

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 75.00 (Unchanged)

Upside : 25.5%

16 JUNE 2022

CP ALL Public Co Ltd (CPALL TB)

ปัจจัยลบสิ้นสุด

เรามองว่ากำไรของ CPALL ผ่านจุดต่ำสุดในปีที่แล้ว โดยคาดว่ากำไรจะเติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ติดที่ 52% ในปี 2022-24F หนุนโดยการฟื้นตัวทั้ง 3 ธุรกิจ - CVS, Cash & Carry และค้าปลีกของ Lotus ที่ 19.9 เท่า 2024F PE และราคาหุ้นปัจจุบันที่อยู่ในระดับต่ำกว่าระดับสูงสุดในปี 2019 ที่ 32% ปัจจุบันเราให้ CPALL เป็น Top pick ของเรา ราคาเป้าหมาย 75 บาท



PHANNARAI TIYAPITTAYARUT

662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

ผ่านจุดต่ำสุด และนำ "ซื้อ"

ด้วยผลกระทบจากโควิด และการปรับโครงสร้างการถือหุ้นใน MAKRO และ Lotus ภายในกลุ่ม กำไรหลักของ CPALL ได้ผ่านจุดต่ำสุดในปีที่แล้ว แม้จะปรับลดกำไรลง 12-24% ในปี 2022-24F จากการปรับลดกำไรของ MAKRO ก่อนหน้านี้ แต่ปรับกำไรขึ้น 7% ในปี 2025-32F จากการขยายสาขาที่มากขึ้นของ MAKRO แต่ราคาเป้าหมายของเราซึ่งปรับมาใช้ปีฐานปี 2023F ไม่เปลี่ยนแปลงที่ 75 บาท เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" ปัจจุบัน CPALL เป็นยักษ์ใหญ่ด้านค้าปลีก ซึ่งเป็นเจ้าของร้านสะดวกซื้อ 7-Eleven ในประเทศไทย และถือหุ้น 59.92% ในธุรกิจ Cash & Carry - MAKRO และร้านค้าปลีก Lotus และคาดว่า EPS จะเติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ 52% ในปี 2022-24F หนุนซื้อขายที่ 19.9 เท่า 2024F PE ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีก่อนเกิดโควิดที่ 30 เท่า และต่ำกว่าระดับสูงสุดในปี 2019 ที่ 87.75 บาท อยู่ 32%

ผ่านพ้นปี 2021 - ปีที่เลวร้ายสุด

ก่อนการปรับโครงสร้างการถือหุ้นแล้วเสร็จใน 4Q21 CPALL ถือ 93.08% ใน MAKRO และตั้งแต่ 4Q20 บริษัทฯ ได้ลงทุน 40% ใน Lotus ปัจจุบัน CPALL ถือหุ้น 59.92% ใน MAKRO และ Lotus เป็นบริษัทย่อย 100% ของ MAKRO กำไรหลักในปี 2021 อยู่ที่ 8.7 พันลบ. ต่ำที่สุดในรอบ 10 ปี เนื่องจากธุรกิจ 7-Eleven ได้รับผลกระทบจากโควิด โดยมีการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมที่ -14.5% ในปี 2020 และ -6.7% ในปี 2021 เนื่องจากใช้เงิน US\$2.6bn เพื่อลงทุน 40% ใน Lotus ดอกเบี้ยจ่ายจึงเพิ่มขึ้น 4.1 พันลบ. ในปีที่แล้ว โดย 1.2 พันลบ. เป็นค่าใช้จ่ายพิเศษที่เกี่ยวข้องกับการชำระคืนเงินกู้ bridge loan ก่อนกำหนด และต้นทุนในการออกหุ้นกู้ Lotus ยังประสบกับปีที่เลวร้ายที่สุดเท่าที่เคยมีมา โดยขาดทุน 495 ลบ. ในปีที่แล้ว และสร้างส่วนแบ่งขาดทุนให้กับ CPALL จำนวน 119 ลบ.

กำไรปกติต่อหุ้นเติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ 52%

ตั้งแต่ปีนี้เป็นต้นไป เราคาดว่า CPALL จะได้รับประโยชน์จากการฟื้นตัวของทั้ง 3 ธุรกิจ CVS, Cash & Carry และค้าปลีกของ Lotus ซึ่งทั้งสามธุรกิจน่าจะผลักดันให้มียอดขายรวม 1 ล้านลบ. ภายในปี 2024F จาก 5.71 แสนลบ. ในปี 2019 ด้านกำไร เราคาดว่าน่าจะมีจำนวนมากกว่ากำไร 2.2 หมื่นลบ. ในปี 2020 เป็น 2.8 หมื่นลบ. ในปี 2024F หรือกำไรปกติต่อหุ้นเติบโตเฉลี่ยที่ 52% ในปี 2022-24F. หนุนโดยการฟื้นตัวอย่างเต็มที่ของธุรกิจ 7-Eleven ด้วยคาดว่ากำไร 1.76 หมื่นลบ. ในปี 2024F เทียบกับจุดสูงสุดเดิมที่ 1.64 หมื่นลบ. ในปี 2019 และ MAKRO (ที่มี Lotus) คาดว่าจะสร้างกำไรให้เพิ่มขึ้นเป็น 1.04 หมื่นลบ. ในปี 2024F เทียบกับ 5.8 พันลบ. ในปี 2019 แม้จะลดสัดส่วนการถือหุ้นเหลือ 59.92% จาก 93.08% ดูบทวิเคราะห์ MAKRO "ปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น "ซื้อ" " วันที่ 30 พ.ค.

