

Fundamental Story

CP All Public Co Ltd (CPALL TB) - BUY

News update

Phannarai Tiypittayarat | Email: phannarai.von@thanachartsec.co.th

ปรับโครงสร้างการถือหุ้นของโลตัสภายใน CP Group

- CPRD จะเป็นบริษัทย่อยของ MAKRO 100% ผ่าน EBT
 - สัดส่วนการถือหุ้นของ CPALL ใน MAKRO จะลดลงเหลือ 51.63% หลัง PO
 - ส่งผลกระทบปานกลางต่อกำไรต่อหุ้นของ CPALL
 - ขณะที่ทำให้เกิด EPS dilution สำหรับ MAKRO
- บริษัท ซี.พี. รีเทล โฮลดิ้ง จำกัด (CPRH) ซึ่งประกอบธุรกิจลงทุน (Investment Holding Company) มีผู้ถือหุ้นคือ CPALL (40%), CPG (40%) และ CPF (20%), โดยมีทรัพย์สินหลักคือหุ้นใน บริษัท ซี.พี.รีเทล ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (CPRD) ในสัดส่วน 99.99% ซึ่งเป็นเจ้าของโลตัส ในประเทศไทยและมาเลเซีย
 - CP Group กำลังปรับโครงสร้างการถือครองหุ้น CPRH ภายในกลุ่มโดยการโอนธุรกิจทั้งหมด (EBT) ของ CPRH ให้แก่ MAKRO ผ่านการแลกเปลี่ยนหุ้น (ดู Exhibit 1)
 - CPALL ถือหุ้นใน MAKRO ในสัดส่วน 93.08% และ CPRH ในสัดส่วน 40% ซึ่งหลัง EBT สัดส่วนการถือหุ้นของ CPALL ใน MAKRO จะลดลงเหลือ 65.97% และหลังจากเสนอขายให้แก่ประชาชนทั่วไป (Public Offering) จะลดลงอีกเหลือ 51.63%
 - เราคาดว่าจะส่งผลกระทบต่อกำไรปี 2022F ของ CPALL ที่ -4% (Exhibit 2) หากรวมประโยชน์ทางธุรกิจที่เกิดขึ้นในอนาคต และการประหยัดต้นทุนจากการรวมธุรกิจ ด้วย CPALL จะกลายเป็นร้านขายของชำที่ใหญ่ที่สุดในเอเชีย ยกเว้นญี่ปุ่น แล้วค่อยต่อยอดธุรกิจ CVS, Cash & Carry (B2B) และ Lotus hypermarket (B2C) การปรับโครงสร้างใหม่นี้อาจเป็นประโยชน์ต่อ CPALL ในระยะยาว
 - MAKRO (ซื้อ, ราคาเป้าหมาย 46 บาท) ด้วยเกิด dilution จากหุ้นที่ออกใหม่ จะทำให้เกิด EPS Dilution ราว 30% ในปี 2022F (Exhibit 3) แต่บริษัทฯ จะกลายเป็นบริษัทที่ใหญ่ขึ้นมาก ด้วยมีรูปแบบค้าปลีกที่หลากหลาย หลังจากเพิ่มทุนแล้ว บริษัทฯ จะสามารถเข้าถึงตลาดทุนได้ดีขึ้น ด้วยมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดที่มากขึ้น และ free float สูงกว่า 15%
 - CP Group ได้ประโยชน์จากการปรับโครงสร้างของโลตัส เพราะ PO จะลดภาระหนี้ของกลุ่ม และบริษัทในกลุ่มได้ประโยชน์จากการเป็นผู้ถือหุ้นของ CPALL และ MAKRO

Key Valuations

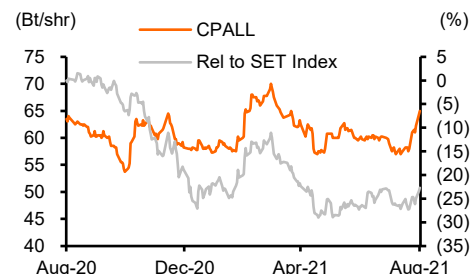
Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Revenue	546,207	557,846	613,546	679,744
Net profit	16,102	10,682	17,548	23,557
Norm net profit	15,876	10,682	17,548	23,557
Norm EPS (Bt)	1.7	1.1	1.8	2.5
Norm EPS gr (%)	(30.0)	(34.9)	70.9	36.3
Norm PE (x)	39.3	60.3	35.3	25.9
EV/EBITDA (x)	16.6	16.9	14.5	12.4
P/BV (x)	6.0	5.8	5.3	4.7
Div. yield (%)	1.4	0.8	1.4	1.9
ROE (%)	16.7	10.8	16.6	20.0
Net D/E (%)	180.8	168.9	144.9	118.5

Source: Thanachart estimates

Stock Data

Closing price (Bt)	65.00
Target price (Bt)	73.00
Market cap (US\$ m)	18,111
Avg daily turnover (US\$ m)	39.5
12M H/L price (Bt)	70.00/53.75

Price Performance



Source: Bloomberg

Ex 1: Transaction Summary

Details	
EBT transaction	MAKRO to issue 5,010.3235m new shares to CPALL, CPG, CPF for CPRH shares via share swap at Bt43.5. - CPALL for 2,004.1294m shares, CPG for 2,004.1294m shares, CPF for 1,002.0647m shares.
Expected completion	1-3 weeks after EGM on 12 Oct 2021.
MAKRO's shares post EBT	9,810.3235m shares
PO transaction	1,362m new shares (11,172.3235m shares post PO) - CPALL will offer its 363.2m shares (3.7%) for PO + 340.5m (3.47%) lent shares

Source: Company data, Thanachart estimates

Fundamental Story

Ex 2: Estimated Impact On CPALL's 2022F Profit

	Before	After
<u>Shareholding (%)</u>	93.08% in MAKRO 40% in CPRH (CPRH owns 100% in CPRD)	65.97% in MAKRO post EBT (MAKRO owns 100% in CPRD) 51.63% in MAKRO (post PO + green shoe)
<u>Profit contribution</u>	Bt7,273m from MAKRO Bt970m equity income from Lotus Total = Bt8,243m (MAKRO+Lotus)	Bt4,034m from MAKRO's cash&carry Bt1,252m from Lotus Total = Bt5,286m (cash&carry+Lotus)
<u>2022F Profit</u>	Bt17,548m	=Bt5,286m-Bt8,243m = -Bt2,957m (-17%) worse off
<u>Potential savings</u>	- CPALL's interest savings from debt repayment using PO+green shoe proceeds (assuming PO @ Bt42 CP) = Bt969m (after tax) - CPALL's interest savings from use of MAKRO's PO proceeds of Bt57bn to repay CPRD's debt = Bt992m (after tax) - Savings from refinancing of CPRD's remaining debt at cheaper rate = Bt315m (after tax)	
<u>Net impact to CPALL's 2022F profit</u>		= -Bt681m (-3.9%)

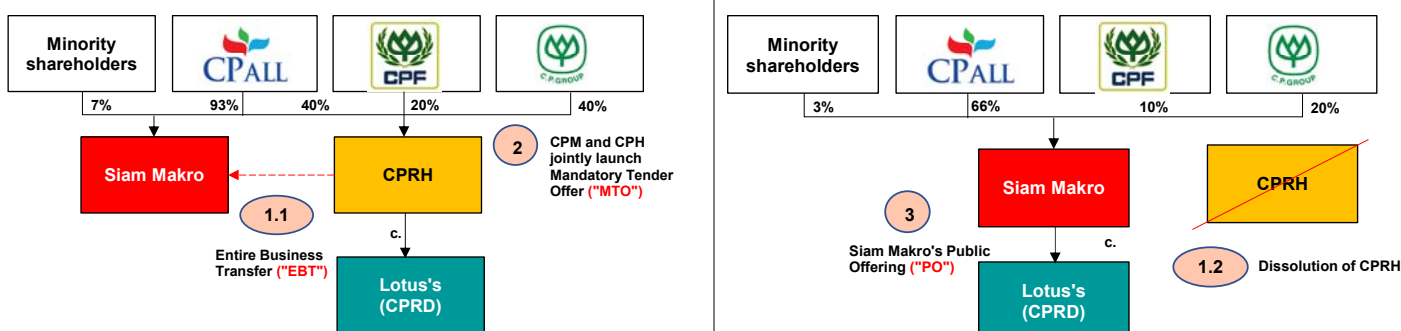
Source: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Estimated Impact On MAKRO's 2022F EPS

	Before	After
2022F profit	Bt7,814m	Bt12,772m
# of shares	4800m	11,172.3235m
2022F EPS	1.63	1.14
EPS dilution		30%
2022F PE	26	37

Source: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Pre And Post Entire Business Transfer (EBT) of CPRH to MAKRO.



