

# ซีพี ออลล์ - CPALL

## คำแนะนำ

ซื้อ

## ราคาปิด

57.50 บาท

## ราคาเป้าหมาย

79.00 บาท

## หมวดอุตสาหกรรม/ธุรกิจ

บริการ/พาณิชย์

## Anti-corruption:

ได้รับการรับรอง

## CG SCORE



เกษ ดวงทอง  
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์ : 045626  
E-mail: kate@trinitythai.com

## ประกาศงบปี 2563 ลดลงตามตลาดค้าปลีกกระทบโควิด-19

### ประกาศกำไรไตรมาส 4/2563 ลดลงทั้ง QoQ และ YoY ตามตลาดค้าปลีก

- กำไรสุทธิไตรมาส 4/2563 จำนวน 3,571 ล้านบาท (-10.7%QoQ, -41.9%YoY)
- รายได้ 1.31 แสนล้านบาท (+1.4%QoQ, -7.7%YoY) โดย SSSG ของธุรกิจร้านสะดวกซื้อติดลบสูงที่ -18%YoY แม้ยอดขายต่อบิลจะเพิ่มขึ้นเป็น 75 บาทต่อบิล (+7.1%YoY) จากการขายสินค้าแพคใหญ่ แต่จำนวนลูกค้าลดลงเหลือ 949 คนต่อสาขาต่อวัน (-20%YoY) ซึ่งมีอัตราการลดลงมากกว่ายอดขายต่อบิลที่เพิ่มขึ้น ปัจจัยกดดันจากอากาศเย็นส่งผลให้การขายเครื่องดื่มเย็นลดลง กำลังซื้อชะลอตัว การลดการเดินทางท่องเที่ยวจากโควิดระลอกใหม่ ประกอบกับไม่ได้ประโยชน์จากมาตรการภาครัฐโดยตรง ทั้งนี้มีการขยายสาขาใหม่จำนวน 207 สาขา รวมทั้งปี 720 สาขาซึ่งเป็นไปตามเป้าหมาย
- อัตรากำไรขั้นต้นที่ 21.9% (-1%YoY) เนื่องจากการขายสินค้าแพคใหญ่ในช่วงที่มีการรณรงค์ให้ลดการออกจากที่พักทำให้อัตรากำไรขั้นต้นลดลง ประกอบกับสัดส่วนยอดขายของร้านสะดวกซื้อลดลงเหลือ 63% จาก 66% ขณะที่สัดส่วนยอดขาย Cash & Carry เพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 37% จาก 34% ซึ่งธุรกิจ Cash & Carry มีอัตรากำไรต่ำกว่า
- ภาวะดอกเบี้ยจ่ายเพิ่มขึ้นจากดีล Tesco เป็น 2.7 พันล้านบาท (+34.5%QoQ, +65.8%YoY) จากค่าใช้จ่ายเงินกู้และมีค่าใช้จ่าย One-time ที่เกี่ยวกับดีลรวมอยู่ราว 500 ล้านบาท

### สรุปผลการดำเนินงานปี 2563

- กำไรสุทธิปี 2563 จำนวน 16,102 ล้านบาท (-27.9%YoY)
- รายได้จำนวน 5.25 แสนล้านบาท (-4.5%) SSSG ร้านสะดวกซื้อทั้งปี -14.5%YoY การเปิดสาขาใหม่ทั้งหมด 720 สาขา ส่วนธุรกิจ Cash & Carry มี SSSG เดิมโตที่ +1.9% YoY โดยมีการขยายสาขาในประเทศ 3 สาขาและต่างประเทศ ที่เมียนมา 1 สาขา ระหว่างปี
- ภาวะดอกเบี้ยจ่าย 8,526 ล้านบาท (+26.9%YoY) เพิ่มขึ้นจากดีล Tesco โดย ณ สิ้นปีมีสัดส่วน Net Debt to Equity ที่ 16.2 เท่า ยังต่ำกว่า Covenants ที่ 2 เท่า
- ประกาศจ่ายเงินปันผล 0.90 บาทต่อหุ้น คิดเป็นอัตรากำไรปันผล 1.6% กำหนด XD วันที่ 5 พ.ค. 2564

### แนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมาย 79 บาท

- แนะนำ "ซื้อ" เพื่อลงทุนระยะยาว Fair Value 79 บาท โดย ณ ราคาปัจจุบันมี Forward PE 25 เท่า มองมีโอกาสค่อยๆฟื้นตัวจากแนวโน้มสถานการณ์โควิด-19 ที่เริ่มคลี่คลายจากข่าววัคซีนที่กำลังส่งมาถึงไทยในวันพรุ่งนี้ คาดเป็นปัจจัยบวกต่อกลุ่ม Domestic Consumer