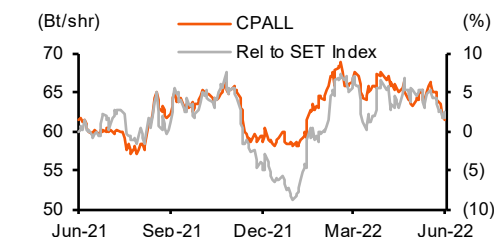
ยอดขายของ 7-Eleven ฟื้นตัวอย่างรวดเร็ว

เราเห็นการฟื้นตัวอย่างรวดเร็วของยอดขายของ 7-Eleven โดยยอดขายเฉลี่ยต่อสาขาต่อวันใน 1Q22 อยู่ที่ 73,460 บาท ต่ำกว่าปี 2019 เพียง 11% และมีแนวโน้มต่อเนื่องไปยัง 2QTD แม้นักท่องเที่ยวจะยังไม่กลับมาไทยเต็มที่ ทั้งนี้เนื่องจากความสำเร็จในการขาย O2O ที่ 10% ของสัดส่วนยอดขาย และการปรับสัดส่วนผลิตภัณฑ์โดยเน้นสินค้าประเภทอาหารและสินค้าขนาดใหญ่

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	585,743	831,824	920,374	1,010,779
Net profit	12,985	13,751	21,096	27,974
Consensus NP	—	16,953	22,092	26,030
Diff frm cons (%)	—	(18.9)	(4.5)	7.5
Norm profit	8,706	13,751	21,096	27,974
Prev. Norm profit	—	18,061	25,402	31,898
Chg frm prev (%)	—	(23.9)	(17.0)	(12.3)
Norm EPS (Bt)	0.9	1.4	2.2	3.0
Norm EPS grw (%)	(48.2)	66.1	57.4	34.1
Norm PE (x)	69.6	41.9	26.6	19.9
EV/EBITDA (x)	17.3	12.3	10.4	8.8
P/BV (x)	5.2	4.8	4.3	3.8
Div yield (%)	1.0	1.2	1.9	2.5
ROE (%)	8.7	12.8	17.9	21.2
Net D/E (%)	94.5	96.3	87.6	76.4

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 16-Jun-22 (Bt)	59.75
Market Cap (US\$ m)	15,287.0
Listed Shares (m shares)	8,983.1
Free Float (%)	57.8
Avg Daily Turnover (US\$ m)	45.7
12M Price H/L (Bt)	68.75/57.00
Sector	Commerce
Major Shareholder	C.P. Merchandising 31.57%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ฯ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไม่ทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



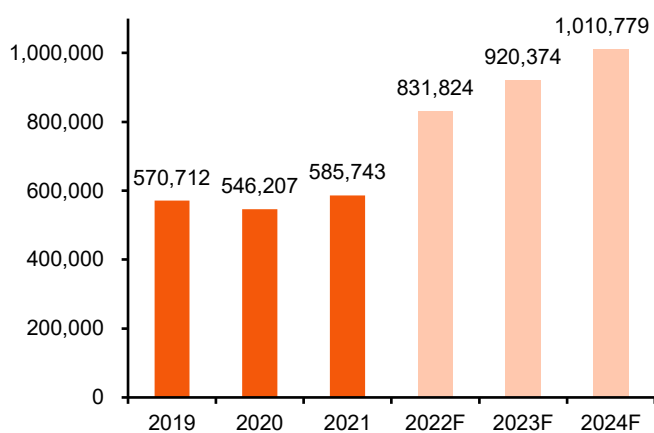
Ex 1: Key Assumption Changes

	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
SSS growth (%) - 7-Eleven											
- New	11.50	7.00	5.00	5.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
- Old	7.00	7.00	6.00	5.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
Total product margin (%)											
- New	26.2	26.3	26.4	26.5	26.6	26.7	26.8	26.9	27.0	27.1	27.2
- Old	26.4	26.5	26.6	26.7	26.8	26.9	27.0	27.1	27.2	27.3	27.4
Food sales mix (%)											
- New	73.9	74.0	74.1	74.2	74.3	74.4	74.5	74.6	74.7	74.8	74.9
- Old	72.0	72.2	72.4	72.6	72.8	73.0	73.2	73.4	73.6	73.8	74.0
MAKRO's profit (Bt m)											
- New	9,755	13,715	17,381	21,468	25,784	29,429	33,206	36,846	40,771	44,914	49,314
- Old	14,439	20,012	23,343	25,691	27,795	29,710	31,712	33,797	35,965	38,229	40,596
Change (%)	(32)	(31)	(26)	(16)	(7)	(1)	5	9	13	17	21
Norm profit (Bt m)											
- New	13,751	21,096	27,974	35,343	42,529	48,530	55,986	63,735	72,285	81,378	90,935
- Old	18,061	25,402	31,898	37,598	41,098	46,906	52,677	58,448	65,351	72,539	79,918
Change (%)	(24)	(17)	(12)	(6)	3	3	6	9	11	12	14

Source: Thanachart estimates

Ex 2: To Reach Bt1tr Sales In 2024F

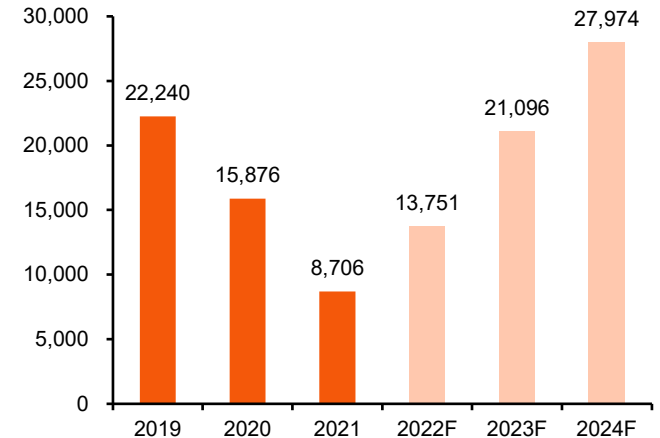
(Bt m)



