

**HOLD** (Unchanged)

**TP: Bt 14.00** (From: Bt 16.00)

Transfer of Coverage

**Downside : 4.8%**

# CP Aextra Pcl (CPAXT TB)

## การประหยัดต้นทุนท่ามกลางอุปสงค์ที่อ่อนแอ



**PATTADOL BUNNAK**

662-779-9119

pattadol.bun@ttbwealth.co.th

แม้จะได้ประโยชน์บางส่วนจากโครงการ “ไทยช่วยไทย” ของรัฐบาล แต่อุปสงค์โดยรวมยังอ่อนแอ และ CPAXT มุ่งเน้นไปที่การจัดสัดส่วนผลิตภัณฑ์และการประหยัดต้นทุนมากขึ้น อย่างไรก็ตาม เรายังคงแนะนำ “ถือ” CPAXT ด้วยหุ้นเต็มมูลค่าที่ 16 เท่า PE เทียบ EPS ที่คาดว่าจะโต 5-7% ต่อปีในปี 2026-28F

### ปรับลดกำไร แต่คงคำแนะนำ “ถือ”

บทวิเคราะห์นี้เป็นการเปลี่ยนนักวิเคราะห์ โดยเรายังคงคำแนะนำ “ถือ” CPAXT โดยปรับลดราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2026F) ลงเหลือ 14 บาท (จาก 16 บาท) 1) เราปรับลดประมาณการกำไรลง 11-16% ต่อปี ในปี 2026-28F เนื่องจากการบริโภคที่อ่อนแอ 2) แม้จะมีการปรับลดกำไรลง แต่เรายังคงคาดว่า EPS จะเติบโต 6% ในปี 2026F หนุนโดยประโยชน์จากโครงการ “ไทยช่วยไทย” ของรัฐบาลในเดือนมี.ย.-ก.ย.2026 และการที่บริษัทมุ่งเน้นการประหยัดต้นทุนและการปรับปรุงสัดส่วนผลิตภัณฑ์เพื่อเพิ่มอัตรากำไร 3) ตัวเลขของเราได้รวมการขาดทุนจากโครงการ Happitat ที่ 500/400/200 ลบ. ในปี 2026-28F และส่วนแบ่งกำไรจากการควบรวมกิจการในมาเลเซียที่จะเข้ามาในปี 2027F และ 4) เรายังคงคาดว่า CPAXT มีมูลค่าที่เหมาะสมแล้วที่ 16 เท่า PE เทียบกับ EPS ที่เติบโต 5-7% ต่อปี ในปี 2026-28F

### ผลประโยชน์สุทธิเล็กน้อยจากโครงการไทยช่วยไทย

รัฐบาลไม่อนุญาตให้ผู้ประกอบการโมเดิร์นเทรดเข้าร่วมโครงการ “ไทยช่วยไทย” แต่ CPAXT ยังคงได้ประโยชน์ทางอ้อมจากโครงการนี้ เนื่องจากผู้เข้าร่วมโครงการที่เป็นร้านค้าขนาดเล็กและผู้ค้าริมถนนที่มีสิทธิ์ซื้อสินค้าจาก Makro CPAXT คาดว่าจะช่วยชดเชยความต้องการที่ลดลงในช่วงระยะเวลาดำเนินโครงการร่วมจ่ายระหว่างเดือนมี.ย.-ก.ย.2026 ที่ห้าง Lotus's ของบริษัท หากความต้องการที่ Lotus's ต่ำกว่าที่คาดไว้ เราเชื่อว่า CPAXT จะมุ่งเน้นกิจกรรมทางการตลาดที่ Makro มากขึ้น เราคาดว่ายอดขายรวมของ CPAXT จะเติบโต 4.7% และ EPS เติบโต 5.7% ในปีนี้

### การบริหารต้นทุนและอัตรากำไร

เนื่องจากการบริโภคที่อ่อนแอต่อเนื่อง CPAXT จึงมุ่งเน้นไปที่การปรับปรุงอัตรากำไรในส่วนของสัดส่วนผลิตภัณฑ์ที่ดีขึ้นและการประหยัดต้นทุนมากขึ้น ส่วนการประหยัดต้นทุน ได้แก่ การจัดหาโดยตรงจากซัพพลายเออร์เพื่อลดค่าใช้จ่ายของพ่อค้าคนกลาง การลดจำนวนพนักงาน และการรีไฟแนนซ์เพื่อลดต้นทุนทางการเงิน เราคาดว่าอัตรากำไรสุทธิอยู่ที่ 2.0% ในปี 2026F เพิ่มขึ้น 20bps จากปี 2025 เราคาดว่ายอดขายสาขาเดิมจะเติบโต 2.5/2.0/2.0% ต่อปี ในปี 2026-28F และ EPS ที่เติบโต 5.0-6.0% ต่อปี

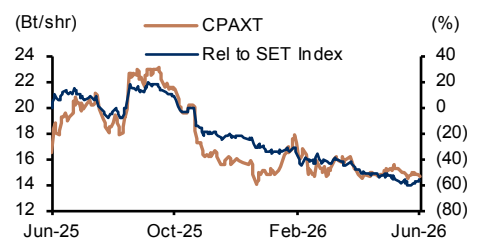
### อัปเดตการลงทุน

ในปี 2024 CPAXT ได้ลงทุน 8.4 พันลบ. เพื่อเข้าถือหุ้น 95% ในโครงการ Happitat ซึ่งเป็นโครงการสำนักงานและศูนย์การค้าแบบมิกซ์ยูสขนาด 200,000 ตร.ม. โดยมีแผนจะเปิดโครงการในเดือนก.ค.2026 และคาดว่าจะมีอัตรากำไรขั้นต้นที่ 70% ในปี 2026 Happitat มุ่งเน้นที่จะมอบประสบการณ์ศูนย์การค้าไลฟ์สไตล์ที่แตกต่าง เพื่อดึงดูดลูกค้า แทนที่จะพึ่งพาแต่ร้านค้าและร้านอาหารชื่อดังเหมือนศูนย์การค้าแบบดั้งเดิม CPAXT คาดว่าจะขาดทุนสูงสุด 500 ลบ. ในปีนี้ และจะลดลงหลังจากนั้น เราคาดว่าจะขาดทุน 500/400/200 ลบ. ในปี 2026-28F และจะคุ้มทุนในปี 2029F นอกจากนี้ CPAXT ยังลงทุน 13 พันลบ. เพื่อเข้าถือหุ้น 100% ใน The Food Purveyor (TFP) 120 สาขา ซึ่งเป็นเครือข่ายซูเปอร์มาร์เก็ตระดับพรีเมียมขนาดใหญ่อันดับ 2 ของมาเลเซีย เพื่อขยายธุรกิจให้ครอบคลุมตลาดระดับบน นอกเหนือจากการมุ่งเน้นตลาดแมสของธุรกิจ Lotus's ในมาเลเซียที่มีอยู่เดิม CPAXT คาดว่า TFP จะมีกำไรในปี 2027 โดยคาดว่าจะมีสัดส่วนราว 3-4% ของกำไรของ CPAXT ในปี 2027-28F

### COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	517,802	542,036	552,906	563,984
Net profit	9,356	9,813	10,348	11,044
Consensus NP	—	10,055	10,766	11,842
Diff frm cons (%)	—	(2.4)	(3.9)	(6.7)
Norm profit	9,356	9,813	10,348	11,044
Prev. Norm profit	—	10,971	12,048	13,047
Chg frm prev (%)	—	(10.6)	(14.1)	(15.4)
Norm EPS (Bt)	0.90	0.94	0.99	1.06
Norm EPS grw (%)	(11.5)	4.9	5.5	6.7
Norm PE (x)	16.4	15.6	14.8	13.9
EV/EBITDA (x)	9.5	9.9	9.4	9.0
P/BV (x)	0.5	0.5	0.5	0.5
Div yield (%)	4.8	4.5	4.7	5.0
ROE (%)	3.1	3.3	3.4	3.6
Net D/E (%)	32.7	37.2	35.2	33.1

### PRICE PERFORMANCE



### COMPANY INFORMATION

Price as of 25-Jun-26 (Bt)	14.70
Market Cap (US\$ m)	4,595.1
Listed Shares (m shares)	10,427.7
Free Float (%)	15.3
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	9.2
12M Price H/L (Bt)	23.00/14.00
Sector	Commerce
Major Shareholder	CP All 59.93%

Sources: Bloomberg, Company data, ttb wealth estimates

### Ex 1: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2026F

(Bt m)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	Terminal value
EBITDA	24,521	25,503	26,275	26,422	26,997	31,173	32,303	33,573	34,166	34,780	35,401	—
Free cash flow	7,089	6,082	7,660	9,993	10,597	13,644	19,687	24,714	25,257	25,787	27,321	402,905
PV of free cash flow	7,069	5,103	5,885	7,033	6,831	8,055	10,642	12,236	11,454	10,710	10,391	140,350
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.9											
WACC (%)	9.2											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	245,642											
Net debt (2025)	98,304											
Minority interest	930											
Equity value	146,408											
# of shares (m)	10,428											
<b>Target price/share (Bt)</b>	<b>14</b>											

Sources: Company data, ttb wealth estimates

### Ex 2: Our Assumptions

	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>Total sales (% growth)</b>	<b>4.3</b>	<b>4.9</b>	<b>2.1</b>	<b>4.7</b>	<b>2.0</b>	<b>2.0</b>
- Makro SSSG (% growth)	1.3	2.8	0.0	3.0	1.5	1.5
- Lotus's SSSG (% growth)	2.1	3.6	(2.0)	(1.5)	0.5	0.5
- Makro new store and other (% growth)	5.9	2.5	3.7	2.9	1.0	1.0
- Lotus's new store and other (% growth)	(0.8)	0.7	2.1	4.9	1.0	1.0
<b>Total gross margin (%)</b>	<b>16.1</b>	<b>16.4</b>	<b>16.1</b>	<b>15.7</b>	<b>15.7</b>	<b>15.7</b>
<b>Total SG&amp;A to sales (%)</b>	<b>13.4</b>	<b>13.4</b>	<b>13.4</b>	<b>13.1</b>	<b>13.0</b>	<b>12.9</b>

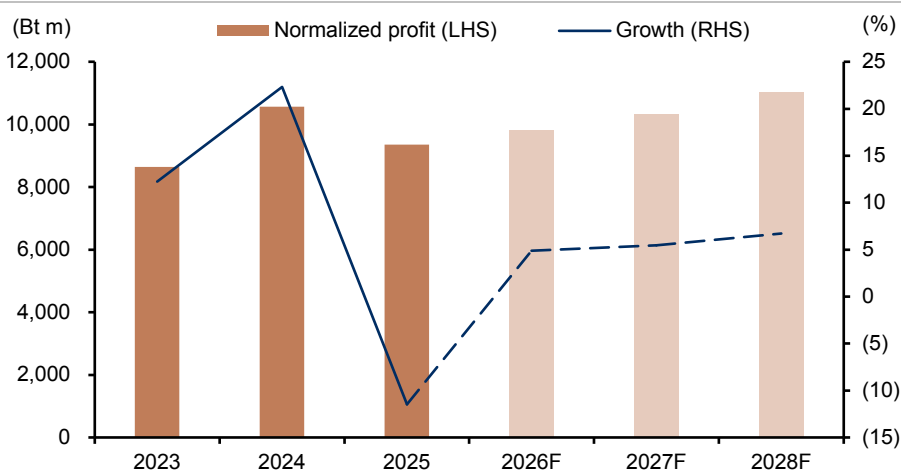
Sources: Company data, ttb wealth estimates

### Ex 3: Earnings Revisions

	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>Sales (Bt m)</b>						
- New	486,472	508,745	517,802	542,036	552,906	563,984
- Old				541,013	561,460	579,775
- Change (%)				0.2	(1.5)	(2.7)
<b>Gross margin (%)</b>						
- New	16.1	16.4	16.1	15.7	15.7	15.7
- Old				16.3	16.4	16.5
- Change (ppt)				(0.6)	(0.7)	(0.8)
<b>SG&amp;A to sales (%)</b>						
- New	13.4	13.4	13.4	13.1	13.0	12.9
- Old				13.2	13.2	13.2
- Change (ppt)				(0.2)	(0.2)	(0.3)
<b>Normalized profit (Bt m)</b>						
- New	8,640	10,569	9,356	9,813	10,348	11,044
- Old				10,971	12,048	13,047
- Change (%)				(10.6)	(14.1)	(15.4)

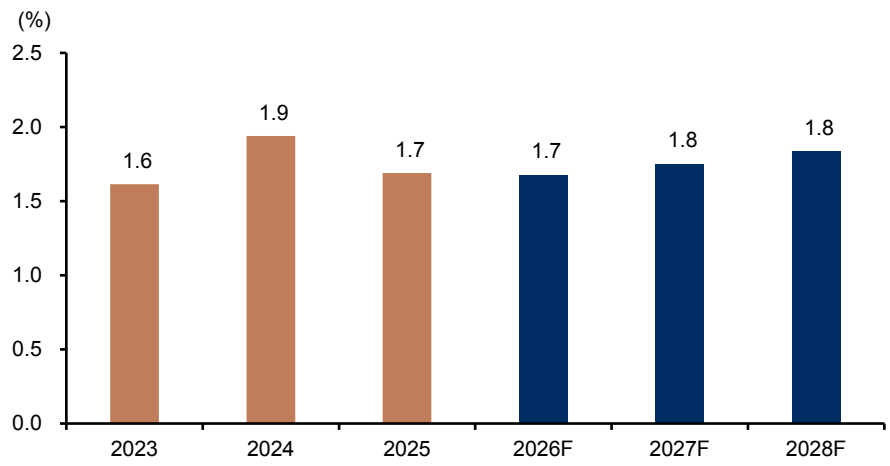
Sources: Company data, ttb wealth estimates

