

ดีลซื้อ Tesco ระยะสั้นอาจกระทบกำไร แต่มองบวกระยะยาว

กลุ่ม CP ชะลอดีลซื้อ Tesco ไทยและมาเลเซีย มูลค่า US\$10,576 ล้าน หรือราว 3.38 แสนล้านบาท โดยจัดสรรให้ CPF ถือ 40%, CPALL 40% และ CPF 20% ใน CPRD (CP Retail Development) ซึ่งจะเป็นผู้เข้าซื้ออีกที แหล่งเงินทุนจะมาจากกระแสเงินสดในกิจการ และการกู้ยืม โดยทั้ง CPF และ CPALL จะไม่มีการเพิ่มทุนแต่อย่างใด ราคาที่ซื้อขายหากคิดเป็น PE จะสูงถึง 43 เท่า แต่หากพิจารณาที่ EV/EBITDA ถือว่าเหมาะสมอยู่ที่ 12.5 เท่า ทั้งนี้ต้องบรรลุเงื่อนไข 3 รายการ ดีลนี้จะสมบูรณ์ ได้แก่ Tesco อังกฤษต้องได้รับอนุมัติให้ขายจากผู้ถือหุ้นก่อน ส่วนฝั่งคนซื้อ กลุ่ม CP ไม่ต้องขอผู้ถือหุ้น แต่ต้องได้รับอนุมัติจาก OTCC (คณะกรรมการแข่งขันทางการค้า) และ MDTCA ที่มาเลเซีย คาดดีลจะแล้วเสร็จในช่วง 2H20

รู้จักกับ Tesco ปัจจุบัน Tesco ไทยและมาเลเซียมีจำนวนสาขา 1,967 แห่ง และ 68 แห่ง ตามลำดับ และมีรายได้สิ้นปี 2019 (ปิดงบเดือน ก.พ. 2019) รวมกันอยู่ 1.92 แสนล้านบาท แม้รายได้หลักจะมาจากการขายสินค้า แต่กำไรจากการดำเนินงานราวครึ่งหนึ่งมาจากรายได้ค่าเช่า และมีกำไรสุทธิรวมที่ราว 7.8 พันล้านบาท (รวมผลกระทบ TFRS16 แล้ว) แต่ Tesco ไทยมีอัตรากำไรขั้นต้นไม่สูงนักอยู่ที่ 13% - 14% สูงกว่า MAKRO ซึ่งอยู่ที่ 10% - 11% แต่ต่ำกว่า BIGC ซึ่งอยู่ที่ 18% - 19%

ระยะสั้น อาจกระทบกำไรของ CPF และ CPALL เล็กน้อย ภายหลังควบรวมแล้วเสร็จในช่วงปลายปี 2020 คาดส่วนแบ่งกำไรจาก Tesco จะไม่สามารถหักล้างดอกเบี้ยจ่ายในช่วง 1-2 ปีแรกได้ทั้งหมด เบื้องต้น คาดกำไรปี 2021 ของ CPALL จะถูกกระทบราว 2% - 4.2% และกระทบต่อราคาเป้าหมายราว 2-4 บาท/หุ้น ส่วน Net IBD/Equity จะขยับขึ้นเป็น 1.74 เท่า จากเดิมก่อนดีลคาดไว้ที่ 0.95 เท่า ทั้งนี้ยังผ่าน Debt Covenant ไม่ให้เกิน 2 เท่า ส่วน CPF คาดกระทบกำไรปี 2021 ราว 2% - 4.7% และกระทบราคาเป้าหมาย 0.4 - 2 บาท/หุ้น ขณะที่ Net IBD/Equity จะปรับขึ้นมาอยู่ที่ 1.36 เท่า จากเดิมก่อนดีลคาด 1.18 เท่า ยังผ่าน Covenant ที่ 2 เท่า เช่นเดียวกัน

ระยะยาว มองดีลนี้เป็นบวก เพราะคาดหวัง Synergy ทั้งนี้เราคาดหวัง Synergy กับ CPF เร็วกว่า CPALL เพราะคาดว่าจะได้ประโยชน์ในการขายได้เร็ว อ้างอิงจากดีล MAKRO เมื่อมาอยู่ในเครือ CP แล้ว CPF สามารถเริ่มรายได้จากการขายไป MAKRO จากปีละ 100 ล้านบาท เพิ่มขึ้นเป็น 1 หมื่นล้านบาท ภายในเวลาไม่กี่ปี ในขณะที่ปัจจุบัน CPF มีรายได้จากการขาย Tesco ไทย เพียง 700 ล้านบาท นอกจากนี้ CPF ยังสามารถขยายร้าน Food Service เข้าไปในพื้นที่เช่าของ Tesco ได้มากขึ้น สำหรับ CPALL แม้ช่วงแรกอาจต้องมีการปรับโครงสร้าง เช่น การขออนุญาตบริษัทแม่ Seven Inc., การเปลี่ยนแบรนด์ Lotus Express ส่วนสาขาใหญ่ คาดอาจใช้แบรนด์ Lotus ส่วนแบรนด์ Tesco คินผู้ขายไป และคาดหวัง Synergy กับ CPALL จะเกิดจากทั้งอำนาจต่อรองกับ Supplier สูงขึ้น รวมถึงร่วมกับเครือ CP พัฒนาอัตรากำไรขั้นต้นของ Tesco ให้ดีขึ้น โกลด์เคย์คู่แข่งได้ เชื่อว่าหลังจากนี้ การแข่งขันในตลาดค้าปลีกจะยังมีอยู่ แต่อาจไม่รุนแรงเหมือนในอดีต