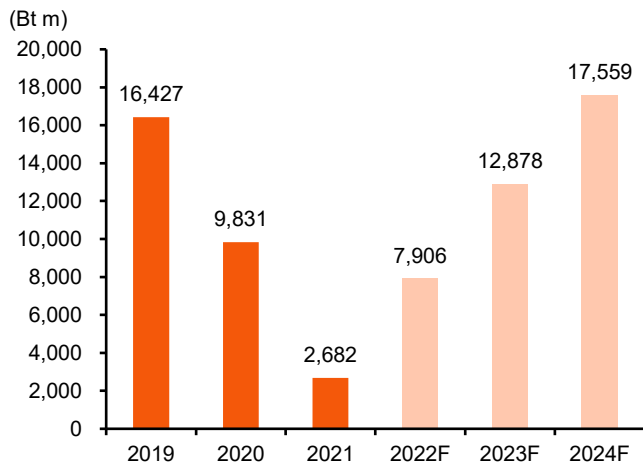
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: A New Earnings Cycle

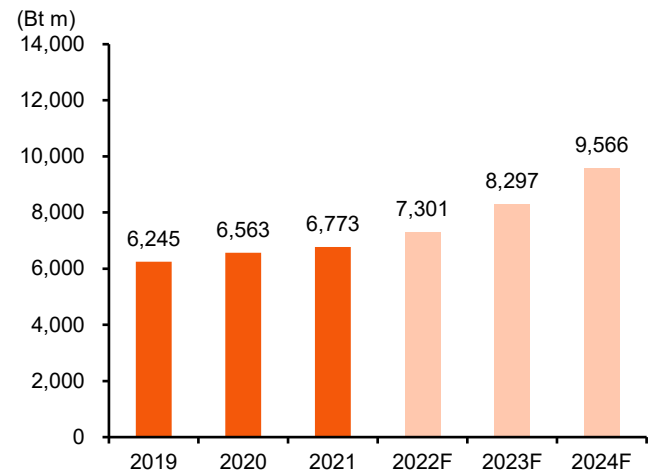
(Bt m)



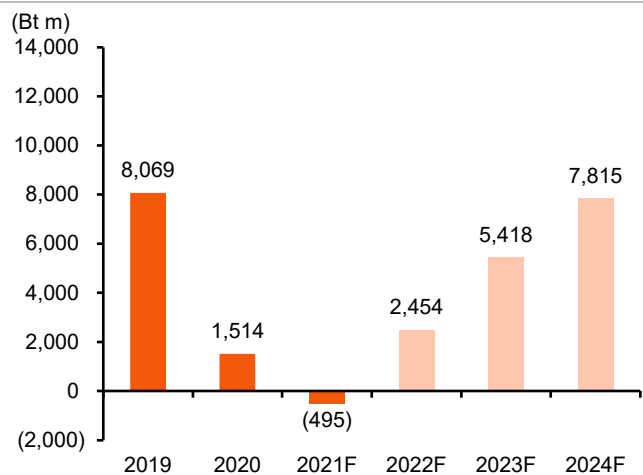
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: 7-Eleven's Profit

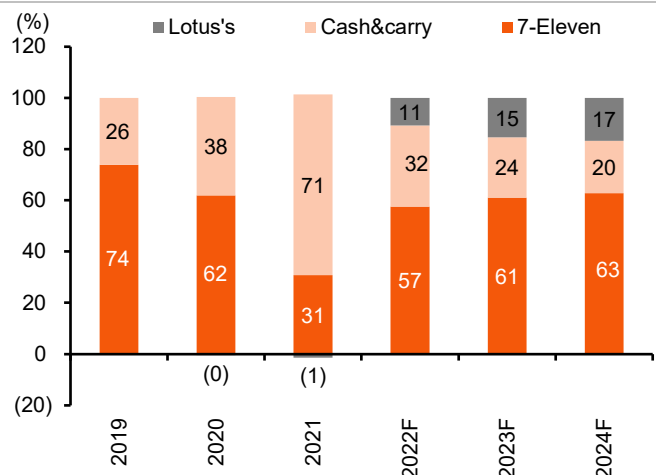
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Cash & Carry's Profit

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Lotus's Profit

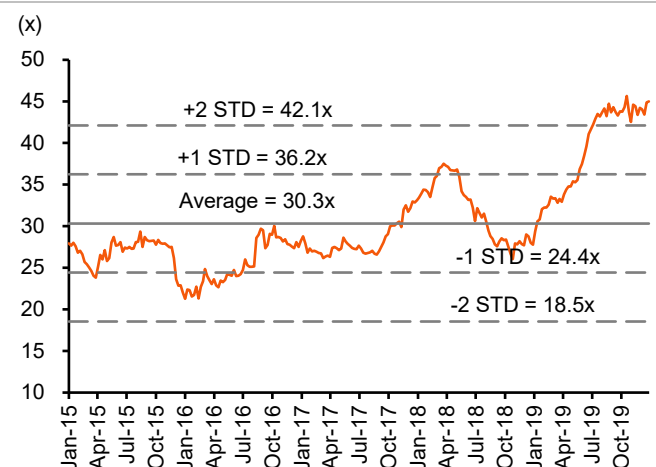
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: CPALL's Normalized Profit Breakdown

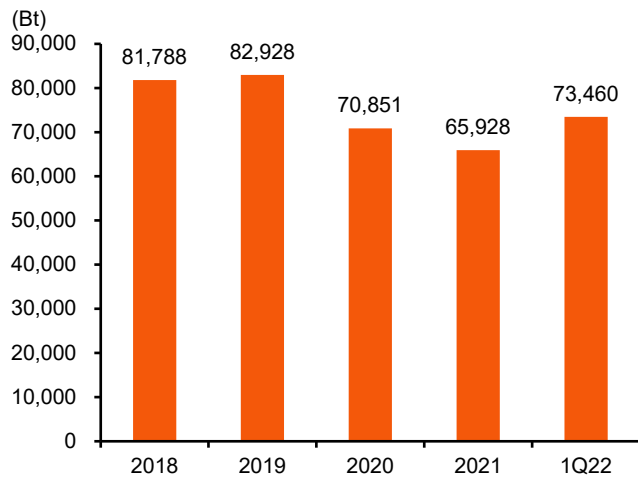
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: Peak Share Price Of Bt87.75 In 2019

