

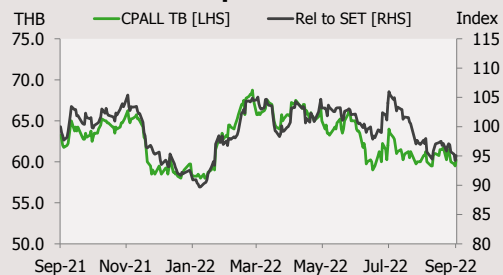
## CPALL TB Outperform

Target Price	Bt	71.70
Price (07/09/2022)	Bt	60.25
Upside	%	19.00
Valuation		DCF
Sector		Commerce
Market Cap	Btm	541,232
30-day avg turnover	Btm	1,513.26
No. of shares on issue	m	8,983
CG Scoring		Excellent
Anti-Corruption Indicator		Certified

### Investment fundamentals

Year end Dec 31	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>Company Financials</b>				
Revenue (Btmn)	565,207	797,405	907,007	973,947
Core profit (Btmn)	8,712	13,811	19,940	23,700
Net profit (Btmn)	12,985	13,811	19,940	23,700
Net EPS (Bt)	1.34	1.44	2.12	2.54
DPS (Bt)	0.48	0.51	0.74	0.88
BVPS (Bt)	11.59	12.84	14.44	16.24
Net EPS growth (%)	-20.59	7.54	47.46	19.74
ROA (%)	1.29	1.88	2.76	3.22
ROE (%)	12.47	11.97	15.37	16.25
Net D/E (x)	0.99	0.95	0.77	0.61
<b>Valuation</b>				
P/E (x)	44.13	41.91	28.42	23.73
P/BV (x)	5.09	4.69	4.17	3.71
EV/EBITDA (x)	21.16	21.76	13.28	11.79
Dividend yield (%)	0.82	0.85	1.23	1.47

### CPALL TB rel SET performance



Source: Bloomberg (All figures in THB unless noted.)

**Disclaimer:** KS or its affiliates is acting or may act as the underwriter, issuer, and/or market maker of the securities mentioned in this document and/or other financial instruments related to the securities mentioned in this document, including but not limit to, bonds, debentures, derivatives warrants, and structured notes. Investors should study the information contained in the prospectus or related document before investing in the shares and other financial instruments.

### Analyst

Tareetip Wongsangpaiboon  
Tareetip.w@kasikornsecurities.com

08 September 2022

Kasikorn Securities Public Company Limited

## อยู่ระหว่างการพัฒนาไปในทางบวก

- ▶ ร่วมมือกับ Flash Express เพื่อเสนอบริการใหม่โดยเป็นจุดการจัดส่งพัสดุ ซึ่งน่าจะได้ประโยชน์จากรายได้ค่าธรรมเนียมและจำนวนผู้เข้าร้านค้า
- ▶ SSSG ไตรมาส 3QTD เป็นบวกมากกว่า 20% จากจำนวนลูกค้าที่เพิ่มขึ้นหลังการกลับมาเปิดเศรษฐกิจอีกครั้ง การท่องเที่ยว และฐานที่ต่ำเมื่อปีที่แล้ว
- ▶ การเปิดตัวผลิตภัณฑ์ใหม่และการปรับราคาขาย รวมทั้ง All Café และ อาหารแช่เย็น คาดจะหนุนการขยายตัวของอัตรากำไรในไตรมาส 4/65 คงคำแนะนำ "ซื้อ"

