

ซีพี ออลล์

Consumer/
Retail
Overweight

ผลประกอบการไตรมาส 4/54 ตามคาด;
จ่ายหุ้นปันผล 1:1

BUALUANG RESEARCH

ไชยธร ศรีเจริญ
chaiyatom@bualuang.co.th
+66 2 618 1344

คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**
เป้าหมายพื้นฐาน: 64.00 บาท
ราคา (21/02/12): 58.75 บาท

Key Ratios & Statistics

Market cap	Bt263.97bn		
12-mth price range	Bt36.75/Bt60.50		
3-mth avg daily volume	Bt355.68m		
# of shares (m)	4,493.0		
Est. free float (%)	39.6		
Foreign limit (%)	49.0		
Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(2.4)	3.6	37.1
Absolute	4.9	21.8	51.6

Financial summary

FY Ended 31 Dec	2011	2012E	2013E	2014E
Revenues (Btm)	155,360	186,232	214,634	247,359
Net profit (Btm)	8,008	10,176	12,371	14,448
EPS (Bt)	1.78	2.26	2.75	3.22
BLS/Consensus (x)	n.a.	1.03	1.02	0.89
EPS growth (%)	+20.2%	+27.1%	+21.6%	+16.8%
Core profit (Btm)	7,791	10,176	12,371	14,448
Core EPS (Bt)	1.73	2.26	2.75	3.22
Core EPS growth (%)	+15.1%	+30.6%	+21.6%	+16.8%
PER (x)	24.6	25.9	21.3	18.3
Core PER (x)	25.3	25.9	21.3	18.3
EV/EBITDA (x)	12.3	14.4	12.2	10.3
PBV (x)	9.1	9.9	8.5	7.4
Dividend (Bt)	2.25	1.80	2.10	2.50
Dividend yield (%)	5.1	3.1	3.6	4.3
ROE (%)	40.8	42.5	43.3	43.5
Net gearing (x)	(1.1)	(1.1)	(1.1)	(1.1)

CG Rating - 2011



EARNINGS RESULTS

กำไรสอดคล้องกับประมาณการ: CPALL รายงานกำไรสุทธิไตรมาส 4/54 ที่ 1.52 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 2% YoY แต่ลดลง 27% QoQ ผลประกอบการสอดคล้องกับประมาณการของเราแต่ต่ำกว่าที่ตลาดคาด 5%

ประเด็นหลักจากผลประกอบการ: ยอดขายเพิ่มขึ้น 7% จากช่วงเดียวกันของปีก่อนเป็น 3.9 หมื่นล้านบาท โดยยอดขายสาขาเดิมขยายตัว 1.5% ในไตรมาส 4/54 และ 4.8% สำหรับทั้งปี 2554 หากไม่รวมสาขาที่ต้องปิดไปในช่วงน้ำท่วม ยอดขายสาขาเดิมจะเติบโต 3.2% ในส่วนเรื่องการขยายสาขา บริษัทเปิดร้านเซเว่นอีเลฟเว่นเพิ่มขึ้นอีก 70 แห่งในไตรมาส 4/54 ส่งผลให้จำนวนสาขาใหม่ที่เปิดในปี 2554 รวมทั้งสิ้น 486 สาขา น้อยกว่าเป้าที่ CPALL ตั้งไว้ที่ 500 สาขาเล็กน้อยเนื่องจากวิกฤตน้ำท่วม ทั้งนี้ ณ.สิ้นปี 2554 บริษัทมีร้านเซเว่นอีเลฟเว่นรวม 6,276 สาขา

อัตรากำไรเฉลี่ยของสินค้าปี 2554 ขยายตัว 0.20% เป็น 25.1% หนุนโดยอัตรากำไรของสินค้าที่ไม่ใช่อาหารที่เพิ่มขึ้น 0.70% จากยอดขายที่เติบโตอย่างรวดเร็วของกลุ่มสินค้าเครื่องสำอางสำหรับผู้ชาย อัตรากำไรของอาหารในปี 2554 อยู่ที่ 25.5% ทรงตัวจากปีก่อน เนื่องจากถูกดึงด้วยอัตรากำไรที่หดตัวในไตรมาส 4/54 เนื่องจากยอดขายสินค้าพร้อมรับประทาน (ซึ่งมีอัตรากำไรสูง) ลดลงหลังจากที่โรงงานผลิตอาหารต้องปิดตัวลงระหว่างน้ำท่วม ในขณะที่ยอดขายที่เพิ่มสูงขึ้นกลับเป็นกลุ่มอาหารสำเร็จรูปซึ่งมีอัตรากำไรต่ำอย่างเช่นบะหมี่สำเร็จรูป