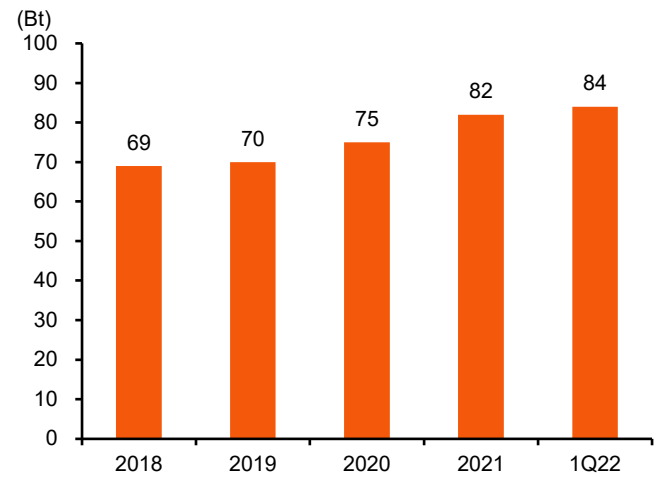
Source: Bloomberg

Ex 9: CPALL's PE

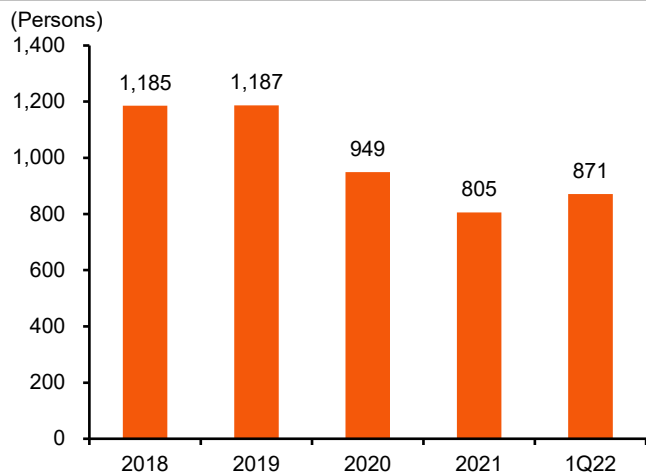
Sources: Bloomberg, Thanachart

Ex 10: Average Daily Sales/Store

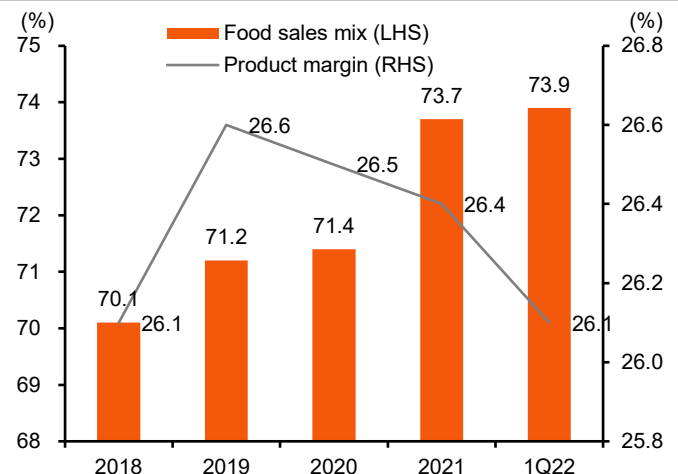
Source: Company data

Ex 11: Spending/Ticket

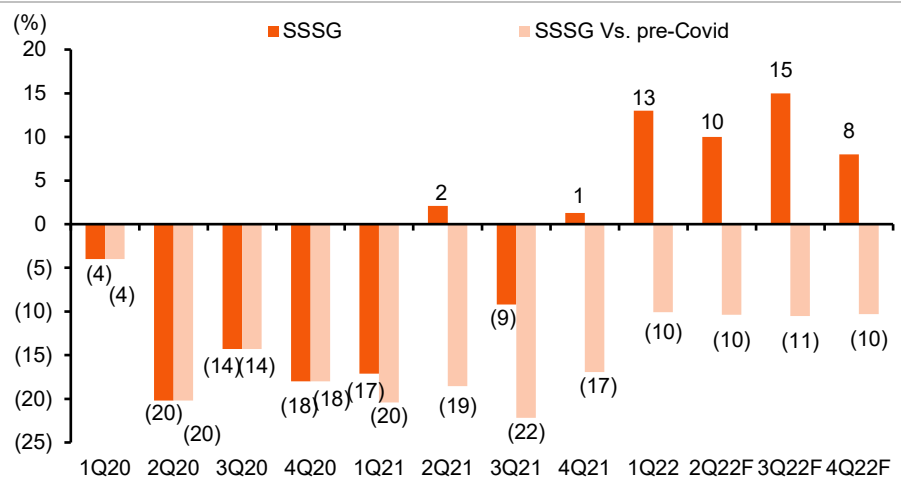
Source: Company data

Ex 12: Traffic/Store/Day

Source: Company data

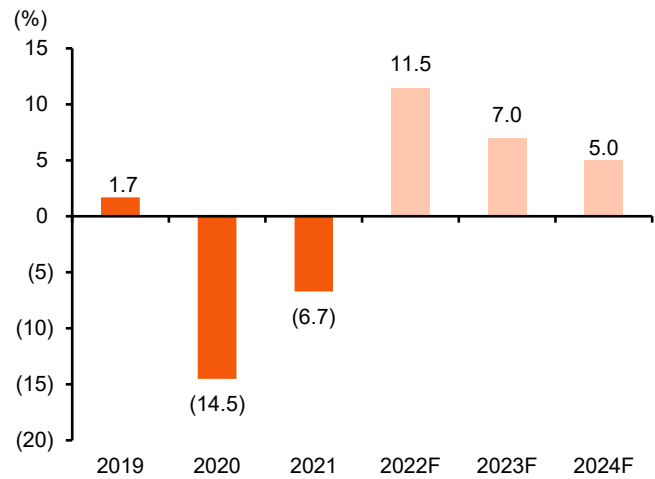
Ex 13: Food Sales Mix Vs. Product Margin