### Ex 4: We Still Expect Marginal Earnings Growth



Sources: Company data, ttb wealth estimates

**Ex 5: Some Net Margin Improvements Help**



Sources: Company data, ttb wealth estimates

## Valuation Comparison

### Ex 6: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Market	EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div. yield	
			26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F
Marks & Spencer	MKS LN	UK	(18.6)	42.2	14.9	10.5	2.2	1.9	7.4	5.9	1.3	2.2
J Sainsbury PLC	SBRY LN	UK	0.0	6.3	12.9	12.1	1.0	1.1	5.7	5.6	7.0	4.9
Tesco	TSCO LN	UK	6.7	8.7	14.6	13.4	2.5	2.3	8.1	7.8	3.5	3.7
Carrefour SA	CA FP	France	16.2	7.4	9.4	8.7	1.0	1.0	4.7	4.6	6.3	6.6
Casino Guichard	CO FP	France	na	57.1	na	na	0.1	0.1	3.9	3.8	na	na
L'Oreal SA	OR FP	France	6.5	8.5	28.6	26.3	5.5	5.1	18.7	17.5	2.0	2.1
Alimentation Couche	ATD/B CN	Canada	6.9	13.2	na	na	na	na	11.4	10.7	na	na
Aeon	8267 JP	Japan	78.2	15.1	54.2	47.1	2.7	2.9	10.1	9.1	1.0	1.1
Kao Corporation	4452 JP	Japan	13.2	7.9	20.7	19.2	2.5	2.4	10.1	9.8	2.5	2.5
Lion Corporation	4912 JP	Japan	(1.8)	2.2	18.3	17.9	1.4	1.3	7.8	7.6	2.0	2.1
Shiseido Co. Ltd	4911 JP	Japan	na	26.7	24.3	19.2	1.6	1.5	9.9	9.0	2.4	2.6
Seven & I Holdings	3382 JP	Japan	66.3	6.9	17.4	16.2	1.3	1.2	9.2	9.6	2.6	3.1
Lotte Corp	004990 KS	South Korea	na	na	na	90.5	0.3	0.3	10.2	11.1	5.3	5.3
Shinsegae	004170 KS	South Korea	na	17.5	19.9	16.9	1.4	1.3	10.8	10.4	0.8	0.8
Amore Pacific Group	002790 KS	South Korea	6.2	36.6	6.5	4.8	0.4	0.3	4.9	4.4	2.1	2.3
Best Buy Co Inc	BBY US	USA	3.8	7.2	11.8	11.0	4.8	4.4	6.0	5.7	5.0	5.2
Wal-Mart Stores	WMT US	USA	11.5	11.8	40.5	36.3	8.8	8.0	20.4	18.6	0.8	0.9
Home Depot Inc	HD US	USA	2.9	7.5	22.9	21.3	19.1	16.9	15.6	14.7	2.8	2.9
Levi Strauss & Co.	LEVI US	USA	13.1	11.9	15.7	14.0	3.8	3.3	9.1	8.4	2.4	2.4
Yonghui Superstores	601933 CH	China	114.2	na	na	43.8	11.3	8.9	22.6	15.1	0.1	0.5
Sa Sa International	178 HK	Hong Kong	60.6	34.0	17.7	13.2	2.4	2.4	8.3	7.9	4.8	6.0
Dairy Farm Intl Hldgs	DFI SP	Hong Kong	9.7	9.8	17.5	15.9	13.0	9.9	6.3	6.0	4.0	4.3
President Chain Store	2912 TT	Taiwan	3.9	6.3	19.5	18.3	5.2	4.5	8.6	8.1	4.1	4.4
7-Eleven Malaysia	SEM MK	Malaysia	(41.7)	39.3	71.4	51.3	6.1	5.7	8.7	8.3	0.8	1.0
Berli Jucker *	BJC TB	Thailand	(5.5)	3.9	13.8	13.3	0.5	0.5	8.5	8.3	5.1	5.3
CP All *	CPALL TB	Thailand	13.6	14.6	12.8	11.2	2.6	2.3	8.5	7.7	3.9	4.5
CP Aextra *	CPAXT TB	Thailand	4.9	5.5	15.6	14.8	0.5	0.5	9.9	9.4	4.5	4.7
Central Pattana *	CPN TB	Thailand	15.8	13.4	15.5	13.7	2.5	2.3	11.2	9.7	3.8	4.4
Central Retail Corp. *	CRC TB	Thailand	6.0	8.8	17.8	16.4	2.1	2.0	6.2	5.9	2.8	3.1
Dohome *	DOHOME TB	Thailand	(7.8)	25.4	21.4	17.0	0.9	0.8	13.2	12.5	1.2	1.5
Siam Global House *	GLOBAL TB	Thailand	20.8	10.1	15.6	14.1	1.4	1.3	12.6	11.5	3.2	3.5
Home Product*	HMPRO TB	Thailand	5.8	7.3	13.2	12.3	3.2	3.0	7.9	7.3	6.0	6.5
MC Group *	MC TB	Thailand	6.4	8.6	11.3	10.4	2.4	2.4	5.3	5.1	8.9	9.6
Moshi Moshi Retail*	MOSHI TB	Thailand	25.5	19.1	14.5	12.2	3.9	3.4	7.8	6.6	4.1	4.9
Mr. D.I.Y.Holding (TH)*	MRDIYT TB	Thailand	8.0	19.6	18.1	15.2	4.7	3.9	10.4	8.5	2.2	2.6
<b>Average</b>			<b>14.6</b>	<b>15.8</b>	<b>20.3</b>	<b>20.6</b>	<b>3.6</b>	<b>3.2</b>	<b>9.7</b>	<b>8.9</b>	<b>3.3</b>	<b>3.6</b>

Source: Bloomberg

Note: \* ttb wealth estimates, using ttb wealth normalized EPS

Based on 25 June 2026 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ซีพี แอ็กซ์ตรา จำกัด (มหาชน) ล่าสุด (CPAXT) ประกอบธุรกิจศูนย์จำหน่ายสินค้าแบบซาร์เวจและบริการตนเอง จำหน่ายสินค้าอุปโภคบริโภคให้แก่ลูกค้าที่เป็นสมาชิกบัตรของแม็คโคร รวมถึง ผู้ค้าส่ง, ผู้ค้าปลีก, ธุรกิจขนาดเล็ก ผู้จัดการ และบุคคลทั่วไปที่ถือบัตรสมาชิกของแม็คโคร ณ 3Q25 MAKRO มี 168 สาขา (รวม แม็คโคร ฟูดเซอร์วิส, ฟูดซอป และร้านโพรเซ่นซอป) ในประเทศไทย, 3 ค้าส่งที่กัมพูชา, eco-plus 6 สาขา ในอินเดีย, และ 1 สาขาในพม่า บริษัทเพิ่งขายสาขาในจีนเมื่อ 3Q23 ใน 4Q21 โลตัสในไทย และมาเลเซียกลายเป็นบริษัทย่อยของ CPAXT

Source: ttb wealth

## TTB WEALTH'S SWOT ANALYSIS

## S — Strength

- เป็นผู้ประกอบการค้าส่งเงินสดสินค้าประเภทอาหาร และไม่ใช่อาหารให้แก่ลูกค้าที่เป็นสมาชิกเพียงผู้เดียวในประเทศไทย
- มีจุดแข็งซึ่งเป็นความแตกต่างด้านสินค้าอาหารและอาหารแช่แข็งเกรดสูงที่จับกลุ่มลูกค้าที่เป็นผู้ประกอบการ
- ส่วนแบ่งตลาดของชำที่สูงขึ้นมากภายหลังการเข้าซื้อกิจการของโลตัส