สรุป เราแนะนำซื้อลงทุน CPF (ราคาเป้าหมาย 36 บาท) และ CPALL (ราคาเป้าหมาย 85 บาท) เรา มองดีลนี้เป็นบวกในระยะยาว แต่ในระยะสั้นช่วง 1-2 ปีแรก อาจจะถูกกดดันกำไรของ CPF และ CPALL เล็กน้อย 2% - 5% เพราะเข้าซื้อในราคาที่ค่อนข้างสูง ทำให้ส่วนแบ่งกำไรจาก Tesco ไม่สามารถหักล้างผลลบจากดอกเบี้ยจ่ายที่สูงขึ้นได้ทั้งหมด แต่เชื่อว่าด้วยความสามารถ ประสิทธิภาพของกลุ่ม CP จะสามารถพัฒนา Tesco ให้มีกำไรที่ดีขึ้นในอนาคต และมี Synergy ร่วมกันได้อย่างยั่งยืน

สำหรับประเด็นความเสี่ยง 1) ช่วงแรกที่มีการกู้เป็น Bridging Loan แม้อัตราดอกเบี้ยจะต่ำกว่าปกติ (คาดไม่เกิน 2%) แต่ด้วยแผนกู้ทั้งสกุลเงินต่างประเทศและสกุลบาท อาจทำให้บริษัทต้องเผชิญความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน กรณีค่าเงินบาทอ่อนค่า 2) ด้วยภาพรวม D/E Ratio ที่สูงขึ้นของทั้งเครือ อาจกระทบต่อ Credit Rating และจะกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยของเงินกู้ยืมในอนาคต อาจสูงกว่าที่เราใช้ประมาณก็เป็นได้ 3) แนวโน้มกำไรของ Tesco อาจต่ำกว่าที่เราใช้ประมาณการ หากได้รับผลกระทบจากกำลังซื้อที่ชะลอตัวมากกว่าคาด หรือผลกระทบจาก COVID-19

Analyst: Sureporn Teewasuwet
Register No.: 040694
E-mail: Sureporn.t@fnsyrus.com
Tel. 0 2646 99772
www.fnsyrus.com
FB FINANSIA SYRUS SECURITIES
Telegram Finansia
Twitter @fnsyrus

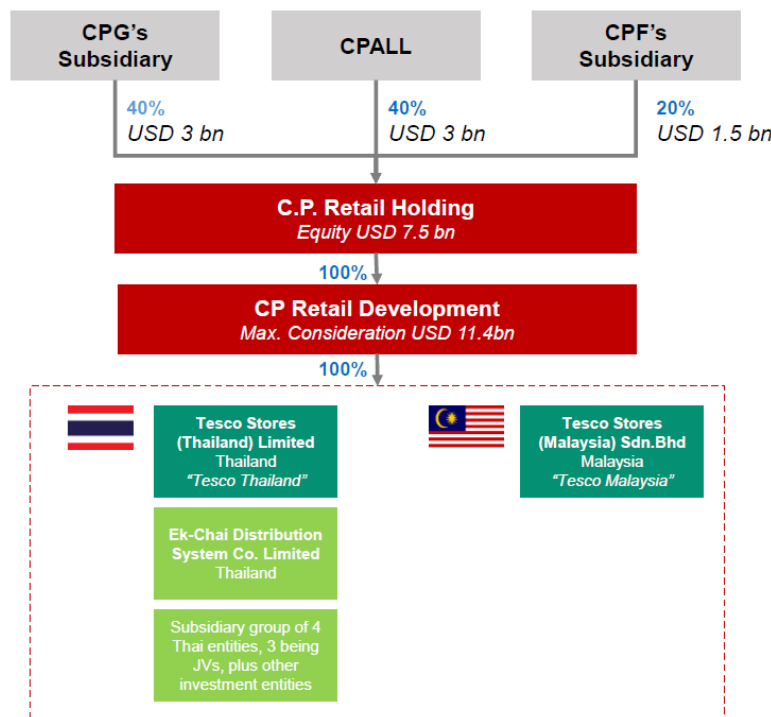
(Bt)	Rating	Price (Bt)	End-20	Norm Profit Growth (%)	P/E(x)	P/BV(x)	Dividend yield (%)
		9-Mar-20	target	2020E	2021E	2020E	2021E
CPF	Buy	24.20	36.0	16.4	15.1	11.2	10.6
CPALL	Buy	63.75	85.0	6.0	10.9	24.6	22.1

CP เป็นผู้ชนะดีลซื้อ Tesco

กลุ่ม CP เป็นผู้ชนะการประมูลซื้อ Tesco ประเทศไทย และมาเลเซีย มูลค่าการซื้อขายรวม US\$10,576 ล้าน หรือราว 338,445 ล้านบาท (อิง FX ที่ 32 บาท/USD) โดยกลุ่มผู้ซื้อจะเข้าซื้อในนาม 3 บริษัทได้แก่ CPG (ในนาม CP Holding) เข้าถือสัดส่วน 40% ของหุ้น Tesco ทั้งหมด, CPALL ถือ 40% และ CPF (ในนามบริษัทลูก CP Merchandising) อีก 20% ซึ่งทั้ง 3 บริษัทจะถือผ่านบริษัทลูกที่เพิ่งตั้งขึ้นมาใหม่ CP Retail Development (CPRD)