CPALL ประกาศจ่ายเงินปันผล 1.25 บาทต่อหุ้นและจ่ายหุ้นปันผลที่สัดส่วน 1:1 ซึ่งจะขึ้น XD ในวันที่ 3 พ.ค. สำหรับทั้งเงินปันผลและหุ้นปันผล โดยเหตุผลในการจ่ายหุ้นปันผลนั้น CPALL ต้องการเพิ่มจำนวนหุ้นที่ซื้อขายในตลาดเพิ่มตอบสนองการลงทุนของกองทุนที่มีขนาดใหญ่ขึ้น แต่ปัจจัยพื้นฐานยังคงไม่เปลี่ยนแปลง

แนวโน้ม: เราคาดผลประกอบการฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งในไตรมาส 1/55 เนื่องจากการดำเนินงานทั้งหมดกลับสู่ภาวะปกติแล้วตั้งแต่ปลายเดือนธ.ค. อัตรากำไรน่าจะกลับเข้าสู่แนวโน้มขาขึ้นได้ เนื่องจากได้เพิ่มสินค้าขายในกลุ่มอาหารพร้อมรับประทานซึ่งมีอัตรากำไรสูงเพิ่มมากขึ้น อีกทั้ง CPALL ตั้งเป้าที่จะเพิ่มจำนวนสาขาอาหารเซเว่นอีเลฟเว่นที่มีอัตรากำไรสูงเป็น 2,500 สาขา ณ.สิ้นปี 2555 เพิ่มขึ้นจา 1,700 สาขาในปัจจุบัน

การเปลี่ยนแปลง? ในขณะนี้เรายังคงประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายของเราตามเดิม อย่างไรก็ตาม หลังจากขึ้น XD กำไรต่อหุ้นและราคาเป้าหมายของเราจะปรับลงครึ่งหนึ่งเพื่อสะท้อนผลกระทบจาก dilution 50%

จากการจ่ายหุ้นเป็นผล

คำแนะนำ: เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายปี 2555 ที่ 64 บาท (ก่อนขึ้น XD)

