

9 December 2025

Sector: Commerce

Bloomberg ticker	CPALL TB
Recommendation	BUY (maintained)
Current price	Bt43.25
Target price	Bt55.00
Upside/Downside	+27%
EPS revision	No change

Bloomberg target price	Bt66.13
Bloomberg consensus	Buy 20 / Hold 0 / Sell 0

Stock data	
Stock price 1-year high/low	Bt63.50 / Bt41.50
Market cap. (Bt mn)	388,519
Shares outstanding (mn)	8,983
Avg. daily turnover (Bt mn)	1,675
Free float	63.94%
CG rating	Excellent
SET ESG rating	AAA

Financial & valuation highlights				
FY: Dec (Bt mn)	2023A	2024A	2025E	2026E
Revenue	895,281	958,998	979,802	1,036,321
EBITDA	77,704	86,555	88,935	95,364
Net profit	18,482	25,346	27,906	33,152
EPS (Bt)	2.06	2.82	3.11	3.69
Growth	39%	37%	10%	19%
Core EPS (Bt)	2.02	2.81	3.11	3.69
Growth	37%	39%	10%	19%
DPS (Bt)	0.75	1.00	1.10	1.31
Div. yield	1.7%	2.3%	2.5%	3.0%
PER (x)	21.0	15.3	13.9	11.7
Core PER (x)	21.4	15.4	13.9	11.7
EV/EBITDA (x)	11.8	10.6	10.3	9.7
PBV (x)	3.5	3.1	2.7	2.3

Bloomberg consensus				
Net profit	18,482	25,346	28,139	30,715
EPS (Bt)	2.06	2.82	3.12	3.41
(Bt)				



Source: Aspen

Price performance	1M	3M	6M	12M
Absolute	-3.9%	-10.4%	-9.0%	-31.4%
Relative to SET	-0.7%	-10.0%	-19.9%	-18.2%

Major shareholders		Holding
1. CP Merchandising Co., Ltd.		30.78%
2. Thai NVDR Co., Ltd.		12.95%
3. Social Security Office		3.15%

Analyst: Amnart Ngosawang (Reg. No. 029734)

Assistant Analyst: Phakorn Sirisathaworn

CP All

กำไร 4Q25E-2026E โตต่อเนื่องจากสินค้า High Margin และขยายสาขา

เรากลับมาจัดทำบทวิเคราะห์ CPALL ด้วยคำแนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมาย 55.00 บาท ถึง PER ปี 2026E ที่ 15x (-1.4SD below 5-yr average PER) เรามีมุมมองเป็นบวกต่อการฟื้นตัวของ organic growth โดยรายได้และกำไรจะสามารถเติบโตได้จากปัจจัย ดังนี้

- 1) ธุรกิจ CVS ค่ายยอชขายและกำไร 2026E โตจากแผนการขยาย 700 สาขาใน 2026E และ GPM ปรับตัวดีขึ้นจากการผลักดันสินค้า Ready-to-eat (RTE) ซึ่งจะชดเชย SSSG ที่ปรับตัวลง
- 2) เราประเมินกำไร CPAXT ปี 2026E จะปรับตัวดีขึ้นจาก Lucky Frozen และมาตรการภาครัฐ
- 3) คาดกำไร 4Q25E จะทรงตัว YoY แต่เติบโต QoQ จากแรงหนุนปัจจัยฤดูกาล

เราประมาณการกำไร 2025E/26E อยู่ที่ 2.8/3.3 หมื่นล้านบาท โต +10%/+19% YoY จากกำไร 2024 ที่ 2.5 หมื่นล้านบาท (+37% YoY) สำหรับภาพรวม 4Q25E เรามองว่าเติบโตได้จากปัจจัยฤดูกาลที่เป็น high season ของกลุ่มและหนุนให้กำไร 2025E ยังเติบโตได้ดี YoY และปี 2026E ยังโตได้จากการตั้งเป้าหมาย 700 สาขา ประกอบกับการเติบโตของสินค้า RTE, RTD จะหนุนให้ GPM ปรับตัวดีขึ้น ประกอบกับการเติบโตของกำไรจาก CPAXT จากหลายปัจจัย เช่น รับรู้กำไรเต็มปีจาก Lucky Frozen และมาตรการภาครัฐ

เราแนะนำ "ซื้อ" CPALL จาก valuation ที่น่าสนใจ ซึ่งปัจจุบันเทรด 2026E PER เพียง 12x (-1.5SD below 5-yr average PER) เมื่อเทียบกับผลการดำเนินงานที่ยังขยายตัวได้ในปี 2026E

KEY HIGHLIGHTS

□ ยอดขายและกำไรยังเติบโตได้ดีจากการขยายสาขาและเพิ่มสัดส่วนสินค้า high margin แม้เราประเมินปี 2025E/26E จะมี SSSG ชั่วคราวลงเป็น +1.3%/+1.0% ลดลงจากปี 2024 ที่ +3.8% แต่รายได้รวมจะยังเติบโตจากกลยุทธ์การขยายสาขาต่อเนื่อง ซึ่งเราประเมินว่าภายในสิ้นปี 2025E จะมีสาขาทั้งหมด 15,950 สาขา เพิ่มขึ้น 705 สาขา และตั้งเป้าปี 2026E จะขยายอีก 700 สาขา ซึ่งจะสามารถเพิ่มรายได้รวม 1.8 หมื่นล้านบาท และจะมีรายได้รวมที่ 1.03 ล้านล้านบาท +6% YoY นอกจากนี้ GPM ของธุรกิจ CVS ในปี 2025E/26E จะปรับตัวดีขึ้นเป็น 29.5%/29.6% จากปี 2024 ที่ 29.0% เป็นผลจาก revenue mix ที่ปรับตัวขึ้นหลังยอดขายหมวดสินค้าพร้อมทาน (RTE) ปรับตัวสูงขึ้น เช่น ผลไม้ตัดแต่ง ของหวาน อาหารทานเล่น และเครื่องดื่มที่ไม่มีแอลกอฮอล์ ซึ่งสินค้า RTE ถือเป็นสินค้า high margin และทั้ง 2 ปัจจัยจะเป็นแรงหนุนสำคัญในการชดเชยแรงกดดันจาก SSSG และสามารถผลักดันให้กำไรเติบโต

