
Operating profit	33,087	27,469	25,505	30,730	36,787
% operating margin	5.8%	5.0%	4.5%	5.0%	5.4%
Depreciation & amortization	10,166	19,895	21,143	22,709	24,292
EBITDA	43,252	47,364	46,648	53,439	61,079
% EBITDA margin	7.6%	8.7%	8.3%	8.7%	8.9%
Non-operating income	295	157	219	275	316
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(6,721)	(8,526)	(11,525)	(9,584)	(8,870)
Pre-tax profit	26,660	19,100	14,198	21,422	28,232
Income tax	4,070	2,759	2,556	3,856	5,082
After-tax profit	22,591	16,340	11,642	17,566	23,151
% net margin	4.0%	3.0%	2.1%	2.8%	3.4%
Shares in affiliates' Earnings	0	(63)	201	1,217	1,828
Minority interests	(351)	(400)	(500)	(540)	(607)
Extraordinary items	104	226	0	0	0
NET PROFIT	22,343	16,102	11,343	18,243	24,372
Normalized profit	22,240	15,876	11,343	18,243	24,372
EPS (Bt)	2.4	1.7	1.2	1.9	2.6
Normalized EPS (Bt)	2.4	1.7	1.2	1.9	2.6

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	71,923	81,404	89,665	92,171	97,090
Cash & cash equivalent	30,519	40,626	46,627	45,037	45,037
Account receivables	1,718	1,650	1,695	1,865	2,066
Inventories	31,538	31,749	33,761	36,929	40,746
Others	8,148	7,379	7,581	8,340	9,240
Investments & loans	34	85,586	85,586	85,586	85,586
Net fixed assets	116,082	120,199	123,326	126,696	130,222
Other assets	187,578	236,165	232,690	228,443	223,044
Total assets	375,617	523,354	531,267	532,896	535,942
LIABILITIES:					
Current liabilities:	112,917	123,383	139,139	144,953	153,134
Account payables	78,550	72,778	75,672	82,773	91,328
Bank overdraft & ST loans	3,341	1,056	7,240	6,826	6,298
Current LT debt	12,528	19,825	23,410	22,071	20,364
Others current liabilities	18,498	29,723	32,817	33,283	35,144
Total LT debt	129,193	221,503	210,691	198,641	183,273
Others LT liabilities	25,139	66,874	65,143	61,623	57,529
Total liabilities	267,250	411,759	414,974	405,216	393,937
Minority interest	14,629	14,836	15,336	15,877	16,483
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	8,983	8,983	8,986	8,986	8,986
Share premium	1,684	1,684	1,684	1,684	1,684
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	16,318	16,833	16,833	16,833	16,833
Retained earnings	66,753	69,258	73,453	84,299	98,017
Shareholders' equity	93,739	96,759	100,957	111,803	125,521
Liabilities & equity	375,617	523,354	531,267	532,896	535,942

Sources: Company data, Thanachart estimates

Thai 7-Eleven business is cash-flow generating with rapid breakeven

We estimate EPS growth resuming at a 42% CAGR over 2021-24F

Higher debt burden from investment in Lotus in late 2020

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	26,660	19,100	14,198	21,422	28,232
Tax paid	(3,932)	(3,082)	(2,390)	(3,791)	(4,886)
Depreciation & amortization	10,166	19,895	21,143	22,709	24,292
Chg In working capital	(1,887)	(5,915)	837	3,763	4,537
Chg In other CA & CL / minorities	(789)	11,869	2,800	763	2,504
Cash flow from operations	30,218	41,867	36,587	44,866	54,679
Capex	(14,960)	(15,009)	(14,510)	(15,390)	(16,200)
Right of use	0	(61,902)	(6,190)	(6,190)	(6,190)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	0	(85,552)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	1,711	46,238	(1,699)	(3,676)	(4,032)
Cash flow from investments	(13,250)	(116,225)	(22,399)	(25,256)	(26,422)
Debt financing	(8,505)	97,547	(1,042)	(13,804)	(17,603)
Capital increase	0	0	3	0	0
Dividends paid	(10,780)	(11,229)	(7,148)	(7,396)	(10,654)
Warrants & other surplus	(2,655)	(1,854)	0	0	0
Cash flow from financing	(21,940)	84,465	(8,187)	(21,200)	(28,257)
Free cash flow	15,258	26,858	22,077	29,476	38,479