### Investment Highlights

- ▶ ร่วมมือกับ Flash Express จากข้อมูลของเว็บไซต์ของ brandinside.asia ทาง CPALL ได้ทำข้อตกลงกับ แฟลช เอ็กซ์เพรส (Flash Express) บริษัทจัดส่งพัสดุในประเทศ เพื่อเป็นพันธมิตรทางธุรกิจ ในระยะแรก ร้านเซเว่นอีเลฟเว่น (7-eleven) จำนวน 5,000 แห่ง ในกรุงเทพฯ และปริมณฑล จะเริ่มให้บริการเป็นจุดจัดส่งพัสดุสำหรับ Flash Express และมีแผนที่จะขยายไปถึง 10,000 สาขา ภายในไตรมาส 1/2566 ซึ่งน่าจะส่งผลดีต่อรายได้ค่าบริการและจำนวนลูกค้าเข้าร้าน 7-eleven อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าผลประโยชน์ด้านการเงินจะยังอยู่ในระดับต่ำในช่วงแรก ขณะเดียวกัน ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้นก็น่าจะอยู่ในระดับจำกัดด้วยเช่นกัน
- ▶ แนวโน้ม SSSG ไตรมาส 3/2565 แข็งแกร่ง CPALL รายงานอัตราเติบโตเฉลี่ยของยอดขายสาขาเดิม (SSSG) แข็งแกร่งที่แข็งแกร่งในไตรมาส 3QTD ที่ >20% จากฐานที่ต่ำเมื่อปีที่แล้วจากเศรษฐกิจช่วงเวลากลางคืน แม้ปริมาณพื้นที่ตกลงมาอย่างหนักจะทำให้จำนวนลูกค้าเข้าร้านน้อยลง แต่เศรษฐกิจก็กลับมาเปิดอีกครั้งและการฟื้นตัวของนักท่องเที่ยวได้ช่วยทำให้จำนวนลูกค้าที่เดินเข้าร้านเฉลี่ยคงอยู่ที่ในระดับมากกว่า 900 ราย/ร้าน/วัน ซึ่งสอดคล้องกับไตรมาส 2/2565 หากเทียบกับช่วงก่อนเกิดโควิด-19 เราคาดว่า จำนวนลูกค้า/ร้านค้า/วัน ในไตรมาส 3/2565 จะลดลง 20% จากจำนวนลูกค้าที่ 1,122 ราย/ร้าน/วัน ในไตรมาส 3/2562 แต่จะถูกหักล้างโดยมูลค่าการใช้จ่ายต่อใบเสร็จที่เพิ่มขึ้น 19% เป็น 83-84 บาท เทียบกับ 70 บาท/ใบเสร็จในไตรมาส 3/2562
- ▶ คาดอัตรากำไรขั้นต้นทรงตัวในไตรมาส 3/2565 การเปิดตัวผลิตภัณฑ์ใหม่ล่าสุด โดยเฉพาะสินค้าพร้อมรับประทาน (RTE) และการปรับขึ้นราคา น่าจะช่วยรักษาอัตรากำไรของสินค้าได้ในเชิง QoQ ขณะที่การปรับขึ้นราคา 5 บาทต่อแก้ว สำหรับเมนูร้าน All Café จะมีผลในวันที่ 24 ก.ย. 2565 ซึ่งน่าจะช่วยหนุนอัตรากำไรขั้นต้นในไตรมาส 4/2565 ขณะที่สัดส่วนยอดขายจากการขายกาแฟสดและเครื่องดื่มตามสั่งนั้นอยู่ที่ประมาณ 2-3% ของยอดขายจากธุรกิจร้านสะดวกซื้อ (CVS) เราจึงคาดว่าจะมี upside risk ต่อประมาณการอัตรากำไรขั้นต้นไตรมาส 4/2565 ของเราที่ประมาณ 10-20bps
- ▶ หนึ่งในปีในกัมพูชา เมื่อเร็ว ๆ นี้ (วันที่ 2 ก.ย.) บริษัท ซีพี ออลล์ (กัมพูชา) จำกัด ซึ่งเป็นบริษัทลูกของ CPALL ได้ทดลองเปิดดำเนินการร้าน 7-Eleven ในกัมพูชาเป็นเวลา 1 ปี โดยมีสาขามากกว่า 20 แห่ง ใน 7 จังหวัด เช่น พนมเปญ ก่าปงจาม บันทายมีชัย เสียมราฐ ก่าปงสปีอ ก่าปงฉั่น และพระสีหนุ ซึ่งเป็นจังหวัดล่าสุดที่เพิ่งเปิดร้าน 7-Eleven เมื่อเดือน ส.ค. ที่ผ่านมา และได้รับการตอบรับเป็นอย่างดี แต่ก็ยังมีจำนวนร้านค้าและยอดขายที่ยังน้อยอยู่ ขณะที่ CPALL จะยังคงขยายเครือข่ายร้านค้าในกัมพูชาต่อไป
- ▶ คงประมาณการกำไรปี 2565 ก่าไรในครึ่งปีแรกคิดเป็น 47% ของประมาณการกำไรปี 2565 ของเรา ดังนั้น เราจึงคาดว่ากำไรในครึ่งปีหลังจะปรับตัวดีขึ้น HoH จากยอดขายที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง และ operating leverage ที่ดีขึ้น เราคงประมาณการกำไรปี 2565 ไว้ที่ 1.38 หมื่นลบ. เพิ่มขึ้น 6.4% YoY และคาดว่ากำไรปี 2566-67 จะเติบโต 44.4% และ 18.9% จากการดำเนินงานของทุกกลุ่มธุรกิจที่ปรับตัวขึ้น ทั้ง CVS, Cash&Carry (แม็คโคร) และไฮเปอร์มาร์เก็ต (Lotus's)