## O — Opportunity

- ขยายฐานลูกค้าผ่านแพลตฟอร์ม omnichannel
- ยังมีโอกาสปรับสัดส่วนผลิตภัณฑ์ที่มีอัตรากำไรสูงมากขึ้นไปอีก เช่นอาหารสด และแฮนด์แบรนต์
- รูปแบบ Hybrid เพิ่มอัตรากำไรประโยชน์จากสินทรัพย์

## CONSENSUS COMPARISON

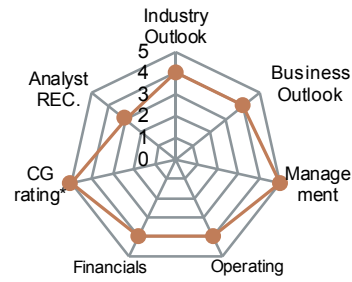
	Consensus	ttb wealth	Diff
Target price (Bt)	16.65	14.00	-16%
Net profit 26F (Bt m)	10,055	9,813	-2%
Net profit 27F (Bt m)	10,766	10,348	-4%
Consensus REC	BUY: 8	HOLD: 14	SELL: 3

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรและราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าประมาณการของตลาด ซึ่งเราเชื่อว่าเป็นผลมาจากการที่เรามุ่งมองที่ระยะยาวมากกว่าเกี่ยวกับกำลังซื้อของกลุ่มลูกค้าหลักที่ CPAXT มุ่งเน้น

Sources: Bloomberg consensus, ttb wealth estimates

## COMPANY RATING



## Rating Scale

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

Source: ttb wealth; \*CG Rating

## W — Weakness

- ไม่เห็นลูกค้าปลีก และ end-users
- เป็นธุรกิจที่ต้องการความมีประสิทธิภาพในการบริหารจัดการสินค้าคงคลังอย่างมาก

## T — Threat

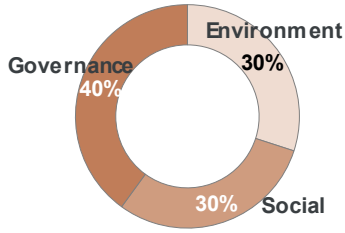
- ความเสี่ยง และความท้าทายในตลาดต่างประเทศ
- คู่แข่งค้าส่งอาหารรายใหม่ – GO Wholesale

## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

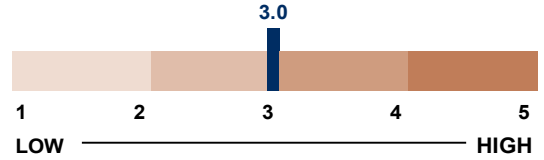
- มี upside risk ต่อประมาณการกำไรของเรา หากเศรษฐกิจในประเทศดีกว่าคาด และการฟื้นตัวของการท่องเที่ยว ซึ่งส่งผลบวกต่อการบริโภคโดยรวม
- Downside risk จากการฉีกกำลังจากการเข้าซื้อโลตัสที่อ่อนแกว่าคาด
- หาก GO Wholesale ของคู่แข่งขยายตัวอย่างรวดเร็ว และประสบความสำเร็จอย่างสูง จะเป็นความเสี่ยงอีกประการ

Source: ttb wealth

**ESG Weighting**



**ESG Rating**



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	ttb wealth ESG Rating (1.0-5.0)	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	CG Rating (0-5)
<b>CPAXT</b>	<b>3.02</b>	<b>AAA</b>	<b>-</b>	<b>3.02</b>	<b>A</b>	<b>-</b>	<b>5.0</b>

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI) MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Thai IOD (CG rating)  
 Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

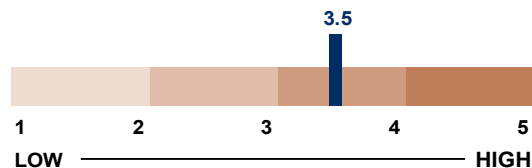


**ESG Summary**

- CPAXT ดำเนินการร้านขายส่งแบบ Cash & Carry จำนวน 168 แห่ง ในประเทศไทย และ 10 สาขาในกัมพูชา อินเดีย และเมียนมาร์ นอกจากนี้ยังเป็นเจ้าของ Lotus's ไฮเปอร์มาร์เก็ต ซูเปอร์มาร์เก็ต และ ร้านค้าขนาดเล็กในประเทศไทยจำนวน 2,599 แห่ง และในมาเลเซีย จำนวน 70 แห่ง ณ สิ้น 1Q26
- เราประเมินคะแนน ESG ของ CPAXT อยู่ในระดับค่อนข้างดีที่ 3.0 โดยบริษัทได้รับคะแนนที่ดีในด้านสิ่งแวดล้อม (E) และด้านสังคม (S) แต่ได้คะแนนต่ำในด้านธรรมาภิบาล (G) ทั้งนี้ คะแนนด้าน G ที่อยู่ในระดับเพียง 2.3 ได้กดดันให้คะแนน ESG โดยรวมของบริษัทลดลง
- CPAXT มีผู้ถือหุ้นใหญ่คือ CPALL ซึ่งถือหุ้นอยู่ 59.9% โดย CPALL เป็นธุรกิจค้าปลีกในเครือของ CP Group ธุรกิจระหว่างบริษัทในเครือที่เกิดขึ้นในอดีตเป็นสาเหตุสำคัญที่ทำให้นักลงทุนกังวลเกี่ยวกับการประเมินด้านธรรมาภิบาล (G) ของ CPAXT โดยธุรกิจที่สำคัญ ได้แก่ การเข้าซื้อกิจการธุรกิจไฮเปอร์มาร์เก็ตโลตัสจากบริษัทในเครือในปี 2021 ซึ่งส่งผลให้ระดับหนี้สินของบริษัทเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ รวมถึงการลงทุนในปี 2024 ในโครงการอสังหาริมทรัพย์เชิงพาณิชย์ Happitat ซึ่งเดิมเป็นทรัพย์สินของบริษัทในเครือซีพี นอกจากนี้ ยังมี ความไม่แน่นอนใหม่จากธุรกิจ ธนาคารเสมือน (Virtual Bank) ของ กลุ่ม ซึ่งมีข้อกำหนดให้ธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับการธนาคารและการเงินทั้งหมด ต้องถูกรวมอยู่ภายใต้ธนาคารดังกล่าว โดย CPAXT มีธุรกิจ Counter Service ซึ่งอาจถูกพิจารณาว่าเป็นธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับธนาคาร
- เราให้คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) ให้กับ CPAXT ที่ 3.5 ซึ่งอยู่ในระดับ ดีมาก เนื่องจาก CPAXT ได้บูรณาการเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืนของ สหประชาชาติ (SDGs) เข้ากับกลยุทธ์ด้านความยั่งยืนปี 2030 โดย ปรับปรุงความสามารถหลักขององค์กรให้สอดคล้องกับ SDGs ทั้ง 17 ข้อ
- เราให้คะแนน S แก่ CPAXT ที่ 3.5 ซึ่งถือว่าดีมากเช่นกัน เนื่องจาก CPAXT มีแนวปฏิบัติที่ดีในด้านสำคัญๆ ได้แก่ บุคลากร ชุมชน ผลิตภัณฑ์ การดำเนินงาน และลูกค้า

We assign a good E score of 3.5 to CPAXT for its strong environmental commitment, with clear targets and approaches to create a green environment across all stakeholders, aiming to achieve an energy-efficient, low-carbon society.