□ CPAXT ปรับตัวดีขึ้น รับแรงหนุนจาก Lucky Frozen และมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ โครงการ "คนละครึ่งพลัส" และ "เที่ยวดีมีคืน" มุ่งเน้นผู้บริโภคโดยตรง แต่ CPAXT ได้รับประโยชน์ทางอ้อมจากการที่กำลังซื้อหมุนเวียนสู่กลุ่มลูกค้า HoReCa และ food retailers มากขึ้น โดยกลุ่มลูกค้าเหล่านี้ถือเป็นฐานรายได้หลักของธุรกิจค้าส่ง (Makro) อีกทั้งการเข้าซื้อกิจการ Lucky Frozen ยังช่วยเสริมศักยภาพการทำกำไรของบริษัท โดยคาดว่าจะสามารถสร้างกำไรให้ CPAXT ได้ราว 110 ล้านบาทในไตรมาส 4Q25E และมีแนวโน้มสร้างกำไร ประมาณ 400-500 ล้านบาทในปี 2026E

□ คาดกำไร 4Q25E ได้แรงหนุนจากปัจจัยฤดูกาล เข้าสู่ช่วง high season ซึ่งจะเป็ปัจจัยหนุนหลักสำหรับ CPALL และ CPAXT ซึ่งจะทำให้กำไร 4Q25E เติบโต QoQ ซึ่งจะเป็อีกปัจจัยสำคัญที่ทำให้ 2025E เติบโต YoY

Implication

เราประมาณการกำไร 2025E/26E อยู่ที่ 2.8/3.3 หมื่นล้านบาท โต +10%/+19% YoY จากกำไร 2024 ที่ 2.5 หมื่นล้านบาท (+37% YoY) โดยกำไร 9M25 คิดเป็น 75% ของกำไรทั้งปี แม้ว่า SSSG ยังอยู่ในเทรนด์ขาหล่ง แต่กำไรจะได้รับแรงหนุนจากยอดขายสินค้า RTE ที่เพิ่มขึ้น ซึ่งเป็นสินค้า high margin, การเข้าสู่ช่วง high season ในไตรมาสสุดท้าย รวมถึงผลบวกจากการขยายสาขาที่ต่อเนื่อง รวมถึงกำไรยังได้แรงเสริมจาก CPAXT ที่มีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้น สำหรับ 4Q25E เป็จุดต้นเรามองว่ากำไรจะทรงตัว YoY แต่เติบโต QoQ โดยเราประเมินกำไรที่ 7 พันล้านบาท

Valuation/Catalyst/Risk

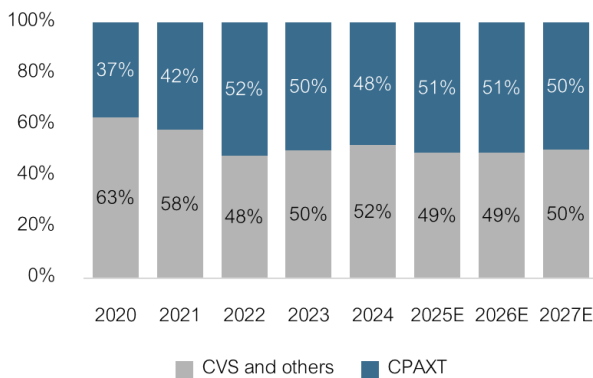
เราแนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมาย 55.00 บาท ถึง PER ปี 2026E ที่ 15x (-1.4SD below 5-yr average PER) โดย valuation ปัจจุบันน่าสนใจเทรดที่ 2026E PER ราว 12x คิดเป็นราว -1.5SD โดยมีปัจจัยหนุนอยู่กับการเติบโตของทั้งธุรกิจ CVS และ CPAXT ขณะที่ความเสี่ยงหลักยังคงเป็นภาวะเศรษฐกิจในประเทศที่อาจชะลอตัว

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

KEY HIGHLIGHTS

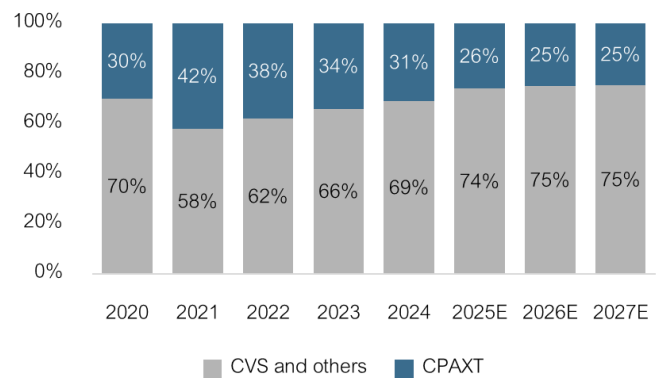
- **แนวโน้มรายได้ 2026E เติบโตดีจากแผนขยายสาขาเชิงรุก ขดเซย SSSG ที่ปรับตัวลง**
รายได้และกำไรหลักของกลุ่มยังคงมาจากธุรกิจ CVS และรายได้อื่น ๆ ซึ่งคิดเป็นประมาณ 48% ของรายได้รวม และ 69% ของ EBT ในปี 2024 ขณะที่อีกส่วนมาจากธุรกิจ CPAXT โดยเราคาดว่าในช่วงปี 2026E-27E สัดส่วนรายได้ของ CPAXT จะเพิ่มขึ้นตามการฟื้นตัวของ organic growth และ inorganic growth จากการเข้าซื้อแบรนด์ Lucky Frozen อย่างไรก็ตาม สัดส่วนกำไร (EBT contribution) ของ CVS มีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นมากกว่า เป็นผลจาก
1) แม้ว่า SSSG ของ CVS จะอยู่ในทิศทางชะลอตัวลง และยังติดลบที่ -0.5% ใน 3Q25 จากการลดลงของค่าใช้จ่ายเฉลี่ยต่อปี และ foot traffic ที่อ่อนตัวตามภาวะเศรษฐกิจ แต่เรายังคงมองว่า รายได้ปี 2026E จะเติบโตได้ดี โดยมีแรงหนุนจากแผนขยายสาขาอย่างต่อเนื่อง ซึ่งในปี 2026E บริษัทมีแผนเปิดสาขาใหม่มากถึง 700 สาขา ซึ่งคาดว่าจะช่วยเพิ่มรายได้ประมาณ 1.8 หมื่นล้านบาท
2) นอกจากรายได้ที่เพิ่มขึ้นจากการขยายสาขาแล้ว เรายังคาดว่า GPM จะปรับตัวดีขึ้นจาก 29.5% ใน 2025E เป็น 29.6% ใน 2026E (ปี 2024 อยู่ที่ 29.0%) จากการเปลี่ยนแปลงของ product mix โดยเฉพาะการผลักดันสินค้า ready-to-eat เช่น ผลไม้ตัดแต่ง ของหวาน อาหารทานเล่น และเครื่องดื่มไม่มีแอลกอฮอล์ ซึ่งเป็นสินค้าที่ให้มีมาร์จิ้นสูงกว่า การเพิ่มสัดส่วนสินค้ากลุ่มนี้ควบคู่กับรายได้ที่เติบโต จะส่งผลให้ กำไรปี 2026E ปรับตัวดีขึ้น และจะช่วยขดเซยผลกระทบจาก SSSG ที่ยังอ่อนตัวอยู่ โดยใน Figure 3 และ 4 เราจะเห็นว่า GPM สามารถเติบโตได้ดี แม้ว่า SSSG จะอยู่ในเทรนด์ขาลงก็ตาม