Source: Company data

Ex 14: 7-Eleven's SSSG Vs. Pre-COVID

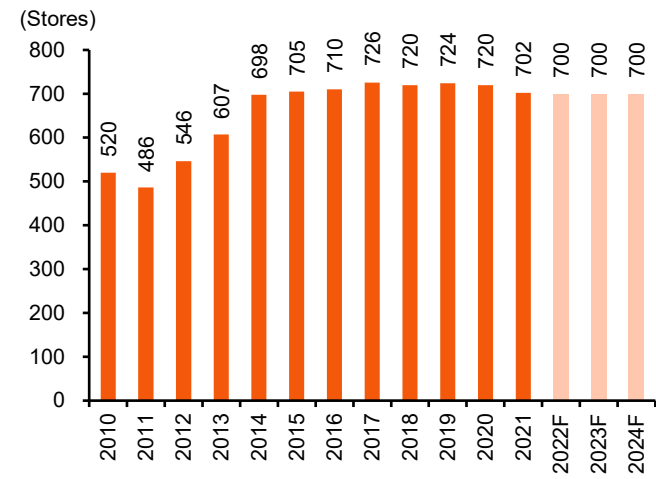
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 15: 7-Eleven SSSG



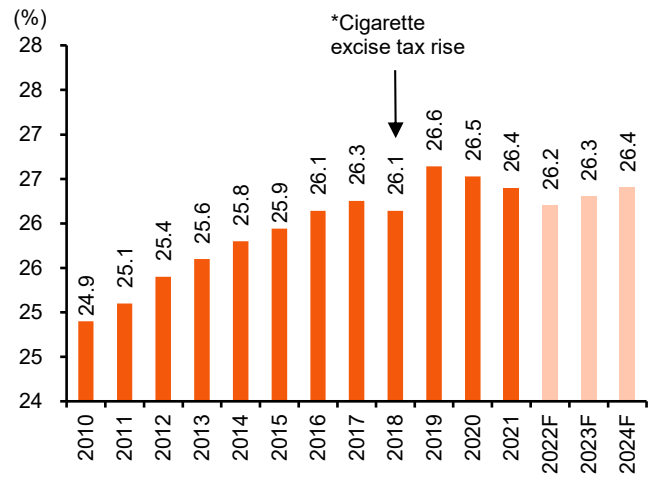
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 16: 7-Eleven Store Rollout In Thailand



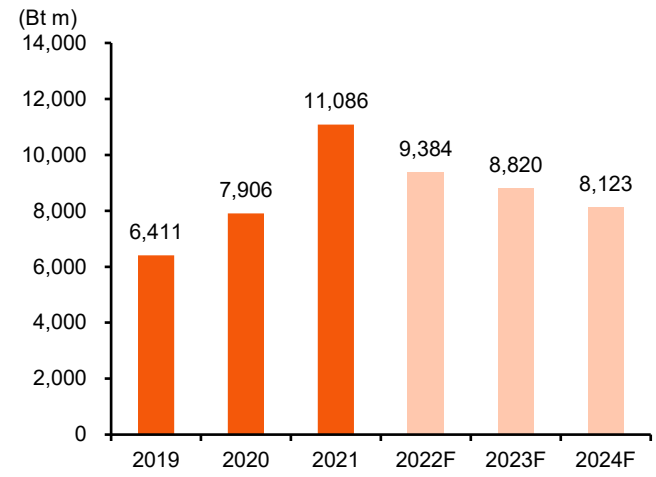
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 17: Total Product Margin



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 18: 7-Eleven's Falling Interest Expenses



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 19: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2023F

(Bt m)		2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal Value
EBITDA		63,618	75,252	86,477	98,407	109,742	120,253	132,203	144,951	156,955	171,306	178,157	
Free cash flow		26,481	37,075	46,193	58,603	68,209	76,986	88,934	99,585	109,332	121,258	126,212	1,787,577
PV of free cash flow		26,408	31,629	36,399	42,652	44,876	46,571	49,477	50,953	51,447	52,463	47,903	678,470
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	1.0												
WACC (%)	8.3												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value - add investments	1,159,249												
Net debt (end-2022F)	292,971												
Minority interest	192,583												
Equity value	673,695												
# of shares (m)	8,983												
Equity value/share (Bt)	75.00												