Environment (E) Rating

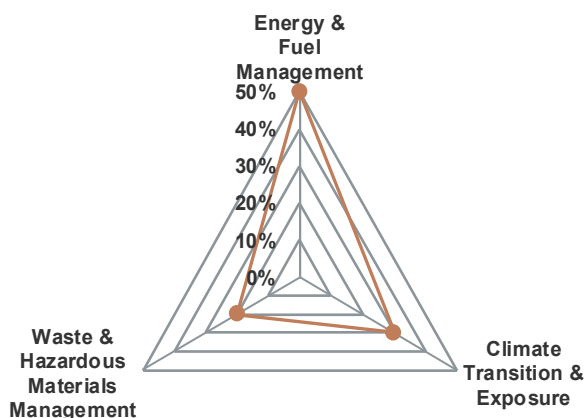


**ENVIRONMENT** **Our Comments**

- Climate Transition & Exposure
- Energy & Fuel Management
- Waste & Hazardous Materials Management

- We assign CPAXT a good 3.5 E score, which is above the sector average of 3.0. The good score is because it assigns importance to reducing its environmental impact with good execution vs. plans.
- **Energy management program:** It has a long-term target to increase its renewable energy utilization ratio to 25% by 2030 (achieved 16% in 2025, above the 10% target) and reduce energy intensity per revenue by 25% by 2050. Greenhouse gas (GHG) intensity (scope 1 & 2) per revenue fell by 17% from the 2020 base year, ahead of the run rate to achieve its 2050 target.
- Key initiatives are installing solar rooftops, solar thermal systems, and transitioning fuel vehicles, forklifts, and trucks to electric and hydrogen energy. These efforts should drive a significant transformation in the logistics systems of the wholesale-retail business towards clean energy throughout the supply chain.
- **Climate resilience:** The targets are to achieve carbon neutrality by 2030 (compared to the 2020 base year), reduce scope 1+2 emissions by 42% and scope 3 emissions by 25% with a goal of net-zero carbon emissions by 2050 (reducing scope 1+2 by 90% and scope 3 by 90%).
- Climate actions include a high-efficiency chillers project, an LED replacement and installation project, changing fixed-speed air conditioners to VRF (Variable Refrigerant Flow), and having an energy-saving building at the head office.
- In June 2022, the Climate Resilience working team was established under the Sustainability Development Committee to enhance the implementation of its climate strategy.
- **Waste management program:** It has committed to zero waste to landfill by 2030 through the 5Rs strategy. **Reduce:** free plastic shopping bags are not provided, 100% of products do not contain deoxy plastic, plastic microbeads, and cap seals for beverage bottle. **Reuse:** reusing materials, i.e., plastic wraps, paper boxes, and palettes at stores and distribution centers. **Refuse:** replacing with recyclable PET plastic trays for sliced meat or fruit. **Recycle:** plastic and materials from operations are collected, segregated, and sent for recycling. **Renewable:** PET plastic bottles from stores and offices are collected and shifted to the recycling and upcycling process to be turned into new materials or goods, i.e., new uniform shirts for employees.
- Investment in innovation for shrinkage management hardware and software, including waste reduction training, is provided to 100% of employees.

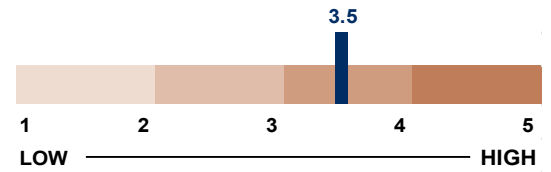
**SCALE WEIGHTING**



Sources: ttb wealth, Company data

We assign CPAXT a good S score of 3.5, reflecting its commitment to human rights and compliance with international standards. CPAXT recognizes the importance of delivering high-quality products that meet food safety standards to promote the health and well-being of society.

Social (S) Rating



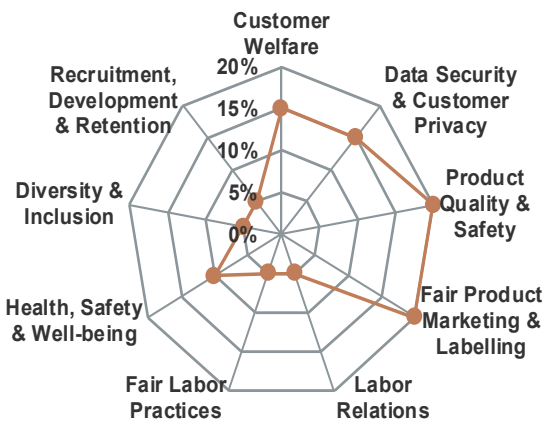
SOCIAL

Our Comments

- Customer Welfare
- Data Security & Customer Privacy
- Diversity & Inclusion
- Fair Labor Practices
- Fair Product Marketing & Labelling
- Health, Safety & Well-being
- Labor Relations
- Product Quality & Safety
- Recruitment, Development & Retention

- We assign a good S score of 3.5 to CPAXT, which is in line the sector average of 3.5 This reflects strong practices on staff, communities, products, operations, and customers.
- CPAXT respects human rights in all the countries where it operates and it adheres to the Universal Declaration of Human Rights (UDHR), the Ten Principles of the United Nations Global Compact (UN Global Compact), the UN Guiding Principles on Business and Human Rights (UNGPs), and the Declaration on Fundamental Principles and Rights at Work of the International Labor Organization (ILO).
- **Labor practice program:** Ensuring adequate wages and income levels that support basic cost of living requirements, preventing excessive working hours, allowing hybrid and flexible working hours, and offering fair compensation for overtime work.
- **Quality and safety products:** This is the key to promoting good health and wellness for consumers of all ages. CPAXT demonstrates transparency in sourcing raw materials and meeting the needs of increasingly health-conscious consumers. Its “i-Trace” system traces and notifies the origin or raw materials and product nutrition information and customers can find the information through the QR code on the packaging. In 2024, 11,000 product items had nutritional facts on i-Trace covering 100% own-brand and fresh food products.
- For health & safety purposes, 52% of B2B/B2C sales helped promote health and well-being in 2024, beating its 47% target. Its long-term target is to reach 70% by 2030.
- CPAXT strives to ensure food safety throughout the supply chain, and it has appointed a committee on food quality and safety.
- **Community benefits:** A core mission is to create benefits for communities in every area where it operates. This is achieved through various activities such as local employment, supporting farmers, and small entrepreneurs.
- **Staff diversity and inclusion:** Employees, workers, suppliers and vendors are treated with fairness, without any discrimination over race, nationality, skin color, ethnicity, religion, social status, gender, age, physical features or disability, political beliefs and marital status. Its “Super 60” project hires elderly citizens at Makro and Lotus’s stores.
- In 2024, it won the HR Asia Best Companies to work for in Asia award and it was the winner of the UN Women’s Empowerment Principles (WEPs) award at both the Asia-Pacific and Thailand levels.