โดยจัดสรรเงินลงทุนตามสัดส่วนการถือหุ้นดังนี้ CPG เข้าลงทุน US\$3,000 ล้าน, CPALL US\$3,000 ล้าน, CPF US\$1,500 ล้าน รวมเป็น US\$7,500 ล้าน และส่วนที่เหลืออีก US\$3,076 ล้าน (หรืออาจถึง US\$3,900) จะใช้วิธี Leverage Buyout โดยให้บริษัทลูก CPRD เป็นผู้กู้

Shareholding structure of Tesco Asia Group after the completion of the transaction



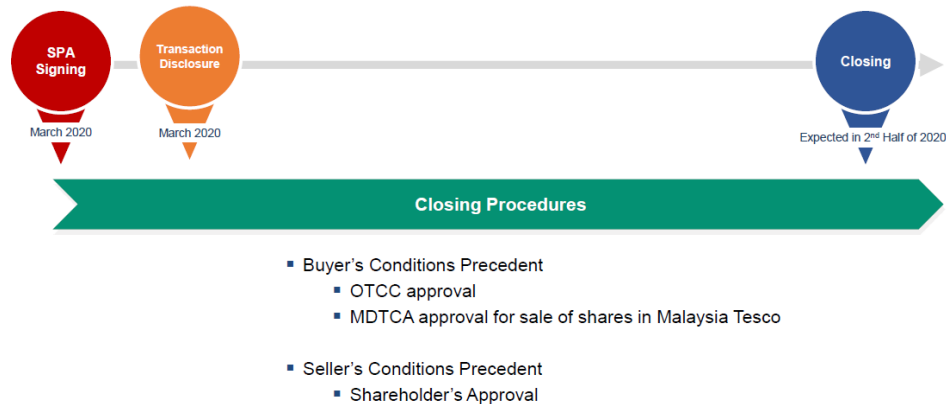
Source: Company Presentation

ถัดไปรอขออนุมัติจาก OTCC คาดดีลจะแล้วเสร็จในช่วง 2H20

สำหรับดีลนี้ เบื้องต้นเป็นเพียงการเซ็นสัญญาระหว่างกัน Share Purchase Agreement แต่ยังมีเงื่อนไขเข้าทำการการที่ต้องบรรลุก่อนดีลจึงจะเสร็จสมบูรณ์ ดังนี้ 1) กลุ่มผู้ขาย ต้องได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นซึ่งเราคาดว่าจะแล้วเสร็จ ไม่มีปัญหาแต่อย่างใด 2) กลุ่มผู้ซื้อ CP ต้องได้รับอนุมัติจากคณะกรรมการแข่งขันทางการค้าของประเทศไทย หรือ OTCC และ 3) ต้องได้รับอนุมัติจาก Ministry of Domestic Trade and Consumers Affairs of Malaysia หรือ MDTCA ก่อน ทั้งนี้กลุ่มบริษัทคาดว่าจะได้รับทราบผลแล้วเสร็จ และสามารถจบดีลได้ (มีการชำระเงินเกิดขึ้น) ภายในช่วง 2H20

สำหรับมุมมองของเรา คาดว่าไม่น่าติดปัญหาเรื่องการผูกขาดทางการค้า เพราะกลุ่ม CP ไม่มีรูปแบบ Hypermarket ซึ่งเป็นสัดส่วนรายได้หลักของ Tesco ในขณะที่สาขาเล็กอย่าง Lotus Express แม้จะเป็นร้านสะดวกซื้อ แต่ขนาดเล็กต่างจาก 7-11ค่อนข้างมาก ปัจจุบันมีเพียง 1,574 สาขา เทียบกับ CPALL ที่มี 7-11 มากถึง 11,712 สาขา ถือเป็นผู้เล่นรายใหญ่สุดในกลุ่มร้านสะดวกซื้ออยู่แล้ว โดยมีส่วนแบ่งการตลาดสูงกว่า 70% ดังนั้นการที่มี Express เข้ามาเพิ่มไม่น่าจะทำให้เข้าข่ายผูกขาดมากขึ้นแต่อย่างใด อย่างไรก็ตาม ยังคงต้องติดตามผลการพิจารณาจาก OTCC ต่อไป