Fig 1: Revenue breakdown by BU



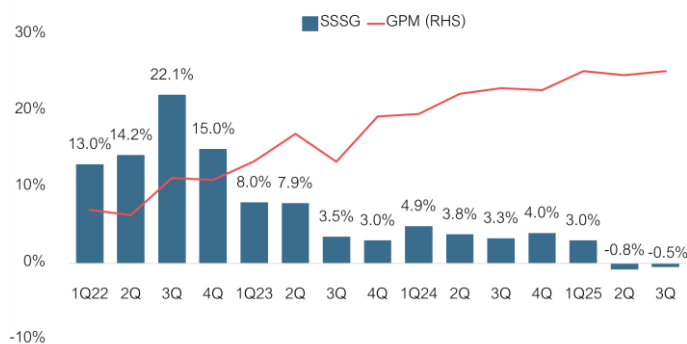
Source: Company, DAOL

Fig 2: EBT breakdown by BU



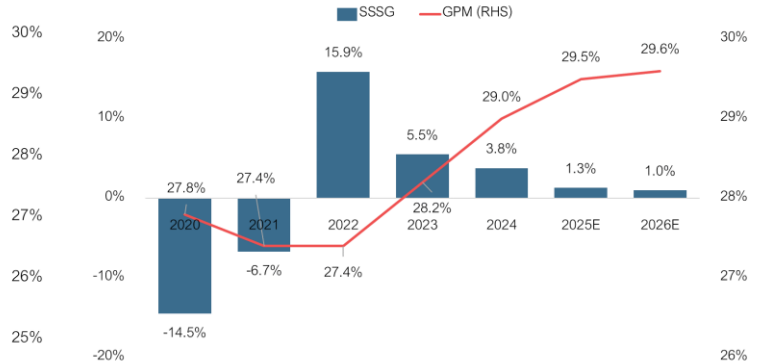
Source: Company, DAOL

Fig 3: SSSG (%) vs. GPM (%) - Quarterly



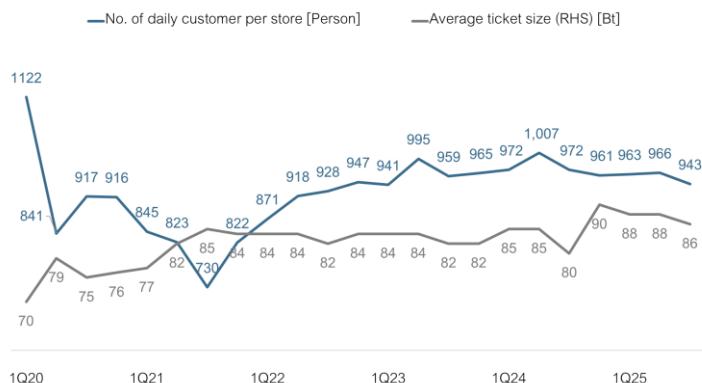
Source: Company, DAOL

Fig 4: SSSG (%) vs. GPM (%) - Annually



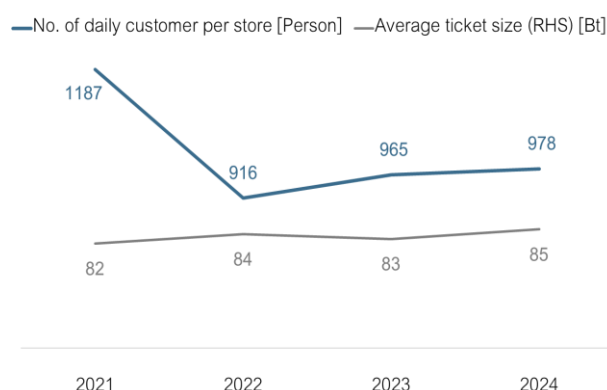
Source: Company, DAOL

Fig 5: Foot traffic vs. Ticket size - Quarterly



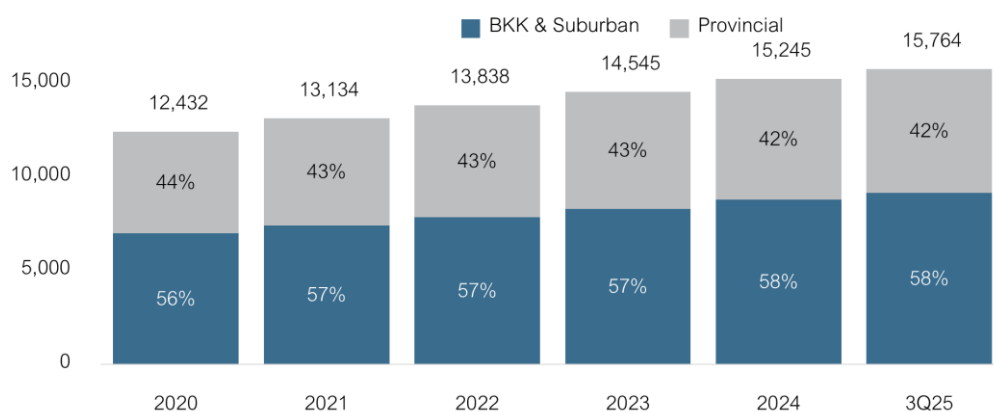
Source: Company, DAOL

Fig 6: : Foot traffic vs. Ticket size - Annually



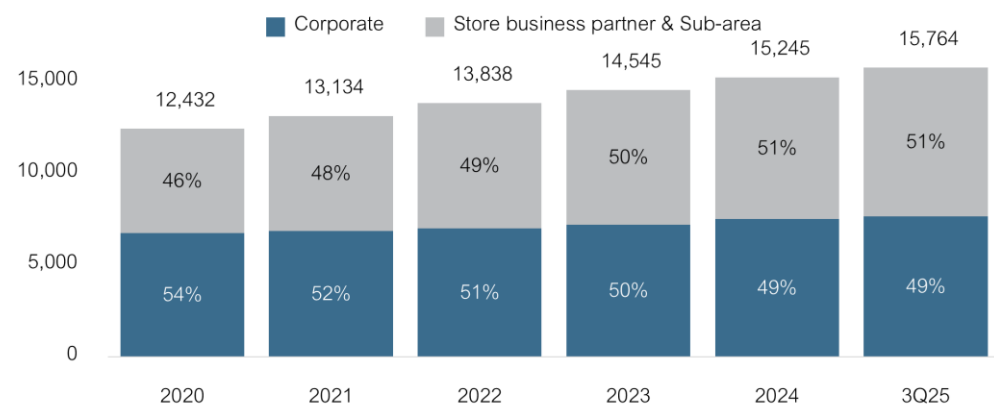
Source: Company, DAOL

Fig 7: Branches breakdown – BBK & Suburban vs. Provincial



Source: Company, DAOL

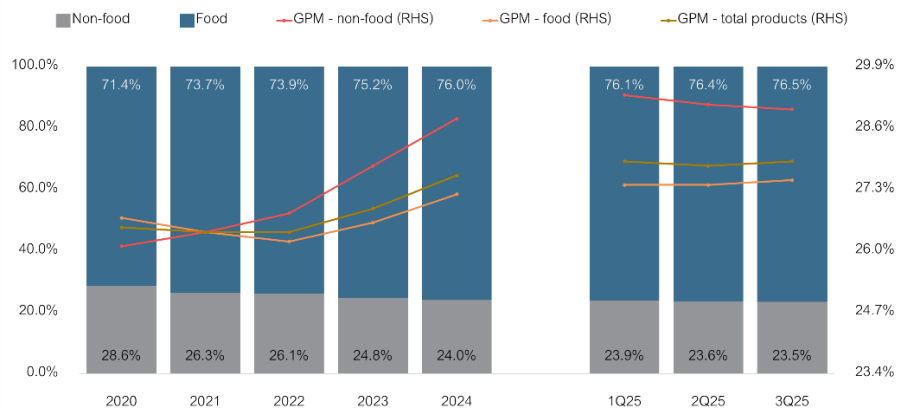
Fig 8: Branches breakdown – Corporate vs. Store business partner & Sub-area



Source: Company, DAOL

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

Fig 9: Revenue breakdown by product type vs. CVS GPM breakdown by product type



Source: Company, DAOL

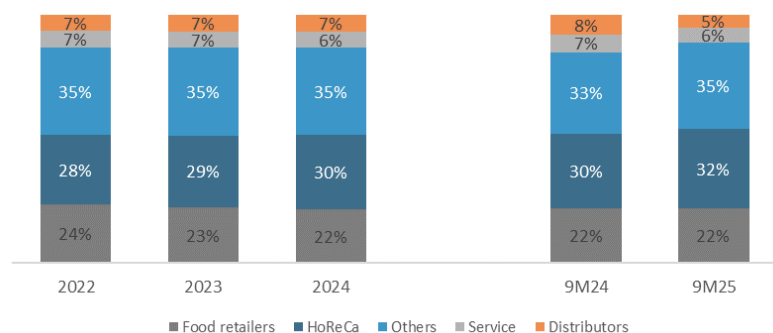
□ คาดกำไร CPAXT ปรับตัวดีขึ้น 2026E รับแรงหนุนจาก 3 ปัจจัยบวก