Business is generating strong free cash flows

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	25.2	35.9	51.7	31.0	22.9
Normalized PE - at target price (x)	31.7	45.3	65.2	39.1	28.8
PE (x)	25.1	35.4	51.7	31.0	22.9
PE - at target price (x)	31.6	44.6	65.2	39.1	28.8
EV/EBITDA (x)	15.0	15.5	15.6	13.4	11.5
EV/EBITDA - at target price (x)	18.2	18.5	18.6	16.0	13.7
P/BV (x)	5.7	5.5	5.3	4.8	4.3
P/BV - at target price (x)	7.2	7.0	6.7	6.0	5.4
P/CFO (x)	17.7	12.8	14.6	11.9	9.8
Price/sales (x)	0.9	1.0	1.0	0.9	0.8
Dividend yield (%)	2.1	1.5	1.0	1.6	2.2
FCF Yield (%)	2.9	5.0	4.1	5.5	7.2
(Bt)					
Normalized EPS	2.4	1.7	1.2	1.9	2.6
EPS	2.4	1.7	1.2	1.9	2.6
DPS	1.3	0.9	0.6	1.0	1.3
BV/share	10.4	10.8	11.2	12.4	14.0
CFO/share	3.4	4.7	4.1	5.0	6.1
FCF/share	1.7	3.0	2.5	3.3	4.3

Sources: Company data, Thanachart estimates

We believe high PEs are justified by stronger EPS growth from 2022F

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	8.2	(4.3)	2.7	10.0	10.8
Net profit (%)	6.8	(27.9)	(29.6)	60.8	33.6
EPS (%)	2.0	(29.3)	(31.5)	66.7	35.5
Normalized profit (%)	6.5	(28.6)	(28.6)	60.8	33.6
Normalized EPS (%)	1.7	(30.0)	(30.5)	66.7	35.5
Dividend payout ratio (%)	52.6	53.6	50.0	50.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	25.3	24.8	24.3	24.7	25.0
Operating margin (%)	5.8	5.0	4.5	5.0	5.4
EBITDA margin (%)	7.6	8.7	8.3	8.7	8.9
Net margin (%)	4.0	3.0	2.1	2.8	3.4
D/E (incl. minor) (x)	1.3	2.2	2.1	1.8	1.5
Net D/E (incl. minor) (x)	1.1	1.8	1.7	1.4	1.2
Interest coverage - EBIT (x)	4.9	3.2	2.2	3.2	4.1
Interest coverage - EBITDA (x)	6.4	5.6	4.0	5.6	6.9
ROA - using norm profit (%)	5.9	3.5	2.2	3.4	4.6
ROE - using norm profit (%)	24.9	16.7	11.5	17.1	20.5
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	25.3	17.2	11.8	16.5	19.5
- asset turnover (x)	1.5	1.2	1.1	1.2	1.3
- operating margin (%)	5.8	5.1	4.6	5.0	5.4
- leverage (x)	4.2	4.7	5.3	5.0	4.5
- interest burden (%)	79.9	69.1	55.2	69.1	76.1
- tax burden (%)	84.7	85.6	82.0	82.0	82.0
WACC (%)	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2
ROIC (%)	13.8	11.3	7.0	8.5	10.2
NOPAT (Bt m)	28,036	23,500	20,914	25,199	30,165
invested capital (Bt m)	208,283	298,517	295,672	294,304	290,420