Transaction Timeline



Source: Company Presentation

แหล่งที่มาเงินทุนคือ เงินสดและเงินกู้.....ไม่เพิ่มทุน

แหล่งที่มาของเงินลงทุนครั้งนี้จะมาจากกระแสเงินสดและเงินกู้ของแต่ละกิจการ ทั้ง CPF และ CPALL จะไม่มีการเพิ่มทุน ระหว่างนี้ที่อยู่ระหว่างขออนุมัติจาก OTCC ในช่วงแรกลักษณะการกู้จะเป็นเงินกู้ยืมระยะสั้น Bridging Loan โดยอาจประกอบด้วยเงินกู้สกุลต่างประเทศ และเงินบาท จึงคาดว่าจะระหว่างทางอาจมีการทยอยทำ Hedging ค่าเงินไปบางส่วน และหลังจากนั้นจะมีการ Structure โครงสร้างเงินกู้เป็นเงินกู้ยืมระยะยาว หรือเป็นหุ้นกู้ ขึ้นอยู่กับสถานการณ์ในช่วงนั้นต่อไป คาดจะเป็นสกุลบาท 100% เพื่อให้สอดคล้องกับรายได้ส่วนใหญ่ของ Tesco ที่เป็นสกุลบาทเช่นเดียวกัน สำหรับมูลค่าเงินลงทุนที่ใช้ครั้งนี้ US\$10,576 ล้าน หากคิดเป็น PE พบว่าค่อนข้างสูงถึง 43 เท่า (อิงกำไร Tesco ปี 2019 ที่ 7.8 พันล้านบาท) ซึ่งภาวะส่วนใหญ่อยู่ที่ดอกเบี้ยจ่ายและค่าเสื่อมพอสสมควร (Tesco มีการปรับใช้ TFRS16 แล้ว) ดังนั้นหากพิจารณาที่ EV/EBITDA พบว่าอยู่ที่ 12.5 เท่า ถือว่าไม่แพงเมื่อเทียบกับดิลที่เกิดในอดีต เช่น BIGC ซื้อ Carrefour 13-14 เท่า ส่วนดิล BJC ซื้อ BIGC อยู่ที่ 15-16 เท่า ยังมีความเป็นไปได้ที่เมื่อจบดิลแล้วมูลค่าการเข้าซื้ออาจจะสูงกว่านี้อีกเล็กน้อย โดยกลุ่มบริษัทได้เตรียมเงินกู้ไว้สูงสุดที่ US\$11,400 ล้าน ขึ้นอยู่กับผลประกอบการของ Tesco และส่วนหนึ่งเราคาดว่าจะมีรวมค่าใช้จ่ายในการซื้อกิจการเข้าไปด้วย

รู้จักกับ Tesco ประเทศไทย

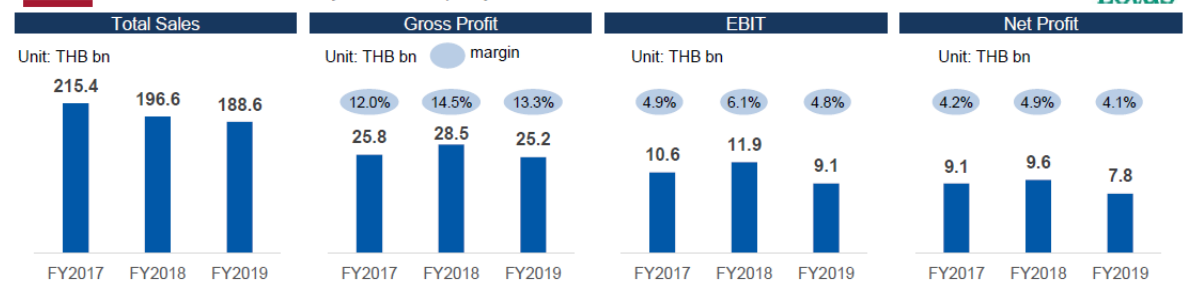
Tesco ประเทศไทย ปัจจุบันมีจำนวนสาขาแบ่งเป็น 214 HM (พื้นที่ต่อสาขาเฉลี่ย 5,000 ตร.ม.), 179 Supermarket หรือ ตลาด (พื้นที่ต่อสาขา 800 ตร.ม.) และ 1,574 Express (พื้นที่ต่อสาขา 180 ตร.ม.) แม้รายได้หลักจะมาจากการขายสินค้า แต่ยังมีรายได้จากค่าเช่าอีกบางส่วน โดยมีจำนวนสาขา HM ที่มีพื้นที่เช่า หรือเรียกว่า Malls รวบรวม 191 สาขา ด้วยรายได้ค่าเช่าที่มีความสม่ำเสมอ และให้ผลตอบแทนที่ดี ช่วยสร้างกำไรจากการดำเนินงานได้ราว 50% ของกำไร Tesco ประเทศไทย ข้อมูลทางการเงินล่าสุดปี 2019 (งวดเดือน มี.ค. 2018 - ก.พ. 2019 บริษัทปิดรอบบัญชีเดือน ก.พ.) มีรายได้อยู่ที่ 1.89 แสนล้านบาท แต่ลดลง 3 ปีติดต่อกัน -6.4% Y-Y CAGR จากทั้งภาวะกำลังซื้อที่ไม่สดใส และการแข่งขันที่รุนแรง สะท้อนไปยังอัตรากำไรขั้นต้นเฉลี่ยอยู่ที่ระดับ 13% - 14% สูงกว่า MAKRO ที่เป็นค้าส่งมีอัตรากำไรอยู่ที่ 10% - 11% แต่ต่ำกว่า BIGC ที่อยู่ในธุรกิจเดียวกัน และมีอัตรากำไรเฉลี่ยที่ 17% - 18% และ Tesco ไทยมีกำไรสุทธิปี 2019 เท่ากับ 7.8 พันล้านบาท (-18.8% Y-Y) และมีอัตรากำไรสุทธิเฉลี่ยที่ 4.5% สูงกว่า MAKRO ที่ 3% แต่ต่ำกว่า BIGC ซึ่งอยู่ที่ 5% - 6%