เรามองว่ากำไร CPAXT 2025E/26E จะเติบโตได้ดีที่ 1.05/1.19 หมิ่นล้านบาท -1% YoY/+13% YoY เป็นผลจาก

1. การรับรู้กำไรเพิ่มเติมจาก Lucky Frozen เต็มปีจะเพิ่มกำไรให้ CPAXT ได้ราว 400-500 ล้านบาท โดย Lucky Frozen ดำเนินธุรกิจผลิต นำเข้า และจำหน่ายสินค้าอาหารแช่แข็งให้กับกลุ่มลูกค้า HoReCa และห้างค้าปลีกในมาเลเซีย ช่วยเสริมความแข็งแกร่งในธุรกิจอาหารและเพิ่มความหลากหลายของสินค้าในเชิงกลยุทธ์
2. แรงหนุนจากการขยาย Makro 6 สาขา และ Lotus's 125 สาขาในปี 2025 และเตรียมเปิดพื้นที่เช่าใหม่รวมกว่า 18,000 ตร.ม. ที่จะเริ่มดำเนินงาน 4Q25 ซึ่งพื้นที่ขายและเช่าที่เพิ่มขึ้นจะช่วยเสริมรายได้ราว 2 หมื่นล้านบาท สำหรับ 2026E
3. มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาลใหม่ที่เป็ไปได้จากความคาดหวังว่าจะมีการเลือกตั้งใน 1H26 เช่น “คนละครึ่ง เฟส 2” และ “ทัวร์ไทยคนละครึ่ง” ที่กำลังอยู่ระหว่างการพิจารณาของ ครม. จะเป็นอีกปัจจัยบวกที่จะสนับสนุนยอดขายและกำไรอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากทั้ง 2 โครงการจะส่งผลบวกโดยตรงต่อ HoReCa และ food retailers และ CPAXT จะได้รับอานิสงส์ทางอ้อมจากมาตรการดังกล่าวเนื่องจากบริษัทมีส่วนรายได้จากกลุ่ม HoReCa และ food retailers รวมกันมากถึง 50% ของรายได้จากธุรกิจค้าส่ง (Makro)