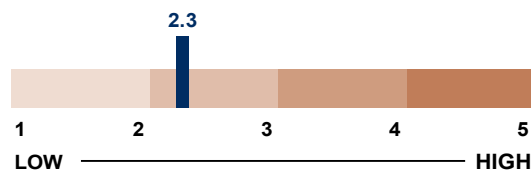
SCALE WEIGHTING



Sources: ttb wealth, Company data

We assign CPAXT a low G score of 2.3, reflecting a board structure that is not ideal, past inter-group company transactions, and an uncertainty regarding its counter service business relating to the group’s virtual banking business.

Governance (G) Rating



GOVERNANCE & SUSTAINABILITY

Our Comments

- Audit committee
- Board Structure
- Business Model and Innovation
- Ethics & Compliance
- Leadership and Governance
- Remuneration
- Risk Committee

- We assign a low G score of 2.3 to CPAXT, below the sector average of 2.9. The low score reflects past inter-group company transactions.
- CPAXT’s board chairman is not independent being a founding family member. Only six out of 18 board members are independent, which is below the best practice ratio of two-thirds. Only two board members are female.
- As for connected transactions, there was the acquisition of Lotus’s business from CP Group of companies in 2021 that required capital raising. Later in 2024, there was the investment in CP Group’s commercial property project, the Happitat at the Forestias mixed-use project.
- A recent uncertainty is the regulatory requirement for the CP Group’s virtual bank to consolidate financial services businesses under the virtual bank entity. How CPAXT’s counter service business will be structured remains unclear.
- CPAXT’s strong area is its business model and innovation. Its Makro cash and carry business has been a dominant player. It has also been highly successful in developing an omni-channel platform in response to changing customer needs for express last-mile delivery. It has developed the E2E Operation Visibility Dashboard, an automated end-to-end delivery management analytics tool. Serving as a centralized data platform, the dashboard enables branches to manage last-mile delivery operations more efficiently by minimizing delays and reducing process errors. It provides real-time insights into delivery statuses and pending orders, enhancing the capability to handle increased order volumes swiftly and accurately.
- The second positive area is that CPAXT has all key committees, i.e., audit, remuneration, and risk management. Besides, it has established a Corporate Governance (CG) & Sustainable Development (SD) committee to oversee the efficiency and effectiveness of sustainability performance throughout the organization.

SCALE WEIGHTING



Sources: ttb wealth, Company data

## INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	508,745	517,802	542,036	552,906	563,984
Cost of sales	425,070	434,537	456,907	466,070	475,408
<b>Gross profit</b>	<b>83,675</b>	<b>83,265</b>	<b>85,129</b>	<b>86,836</b>	<b>88,576</b>
% gross margin	16.4%	16.1%	15.7%	15.7%	15.7%
Selling & administration expenses	68,339	69,381	70,829	71,881	72,754
<b>Operating profit</b>	<b>18,633</b>	<b>16,788</b>	<b>17,149</b>	<b>17,861</b>	<b>18,785</b>
% operating margin	3.7%	3.2%	3.2%	3.2%	3.3%
Depreciation & amortization	13,686	13,733	13,679	13,680	13,464
<b>EBITDA</b>	<b>28,460</b>	<b>26,457</b>	<b>26,961</b>	<b>27,746</b>	<b>28,575</b>
% EBITDA margin	5.6%	5.1%	5.0%	5.0%	5.1%
Non-operating income	3,297	2,905	2,849	2,906	2,964
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(5,735)	(5,398)	(5,089)	(5,027)	(5,063)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>12,898</b>	<b>11,390</b>	<b>12,059</b>	<b>12,834</b>	<b>13,722</b>
Income tax	3,026	2,645	2,955	3,144	3,362
<b>After-tax profit</b>	<b>9,872</b>	<b>8,745</b>	<b>9,105</b>	<b>9,690</b>	<b>10,360</b>
% net margin	1.9%	1.7%	1.7%	1.8%	1.8%
Shares in affiliates' Earnings	673	580	559	512	546
Minority interests	24	31	149	146	137
Extraordinary items	0	0	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>10,569</b>	<b>9,356</b>	<b>9,813</b>	<b>10,348</b>	<b>11,044</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>10,569</b>	<b>9,356</b>	<b>9,813</b>	<b>10,348</b>	<b>11,044</b>
EPS (Bt)	1.01	0.90	0.94	0.99	1.06
Normalized EPS (Bt)	1.01	0.90	0.94	0.99	1.06

*We project moderate 5-7%  
EPS growth in 2026-28F*

## BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	66,923	74,375	64,491	64,985	65,476
Cash & cash equivalent	19,474	14,558	8,000	8,000	8,000
Account receivables	2,625	4,044	2,970	3,030	3,090
Inventories	36,484	46,498	43,813	44,053	44,285
Others	8,339	9,274	9,708	9,903	10,101
Investments & loans	15,020	15,288	15,288	15,288	15,288
Net fixed assets	117,695	124,285	131,073	137,188	142,399
Other assets	346,893	362,723	366,582	362,150	357,721
<b>Total assets</b>	<b>546,531</b>	<b>576,671</b>	<b>577,433</b>	<b>579,612</b>	<b>580,883</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	122,838	131,245	125,784	127,176	127,601
Account payables	58,905	62,981	62,590	63,845	65,124
Bank overdraft & ST loans	9,418	15,935	24,144	23,169	22,106
Current LT debt	22,007	17,478	4,829	4,634	4,421
Others current liabilities	32,507	34,852	34,221	35,528	35,949
<b>Total LT debt</b>	<b>66,732</b>	<b>79,450</b>	<b>91,747</b>	<b>88,041</b>	<b>84,004</b>
Others LT liabilities	58,344	65,589	56,987	58,334	59,799
<b>Total liabilities</b>	<b>247,914</b>	<b>276,284</b>	<b>274,518</b>	<b>273,552</b>	<b>271,404</b>
Minority interest	943	930	781	635	498
Preferred shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	10,428	10,428	10,428	10,428	10,428
Share premium	263,882	263,882	263,882	263,882	263,882
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(12,976)	(12,926)	(12,926)	(12,926)	(12,926)
<b>Retained earnings</b>	<b>36,340</b>	<b>38,074</b>	<b>40,750</b>	<b>44,042</b>	<b>47,599</b>
Shareholders' equity	297,674	299,457	302,134	305,425	308,982
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>546,531</b>	<b>576,671</b>	<b>577,433</b>	<b>579,612</b>	<b>580,883</b>