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 20: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div. yield —	
			22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Marks & Spencer	MKS LN	Britain	na	(20.7)	5.4	6.9	0.9	0.8	4.1	4.5	0.0	0.7
J Sainsbury PLC	SBRY LN	Britain	109.1	(7.4)	8.1	8.8	0.6	0.5	5.0	5.3	7.8	6.5
Tesco	TSCO LN	Britain	110.8	(2.8)	10.4	10.7	1.3	1.0	6.4	6.6	3.6	4.8
Carrefour SA	CA FP	France	21.3	14.7	10.7	9.3	1.3	1.2	5.5	5.1	3.0	3.4
Casino Guichard	CO FP	France	(3.7)	51.8	10.6	7.0	0.5	0.5	6.4	6.0	4.6	0.9
L'Oreal SA	OR FP	France	17.8	8.4	29.1	26.9	6.4	5.8	18.8	17.4	1.5	1.8
Alimentation Couche	ATD/B CN	Canada	7.8	1.9	na	na	na	na	9.7	9.9	na	na
Aeon	8267 JP	Japan	na	128.0	158.5	69.5	2.0	2.0	8.7	8.1	1.6	1.6
Kao Corporation	4452 JP	Japan	(7.7)	12.9	21.4	18.9	2.4	2.3	10.4	9.5	2.9	2.9
Lion Corporation	4912 JP	Japan	(7.3)	0.9	19.8	19.6	1.5	1.4	8.0	7.5	1.7	1.8
Shiseido Co. Ltd	4911 JP	Japan	15.5	69.1	48.7	28.8	3.6	3.4	17.5	12.7	1.0	1.9
Lawson	2651 JP	Japan	105.8	14.1	23.2	20.3	1.6	1.5	3.4	3.1	3.5	3.5
Seven & I Holdings	3382 JP	Japan	36.3	20.1	21.2	17.6	1.6	1.5	8.4	7.0	1.9	2.0
Lotte Corp	004990 KS	South Korea	(8.0)	39.8	13.0	9.3	0.6	0.5	10.6	10.0	3.1	4.3
Shinsegae	004170 KS	South Korea	17.3	16.3	6.7	5.7	0.6	0.5	6.2	5.9	0.8	1.2
Amore Pacific Group	002790 KS	South Korea	(23.7)	32.9	20.1	15.1	1.2	1.2	6.6	5.3	1.2	1.1
Best Buy Co Inc	BBY US	USA	(13.8)	14.5	8.3	7.3	5.5	5.4	4.8	4.5	3.1	3.9
Wal-Mart Stores	WMT US	USA	0.0	8.9	18.6	17.1	3.7	3.3	10.2	9.7	1.8	1.8
Home Depot Inc	HD US	USA	7.1	5.9	16.8	15.9	na	na	12.1	11.8	2.1	2.4
Yonghui Superstores	601933 CH	China	na	111.7	70.2	33.1	3.5	3.1	19.0	15.3	1.2	0.6
Sa International	178 HK	Hong Kong	na	na	na	52.3	3.8	3.6	na	25.3	0.0	0.0
Dairy Farm Intl Hldgs	DFI SP	Hong Kong	12.2	66.4	26.5	15.9	3.1	2.9	9.2	8.6	3.1	3.7
President Chain Store	2912 TT	Taiwan	15.9	11.5	26.5	23.8	7.6	7.2	11.5	11.3	3.0	3.4
7-Eleven Malaysia	SEM MK	Malaysia	188.9	7.7	17.8	16.5	11.6	8.7	7.1	7.1	1.9	2.9
Berli Jucker *	BJC TB	Thailand	47.9	10.7	26.0	23.5	1.1	1.1	13.4	13.0	2.9	3.2
COM7 *	COM7 TB	Thailand	28.4	22.4	22.6	18.4	10.0	8.2	15.8	13.0	2.0	4.4
CP All *	CPALL TB	Thailand	66.1	57.4	41.9	26.6	4.8	4.3	12.3	10.4	1.2	1.9
Central Pattana *	CPN TB	Thailand	146.0	34.3	31.7	23.6	3.3	3.0	18.6	15.1	1.5	1.9
Central Retail Corp. *	CRC TB	Thailand	na	40.3	39.4	28.1	3.5	3.2	9.7	8.8	1.0	1.4
Siam Global House *	GLOBAL TB	Thailand	11.8	20.8	24.6	20.4	4.2	3.7	19.5	16.3	1.6	2.0
Home Product*	HMPRO TB	Thailand	21.1	20.5	26.1	21.7	7.2	6.6	15.0	12.9	3.1	3.7
Siam Makro *	MAKRO TB	Thailand	(20.6)	40.6	37.4	26.6	1.2	1.2	14.4	12.4	2.0	2.8
Mc Group *	MC TB**	Thailand	9.6	25.0	15.0	12.0	2.0	2.0	5.4	4.7	6.7	8.3
Average			32.6	27.5	27.6	20.5	3.3	3.0	10.4	9.8	2.4	2.7

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates using normalized EPS growth

Based on 16 June 2022 closing price

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน) (CPALL) เป็นบริษัทของคนไทยที่ดำเนินธุรกิจร้านสะดวกซื้อ ภายใต้เครื่องหมายการค้า 7 - Eleven และถือหุ้น 59.92% ใน บมจ.สยามแม็คโคร ซึ่งมี Lotus ประเทศไทย และมาเลเซียเป็นบริษัทย่อย บริษัทฯ ยังประกอบธุรกิจที่เกี่ยวข้อง เช่น ธุรกิจตัวแทนรับชำระสินค้าและบริการ ภายใต้การดำเนินงานของบริษัทย่อย - บริษัท เคาน์เตอร์เซอร์วิส จำกัด, ธุรกิจผลิตและจำหน่ายอาหารพร้อมทานและเบเกอรี่ ภายใต้การดำเนินงานของบริษัท ซี.พี. แคปซิกและการตลาด จำกัด

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Rating Scale

Excellent	5
Good	4
Fair	3
Weak	2
Very Weak	1
None	0

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 เนื่องจากยังคงมีการรุกรไประยะไกลต่างจังหวัดไม่มาก
- การขยายตัวไปยัง CLMV
- แหล่งรายได้บริการใหม่

W — Weakness

- การขยายสาขาที่เร็วเกินไปอาจนำไปสู่ภาวะการขาดแคลนพนักงาน
- ขาดทุนในปีแรกๆ จากการขยายไปยังต่างประเทศของ MAKRO ไปยังกัมพูชา อินเดีย พม่า และจีน
- หนี้ที่เพิ่มขึ้นจากการลงทุนในโลตัสผ่าน MAKRO