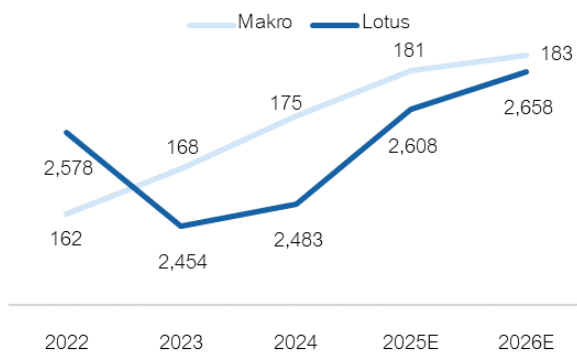
ทั้งนี้ เราประเมินกำไรสุทธิของ CPAXT ใน 4Q25E จะอยู่ที่ 3.7 พันล้านบาท -6% YoY/+99% QoQ โดยกำไรจะอ่อนตัว YoY หลัง GPM ยังถูกกดดันจากการเปลี่ยนแปลง revenue mix หลังยอดขายสินค้า กลุ่ม high margin ยังคงชะลอตัว แต่กำไรมีแนวโน้มฟื้นตัวเด่น QoQ จากการเข้าสู่ช่วง high season รวมถึงยังมีมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของภาครัฐและมีกำไรจาก Lucky Frozen เข้ามาส่งเสริม

Fig 10: Revenue Breakdown by Customer type - Wholesale business (Makro)



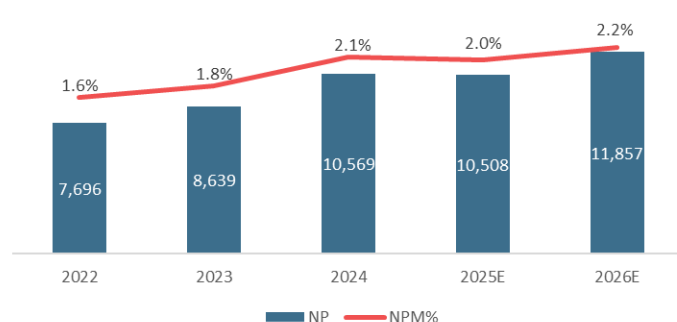
Source: Company, DAOL

Fig 11: No. of branches of Makro and Lotus forecast



Source: Company, DAOL

Fig 12: 2022 - 2026E CPAXT's Net Profit (Bt mn) & NPM forecast



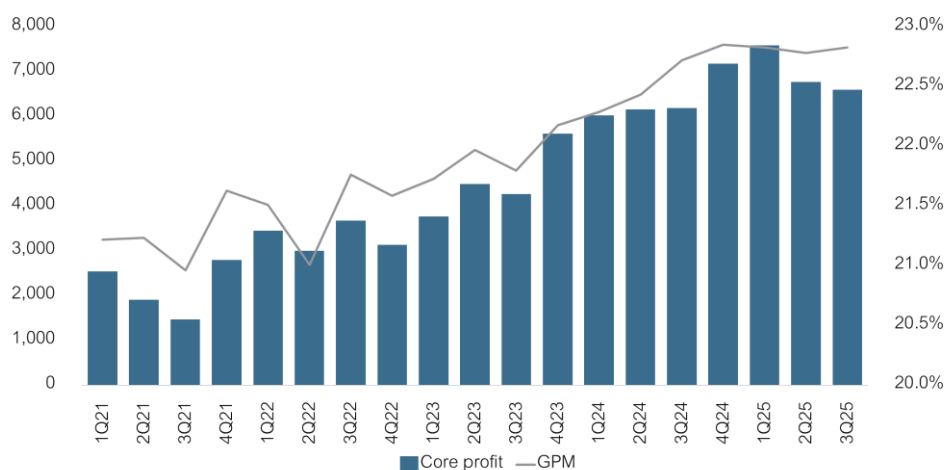
Source: Company, DAOL

□ ยอดขาย 4Q25E จะได้แรงหนุนจากการเข้าสู่ช่วง high season

ในช่วงหลายปีที่ผ่านมา core profit มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วงไตรมาส 4 ของแต่ละปี ซึ่งเป็นช่วง high Season สำคัญของทั้ง CVS และ CPAXT โดยปกติไตรมาสนี้จะได้รับแรงหนุนจากกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่เพิ่มมากขึ้น เช่น การท่องเที่ยว การจับจ่ายใช้สอยในเทศกาลสงกรานต์ และการเตรียมตัวเข้าสู่ช่วงปีใหม่ ส่งผลให้ยอดขายและผลกำไรของบริษัทปรับตัวดีขึ้นอย่างชัดเจน นอกจากนี้ยังส่งผลให้ GPM อยู่ในระดับสูงและมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วงไตรมาสนี้ด้วย

ดังนั้น การเข้าสู่ช่วง High Season ในไตรมาส 4 จึงถือเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยหนุนการเติบโตของรายได้และผลกำไรของบริษัทอย่างสม่ำเสมอในแต่ละปี โดยในปีนี้ บริษัทยังได้รับอานิสงส์เพิ่มเติมจากมาตรการกระตุ้นการท่องเที่ยวผ่านโครงการ “เที่ยวดีมีคืน” ซึ่งช่วยกระตุ้นกำลังซื้อและส่งเสริมการจับจ่ายใช้สอยของผู้บริโภคในช่วงปลายปีได้อย่างมีนัยสำคัญ