### Valuation and Recommendation

- ▶ คงคำแนะนำ "ซื้อ" CPALL เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" CPALL ด้วยราคาเป้าหมายที่ 71.7 บาท มูลค่าหุ้นของเราอิงตามวิธีคิดลดเงินสด (DCF) ด้วยอัตราคิดลดที่ 6.5% ราคาเป้าหมายใหม่ของเราอิงตาม EPS ปี 2566 ที่ 33.8 เท่า

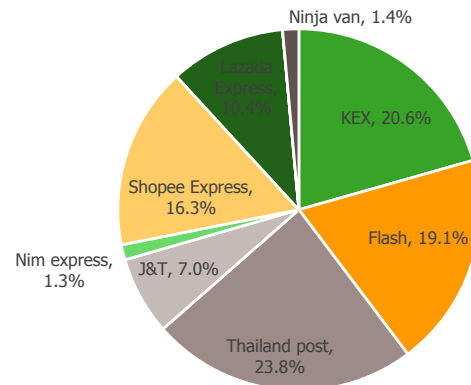


**Fig 1 Collaboration with Flash Express**



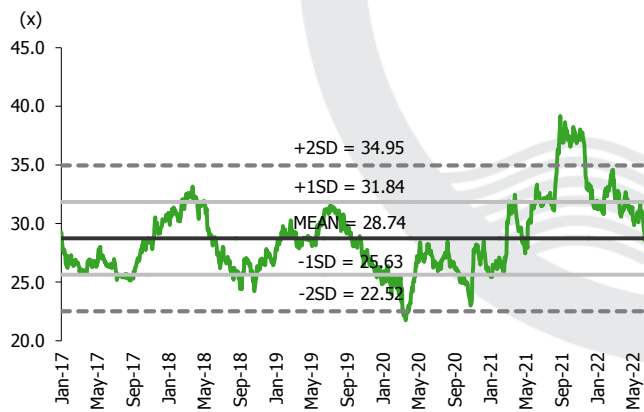
Source: Bloomberg and KS Research

**Fig 2 Market share of parcel delivery business in 2021**



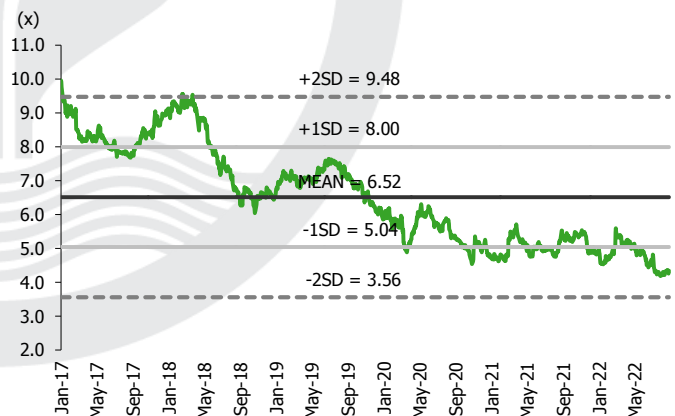
Source: DBD and KS Research

**Fig 3 12M forward PER**



Source: Bloomberg and KS Research

**Fig 4 12M forward PBV**



Source: Bloomberg and KS Research



CPALL : Year-end 31 Dec

Income Statement (Btmn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Revenue	525,884	565,207	797,405	907,007	973,947
Cost of sales and services	-410,880	-444,838	-617,790	-697,012	-749,573
<b>Gross Profit</b>	115,004	120,369	179,615	209,995	224,374
SG&A	-107,858	-116,867	-168,340	-190,210	-200,784
Other income	20,706	21,945	24,509	24,717	25,825
<b>EBIT</b>	27,788	25,220	36,684	45,402	50,316
<b>EBITDA</b>	47,364	47,633	47,188	74,595	81,393
Interest expense	-8,526	-12,643	-15,013	-14,087	-13,414
Equity earnings	-63	-226	900	900	900
<b>EBT</b>	19,262	12,577	21,671	31,314	36,902
Income tax	-2,759	-525	-4,154	-5,883	-7,000
<b>NPAT</b>	16,503	12,052	17,517	25,432	29,901
Minority Interest	-400	933	-3,705	-5,491	-6,201
<b>Core profit</b>	16,328	8,712	13,811	19,940	23,700
Extraordinary items	0	-3,867	0	0	0
FX gain (loss)	226	-407	0	0	0
<b>Reported net profit</b>	16,102	12,985	13,811	19,940	23,700
Balance Sheet (Btmn)					
Cash & equivalents	40,589	92,348	71,766	57,413	58,413
Accounts receivable	1,650	3,341	4,713	5,361	5,756
Inventories	31,749	50,535	51,831	54,420	58,437
<b>Total current assets</b>	81,404	165,773	149,416	141,200	148,384
Investment in subs & others	85,586	14,015	14,015	14,015	14,015
Fixed assets-net	120,531	257,022	260,208	262,867	264,999
<b>Total assets</b>	523,354	931,893	932,690	922,969	927,412
Short-term debt	28,282	72,000	71,567	71,567	71,567
Accounts payable	80,178	116,806	113,605	127,854	136,556
<b>Total current liabilities</b>	123,383	214,888	212,867	232,288	244,150
Long-term debt	221,503	314,254	300,333	244,900	209,271
<b>Total liabilities</b>	411,863	639,085	624,972	595,339	577,451
Paid-up capital	8,983	8,983	8,983	8,983	8,983
Share premium	1,684	1,684	1,684	1,684	1,684
Retained earnings	68,358	72,342	83,547	97,968	114,098
Minority interests	14,836	188,673	192,379	197,870	204,071
<b>Total shareholders' equity</b>	111,595	292,807	307,717	327,630	349,961