Tesco ไทย – จำนวนสาขาและข้อมูลทางการเงิน

Tesco Thailand			
Financials ⁽¹⁾ FY19 (Ending Feb 19)			
THB 188.6bn Revenue	THB 25.2bn Gross Profit	Retail	Format:  HDE
THB 9.1 bn EBIT	THB 7.8bn NPAT		Outlets ⁽²⁾ : 214
			Avg. size: c.5,000 sqm
		Mall	191 Malls



Ek-chai Distribution System Company Limited – Financial Profile



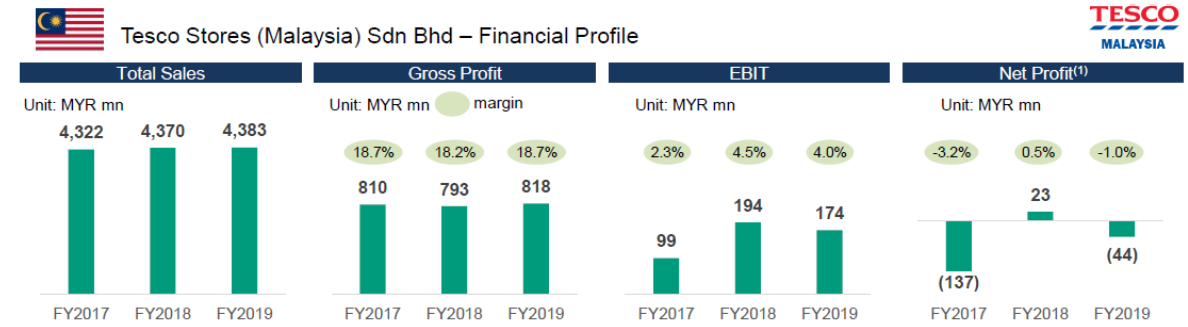
Source: Company Presentation

รู้จักกับ Tesco มาเลเซีย

Tesco มาเลเซีย ปัจจุบันมีจำนวนสาขารวมเท่ากับ 68 สาขา แบ่งเป็น 46 HM (พื้นที่เฉลี่ยต่อสาขา 7,000 ตร.ม.) ถือเป็นผู้ประกอบการ HM อันดับ 1 ในมาเลเซีย, 13 Supermarket (พื้นที่ต่อสาขา 3,000 ตร.ม.) และ 9 Express (พื้นที่ต่อสาขา 120 ตร.ม.) และมีพื้นที่เช่า Malls รว 56 สาขา ข้อมูลทางการเงินล่าสุดปี 2019 มีรายได้อยู่ที่ 4.4 พันล้านริงกิต หรือราว 3.3 หมื่นล้านบาท โดยมีรายได้ที่ค่อนข้างทรงตัวตลอด 3 ปีที่ผ่านมา ส่วนอัตรากำไรขั้นต้นอยู่ในระดับที่ดีราว 18% - 18.5% แต่มีผลขาดทุนสุทธิในปี 2019 ที่ -44 ล้านริงกิต หรือราว -339 ล้านบาท ส่วนใหญ่มาจากภาระดอกเบี้ยจ่ายที่ค่อนข้างสูง และมาจากเงินกู้ยืมจากผู้ถือหุ้นเป็นหลัก ทั้งนี้หากไม่รวมภาระดอกเบี้ยจ่ายดังกล่าว คาด Tesco มาเลเซียมีผลการดำเนินงานอยู่ที่จุดคุ้มทุนถึงมีกำไรเล็กน้อย

Tesco มาเลเซีย – จำนวนสาขาและข้อมูลทางการเงิน

Tesco Malaysia			
Financials ⁽¹⁾ FY19 (Ending Feb 19)			
MYR 4,383mn Revenue	MYR 818mn Gross Profit	Retail	Format:  HDE
MYR 174mn EBIT	MYR (44)mn NPAT		Outlets ⁽²⁾ : 46
			Avg. size: c.7,000 sqm
		Mall	56 Malls



Source: Company Presentation

ภายหลังการควบรวมแล้วเสร็จ คาดกระทบกำไรปี 2021 เล็กน้อย

ภายหลังรวม Tesco แล้วเสร็จในช่วงปลายปี 2020 เราคาดการณ์กำไรสุทธิของ CPF และ CPALL ในปี 2021 จะได้รับผลกระทบเล็กน้อย จากส่วนแบ่งกำไรของ Tesco ที่อาจยังไม่ครอบคลุมภาระดอกเบี้ยจ่ายของแต่ละบริษัทได้ ทั้งนี้เราได้ทำประมาณการ โดยแบ่งเป็นกรณีที่มีสัดส่วนการกู้ยืมที่ต่างกัน ซึ่งขึ้นอยู่กับสภาพคล่องและกระแสเงินสดในกิจการเป็นหลัก

CPALL คาดกำไรสุทธิในปี 2021 จะลดลงหลังรวม Tesco ราว 2% - 4.2% และกระทบต่อราคาเป้าหมายเบื้องต้นราว 2 – 4 บาท/หุ้น ในขณะที่คาด Net IBD/Equity จะขยับขึ้นมาอยู่ที่ 1.74 เท่า จากเดิมก่อนรวม Tesco คาดอยู่ที่ 0.95 เท่า ขึ้นมาค่อนข้างสูง แต่ยังคงผ่าน Debt Covenant ที่กำหนดให้ไม่เกิน 2 เท่า