Fig 13: Core profit (Bt mn) vs. GPM (%) trend



Source: Company, DAOL

□ คาดกำไร 2026E โตจากการขยายสาขา และ GPM สูงขึ้น พร้อมกำไรจาก CPAXT

เราประมาณการกำไร 2025E/26E อยู่ที่ 2.8/3.3 หมื่นล้านบาท โต +10%/+19% YoY จากกำไร 2024 ที่ 2.5 หมื่นล้านบาท (+37% YoY) โดนเป็นผลจาก

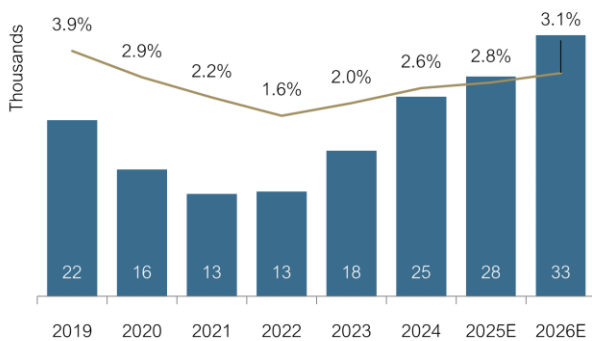
- 1) เราประเมินรายได้ปี 2025E-26E จะเติบโตเป็น 9.8 แสนล้านบาท +2% YoY และ 1.0 ล้านล้านบาท +6% YoY โดยได้รับแรงหนุนหลักจากการขยายสาขา รวมถึงการเข้าสู่ช่วง High season และแม้ว่า SSSG จะยังอ่อนตัวตามภาวะกำลังซื้อที่ชะลอ แต่การเพิ่มขึ้นของสาขาคาดว่าจะชดเชยในส่วนนี้ได้ นอกจากนี้ มาตรการภาครัฐยังมีแนวโน้มช่วยพยุง SSSG ให้เป็นบวกต่อเนื่อง จากการกระตุ้นการท่องเที่ยวผ่านโครงการ “เที่ยวดีมีคืน”
- 2) NPM% ในปี 2025E-26E จะปรับตัวดีขึ้นที่ 2.8% สำหรับปี 2025E และเติบโตเป็น 3.1% สำหรับปี 2026E (ปี 2024 = 2.6%) จากการผลักดันยอดขายสินค้า high margin อย่างสินค้า RTE ซึ่งจะช่วยหนุนความสามารถในการทำกำไร อีกทั้งการเติบโตของกำไร CPAXT จาก Lucky Frozen และปัจจัยอื่นๆจะเป็นหนึ่งในปัจจัยสำคัญสำหรับการเติบโตของ CPALL

สำหรับแนวโน้มกำไรสุทธิ 4Q25E เบื้องต้นเราประเมินที่ราว 7 พันล้านบาท ทรงตัว YoY แต่เติบโตดี QoQ โดยมีแรงหนุนหลักจากยอดขายสินค้า ready-to-eat ซึ่งเป็นสินค้าที่มีมาร์จิ้นสูง การเข้าสู่ช่วง high season ในไตรมาสสุดท้าย รวมถึงผลบวกจากการขยายสาขาที่ต่อเนื่อง แม้ว่า SSSG จะยังคงอยู่ในแดนลบ แต่กำไรยังได้แรงเสริมจาก CPAXT ที่มีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้น

VALUATIONS

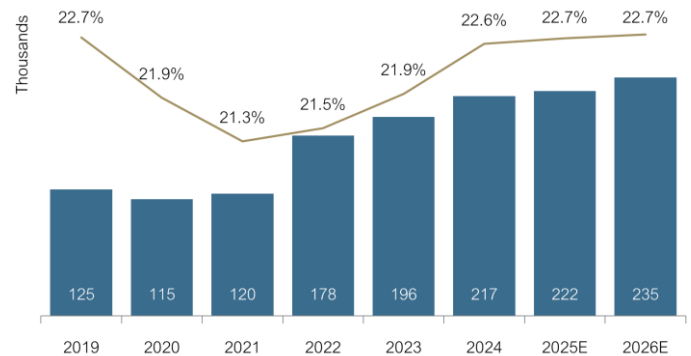
เราแนะนำ “ซื้อ” ราคาเป้าหมาย 55.00 บาท ซึ่ง PER ปี 2026E ที่ 15x (-1.4SD below 5-yr average PER) โดยปัจจุบันหุ้นซื้อขายที่ PER ปี 2026E ราว 12x คิดเป็นราว -1.5SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี โดยมีปัจจัยหนุนอยู่ที่การเติบโตของกำไรจาก CPAXT การขยายสาขา และการปรับ mix สินค้า ขณะที่ความเสี่ยงหลักยังคงเป็นภาวะเศรษฐกิจในประเทศที่อาจชะลอตัว

Fig 14: Gross Profit (Bt mn) vs. GPM (%) [RHS]



Source: Company, DAOL

Fig 15: Net Profit (Bt mn) vs. NPM (%) [RHS]



Source: Company, DAOL

Quarterly income statement

(Bt mn)	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
Sales	234,044	249,691	245,798	248,865	242,599
Cost of sales	(180,869)	(192,630)	(189,685)	(192,170)	187,359
Gross profit	53,175	57,061	56,113	56,695	55,383
SG&A	(48,565)	(50,646)	(48,951)	(51,115)	(51,004)
EBITDA	20,159	23,845	23,132	21,974	21,486
Finance costs	(3,861)	(3,854)	(3,769)	(3,803)	(3,592)
Core profit	6,189	7,179	7,585	6,768	6,597
Net profit	5,608	7,179	7,585	6,768	6,597
EPS	0.6	0.8	0.8	0.8	0.7
Gross margin	22.7%	22.9%	22.8%	22.8%	22.8%
EBITDA margin	8.6%	9.5%	9.4%	8.8%	8.9%
Net profit margin	2.4%	2.9%	3.1%	2.7%	2.7%