*Moderate balance sheet in  
our view*

Sources: Company data, ttb wealth estimates

## CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Earnings before tax	12,898	11,390	12,059	12,834	13,722
Tax paid	(2,918)	(3,080)	(2,687)	(3,247)	(3,284)
Depreciation & amortization	9,827	9,669	9,813	9,884	9,789
Chg In working capital	(2,209)	(7,358)	3,369	955	987
Chg In other CA & CL / minorities	1,023	1,517	(1,297)	1,197	159
<b>Cash flow from operations</b>	<b>18,621</b>	<b>12,138</b>	<b>21,257</b>	<b>21,624</b>	<b>21,374</b>
Capex	(11,948)	(16,260)	(16,600)	(16,000)	(15,000)
Right of use	(1,329)	(7,026)	(1,134)	(1,205)	(1,326)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(237)	(268)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(13,513)	(633)	(10,803)	7,513	7,751
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(27,026)</b>	<b>(24,186)</b>	<b>(28,537)</b>	<b>(9,692)</b>	<b>(8,575)</b>
Debt financing	1,972	14,705	7,858	(4,876)	(5,312)
Capital increase	5,138	0	0	0	0
Dividends paid	(6,031)	(7,404)	(7,136)	(7,056)	(7,487)
Warrants & other surplus	(4,920)	(169)	(420)	(271)	(294)
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(3,842)</b>	<b>7,132</b>	<b>302</b>	<b>(12,203)</b>	<b>(13,093)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>(8,405)</b>	<b>(12,048)</b>	<b>(7,280)</b>	<b>11,932</b>	<b>12,799</b>

*Free cash flow should turn positive next year*

## VALUATION

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Normalized PE (x)	14.50	16.4	15.6	14.8	13.9
Normalized PE - at target price (x)	13.81	15.6	14.9	14.1	13.2
PE (x)	14.50	16.38	15.6	14.8	13.9
PE - at target price (x)	13.81	15.60	14.9	14.1	13.2
EV/EBITDA (x)	8.2	9.5	9.9	9.4	9.0
EV/EBITDA - at target price (x)	7.9	9.2	9.6	9.1	8.7
P/BV (x)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
P/BV - at target price (x)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
P/CFO (x)	8.2	12.6	7.2	7.1	7.2
Price/sales (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Dividend yield (%)	4.8	4.8	4.5	4.7	5.0
FCF Yield (%)	(5.5)	(7.9)	(4.7)	7.8	8.3
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	1.01	0.90	0.94	0.99	1.06
EPS	1.01	0.90	0.94	0.99	1.06
DPS	0.71	0.71	0.66	0.69	0.74
BV/share	28.55	28.72	28.97	29.29	29.63
CFO/share	1.79	1.16	2.04	2.07	2.05
FCF/share	(0.81)	(1.16)	(0.70)	1.14	1.23

Sources: Company data, ttb wealth estimates

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	4.6	1.8	4.7	2.0	2.0
Net profit (%)	22.3	(11.5)	4.9	5.5	6.7
EPS (%)	22.3	(11.5)	4.9	5.5	6.7
Normalized profit (%)	22.3	(11.5)	4.9	5.5	6.7
Normalized EPS (%)	22.3	(11.5)	4.9	5.5	6.7
Dividend payout ratio (%)	70.1	79.1	70.0	70.0	70.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	16.4	16.1	15.7	15.7	15.7
Operating margin (%)	3.7	3.2	3.2	3.2	3.3
EBITDA margin (%)	5.6	5.1	5.0	5.0	5.1
Net margin (%)	1.9	1.7	1.7	1.8	1.8
D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
Net D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3
Interest coverage - EBIT (x)	3.2	3.1	3.4	3.6	3.7
Interest coverage - EBITDA (x)	5.0	4.9	5.3	5.5	5.6
ROA - using norm profit (%)	1.9	1.7	1.7	1.8	1.9
ROE - using norm profit (%)	3.6	3.1	3.3	3.4	3.6
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	3.3	2.9	3.0	3.2	3.4
- asset turnover (x)	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0
- operating margin (%)	3.7	3.2	3.2	3.2	3.3
- leverage (x)	1.8	1.9	1.9	1.9	1.9
- interest burden (%)	69.2	67.8	70.3	71.9	73.0
- tax burden (%)	76.5	76.8	75.5	75.5	75.5
WACC (%)	9.2	9.2	9.2	9.2	9.2
ROIC (%)	4.0	3.4	3.3	3.3	3.4
NOPAT (Bt m)	14,262	12,890	12,947	13,485	14,183
invested capital (Bt m)	376,356	397,761	414,854	413,269	411,513

Sources: Company data, ttb wealth estimates

## ESG Information - Third Party Terms

### www.Settrade.com

**SETTRADE: You acknowledge that the use of data, information or service displayed and/or contained in this website may require third party's data, content or software which is subject to the terms of third party provider. By accessing and/or using of such certain data, you acknowledge and agree to comply with and be bound by the applicable third party terms specified below.**

ESG Scores by Third Party data from www.SETTRADE.com

1. MSCI (CCC- AAA)
2. ESG Book (0-100)
3. SET ESG Rating (BBB-AAA)

### SETESG Index (SETESG)

The SETESG Index reflects the price movement of stock of companies that have sustainable business practices which consider environmental, social and governance (ESG) aspect.

SET Index, SET50 Index, SET100 Index and all indices calculated by the Stock Exchange of Thailand ( "SET" ) (collectively called "SET Index Series" ) are the registered trademarks/service marks solely owned by, and proprietary to SET. Any unauthorized use of SET Index Series is strictly prohibited. All information provided is for information purposes only and no warranty is made as to its fitness for purpose, satisfactory quality or otherwise. Every effort has been made to ensure that all information given is accurate, but no responsibility or liability (including in negligence) can be accepted by SET for errors or omissions or for any losses arising from the use of this information.

### SET ESG Index (SET ESG)

Currently, long-term investment guidelines abroad are beginning to focus on investing in companies that have sustainable business practices. which considers environmental, social and governance factors (Environmental, Social and Governance or ESG) of the company in making investment decisions along with analyzing the company's financial data.

Stock Exchange Has prepared the results of evaluating sustainable stocks which are stocks of listed companies (SETESG Rating) as an alternative for investors who want to invest in stocks of listed companies that are outstanding in ESG, including to support listed companies with operations. sustainable business Taking into account all stakeholders in both social and environmental aspects. There is a management process to create sustainability for the organization, such as risk management. Supply chain management and innovation development. Therefore, the SETESG index was created to be an index that reflects the price movement of a group of securities. of companies with sustainable business operations that meet the required size and liquidity criteria

### ESG Book's Disclaimer

Arabesque S-Ray GmbH, also trading as "ESG Book", is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organised under the laws of Germany with registered number HRB 113087 in the commercial register of the local court with its seat and business address at Zeppelinallee 15, 60325 Frankfurt am Main, Germany (hereinafter "ESG Book"). ESG Book, with its UK branch and local subsidiaries, is a provider of sustainability data and advisory services and operates the sustainability data platform ESG Book. ESG Book does not offer any regulated financial services nor products. This document is provided on a confidential basis by ESG Book and is for information purposes only; accordingly, it is not a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in any trading activities nor should it be construed as a recommendation or advice on the merits of investing in any financial product. THIRD PARTY INFORMATION. Certain information contained in this document has been obtained from sources outside ESG Book. While such information is believed to be reliable for the purposes used herein, no representations are made as to the accuracy or completeness thereof and neither ESG Book nor its affiliates take any responsibility for such information. To the extent this document contains any links to third party websites, such links are provided as a convenience and for informational purposes only; they do not constitute an endorsement or an approval by ESG Book of any of the products, services or opinions of the corporations or organization or individual operating such third party websites. ESG Book bears no responsibility for the accuracy, legality or content of the external site or for that of subsequent links. RELIANCE – ESG Book makes no representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the information contained herein, and accepts no liability for any loss, of whatever kind, howsoever arising, in relation thereto, and nothing contained herein should be relied upon. CONFIDENTIALITY. This document contains highly confidential information regarding ESG Book's strategy and organization. Your acceptance of this document constitutes your agreement to keep confidential all the information contained in this document, as well as any information derived by you from the information contained in this document and not disclose any such information to any other person. This document may not be copied, reproduced, in any way used or disclosed or transmitted, in whole or in part, to any other person.