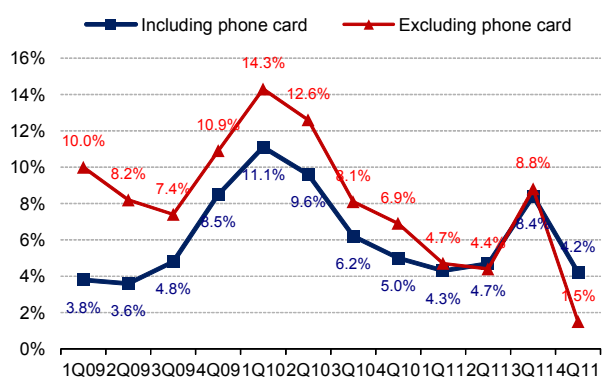
Figure 1: 4Q11 and 2011 results

FY Ended 31 Dec (Btm)	4Q11	4Q10	YoY %	3Q11	QoQ %	2011	2010	YoY %
Income Statement								
Revenue	39,160	36,498	7	40,046	(2)	155,360	134,954	15
Cost of sales and services	(29,653)	(27,527)	8	(29,934)	(1)	(116,863)	(101,396)	15
EBITDA	2,906	3,091	(6)	3,743		14,080	12,357	
SG&A	(8,694)	(8,360)	4	(8,916)	(2)	(34,032)	(30,079)	13
EBIT	813	611	33	1,197	(32)	4,465	3,479	28
Interest expense	(0)	(0)	154	(0)	nm	(0)	(0)	(89)
Other income/exp.	1,213	1,675	(28)	1,716	(29)	6,314	5,785	9
Extra items	60	(91)	nm	54	11	216	(107)	nm
EBT	2,026	2,286	(11)	2,913	(30)	10,778	9,264	16
Corporate tax	(506)	(639)	(21)	(792)	(36)	(2,981)	(2,487)	20
Minority interest	1	(8)	nm	(2)	nm	(6)	(6)	nm
Net profit (loss)	1,581	1,548	2	2,173	(27)	8,008	6,663	20
Reported EPS	0.35	0.34	2	0.48	(27)	1.78	1.48	20
Core net profit	1,521	1,639	(7)	2,119	(28)	7,791	6,770	15
Key ratios								
Gross margin (%)	24.3	24.6		25.3		24.8	24.9	
EBITDA margin (%)	7.4	8.5		9.3		9.1	9.2	
EBIT margin (%)	2.1	1.7		3.0		2.9	2.6	
SG&A / Revenue (%)	22.2	22.9		22.3		21.9	22.3	
Tax rate (%)	25.0	28.0		27.2		27.7	26.9	
Net margin (%)	4.0	4.2		5.4		5.2	4.9	
Current ratio (x)	1.2	1.1		1.2		1.2	1.1	
Gearing ratio (x)	0.0	0.0		0.0		0.0	0.0	
Balance Sheet								
Cash & Equivalent	24,095	20,151	20	21,558	12			
Total assets	55,341	47,904	16	50,148	10			
ST debts & current portion	2	0	nm	0	4,428			
Long-term debt	0	0	nm	0	nm			
Total liabilities	33,642	29,946	12	30,106	12			
Retained earnings	15,675	12,160	29	14,094	11			
Shareholders equity	21,491	17,756	21	19,833	8			
Minority interests	208	203	3	209	(0)			
BV (Bt)	4.8	4.0	21	4.5	8			

- SSSG (excl. mobile top-up card sales) was 1.5% for 4Q11 and 4.8% for FY11
- Excluding stores closed by floods, SSSG in 4Q11 would be 3.2%
- 70 new stores opened in 4Q11
- Gross margin declined because of the flooding

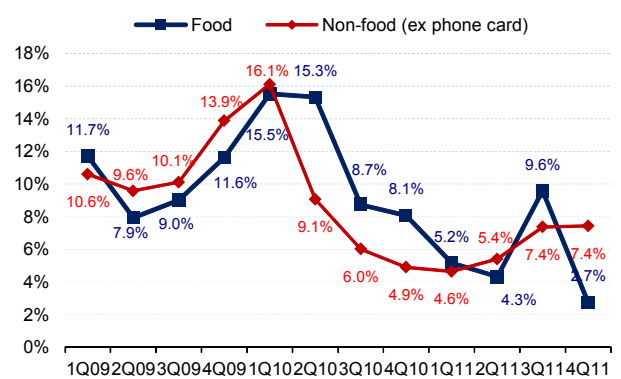
Source: Company data

Figure 2: Same-store-sales growth



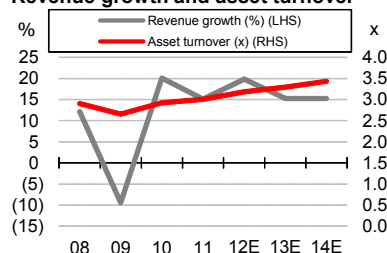
Sources: Company data, Bualuang Research