Balance sheet

FY: Dec (Bt mn)	2022	2023	2024	2025E	2026E
Cash & deposits	71,891	67,317	54,628	21,508	29,494
Accounts receivable	3,620	3,326	3,856	3,940	4,167
Inventories	58,183	57,501	61,269	62,599	66,209
Other current assets	15,261	15,654	17,399	17,776	18,802
Total cur. assets	148,955	143,798	137,153	105,823	118,672
Investments	15,955	16,766	18,570	18,570	18,570
Fixed assets	754,230	759,910	781,968	795,013	812,167
Other assets	15,261	15,654	17,399	17,776	18,802
Total assets	924,061	926,491	944,120	925,975	956,358
Short-term loans	16,810	9,472	9,446	9,651	7,254
Accounts payable	147,682	159,811	161,242	164,740	174,243
Current maturities	25,902	52,710	43,955	8,635	2,305
Other current liabilities	17,049	16,203	17,733	18,118	19,163
Total cur. liabilities	207,443	238,197	232,376	201,144	202,965
Long-term debt	309,061	265,163	263,132	254,497	252,192
Other LT liabilities	117,257	121,536	129,002	131,800	139,403
Total LT liabilities	426,317	386,699	392,133	386,297	391,595
Total liabilities	633,760	624,896	624,510	587,441	594,560
Registered capital	8,986	8,986	8,986	8,986	8,986
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	80,318	91,406	106,726	125,650	148,913
Others	9,739	8,922	9,467	9,467	9,467
Minority interests	189,577	190,600	192,750	192,750	192,750
Shares' equity	290,301	301,595	319,611	338,534	361,797

Cash flow statement

FY: Dec (Bt mn)	2022	2023	2024	2025E	2026E
Net profit	13,281	18,482	25,346	27,906	33,152
Depreciation	(32,681)	(34,692)	(35,167)	(35,754)	(36,525)
Chg in working capital	8,531	15,051	3,971	4,751	12,908
Others	(1,120)	(811)	(1,804)	-	-
CF from operations	54,493	68,225	64,484	68,411	82,586
Capital expenditure	(40,866)	(40,373)	(57,224)	(48,799)	(53,679)
Others	(1,120)	(811)	(1,804)	-	-
CF from investing	(41,986)	(41,183)	(59,028)	(48,799)	(53,679)
Free cash flow	30	14,176	(5,481)	7,744	18,142
Net borrowings	(21,963)	(24,428)	(10,813)	(43,750)	(11,031)
Equity capital raised	-	-	-	-	-
Dividends paid	(6,493)	(6,737)	(8,982)	(8,982)	(9,890)
Others	(9,294)	(451)	1,652	-	-
CF from financing	(37,750)	(31,616)	(18,144)	(52,732)	(20,921)
Net change in cash	(25,243)	(4,574)	(12,688)	(33,120)	7,986

Forward PER band



Income statement

FY: Dec (Bt mn)	2022	2023	2024	2025E	2026E
Sales	829,099	895,281	958,998	979,802	1,036,321
Cost of sales	(651,100)	(699,010)	(742,490)	(757,877)	(801,076)
Gross profit	177,999	196,271	216,507	221,925	235,245
SG&A	(165,414)	(179,912)	(194,588)	(198,900)	(208,301)
EBITDA	69,604	77,704	86,555	88,935	95,364
Depre. & amortization	(32,681)	(34,692)	(35,167)	(35,754)	(36,525)
Equity income	831	746	673	735	777
Other income	23,506	25,906	28,796	29,421	31,118
EBIT	36,923	43,012	51,388	53,181	58,840
Finance costs	(16,832)	(16,558)	(15,495)	(14,438)	(13,096)
Income taxes	(3,861)	(4,602)	(6,381)	(6,896)	(8,142)
Net profit before MI	16,230	21,852	29,512	31,847	37,601
Minority interest	(2,949)	(3,370)	(4,166)	(3,941)	(4,449)
Core profit	13,272	18,136	25,286	27,906	33,152
Extraordinary items	-	-	-	-	-
Net profit	13,281	18,482	25,346	27,906	33,152

Key ratios

FY: Dec (Bt mn)	2022	2023	2024	2025E	2026E
Growth YoY					
Revenue	46.7%	8.0%	7.1%	2.2%	5.8%
EBITDA	48.8%	11.6%	11.4%	2.7%	7.2%
Net profit	2.3%	39.2%	37.1%	10.1%	18.8%
Core profit	38.6%	36.7%	39.4%	10.4%	18.8%
Profitability ratio					
Gross profit margin	21.5%	21.9%	22.6%	22.7%	22.7%
EBITDA margin	8.4%	8.7%	9.0%	9.1%	9.2%
Core profit margin	1.6%	2.0%	2.6%	2.8%	3.2%
Net profit margin	1.6%	2.1%	2.6%	2.8%	3.2%
ROA	1.4%	2.0%	2.7%	3.0%	3.5%
ROE	13.2%	16.7%	20.0%	19.1%	19.6%
Stability					
D/E (x)	2.18	2.07	1.95	1.74	1.64
Net D/E (x)	0.96	0.86	0.82	0.74	0.64
Interest coverage ratio	(4.14)	(4.69)	(5.59)	(6.16)	(7.28)
Current ratio (x)	0.72	0.60	0.59	0.53	0.58
Quick ratio (x)	0.44	0.36	0.33	0.21	0.26
Per share (Bt)					
Reported EPS	1.48	2.06	2.82	3.11	3.69
Core EPS	1.48	2.02	2.81	3.11	3.69
Book value	11.21	12.36	14.12	16.23	18.82
Dividend	0.74	0.75	1.00	1.10	1.31
Valuation (x)					
PER	29.3	21.0	15.3	13.9	11.7
Core PER	29.3	21.4	15.4	13.9	11.7
P/BV	3.9	3.5	3.1	2.7	2.3
EV/EBITDA	13.2	11.8	10.6	10.3	9.7
Dividend yield	1.7%	1.7%	2.3%	2.5%	3.0%

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

Corporate governance report of Thai listed companies 2025

CG rating by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)

Score	Symbol	Description	ความหมาย
90-100		Excellent	ดีเลิศ
80-89		Very Good	ดีมาก
70-79		Good	ดี
60-69		Satisfactory	ดีพอใช้
50-59		Pass	ผ่าน
< 50	No logo given	n.a.	n.a.