ส่วน CPF คาดกำไรสุทธิในปี 2021 หลังรวม Tesco ทั้งในส่วนของตัวเองถือโดยตรง 20% และถือทางอ้อมผ่าน CPALL อีก 12% จะลดลงราว 2% - 4.7% และกระทบต่อราคาเป้าหมายราว 0.4 – 2 บาท/หุ้น ในขณะที่ Net IBD/Equity จะขยับขึ้นมาอยู่ที่ 1.36 เท่า จากเดิมคาด 1.18 เท่า ยังผ่าน Covenant ที่ 2 เท่า เช่นเดียวกัน

CPRD – Profit after combine Tesco

2021E (bt mn)	Profit from CPRD after combine Tesco
Net profit from Tesco Thailand + Malaysia	8,000
Interest expense from loan US\$3.1bn at 4% interest rate	3,968
Interest after tax	3,174
Profit after interest expense and tax	4,826

Source: FSS Research

CPALL คาดการณ์โครงสร้างเงินทุน และกำไรสุทธิหลังรวม Tesco

2021E (bt mn)	% Cash : Debt		
	0 : 100	10 : 90	20 : 80
Investment Value	96,000	96,000	96,000
Cash	0	9,600	19,200
Debt Increase	96,000	86,400	76,800
Interest expense at rate 4%	3,840	3,456	3,072
Interest expense after tax	3,072	2,765	2,458
Equity income from CPRD (40%)	1,930	1,930	1,930
Profit/Loss(-) from Tesco	-1,142	-835	-528
2021E CPALL's net profit before Tesco	26,903	26,903	26,903
2021E CPALL's net profit after Tesco	25,761	26,068	26,375
% impact to CPALL's net profit	-4.2	-3.1	-2.0
EPS after Tesco	2.76	2.79	2.83
2021 TP after Tesco (implied PE32x) Note : 2021TP before Tesco at 92bt	88	89	90
Net IBD/Equity before Tesco		0.95x	
Net IBD/Equity after Tesco		1.74x	

Source: FSS Research

CPF คาดการณ์โครงสร้างเงินทุน และกำไรสุทธิหลังรวม Tesco

2021E (bt mn)	% Cash : Debt		
	0 : 100	20 : 80	30 : 70
Investment Value	48,000	48,000	48,000
Cash	0	9,600	14,400
Debt Increase	48,000	38,400	33,600
Interest expense at rate 4%	1,920	1,536	1,344
Interest expense after tax	1,536	1,229	1,075
Equity income from CPRD (20%)	965	965	965
Change in equity income from CPALL	-150-350	-150-350	-150-350
Profit/Loss(-) from Tesco	-721-920	-414-614	-260-460
2021E CPF's net profit before Tesco	19,719	19,719	19,719
% impact to CPF's net profit	-3.7-4.7	-2.0-3.1	-1.3-2.3
EPS after Tesco (before Tesco at 2.29bt per share)	2.18-2.22	2.22-2.24	2.24-2.26
2021 TP after Tesco (Target PE17x) Note : 2021TP before Tesco at 39bt	36.9-37.7	37.7-38.0	38-38.4
Net IBD/Equity before Tesco		1.18x	
Net IBD/Equity after Tesco		1.36x	

Source: FSS Research

คาดเห็น Synergy จาก CPF เร็วกว่า CPALL

ทั้งนี้ที่ประมาณการผลกระทบต่อกำไรด้านบนนั้น เรายังไม่ได้รวมผลบวกของ Synergy ที่อาจเกิดขึ้นในอนาคต โดยคาด Synergy ที่จะเกิดกับ CPF อาจเห็นได้เร็วกว่า โดยเฉพาะการขาย การมี Tesco เข้ามา ช่วยให้ CPF มีช่องทางกระจายสินค้าได้มากขึ้น ดังเช่นที่เกิดกับ MAKRO ก่อนก่อน CPALL จะซื้อ MAKRO เข้ามาในเครือ CPF มีรายได้จากการขายสินค้าไปใน MAKRO ปีละ 100 ล้านบาท และค่อยๆ เพิ่มขึ้นจนปัจจุบันอยู่ราว 1 หมื่นล้านบาทต่อปี (คิดเป็น 2% ของรายได้ CPF) ภายหลังจากที่ MAKRO เข้ามาในเครือ เราคาดว่าจะเห็นเหตุการณ์ดังกล่าวเกิดขึ้นกับ Tesco เช่นเดียวกัน ทั้งนี้ปัจจุบัน CPF มีรายได้จากการขายสินค้าไปยัง Tesco เพียงปีละ 700 ล้านบาท (คิดเป็น 0.1% ของรายได้ CPF) ในขณะที่ Tesco มีรายได้ต่อปีต่ำกว่า MAKRO เพียง 7% ดังนั้นเราจึงคาดหวังการเพิ่มรายได้ดังกล่าว นอกเหนือจากนี้ปัจจุบัน Tesco มีพื้นที่เช่ารวมอยู่ที่ราว 1 ล้านตร.ม. ผ่าน 191 สาขา และมีผู้เช่าที่เป็น Food Service อยู่เพียง 10% ของพื้นที่เช่าทั้งหมด จึงยังมีช่องทางสร้างการเติบโต โดยการขยายสาขา Food Service ของ CPF เข้าไปในสาขาของ Tesco ได้อีกมาก