Sources: Company data, Thanachart estimates

*We forecast ROE to head
back up from next year*

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 76 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVA16C2107A , BAM16C2107A , BANP16C2107A , BDMS16C2107A , COM716C2107A , CPF16C2107A , EA16C2107A , GULF16C2107A , HANA16C2107A , IVL16C2107A , KBAN16C2107A , MINT16C2107A , OR16C2107A , PTG16C2107A , SAWA16C2107A , SCGP16C2107A , STA16C2107A , TASC16C2107A , AEON16C2108A , CBG16C2108A , CPF16C2108A , DELT16C2108A , EA16C2108A , GUNK16C2108A , IRPC16C2108A , KBAN16C2108A , MTC16C2108A , OR16C2108A , PTTG16C2108A , RS16C2108A , TQM16C2108A , S5016C2109A , S5016P2109A , AOT16C2109A , BANP16C2109A , BCH16C2109A , BDMS16C2109A , BH16C2109A , CBG16C2109A , CBG16C2109B , CPAL16C2109A , CPN16C2109A , DELT16C2109A , EPG16C2109A , GPSC16C2109A , IVL16C2109A , KBAN16C2109A , KCE16C2109A , MINT16C2109A , MTC16C2109A , OR16C2109A , PRM16C2109A , PTG16C2109A , PTT16C2109A , RS16C2109A , SCGP16C2109A , TASC16C2109A , ADVA16C2110A , BAM16C2110A , BANP16C2110A , BGRI16C2110A , EA16C2110A , EGO16C2110A , IRPC16C2110A , JMT16C2110A , KTC16C2110A , KTC16C2110B , PTTG16C2110A , STEC16C2110A , TU16C2110A , GPSC16C2110A , GUNK16C2110A , IVL16C2110A , RBF16C2110A , S5016C2109B , S5016P2109B (underlying securities are ADVANC, AEONTS, AOT, BAM, BANPU, BCH, BDMS, BGRIM, BH, CBG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, EA, EGO, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IRPC, IVL, JMT, KBANK, KCE, KTC, MINT, MTC, OR, PRM, PTT, PTTG, RBF, RS, SET50, SAWAD, SCGP, STA, TASC, TQM, TU). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มีส่วนได้ส่วนเสียกับ บริษัท ธารณนิลสิน จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทย จำกัด (มหาชน) (TMB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TMB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ธารณนิลสิน จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หม่อศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้รับการจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการร่วมกันได้แก่ นางอริศวิณี ไตรลึงค์ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้รับการจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลอวิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลอวิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566" ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย พิมพ์ผกา นิการุณ, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	พลังงาน , ปิโตรเคมี, กระดาษ จักร เรืองสินภิญญา Tel: 662-779-9104 chak.reu@thanachartsec.co.th	สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์ Tel: 662-483-8296 nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th
อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรอ พัทธดนย์ บุญนาค Tel: 662-483-8298 pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณาธารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ Tel: 662-779-9109 phannarai.von@thanachartsec.co.th	ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเท่ง รดา ลิ้มสุทธวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th
ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน สรัชดา ศรีทรง Tel: 662-779-9106 sarachada.sor@thanachartsec.co.th	ขนส่ง, รับเหมา ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์ Tel: 662-779-9112 saksid.pha@thanachartsec.co.th	Small Cap, การแพทย์, โรงแรม ศิริพร อรุโณทัย Tel: 662-779-9113 siriporn.aru@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พัฒนาหลักทรัพย์, CFA Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ Tel: 662-779-9105 pattarawan.wan@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง Tel: 662-779-9123 witchanan.tam@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล Tel: 662-483-8304 thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัศมีพัฒน์ Tel: 662-483-8303 sittichet.run@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลากินี ทิพย์มณฑล Tel: 662-779-9115 lapinee.dib@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล Tel: 662-779-9108 monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุลชล Tel: 662-779-9118 kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ Tel: 662-779-9114 varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัตร Tel: 662-779-9117 sunet.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปรางค์ Tel: 662-779-9116 suksawat.lim@thanachartsec.co.th	สุจินตนา สดภาพร Tel: 662-779-9198 sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

Research Team
19 Floor, MBK Tower
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330
Tel: 662 -779-9119
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th