Figure 3: Sales growth breakdown

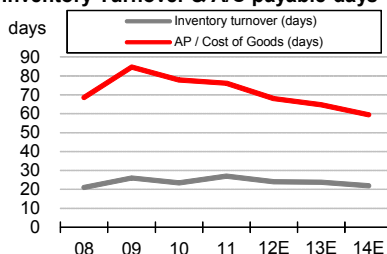


Sources: Company data, Bualuang Research

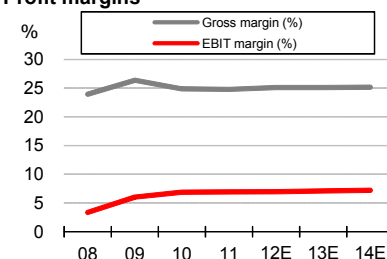
Revenue growth and asset turnover



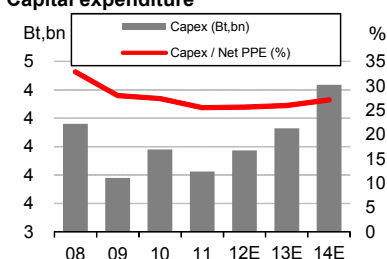
Inventory Turnover & A/C payable days



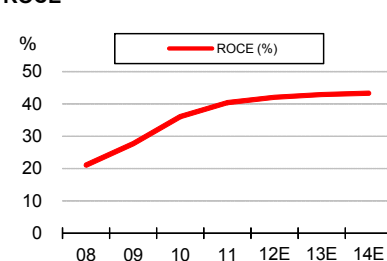
Profit margins



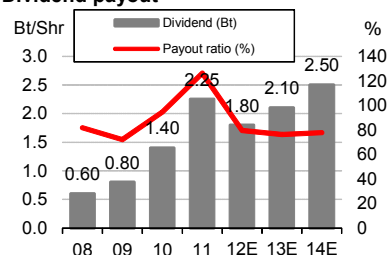
Capital expenditure



ROCE



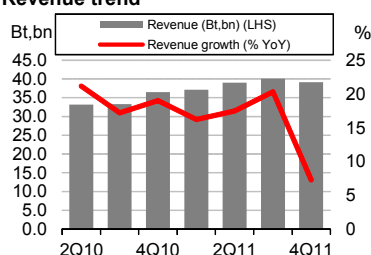
Dividend payout



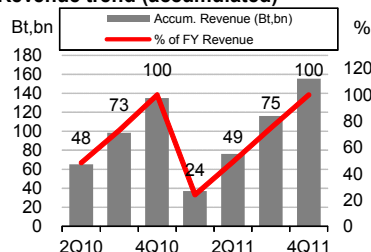
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
PROFIT & LOSS (Btm)					
Revenue	134,954	155,360	186,232	214,634	247,359
Cost of sales and services	(101,396)	(116,863)	(139,511)	(160,752)	(185,177)
Gross profit	33,558	38,497	46,720	53,882	62,183
SG&A	(30,079)	(34,032)	(41,978)	(48,118)	(55,287)
EBIT	3,479	4,465	4,743	5,763	6,896
Interest expense	(0)	(0)	0	0	0
Other income/exp.	5,785	6,314	8,242	9,479	10,896
EBT	9,264	10,778	12,984	15,243	17,792
Corporate tax	(2,487)	(2,981)	(2,797)	(2,860)	(3,332)
After-tax profit (loss)	6,776	7,797	10,187	12,383	14,460
Minority interest	(6)	(6)	(11)	(11)	(12)
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	(107)	216	0	0	0
Net profit (loss)	6,663	8,008	10,176	12,371	14,448
Reported EPS	1.48	1.78	2.26	2.75	3.22
Fully diluted EPS	1.48	1.78	2.26	2.75	3.22
Core net profit	6,770	7,791	10,176	12,371	14,448
Core EPS	1.51	1.73	2.26	2.75	3.22
EBITDA	12,357	14,080	16,361	18,883	21,702
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	20.1	15.1	19.9	15.3	15.2
Gross margin (%)	24.9	24.8	25.1	25.1	25.1
EBITDA margin (%)	9.2	9.1	8.8	8.8	8.8
Operating margin (%)	6.9	6.9	7.0	7.1	7.2
Net margin (%)	4.9	5.2	5.5	5.8	5.8
Core profit margin (%)	5.0	5.0	5.5	5.8	5.8
ROA (%)	14.4	15.5	17.4	19.0	20.1
ROCE (%)	36.1	40.4	42.1	42.9	43.3
Asset turnover (x)	2.9	3.0	3.2	3.3	3.4
Current ratio (x)	1.1	1.2	1.3	1.4	1.5
Gearing ratio (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Interest coverage (x)	110,617.3	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	20,151	24,095	29,177	34,277	39,816
Accounts receivable	474	477	558	634	740
Inventory	6,518	8,642	9,184	10,463	11,141
PP&E-net	14,525	14,994	15,490	15,899	16,367
Other assets	6,237	7,133	7,233	7,333	7,433
Total assets	47,904	55,341	61,642	68,607	75,496
Accounts payable	21,613	24,393	25,986	28,491	30,148
ST debts & current portion	0	2	0	0	0
Long-term debt	0	0	0	0	0
Other liabilities	8,333	9,247	8,998	9,133	9,637
Total liabilities	29,946	33,642	34,984	37,625	39,785
Paid-up capital	4,493	4,493	4,493	4,493	4,493
Share premium	1,684	1,684	1,684	1,684	1,684
Retained earnings	12,160	15,675	20,235	24,520	29,534
Shareholders' equity	17,756	21,491	26,413	30,698	35,711
Minority interests	203	208	246	285	0
Total Liab.&Shareholders' equity	47,904	55,341	61,642	68,607	75,496
CASH FLOW (Btm)					
Net income	6,663	8,008	10,176	12,371	14,448
Depreciation and amortization	3,093	3,302	3,377	3,640	3,910
Change in working capital	2,077	1,621	970	1,150	874
FX, non-cash adjustment & others	505	(341)	(440)	(509)	(556)
Cash flows from operating activities	12,338	12,590	14,082	16,653	18,676
Capex (Invest)/Divest	(3,981)	(3,825)	(3,973)	(4,128)	(4,437)
Others	157	(5,726)	591	663	735
Cash flows from investing activities	(3,824)	(9,550)	(3,382)	(3,465)	(3,702)
Debt financing (repayment)	(10)	2	(2)	0	0
Equity financing	0	0	0	0	0
Dividend payment	(5,392)	(4,493)	(5,616)	(8,088)	(9,436)
Cash flows from financing activities	(5,402)	(4,491)	(5,619)	(8,088)	(9,436)
Net change in cash	3,112	(1,451)	5,082	5,100	5,539
Free cash flow (Btm)	8,357	8,766	10,109	12,525	14,240
FCF per share (Bt)	1.86	1.95	2.25	2.79	3.17