สำหรับ CPALL แม้จะต้องเวลาในการปรับโครงสร้าง เริ่มตั้งแต่ขออนุญาตจากบริษัทแม่ Seven Inc. ในการเข้าซื้อ Tesco เราคิดว่ามีความเป็นไปได้ที่จะคืนแบรนด์ Tesco กลับไปที่อังกฤษ และอาจใช้แบรนด์ที่คนไทยคุ้นเคยอย่าง Lotus ส่วนสาขานขนาดเล็ก คาดจะเหลือเพียงแบรนด์เดียว โดยถูกเปลี่ยนเป็น 7-11 ก็เป็นไปได้ ขึ้นอยู่กับศักยภาพในแต่ละทำเลที่ตั้ง ทั้งนี้เราคาด Synergy กับ CPALL จะทยอยเกิดขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไป เริ่มจากอำนาจการต่อรองกับ Supplier ที่สูงขึ้น เราเชื่อว่า CPALL และเครือ จะสามารถพัฒนาอัตรากำไรขั้นต้นของ Tesco ขึ้นมาได้ใกล้เคียงคู่แข่งราว 18% - 19% จากปัจจุบันอยู่ที่เพียง 13% - 14% เทียบกับกรณีของ MAKRO ที่ CPALL สามารถพัฒนาอัตรากำไรขั้นต้นขึ้นมาได้ 2% - 3% มาอยู่ที่ 10% - 11% ในปัจจุบัน และคาด CPALL จะได้รับประโยชน์จากการมีรายได้ค่าเช่าที่มีความสม่ำเสมอ จากทั้ง Tesco ไทย และมาเลเซีย

สรุปได้ว่า เรายังคงคำแนะนำซื้อลงทุน สำหรับ CPF (ราคาเป้าหมายปี 2020 เท่ากับ 36 บาท) และ CPALL (ราคาเป้าหมายปี 2020 เท่ากับ 85 บาท) เรายังมองดีลนี้เป็นบวกในระยะยาว แต่ในระยะสั้นช่วง 1-2 ปีแรก อาจจะถูกกดดันกำไรของ CPF และ CPALL เล็กน้อย 2% - 5% เพราะเข้าซื้อในราคาที่ค่อนข้างสูง ทำให้ส่วนแบ่งกำไรจาก Tesco ไม่สามารถหักล้างผลลบจากดอกเบี้ยจ่ายที่สูงขึ้นได้ทั้งหมด แต่เชื่อว่าด้วยความสามารถ ประสบการณ์ และศักยภาพของกลุ่ม CP จะสามารถพัฒนา Tesco ให้มีกำไรที่ดีขึ้นในอนาคต และมี Synergy ร่วมกันได้อย่างยั่งยืน

สำหรับประเด็นความเสี่ยง 1) ช่วงแรกที่มีการกู้เป็น Bridging Loan แม้อัตราดอกเบี้ยจะต่ำกว่าปกติ (คาดไม่เกิน 2%) แต่ด้วยแผนกู้ทั้งสกุลเงินต่างประเทศและสกุลบาท อาจทำให้บริษัทต้องเผชิญความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน กรณีค่าเงินบาทอ่อนค่า 2) ด้วยภาพรวม D/E Ratio ที่สูงขึ้นของทั้งเครือ อาจกระทบต่อ Credit Rating และจะกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยของเงินกู้ยืมในอนาคต อาจสูงกว่าที่เราใช้ในประมาณก็เป็นได้ 3) แนวโน้มกำไรของ Tesco อาจต่ำกว่าที่เราใช้ในประมาณการ หากได้รับผลกระทบจากกำลังซื้อที่ชะลอลงมากกว่าคาด หรือผลกระทบจาก COVID-19

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

สำนักงานใหญ่

999/9 อาคารดี ออฟฟิศ เอส แอท
เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25
ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน
เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร
02-658-9000, 02-658-9500

สำนักงานเอ็ม บี เค ทาวเวอร์

ชั้น 15 อาคารเอ็ม บี เค ทาวเวอร์
เลขที่ 444 ถนนพญาไท แขวงวังใหม่
เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร
02-680-0700, 02-680-0777

สำนักงานอัลมาลิ่งค์

25 อาคารอัลมาลิ่งค์ ชั้น 9,14,15
ช.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี
เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร
02-646-9600, 02-646-9999

สำนักงานอัมรินทร์ ทาวเวอร์

496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์
ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี
เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร
02-660-5000, 02-264-6000

สาขา เซ็นทรัลปิ่นเกล้า 1

7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ปิ่นเกล้า
ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1
ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์
เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร
02-878-5999

สาขา บางกระบือ

3105 อาคารเอ็มมาร์ค ชั้น 3
ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว
แขวงคลองจั่น เขตบางกระบือ
จ.กรุงเทพมหานคร
02-378-4545