ความเสี่ยง: โควิด-19, การชะลอการจับจ่าย

### Financial Summary

Year End:	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
Sales (Bt mn)	508,552	550,901	525,884	568,530	596,957
EBITDA(Bt mn)	41,855	43,650	47,684	53,810	54,742
Net Profit (Bt mn)	20,930	22,343	16,102	20,143	21,862
EPS (Bt)	2.33	2.49	1.79	2.24	2.43
EV/EBITDA (x)	14.9	14.3	13.5	13.2	14.2
PER(x)	24.7	23.1	32.1	25.6	23.6
PBV (x)	5.2	4.8	4.6	4.2	3.8
DPS(Bt)	1.20	1.25	0.90	1.13	1.22
Div Yield (%)	2.1%	2.2%	1.6%	2.0%	2.1%
ROE (%)	23.2%	21.5%	14.6%	17.1%	16.9%

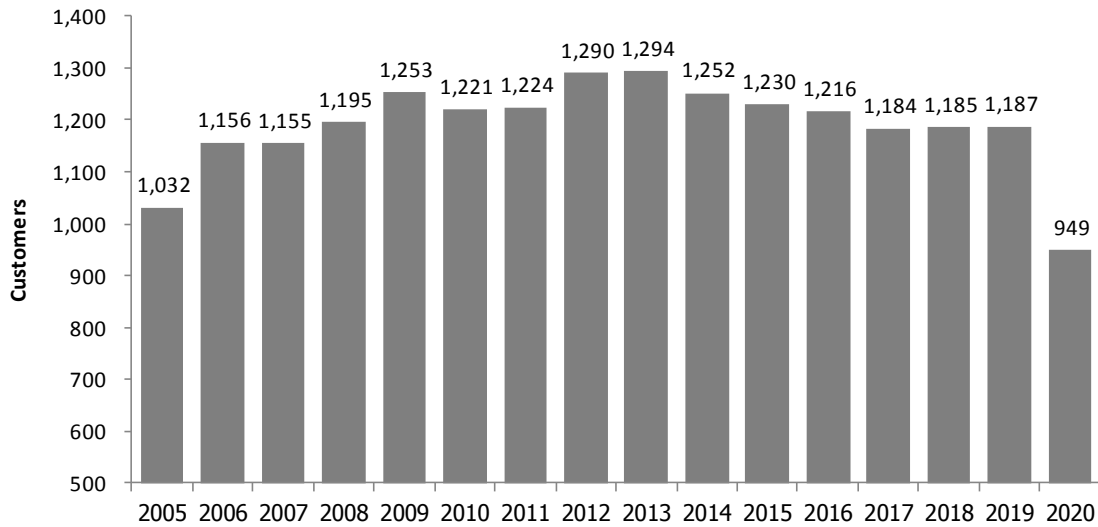
**Exhibit 1: CPALL Earnings Review**

Quarterly Breakdown (Bt mn)	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	%YoY	%QoQ	2019	2020	%YoY
<b>Revenue</b>	<b>142,824</b>	<b>140,971</b>	<b>123,101</b>	<b>129,990</b>	<b>131,823</b>	<b>(7.7%)</b>	<b>1.4%</b>	<b>550,901</b>	<b>525,884</b>	<b>(4.5%)</b>
COGS	-110,139	-109,789	-96,659	-101,422	-103,010	(6.5%)	1.6%	-426,063	-410,880	(3.6%)
<b>Gross profit</b>	<b>32,685</b>	<b>31,182</b>	<b>26,442</b>	<b>28,568</b>	<b>28,813</b>	<b>(11.8%)</b>	<b>0.9%</b>	<b>124,838</b>	<b>115,004</b>	<b>(7.9%)</b>
SG&A	-29,177	-27,307	-26,013	-27,307	-27,232	(6.7%)	(0.3%)	-111,562	-107,858	(3.3%)
Other incomes	5,394	4,885	4,924	5,510	5,322			20,209	20,642	
Other expenses	0	0	0	0	0			0	0	
<b>EBITDA</b>	<b>11,570</b>	<b>11,408</b>	<b>8,057</b>	<b>9,508</b>	<b>16,666</b>	<b>44.0%</b>	<b>75.3%</b>	<b>43,650</b>	<b>47,684</b>	<b>9.2%</b>
Depreciation & Amortization	-2,668	-2,648	-2,704	-2,737	-9,762			-10,166	-19,895	
<b>EBIT</b>	<b>8,902</b>	<b>8,760</b>	<b>5,353</b>	<b>6,771</b>	<b>6,903</b>	<b>(22.4%)</b>	<b>2.0%</b>	<b>33,485</b>	<b>27,788</b>	<b>(17.0%)</b>
Interest Expense	-1,616	-1,881	-1,976	-1,991	-2,678			-6,721	-8,526	
<b>EBT</b>	<b>7,285</b>	<b>6,880</b>	<b>3,377</b>	<b>4,780</b>	<b>4,226</b>	<b>(42.0%)</b>	<b>(11.6%)</b>	<b>26,764</b>	<b>19,262</b>	<b>(28.0%)</b>
Tax	-1,008	-1,132	-434	-682	-511			-4,070	-2,759	
Minority	-132	-102	-55	-99	-144			-351	-400	
<b>Normalized profit</b>	<b>6,145</b>	<b>5,645</b>	<b>2,887</b>	<b>3,998</b>	<b>3,571</b>	<b>(41.9%)</b>	<b>(10.7%)</b>	<b>22,343</b>	<b>16,102</b>	<b>(27.9%)</b>
Fx gain (loss)	0	0	0	0	0			0	0	
Extraordinary Items	0	0	0	0	0			0	0	
<b>Net Profit</b>	<b>6,145</b>	<b>5,645</b>	<b>2,887</b>	<b>3,998</b>	<b>3,571</b>	<b>(41.9%)</b>	<b>(10.7%)</b>	<b>22,343</b>	<b>16,102</b>	<b>(27.9%)</b>
EPS (Bt)	0.68	0.63	0.32	0.45	0.40	(41.9%)	(10.7%)	2.49	1.79	(27.9%)
Normalized EPS (Bt)	0.68	0.63	0.32	0.45	0.40	(41.9%)	(10.7%)	2.49	1.79	(27.9%)