Source: Company data

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลนี้ไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลงแก้ไข 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 110 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A , ADVA16C2110A , ADVA16C2110A , AEON16C2108A , AEON16C2108A , AMAT16C2112A , AMAT16C2112A , AOT16C2109A , AOT16C2109A , AOT16C2112A , AOT16C2112A , BAM16C2110A , BAM16C2110A , BAM16C2112A , BAM16C2112A , BANP16C2109A , BANP16C2109A , BANP16C2110A , BANP16C2110A , BANP16C2112A , BANP16C2112A , BANP16C2112A , BCH16C2109A , BCH16C2109A , BCH16C2111A , BCH16C2111A , BCH16C2111B , BCH16C2111B , BCPG16C2111A , BCPG16C2111A , BDMS16C2109A , BDMS16C2109A , BGRI16C2110A , BGRI16C2110A , BGRI16C2112A , BGRI16C2112A , BH16C2109A , BH16C2109A , CBG16C2108A , CBG16C2108A , CBG16C2109A , CBG16C2109A , CBG16C2109B , CBG16C2109B , CHG16C2111A , CHG16C2111A , CHG16C2112A , CHG16C2112A , COM716C2110A , COM716C2110A , COM716C2112A , COM716C2112A , CPAL16C2109A , CPAL16C2109A , CPAL16C2111A , CPAL16C2111A , CPAL16C2112A , CPAL16C2112A , CPF16C2108A , CPF16C2108A , CPF16C2112A , CPF16C2112A , CPN16C2109A , CPN16C2109A , DELT16C2108A , DELT16C2108A , DELT16C2109A , DELT16C2109A , DELT16C2112A , DELT16C2112A , DOHO16C2111A , DOHO16C2111A , DOHO16C2112A , DOHO16C2112A , DTAC16C2112A , DTAC16C2112A , EA16C2108A , EA16C2108A , EA16C2110A , EA16C2110A , EGCO16C2110A , EGCO16C2110A , EPG16C2109A , EPG16C2109A , GPSC16C2109A , GPSC16C2109A , GPSC16C2110A , GPSC16C2110A , GULF16C2112A , GULF16C2112A , GUNK16C2108A , GUNK16C2108A , GUNK16C2110A , GUNK16C2110A , GUNK16C2112A , GUNK16C2112A , HANA16C2112A , HANA16C2112A , IRPC16C2108A , IRPC16C2108A , IRPC16C2110A , IRPC16C2110A , IRPC16C2112A , IRPC16C2112A , IVL16C2109A , IVL16C2109A , IVL16C2110A , IVL16C2110A , IVL16C2111A , IVL16C2111A , JMAR16C2111A , JMAR16C2111A , JMT16C2110A , JMT16C2110A , KBAN16C2108A , KBAN16C2108A , KBAN16C2109A , KBAN16C2109A , KBA16C2109A , KBA16C2111A , KBAN16C2111A , KBAN16C2111B , KBAN16C2111B , KCE16C2109A , KCE16C2109A , KCE16C2110A , KCE16C2110A , KTC16C2110A , KTC16C2110A , KTC16C2110B , KTC16C2110B , KTC16C2112A , KTC16C2112A , MEGA16C2112A , MEGA16C2112A , MINT16C2109A , MINT16C2109A , MINT16C2112A , MINT16C2112A , MTC16C2108A , MTC16C2108A , MTC16C2109A , MTC16C2109A , MTC16C2112A , MTC16C2112A , OR16C2108A , OR16C2108A , OR16C2109A , OR16C2109A , OR16C2112A , OR16C2112A , PRM16C2109A , PRM16C2109A , PTG16C2109A , PTG16C2109A , PTT16C2109A , PTT16C2109A , PTT16C2108A , PTT16C2112A , PTT16C2112A , PTTE16C2112A , PTTE16C2112A , PTTG16C2108A , PTTG16C2108A , PTTG16C2110A , PTTG16C2110A , PTTG16C2111A , PTTG16C2111A , RBF16C2110A , RBF16C2110A , RBF16C2112A , RBF16C2112A , RS16C2108A , RS16C2108A , RS16C2109A , RS16C2109A , RS16C2112A , RS16C2112A , S5016C2109A , S5016C2109A , S5016C2109B , S5016C2109B , S5016C2109C , S5016C2109C , S5016C2109D , S5016C2109D , S5016C2112A , S5016C2112A , S5016P2109A , S5016P2109A , S5016P2109B , S5016P2109B , S5016P2112A , S5016P2112A , S5016P2112B , S5016P2112B , SAWA16C2112A , SAWA16C2112A , SCB16C2111A , SCB16C2111A , SCB16C2112A , SCB16C2112A , SCC16C2112A , SCC16C2112A , SCGP16C2109A , SCGP16C2109A , STA16C2112A , STA16C2112A , STEC16C2110A , STEC16C2110A , STGT16C2111A , STGT16C2111A , TASC16C2109A , TASC16C2109A , TOP16C2112A , TOP16C2112A , TQM16C2108A , TQM16C2108A , TU16C2110A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BCH, BCPG, BDMS, BGRIM, BH, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, EPG, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IRPC, IVL, JMAT, JMT, KBANK, KCE, KTC, MEGA, MINT, MTC, OR, PRM, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, STA, STEC, STGT, TASC, SCGP, TOP, TQM, TU). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง 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 ทูธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีการรวมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการรวมการร่วมกันได้แก่ นางอศิณี ไตลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ “หุ้นกู้ บริษัท สหกลีดิวิเปอเนท จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สหกลีดิวิเปอเนท 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)