สาขา บางนา

589 หมู่ 12 อาคารชุดทาวเวอร์ 1
ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 589/105
(เดิม 1093/105)
ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา
เขตบางนา จ.กรุงเทพมหานคร
02-740-7100

สาขา ลินธอร์ 1

130-132 อาคารลินธอร์ ทาวเวอร์ 1
ชั้น 2 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี
เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร
02-690-4100

สาขา เคียนหงวน (ลินธอร์ 2)

140/1 อาคารเคียนหงวน 2 ชั้น 18
ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี
เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร
02-254-1717

สาขา แจ้งวัฒนะ

99, 99/9
เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์
ยูนิคเลขที่ 1904 ชั้น 19
หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด
ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี
02-005-4193

สาขา ประชาชื่น

105/1 อาคารบี ชั้น 4
ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว
เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร
02-580-9130

สาขา รัชสิด

1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17
ซอยพลโยธิน 60 ถนนพลโยธิน
ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี
02-993-8180

สาขา รัตนวิเศษ

576 ถ.รัตนวิเศษ
ต.บางกระสอ อ.เมืองนนทบุรี
จ.นนทบุรี
02-831-8300

สาขา ขอนแก่น 1

311/16 ชั้น 2 ถ.กลางเมือง
ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น
จ.ขอนแก่น
043-224-504

สาขา ขอนแก่น 3

311/1
ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่ง)
ต. ในเมือง
อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น
043-058-925

สาขา อุดรธานี

197/29, 213/3
ถ.อุดรชัย ๓ หมากร้าง
อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี
042-245-589

สาขา เชียงใหม่ 1

308
หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์
ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน
อ.เมือง จ.เชียงใหม่
053-204-711

สาขา เชียงใหม่ 2

310
หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์
ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน
อ.เมือง จ.เชียงใหม่
053-235-889, 053-204-909

สาขา เชียงใหม่ 3

อาคารเมลิเพลส 32/4 หมู่ที่ 2 ชั้น 1
ห้อง B1-1, B1-2
ต.แม่เหิระ อ.เมืองเชียงใหม่
จ.เชียงใหม่
053-805-388

สาขา เชียงราย

353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก
อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย
053-750-120

สาขา แม่สาย

119 หมู่ 10 ต.แม่สาย
อ.แม่สาย จ.เชียงราย
053-640-599

สาขา นครราชสีมา

198/1 ต.รอกสมอราย
ต.ในเมือง
อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา
044-288-700, 044-014-322,
044-014-323

สาขา ออนไลน์ภูเก็ต

22/18
ถ.หลวงพ่อดัดแปลง
ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต
จ.ภูเก็ต
076-210-499

สาขา หาดใหญ่

106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย
ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา
074-243-777

สาขา ตรัง

59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ห้วยเขียง
อ.เมืองตรัง จ.ตรัง
075-211-219

สาขา สุราษฎร์ธานี

173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่
ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี
จ.สุราษฎร์ธานี
077-222-595

สาขา ปัตตานี

300/69-70 หมู่ 4 ต.รูสะมิแล
อ.เมือง จ.ปัตตานี
073-350-140-4

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน

BUY	"ซื้อ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 10%
HOLD	"ถือ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 0% - 10%
SELL	"ขาย" เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
TRADING BUY	"ซื้อเก็งกำไรระยะสั้น" เนื่องจากมีประเด็นที่มีผลบวกต่อราคาหุ้นในระยะสั้น แม้ว่าราคาปัจจุบันจะสูงกว่ามูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
OVERWEIGHT	"ลงทุนมากกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ สูงกว่า ตลาด
NEUTRAL	"ลงทุนเท่ากับตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ เท่ากับ ตลาด
UNDERWEIGHT	"ลงทุนน้อยกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ ต่ำกว่า ตลาด

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

DISCLAIMER: รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อว่าหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ AAV, ADVANC, AEONTS, AMATA, ANAN, AOT, AP, BANPU, BBL, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEAUTY, BEC, BEM, BGRIM, BH, BJC, BLAND, BPP, BTS, CBG, CENTEL, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DTAC, EA, EGCO, EPG, ERW, ESSO, GFPT, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMT, KBANK, KCE, KKP, KTB, KTC, LH, MAJOR, MBK, MEGA, MINT, MTC, ORI, OSP, PLANB, PRM, PSH, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, RATCH, ROBINS, RS, SAWAD, SCB, SCC, SGP, SIRI, SPALI, SPRC, STA, STEC, SUPER, TASCO, TCAP, THAI, THANI, TISCO, TKN, TMB, TOA, TOP, TPPIP, TRUE, TTW, TU, TVO, WHA และ SET50 Future โดยบริษัทฯ อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

Thai Institute of Directors Association (IOD) - Corporate Governance Report Rating 2018

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
100-90		ดีเลิศ
80-89		ดีมาก
70-79		ดี
60-69		ดีพอใช้
50-59		ผ่าน
<50	no logo given	n/a

สัญลักษณ์ **N/R** หมายถึง “ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR”

IOD (IOD Disclaimer)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (“บริษัทจดทะเบียน”) เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลให้ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)

- ข้อมูล CG Score ประจำปี 2561 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 31 สิงหาคม 2561) มี 2 กลุ่ม คือ
 - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC (Declared)
 - ได้รับการรับรอง CAC (Certified)