### MSCI ESG Research LLC

"Certain information @2021 MSCI ESG Research LLC. Reproduced by permission"





"Although information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages."

Score range	Description
CCC - B	<b>LAGGARD:</b> A company lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
BB - BBB - A	<b>AVERAGE :</b> A company with a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers
AA - AAA	<b>LEADER:</b> A company leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities

### The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) are a family of best-in-class benchmarks for investors who have recognized that sustainable business practices are critical to generating long-term shareholder value and who wish to reflect their sustainability convictions in their investment portfolios. The family was launched in 1999 as the first global sustainability benchmark and tracks the stock performance of the world's leading companies in terms of economic, environmental and social criteria. Created jointly by S&P Dow Jones Indices and SAM, the DJSI combine the experience of an established index provider with the expertise of a specialist in Sustainable Investing to select the most sustainable companies from across 61 industries. The indices serve as benchmarks for investors who integrate sustainability considerations into their portfolios, and provide an effective engagement platform for investors who wish to encourage companies to improve their corporate sustainability practices.

**CG Report :** by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD), Established in December 1999, the Thai IOD is a membership organization that strives to promote professionalism in directorship. The Thai IOD offers directors certification and professional development courses, provides a variety of seminars, forums and networking events, and conducts research on board governance issues and practices. Membership comprises board members from companies ranging from large publicly listed companies to small private firms.

90-100		Excellent
80-89		Very Good
70-79		Good
60-69		Satisfactory
50-59		Pass
Below		N/A

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาตเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ทำทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by ttb wealth securities public company limited (ttbwealth) which is owned 99.97% by TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) as a resource only for clients of ttbwealth, TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) and its group companies. Copyright © ttb wealth 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 ttb wealth 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.

“บทวิเคราะห์นี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) (“บล.ทีทีบี เบลู”) โดยใช้ข้อมูลจาก แนนโวมูร์กิจ, ประมาณการทางการเงิน, Bloomberg และแหล่งอื่น ๆ บริษัทไม่ได้เป็นผู้ออกตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศ (DRs) จึงไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์”

**คำเตือน:** DRs มีความเสี่ยงจาก อัตราแลกเปลี่ยน และ หลักทรัพย์อ้างอิงในต่างประเทศ ซึ่งอาจทำให้มูลค่าลดลงได้ ผู้ลงทุนต้องศึกษาความเสี่ยงด้วยตนเอง ก่อนตัดสินใจลงทุน นักวิเคราะห์ของ บล. ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) ได้ขึ้นทะเบียนโดย ก.ล.ต. และขอรับรองว่าความเห็นในบทวิเคราะห์นี้เป็น ความเห็นที่เป็นอิสระ มีเหตุผลการรับ และ นักวิเคราะห์ ไม่มีส่วนได้เสีย ในหลักทรัพย์ที่นำเสนอ ณ วันที่จัดทำ

"This analysis was prepared by ttb wealth securities public company limited (“ttb wealth”) using data from business trends, financial forecasts, Bloomberg, and other sources. The Company is not an issuer of rights in foreign securities (DRs), so there is no conflict of interest."

**WARNING:** DRs involve risks from foreign exchange rates and underlying securities, which may result in devaluation. Investors must study the risks themselves before making any investment decision.

ttb wealth analyst registered with the SEC and certifies that the views in this analysis are as follows: Independent opinions are justified and analysts have no interest in the offered securities as of the date of issuance.

### 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:

หมายเหตุ: ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) (ttb wealth) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้นร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ:\* “บริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน)” (ttb wealth) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย “หุ้นกู้ของบริษัท ไออาร์พีซี จำกัด (มหาชน) (IRPC) ครั้งที่ 1/2569” ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ:\* “บริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน)” (ttb wealth) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย “หุ้นกู้ของบริษัท เบิร์ท ซีพีเอฟ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (CPFTH) ครั้งที่ 1/2569” ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ:\* “บริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน)” (ttb wealth) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย “หุ้นกู้ของบริษัท แสมสิริ จำกัด (มหาชน) (MTC) ครั้งที่ 3/2569” ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

## ttb wealth research team

---

### หัวหน้าฝ่าย, Strategy

พิมพ์ผกา นิจการณ, CFA

pimpaka.nic@ttbwealth.co.th

### สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์

nuttapop.Pra@ttbwealth.co.th

### ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

วิสิษฐา สุวรรณอำไพ

rawisara.suw@ttbwealth.co.th

### พลังงาน, ปิโตรเคมี

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ

yupapan.pol@ttbwealth.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

นลินภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA

narinorn.kla@ttbwealth.co.th

### วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์

sittichet.run@ttbwealth.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พัฒนทรัพย์กุล, CFA

adisak.phu@ttbwealth.co.th

### อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, ค้าปลีก

พัทธดนย์ บุณนาค

pattadol.bun@ttbwealth.co.th

### ขนส่ง, รับเหมา

ศกดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์

saksid.pha@ttbwealth.co.th

### ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

โชติ เจริญกิตติวัฒน์, CFA

chod.rea@ttbwealth.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล

thaloengsak.kuc@ttbwealth.co.th

### วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ

pattarawan.wan@ttbwealth.co.th

### ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง

รตา ลิมสุทธีวันภูมิ

rata.lim@ttbwealth.co.th

### Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุณทัย

siriporn.aru@ttbwealth.co.th

### นักวิเคราะห์, แพล

ลาภินี ทิพยมณฑล

lapinee.dib@ttbwealth.co.th

### วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชนันท์ ธรรมบำรุง

witchanan.tam@ttbwealth.co.th

## Data Support Team

---

### มลฤดี เพชรแสงใสกุล

monrudee.pet@ttbwealth.co.th

### เกษมรัตน์ จิตกุล

kasemrat.jit@ttbwealth.co.th

### วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

varathip.run@ttbwealth.co.th

### สุนทร รักษาวัต

sunet.rak@ttbwealth.co.th

### สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี

suksawat.lim@ttbwealth.co.th

### สุจินตนา สภาพร

sujintana.sth@ttbwealth.co.th

## ttb wealth securities public co. ltd.

Research Team

18 Floor, MBK Tower

444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330

Tel: 662 -779-9119

Email:research@ttbwealth.co.th