T — Threat

- ความเสี่ยงภัยธรรมชาติ
- ความเสี่ยงในเรื่องการโจรกรรม

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	76.05	75.00	-1%
Net profit 22F (Bt m)	16,953	13,751	-19%
Net profit 23F (Bt m)	22,092	21,096	-5%
Consensus REC	BUY: 23	HOLD: 4	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรของเราในปี 2022-23F ต่ำกว่าตลาด 19% และ 5% เนื่องจากคาดการณ์กำไรของเราสำหรับ MAKRO ที่ต่ำลง
- ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าตลาด 1% เนื่องจากเราปรับมาใช้ปีฐานปี 2023F

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

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

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

We estimate a combined
Bt1tr in sales by 2024F

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	546,207	585,743	831,824	920,374	1,010,779
Cost of sales	410,880	444,838	634,920	700,293	768,024
Gross profit	135,327	140,905	196,905	220,081	242,755
% gross margin	24.8%	24.1%	23.7%	23.9%	24.0%
Selling & administration expenses	107,858	116,867	162,492	176,404	189,873
Operating profit	27,469	24,038	34,413	43,677	52,881
% operating margin	5.0%	4.1%	4.1%	4.7%	5.2%
Depreciation & amortization	19,895	22,847	32,889	35,403	37,845
EBITDA	47,364	46,885	67,302	79,081	90,726
% EBITDA margin	8.7%	8.0%	8.1%	8.6%	9.0%
Non-operating income	157	129	205	158	152
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(8,526)	(12,643)	(14,810)	(13,840)	(12,935)
Pre-tax profit	19,100	11,524	19,808	29,995	40,098
Income tax	2,759	1,693	3,565	5,399	7,218
After-tax profit	16,340	9,831	16,242	24,596	32,880
% net margin	3.0%	1.7%	2.0%	2.7%	3.3%
Shares in affiliates' Earnings	(63)	(226)	1,419	1,997	2,060
Minority interests	(400)	(898)	(3,910)	(5,497)	(6,966)
Extraordinary items	226	4,279	0	0	0
NET PROFIT	16,102	12,985	13,751	21,096	27,974
Normalized profit	15,876	8,706	13,751	21,096	27,974
EPS (Bt)	1.7	1.3	1.4	2.2	3.0
Normalized EPS (Bt)	1.7	0.9	1.4	2.2	3.0

We project normalized
EPS growth at a 52%
CAGR over 2022-24F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	81,404	165,773	135,445	137,784	145,359
Cash & cash equivalent	40,626	97,134	64,786	59,786	59,786
Account receivables	1,650	3,341	2,507	2,774	3,046
Inventories	31,749	50,535	52,185	57,558	63,125
Others	7,379	14,764	15,967	17,666	19,402
Investments & loans	85,586	14,836	14,836	14,836	14,836
Net fixed assets	120,199	211,533	225,708	236,228	243,923
Other assets	236,165	539,750	531,997	522,557	512,720
Total assets	523,354	931,893	907,986	911,405	916,838
LIABILITIES:					
Current liabilities:	123,383	214,888	204,697	211,245	217,743
Account payables	72,778	106,863	109,589	118,954	128,355
Bank overdraft & ST loans	1,056	42,691	10,733	10,251	9,691
Current LT debt	19,825	19,366	34,702	33,144	31,335
Others current liabilities	29,723	45,968	49,673	48,897	48,362
Total LT debt	221,503	311,679	312,322	298,296	282,013
Others LT liabilities	66,874	112,518	86,856	79,872	72,418
Total liabilities	411,759	639,085	603,875	589,413	572,173
Minority interest	14,836	188,673	192,583	198,080	205,046
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	8,983	8,983	8,983	8,983	8,983
Share premium	1,684	1,684	1,684	1,684	1,684
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	16,833	20,224	20,224	20,224	20,224
Retained earnings	69,258	73,242	80,636	93,020	108,726
Shareholders' equity	96,759	104,134	111,528	123,912	139,618
Liabilities & equity	523,354	931,893	907,986	911,405	916,838

Higher debt burden from
investment in Lotus's in
late 2020

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	19,100	11,524	19,808	29,995	40,098
Tax paid	(3,082)	(1,565)	(3,032)	(5,184)	(7,021)
Depreciation & amortization	19,895	22,847	32,889	35,403	37,845
Chg In working capital	(5,915)	13,609	1,909	3,725	3,561
Chg In other CA & CL / minorities	11,869	180,224	568	(3,331)	(2,871)
Cash flow from operations	41,867	226,639	52,141	60,608	71,612
Capex	(15,009)	(103,721)	(34,530)	(33,000)	(32,220)
Right of use	(61,902)	(34,828)	(3,483)	(3,483)	(3,483)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(85,552)	70,751	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	46,238	(228,482)	(24,139)	(4,348)	(4,991)
Cash flow from investments	(116,225)	(296,280)	(62,152)	(40,831)	(40,694)
Debt financing	97,547	131,760	(15,980)	(16,066)	(18,651)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(11,229)	(8,085)	(6,358)	(8,712)	(12,267)
Warrants & other surplus	(1,854)	2,475	0	0	0
Cash flow from financing	84,465	126,150	(22,338)	(24,778)	(30,919)
Free cash flow	26,858	122,918	17,611	27,608	39,392