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลให้ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

DAOL SEC: ความหมายของคำแนะนำ

- "ซื้อ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- "ถือ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- "ขาย" เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน (ไม่รวมเงินปันผล)

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

IOD disclaimer

The Corporate Governance Report (CGR) of Thai listed Companies is based on a survey and assessment of information that companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment ("listed companies") disclose to the public. The CGR is a presentation of information from the perspective of outsiders on the standards of corporate governance of listed companies. It is not any assessment of the actual practices of the listed companies, and the CGR does not use any non-public information. The CGR is not therefore an endorsement of the practices of the listed companies. It is not a recommendation for investment in any securities of any listed companies or any recommendation whatsoever. Investors should exercise their own judgment to analyze and consider any information relating to the listed companies presented in this CGR report. No representation or warranty is made by the Institute of Directors or any of its personnel as to the completeness or accuracy of the CGR report or the information used.

DAOL SEC's stock rating definition

- BUY** The stock's total return is expected to exceed 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals and attractive valuations.
- HOLD** The stock's total return is expected to be between 0% and 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals but may lack near-term catalysts or its valuations are not attractive.
- SELL** The stock's total return is expected to fall below 0% or more over the next 6-12 months. Stock should be sold as negative total return is anticipated due to deteriorating fundamentals compared with its valuations.

The stock's expected total return is the percentage difference between the target price and the current price, which excludes dividend yields.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC มีการจัดทำ ESG Rating (ESG: Environment, Social, Governance) เพื่อบ่งบอกว่าบริษัทมีการกำกับดูแลกิจการและมีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคมระดับใด โดยทาง DAOL SEC ให้ความสำคัญกับการลงทุนในบริษัทที่มีการพัฒนาที่ยั่งยืน จึงได้จัดทำเกณฑ์ในการให้คะแนน ESG สำหรับหุ้นที่เรา Cover อยู่ สำหรับหลักเกณฑ์ในการประเมินคะแนน ESG ของ DAOL SEC ทำการพิจารณาจาก 3 ด้าน ดังนี้

❑ **การจัดการด้านสิ่งแวดล้อม (Environment)** หมายถึง การที่บริษัทมีนโยบายและกระบวนการทำงานในองค์กรเพื่อจัดการสิ่งแวดล้อมอย่างชัดเจนและใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงมีการฟื้นฟูสภาพแวดล้อมทางธรรมชาติที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินธุรกิจ ซึ่งเราใช้เกณฑ์ด้านรายได้ของบริษัทว่าบริษัทนั้นๆ มีสัดส่วนรายได้ที่ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมเท่าไร

❑ **การจัดการด้านสังคม (Social)** การที่บริษัทมีนโยบายการบริหารทรัพยากรบุคคลอย่างเป็นธรรมและเท่าเทียม มีการส่งเสริมและพัฒนาพนักงานอย่างต่อเนื่องและมีคุณภาพ รวมถึงสนับสนุนคู่ค้าให้มีการปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนที่บริษัทมีความเกี่ยวข้องให้เติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเราใช้เกณฑ์คะแนนจาก Bloomberg โดยการสำรวจรายงานต่างๆ ที่ไม่เชิงการเงิน ข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้อง กับบริษัท และกิจกรรมทาง NGO

❑ **บรรษัทภิบาล (Governance)** การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดำเนินงานอย่างโปร่งใส มีแนวทางการบริหารความเสี่ยงที่ชัดเจน ต่อต้านทุจริตและคอร์รัปชัน ตลอดจนดูแลผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งรวมถึงการจ่ายภาษีให้แก่ภาครัฐอย่างโปร่งใส ซึ่งเราใช้เกณฑ์พิจารณาจาก CG rating ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ESG Rating ที่ DAOL SEC ประเมินมี 5 ระดับ ได้แก่

1. Excellent ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 5
2. Very Good ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 4
3. Good ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 3
4. Satisfactory ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 2
5. Pass ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 1

สำหรับบริษัทที่มีข้อมูลไม่เพียงพอในการประเมินจะได้ rating เป็น n.a.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC believes environment, social and governance (ESG) practices will help determine the sustainability and future financial performance of companies. We thus incorporate ESG into our valuation model.

- ❑ **Environment.** Environment factors relate to corporate responsibility for its actions and how it manages its impact on the environment. DAOL SEC analyzes revenue, which exposes to environment risks and opportunities.
- ❑ **Social.** Social factors deal with company's relationship with its employees and vendors. That also includes company's initiatives related to employee health and well-being, as well as community involvement. DAOL SEC's evaluation on social practices is based on Bloomberg, which measure from company's social responsibility news.
- ❑ **Governance.** Corporate government factors include company's transparency, decision-making structure, concrete risk assessment method, treatment of minority shareholders and anti-corruption practices. DAOL SEC conduct this analysis based on IOD's scores.

DAOL SEC's ESG ratings score from 1-5

1. Excellent scores at 5
2. Very Good scores at 4
3. Good scores at 3
4. Satisfactory scores at 2
5. Pass scores at 1

DAOL SEC provides "n.a." in cases of insufficient data.

Disclaimer: บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอและเผยแพร่บทวิเคราะห์ให้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนทั่วไป โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของข้อมูลที่ได้เปิดเผยต่อสาธารณชนอันเชื่อถือได้ และมีได้มีเจตนาเชิญชวนหรือชี้แนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด ดังนั้น บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการใช้บทวิเคราะห์ฉบับนี้ทั้งทางตรงและทางอ้อม และขอให้นักลงทุนใช้ดุลยพินิจพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.