<b>Total equity &amp; liabilities</b>	523,458	931,893	932,690	922,969	927,412
Key Assumptions					
No. of total store (stores)	12,432	13,134	13,859	14,584	15,184
Same-store-sales growth (%)	-14.5	-6.7	10.0	5.0	2.0
Gross margin - CVS (%)	27.8	27.4	28.1	28.4	28.4
SG&A to sales (%)	20.5	20.7	21.1	21.0	20.6

Cashflow (Btmn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Net profit	16,503	12,052	17,517	25,432	29,901
Depreciation & amortization	19,895	23,595	11,778	30,409	32,267
Change in working capital	-9,728	-4,633	-4,643	14,854	6,352
Others	12,478	15,303	-4,605	-6,391	-7,101
<b>CF from operation activities</b>	39,148	46,319	20,046	64,303	61,420
Capital expenditure	-16,233	-15,207	-26,540	-26,350	-27,153
Investment in subs and affiliates	-80,936	652	900	900	900
Others	-235	12,458	-1,219	2,595	3,216
<b>CF from investing activities</b>	-97,405	-2,097	-26,859	-22,855	-23,038
Cash dividend	-11,548	-8,417	-4,347	-4,623	-6,675
Net proceeds from debt	80,507	15,927	-15,313	-56,219	-36,458
Capital raising	0	0	0	0	0
Others	0	0	3,705	5,491	6,201
<b>CF from financing activities</b>	68,959	7,510	-15,955	-55,351	-36,932
<b>Net change in cash</b>	10,703	51,732	-22,767	-13,903	1,450
Key Statistics & Ratios					
Per share (Bt)					
Reported EPS	1.68	1.34	1.44	2.12	2.54
Core EPS	1.71	0.86	1.44	2.12	2.54
DPS	0.60	0.48	0.51	0.74	0.88
BV	10.77	11.59	12.84	14.44	16.24
EV	83.19	112.19	114.32	110.26	106.81
Free Cash Flow	2.55	3.46	-0.72	4.22	3.81
Valuation analysis					
Reported P/E (x)	34.60	44.13	41.91	28.42	23.73
Core P/E (x)	34.09	68.51	41.91	28.42	23.73
P/BV (x)	5.41	5.09	4.69	4.17	3.71
EV/EBITDA (x)	15.78	21.16	21.76	13.28	11.79
Price/Cash flow (x)	13.37	11.44	27.00	8.42	8.81
Dividend yield (%)	1.03	0.82	0.85	1.23	1.47
Profitability ratios					
Gross margin (%)	21.87	21.30	22.52	23.15	23.04
EBITDA margin (%)	9.01	8.43	5.92	8.22	8.36
EBIT margin (%)	5.28	4.46	4.60	5.01	5.17
Net profit margin (%)	3.14	2.13	2.20	2.80	3.07
ROA (%)	3.15	1.29	1.88	2.76	3.22
ROE (%)	16.64	12.47	11.97	15.37	16.25
Liquidity ratios					
Current ratio (x)	0.66	0.77	0.70	0.61	0.61
Quick ratio (x)	0.34	0.47	0.39	0.30	0.30
Leverage Ratios					
D/E ratio (x)	3.69	2.18	2.03	1.82	1.65
Net debt/EBITDA (x)	4.42	6.07	6.22	3.37	2.63
Net debt/equity (x)	1.87	0.99	0.95	0.77	0.61
Int. coverage ratio (x)	3.26	1.99	2.44	3.22	3.75
Growth					
Revenue (%)	-4.54	7.48	41.08	13.74	7.38
EBITDA (%)	6.90	0.57	-0.93	58.08	9.11
Reported net profit (%)	-27.93	-19.36	6.36	44.38	18.86
Reported EPS (%)	-29.13	-20.59	7.54	47.46	19.74
Core profit (%)	-28.65	-46.65	58.54	44.38	18.86
Core EPS (%)	-29.86	-49.60	66.94	47.46	19.74