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

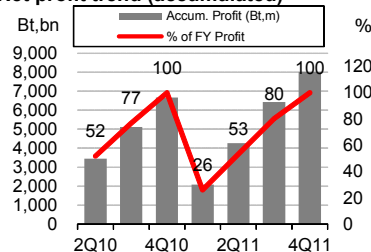
Revenue trend



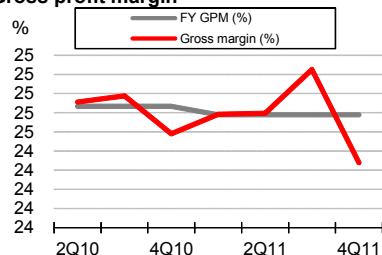
Revenue trend (accumulated)



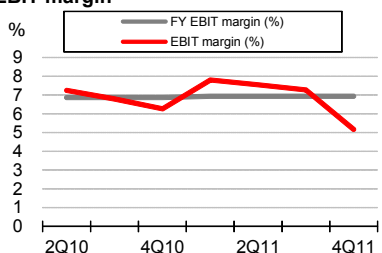
Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin



QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)

	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
Revenue	36,498	37,170	38,983	40,046	39,160
Cost of sales and services	(27,527)	(27,959)	(29,317)	(29,934)	(29,653)
Gross profit	8,971	9,212	9,666	10,112	9,508
SG&A	(8,360)	(8,000)	(8,423)	(8,916)	(8,694)
EBIT	611	1,212	1,242	1,197	813
Interest expense	(0)	0	(0)	(0)	(0)
Other income/exp.	1,675	1,685	1,700	1,716	1,213
EBT	2,286	2,898	2,942	2,913	2,026
Corporate tax	(639)	(856)	(828)	(792)	(506)
After-tax profit (loss)	1,647	2,041	2,114	2,121	1,520
Minority interest	(8)	(3)	(2)	(2)	1
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	(91)	45	58	54	60
Net profit (loss)	1,548	2,084	2,170	2,173	1,581
Reported EPS	0.34	0.46	0.48	0.48	0.35
Fully diluted EPS	0.34	0.46	0.48	0.48	0.35
Core net profit	1,639	2,039	2,112	2,119	1,521
Core EPS	0.36	0.45	0.47	0.47	0.34
EBITDA	3,091	3,681	3,751	3,743	2,906

KEY RATIOS

	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
Gross margin (%)	24.6	24.8	24.8	25.3	24.3
EBITDA margin (%)	8.5	9.9	9.6	9.3	7.4
Operating margin (%)	6.3	7.8	7.5	7.3	5.2
Net margin (%)	4.2	5.6	5.6	5.4	4.0
Core profit margin (%)	4.5	5.5	5.4	5.3	3.9
BV (Bt)	4.00	4.47	3.96	4.46	4.83
ROE (%)	34.6	44.3	46.3	46.4	30.6
ROA (%)	13.6	17.0	18.0	18.0	12.0
Current ratio (x)	1.1	1.2	1.1	1.2	1.2
Gearing ratio (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Interest coverage (x)	n.m.	n.m.	n.m.	#####	423,084.4

QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
Cash & Equivalent	20,151	22,583	18,614	21,558	24,095
Accounts receivable	474	376	424	438	477
Inventory	6,518	6,821	6,448	6,520	8,642
PP&E-net	14,525	14,757	14,947	15,172	14,994
Other assets	6,237	5,457	6,234	6,462	7,133
Total assets	47,904	49,993	46,666	50,148	55,341
Accounts payable	21,613	21,310	20,316	21,643	24,393
ST debts & current portion	0	3	0	0	2
Long-term debt	0	0	0	0	0
Other liabilities	8,333	8,616	8,543	8,463	9,247
Total liabilities	29,946	29,929	28,860	30,106	33,642
Paid-up capital	4,493	4,493	4,493	4,493	4,493
Share premium	1,684	1,684	1,684	1,684	1,684
Retained earnings	12,160	14,244	11,921	14,094	15,675
Shareholders equity	17,756	19,859	17,599	19,833	21,491
Minority interests	203	205	207	209	208
Total Liab.&Shareholders' equity	47,904	49,993	46,666	50,148	55,341

Sources: Company data, Bualuang Research

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED – DISCLAIMER

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED (BLS) is a subsidiary of BANGKOK BANK PUBLIC COMPANY LIMITED (BBL). This document is produced based upon sources believed to be reliable but their accuracy, completeness or correctness is not guaranteed. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration to use as information for investment. Expressions of opinion contained herein are subject to change without notice. This document is not, and should not be construed as, an offer or the solicitation of an offer to buy or sell any securities. The use of any information shall be at the sole discretion and risk of the user.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED MAY BE IN RELATIONSHIP WITH THE SECURITIES IN THIS REPORT. "Opinions, projections and other information contained in this report are based upon sources believed to be accurate including the draft prospectus, but no responsibility is accepted for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. Bualuang Securities Public Company Limited may from time to time perform investment, advisory or other services for companies mentioned in this report, as well as dealing (as principal or otherwise) in, or otherwise being interested in, any securities mentioned herein. This report does not constitute a solicitation to buy or sell any securities". Investors should carefully read details in the prospectus before making investment decision.






BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF DERIVATIVE WARRANTS on the securities ADVANC, AOT, BANPU, BAY, BCP, BIGC, BJC, BLA, CPALL, CPF, DTAC, ESSO, HMPRO, IRPC, IVL, KBANK, KK, KTB, LH, PS, PTT, PTTEP, PTTGC, SCB, SCC, STA, TCAP, THAI, TISCO, TOP, TPIPL, TRUE, TUF. Before making an investment decision over a derivative warrant, a potential investor should carefully read the prospectus for the details of the said derivative warrant.

This research report was prepared by Bualuang Securities Public Company Limited and refers to research prepared by Morgan Stanley. Morgan Stanley does not warrant or guarantee the accuracy or completeness of its research reports. Morgan Stanley reserves copyright and other proprietary rights in the material reproduced in this report. Morgan Stanley is under no obligation to inform Bualuang Securities or you if the views or information referred to or reproduced in this research report change.

Corporate Governance Report disclaimer

The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not base on inside information.

The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. Bualuang Securities Public Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

Score Range	Number of Logo	Description
90 – 100		Excellent
80 – 89		Very Good
70 – 79		Good
60 – 69		Satisfactory
50 – 59		Pass
Below 50	No logo given	N/A

BUALUANG RESEARCH – RECOMMENDATION FRAMEWORK

STOCK RECOMMENDATIONS

BUY: Expected positive total returns of 15% or more over the next 12 months.

HOLD: Expected total returns of between -15% and +15% over the next 12 months.

SELL: Expected negative total returns of 15% or more over the next 12 months.

TRADING BUY: Expected positive total returns of 15% or more over the next 3 months.

SECTOR RECOMMENDATIONS

OVERWEIGHT: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to outperform the relevant primary market index over the next 12 months.

NEUTRAL: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to perform in line with the relevant primary market index over the next 12 months.

UNDERWEIGHT: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to underperform the relevant primary market index over the next 12 months.