Business is generating strong free cash flows

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	36.1	69.6	41.9	26.6	19.9
Normalized PE - at target price (x)	45.3	87.4	52.6	33.4	24.9
PE (x)	35.5	44.8	41.9	26.6	19.9
PE - at target price (x)	44.6	56.2	52.6	33.4	24.9
EV/EBITDA (x)	15.6	17.3	12.3	10.4	8.8
EV/EBITDA - at target price (x)	18.5	20.3	14.4	12.1	10.3
P/BV (x)	5.5	5.2	4.8	4.3	3.8
P/BV - at target price (x)	7.0	6.5	6.0	5.4	4.8
P/CFO (x)	12.8	2.4	10.3	8.9	7.5
Price/sales (x)	1.0	0.9	0.6	0.6	0.5
Dividend yield (%)	1.5	1.0	1.2	1.9	2.5
FCF Yield (%)	5.0	22.9	3.3	5.1	7.3
(Bt)					
Normalized EPS	1.7	0.9	1.4	2.2	3.0
EPS	1.7	1.3	1.4	2.2	3.0
DPS	0.9	0.6	0.7	1.1	1.5
BV/share	10.8	11.6	12.4	13.8	15.5
CFO/share	4.7	25.2	5.8	6.7	8.0
FCF/share	3.0	13.7	2.0	3.1	4.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(4.3)	7.2	42.0	10.6	9.8
Net profit (%)	(27.9)	(19.4)	5.9	53.4	32.6
EPS (%)	(32.4)	(20.6)	6.8	57.4	34.1
Normalized profit (%)	(28.6)	(45.2)	57.9	53.4	32.6
Normalized EPS (%)	(33.1)	(48.2)	66.1	57.4	34.1
Dividend payout ratio (%)	53.5	45.0	50.0	50.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	24.8	24.1	23.7	23.9	24.0
Operating margin (%)	5.0	4.1	4.1	4.7	5.2
EBITDA margin (%)	8.7	8.0	8.1	8.6	9.0
Net margin (%)	3.0	1.7	2.0	2.7	3.3
D/E (incl. minor) (x)	2.2	1.3	1.2	1.1	0.9
Net D/E (incl. minor) (x)	1.8	0.9	1.0	0.9	0.8
Interest coverage - EBIT (x)	3.2	1.9	2.3	3.2	4.1
Interest coverage - EBITDA (x)	5.6	3.7	4.5	5.7	7.0
ROA - using norm profit (%)	3.5	1.2	1.5	2.3	3.1
ROE - using norm profit (%)	16.7	8.7	12.8	17.9	21.2
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	17.2	9.8	15.1	20.9	25.0
- asset turnover (x)	1.2	0.8	0.9	1.0	1.1
- operating margin (%)	5.1	4.1	4.2	4.8	5.2
- leverage (x)	4.7	7.2	8.5	7.7	6.9
- interest burden (%)	69.1	47.7	57.2	68.4	75.6
- tax burden (%)	85.6	85.3	82.0	82.0	82.0
WACC (%)	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3
ROIC (%)	11.3	6.9	7.4	8.9	10.7
NOPAT (Bt m)	23,500	20,506	28,219	35,815	43,363
invested capital (Bt m)	298,517	380,737	404,499	405,817	402,872

Sources: Company data, Thanachart estimates

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

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะชน 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 ธนชาต จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 70 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2210A, AMAT16C2209A, AMAT16C2206A, AOT16C2209A, AOT16C2206A, AWC16C2207A, BAM16C2206A, BAM16C2207A, BANP16C2207A, BCH16C2207A, BEC16C2207A, BGR16C2209A, BLA16C2209A, BLA16C2205A, BLA16C2208A, CBG16C2207A, CENTEL16C2209A, CHG16C2207A, COM716C2211A, COM716C2208A, COM716C2209A, DOHO16C2207A, EA16C2206A, EA16C2207A, EA16C2209A, ESSO16C2209B, ESSO16C2209A, GPSC16C2206A, GPSC16C2207A, GPSC16C2209A, GULF16C2207A, GUNK16C2206A, GUNK16C2207A, GUNK16C2209A, HANA16C2207A, HANA16C2209A, IVL16C2209A, IVL16C2206A, JMART16C2210A, JMART16C2206A, JMT16C2207A, KBAN16C2206A, KBAN16C2208A, KBAN16C2209A, KCE16C2208A, KCE16C2209A, KTC16C2209A, MEGA16C2207A, MINT16C2207A, MTC16C2209A, PTG16C2209A, PTTE16C2209A, PTTG16C2207A, RBF16C2209A, RCL16C2208A, SET5016P2209B, S5016C2206A, S5016C2209A, S5016P2206A, S5016P2206B, S5016P2209A, SAWA16C2209A, SCB16C2208A, SPRC16C2209A, STEC16C2209A, SYNE16C2206A, TOP16C2206A, TTA16C2211A, TTA16C2207A, TTA16C2208A, WHA16C2209A (underlying securities are ADVANC, AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CENTEL, CHG, COM7, DOHOME, EA, ESSO, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MEGA, MINT, MTC, PTG, PTTEP, PTTGC, RBF, RCL, SET50, SAWAD, SCB, SPRC, STEC, SYNEX, TOP, TTA, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาต จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd. โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ธนชาต จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd. มีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาต จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 23 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาต จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาต จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอัคริณี ไตรลัคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ “หุ้นกู้ บริษัท สหกลีดิวิเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สหกลีดิวิเมนท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจัดจำหน่ายหุ้นกู้ 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 นิการกุล, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	Strategy, ประกัน, กระดาษ จักร เรืองสินัญญา 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 บุณนาค Tel: 662-483-8298 pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ Tel: 662-779-9109 phannarai.von@thanachartsec.co.th	ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเช่า รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th
ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน สรชดา สรทรง 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
พลังงาน, ปิโตรเคมี ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ Tel: 662-779-9110 yupapan.pol@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพยมณฑล Tel: 662-779-9115 lapinee.dib@thanachartsec.co.th	
กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พัฒนทรัพย์กุล, 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 กุเจริญไพศาล Tel: 662-483-8304 thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์ Tel: 662-483-8303 sittichet.run@thanachartsec.co.th	ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน นลิกรณ์ คลังเปรมจิตต์ Tel: 662-779-9107 nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล Tel: 662-779-9108 monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุล Tel: 662-779-9118 kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ Tel: 662-779-9114 varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัต Tel: 662-779-9117 sunset.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราชญ์ Tel: 662-779-9116 suksawat.lim@thanachartsec.co.th	สุจินตนา สภาพร 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