Source: Company, KS estimates



## Analyst Certification

The views expressed in this research report accurately reflect the personal views of the analyst(s) about the subject security(ies) and subject company(ies); and no part of the compensation of the research analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.

## Investment Ratings

Outperform: Expected total return of 10% or more within a 12-month period

Neutral: Expected total return between -10% and 10% within a 12-month period

Underperform: Expected total return of -10% or worse within a 12-month period

## General Disclaimer

This document is prepared by Kasikorn Securities Public Company Limited ("KS"). This document has been prepared for individual clients of KS only and must not, either in whole or in part, be copied, photocopied or duplicated in any form or by any means or distributed to any other person. If you are not the intended recipient you must not use or disclose the information in this research in any way. If you received it in error, please immediately notify KS by return e-mail and delete the document. We do not guarantee the integrity of any e-mails or attached files and are not responsible for any changes made to them by any other person.

This document, including information, data, statements, forecasts, analysis and projections contained herein, including any expression of opinion, is based on public available information or information obtained from sources believed to be reliable, but KS does not make any representation or warranty on, assumes no responsibilities for nor guarantees the accuracy, completeness, correctness or timeliness of such information. KS accepts no obligation to correct or update the information or opinions in it. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration and they were based upon such information or sources then, and in our opinion are fair and reasonable in the circumstances prevailing at the time. The information or expressions of opinion contained herein are subject to change without notice.

Nothing in this document shall be construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities or products, or to engage in or refrain from engaging in any transaction. In preparing this document, KS did not take into account your specific investment objectives, financial situation or particular needs. This document is for your information only and is not to be taken in substitution for the exercise of your judgment. KS salespeople, traders and other professionals may provide oral or written market commentary or trading strategies to our clients that reflect opinions which are contrary to the opinions expressed in this document. Before making an investment decision on the basis of this document, you should obtain independent financial, legal or other advice and consider the appropriateness of investment in light of your particular investment needs, objectives and financial circumstances. There are risks involved in the investment in securities. KS accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, consequential or other loss (including claim for loss of profit) arising from any use of or reliance upon this document and/or further communication given in relation to this document.

Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments herein constitute a judgment as of the date of this document, and there can be no assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments. Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described in this document were based upon a number of estimates and assumptions and are inherently subject to significant uncertainties or contingencies. It can be expected that one or more of the estimates on which the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments were based will not materialize or will vary significantly from actual results. Therefore, the inclusion of the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described herein is not to be relied upon as a representation and/or warranty by KS (i) that such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments or their underlying assumptions will be achieved, or (ii) that there is an assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments stated therein.

KS along with its affiliates and/or persons associated with it may from time to time have interests in the securities mentioned in this document. KS and its associates, their directors and/or employees may have positions in, and may effect transactions in securities mentioned herein and may also perform or seek to perform broking, investment banking, advisory and other securities services for companies mentioned in this document.

## 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 companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market of Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor at <http://www.thai-iod.com/en/publications-detail.asp?id=170>. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information.

The survey result is as of the data appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. KS does not confirm nor certify the accuracy of such survey result.

## Structured Notes and Derivative Warrants Disclaimer

KS may be the issuer of structured notes on these securities.

KS acts as market maker and issuer of Derivative Warrants ("DWs") on the underlying stocks listed below. Investors should carefully read the details of the DWs in the prospectus before making any investment decisions.

DWs Underlying Stocks: ADVANC, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BDMS, BEM, BGRIM, BH, CBG, CHG, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KTC, MINT, MTC, OSP, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPRC, STA, STEC, STGT, TIDLOR, TISCO, TOP, TRUE, TTB, TU, VGI, WHA.