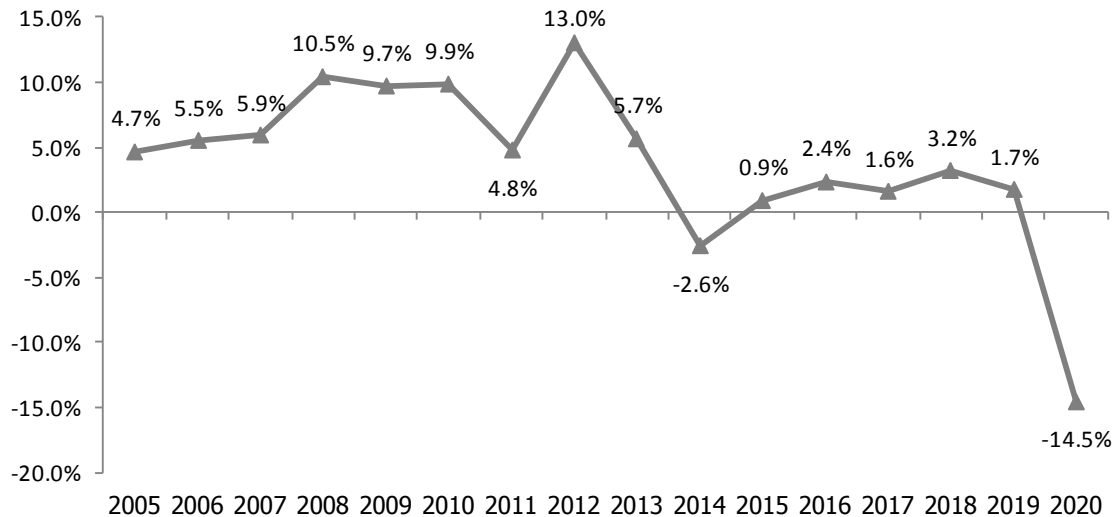
**Key ratios**

Gross margin	22.9%	22.1%	21.5%	22.0%	21.9%	22.7%	21.9%
SG&A/Sales	20.4%	19.4%	21.1%	21.0%	20.7%	20.3%	20.5%
EBITDA margin	8.1%	8.1%	6.5%	7.3%	12.6%	7.9%	9.1%
EBIT margin	6.2%	6.2%	4.3%	5.2%	5.2%	6.1%	5.3%
Effective tax rate	13.8%	16.5%	12.9%	14.3%	12.1%	15.2%	14.3%
Core Net margin	4.3%	4.0%	2.3%	3.1%	2.7%	4.1%	3.1%
Net margin	4.3%	4.0%	2.3%	3.1%	2.7%	4.1%	3.1%
Same-Store-Sales Growth	0.0%	-4.0%	-20.2%	-14.3%	-18.0%	1.7%	-14.5%

Source: Company Data, Trinity Research

**Exhibit 2: No. of Customer per store per day**


Source: Company Data, Trinity Research

**Exhibit 3: COVID-19 impacted Same Store Sales Growth**


Source: Company Data, Trinity Research

### Corporate Governance Report Rating

ช่วงคะแนน Score	สัญลักษณ์ Range Number of Logo	ความหมาย	Description
90 - 100		ดีเลิศ	Excellent
80 - 89		ดีมาก	Very Good
70 - 79		ดี	Good
60 - 69		ดีพอใช้	Satisfactory
50 - 59		ผ่าน	Pass
ต่ำกว่า 50	No logo given	N/A	N/A

**Disclaimer :** การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการทำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน ผลสำรวจดังกล่าวเป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองถึงความถูกต้องครบถ้วนของผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

### Anti-corruption Progress Indicators

บริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย แบ่งเป็น 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC

**Disclaimer :** การเปิดเผยผลการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-Corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดทำโดยสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งมีการเปิดเผยโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียน โดยผลการประเมินดังกล่าว สถาบันที่เกี่ยวข้องอาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งได้อ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารและหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งเป็นบุคคลภายนอก โดยมีได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน

เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด