

26 December 2025

Central Retail Corporation

Sector: Commerce

กำไร 2026E จะยังถูกกดดันจาก SSSG ตีตลาดและ GPM อ่อนตัว

Bloomberg ticker	CRC TB
Recommendation	HOLD
Current price	Bt18.40
Target price	Bt20.50
Upside/Downside	+11%
EPS revision	-

Bloomberg target price	Bt20.00
Bloomberg consensus	Buy 12 / Hold 11 / Sell 1

Stock data	
Stock price 1-year high/low	Bt36.00 / Bt15.80
Market cap. (Bt mn)	111,574
Shares outstanding (mn)	6,031
Avg. daily turnover (Bt mn)	362
Free float	58%
CG rating	Excellent
SET ESG rating	AAA

Financial & valuation highlights				
FY: Dec (Bt mn)	2024A	2025E	2026E	2027E
Revenue	244,200	243,579	238,821	243,949
EBITDA	34,377	34,203	33,571	34,147
Net profit	8,136	8,108	7,714	8,230
EPS (Bt)	1.35	1.34	1.28	1.36
Growth	1.5%	-0.4%	-4.9%	6.7%
Core profit	8,870	8,008	7,714	8,230
Core EPS (Bt)	1.47	1.33	1.28	1.36
Growth	8.6%	-9.7%	-3.7%	6.7%
DPS (Bt)	0.55	0.55	0.52	0.56
Div. yield	2.7%	2.7%	2.6%	2.7%
PER (x)	15.1	15.2	15.9	14.9
Core PER (x)	13.9	15.4	15.9	14.9
EV/EBITDA (x)	4.8	4.8	4.9	4.8
PBV (x)	1.3	1.2	1.2	1.1

Bloomberg consensus				
Net profit	8,136	10,098	8,188	9,103
EPS (Bt)	1.35	1.67	1.32	1.48



Price performance				
	1M	3M	6M	12M
Absolute	-7.7%	-19.6%	2.5%	-43.0%
Relative to SET	-5.2%	-19.1%	-9.4%	-30.7%

Major shareholders	
1. Central department store	Holding 35.06%
2. Deutsche Bank G Singapore PWM	4.61%
3. Social Security Office	3.06%

Analyst: Amnart Ngosawang (Reg. No. 029734)
Assistant Analyst: Phakorn Sirisathaworn

เรากลับมาจัดทำบทวิเคราะห์ CRC ด้วยคำแนะนำ "ถือ" ราคาเป้าหมาย 20.50 บาท ถึง PER 2026E ที่ 16x (-1.5SD below 3-yr average PER) โดยมีปัจจัย ดังนี้

- 1) CRC ตั้งเป้าแผนธุรกิจ 3 ปี (2026E-28E) รายได้จะเติบโต +7%-9% ต่อปี (เราประเมินเฉลี่ย +1% ต่อปี) โดยตั้งเป้ารายได้เวียดนามเติบโตมากกว่า +10% ต่อปี จากแผนขยายสาขาในเวียดนามเร่งตัวขึ้น
- 2) GPM ในปี 2026E ยังถูกกดดันจาก SSSG จะยังติดลบที่ราว -4% และกลยุทธ์ส่งเสริมการขาย
- 3) การขายห้าง Rinascente จะทำให้ CRC บันทึกกำไรพิเศษสุทธิหลังภาษีราว 6.0 พันล้านบาทใน 4Q25E และได้รับเงินสดสุทธิประมาณ 1.3 หมื่นล้านบาทเพื่อนำบางส่วนไปจ่ายเงินปันผล 1.28 บาทต่อหุ้น ขณะที่การขยาย NKT ที่มูลค่า 1,137 ล้านบาทจะส่งผลให้มีการบันทึกด้วยค่าพิเศษ 5.9 พันล้านบาท โดยภาพรวมธุรกิจรวมทั้งสองคาดว่าจะทำให้กำไรสุทธิปี 2026E ลดลงราว -550 ล้านบาท

เราประมาณการกำไรปกติปี 2025E/26E ที่ 8.0/7.7 พันล้านบาท (-10%/ -4% YoY) ทั้งนี้ กำไรปกติ 9M25 คิดเป็น 66% จากทั้งปี สำหรับ 4Q25E เราประเมินกำไรปกติจะอ่อนตัว YoY แต่เพิ่มขึ้นสูง QoQ ส่วนปี 2026E กำไรปกติยังมีแนวโน้มหดตัวต่อเนื่อง แม้จะได้รับแรงหนุนจากการขยายสาขาในประเทศไทยและเวียดนาม อย่างไรก็ตาม กำไรที่หายไปจากห้าง Rinascente ประกอบกับ SSSG ที่ยังคงติดลบและ GPM ที่มีแนวโน้มลดลง ส่งผลให้เรายังคงมีมุมมองเชิงลบต่อแนวโน้มกำไรในปี 2026E

KEY HIGHLIGHTS

- **3-year plan (ปี 2026E-28E) เน้นการขยายเชิงรุกในเวียดนาม** โดยบริษัทตั้งเป้าเร่งการเติบโตเฉลี่ย +7-9% ต่อปี (ขณะที่เราประเมินเฉลี่ย +1% ต่อปี จาก SSSG ที่ยังฟื้นตัวไม่เต็มที่ตามภาวะเศรษฐกิจและรายได้ที่หายไปจาก Rinascente) แบ่งเป็นเป้าการเติบโต +8% ในไทย และมากกว่า +10% ในเวียดนาม ผ่านการขยายสาขาใหม่รวม 85 สาขาในช่วง 3 ปี โดยเน้นที่เวียดนาม 37 สาขาเพื่อสนับสนุนการเติบโตของรายได้และการเพิ่มการครอบคลุมพื้นที่ ปัจจุบันครอบคลุม 24 จากทั้งหมด 34 จังหวัดในเวียดนาม ทั้งนี้ แผน CAPEX รวมสำหรับระยะเวลา 3 ปีอยู่ที่ราว 5.0-5.5 หมื่นล้านบาท
- **GPM ปี 2026E ถูกกดดันจาก SSSG ที่ยังติดลบและกลยุทธ์ส่งเสริมการขาย** เราคาดว่า GPM จะหดตัวจาก 28.0% ในปี 2025E เป็น 27.7% ในปี 2026E (ปี 2024 อยู่ที่ 28.4%) เนื่องจาก SSSG ยังมีแนวโน้มติดลบที่ราว -4% ในปี 2026E ซึ่งยังคงเผชิญข้อจำกัดในการฟื้นตัวจากภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอตัว และแรงกดดันจากธุรกิจ fashion ที่ยังจำเป็นต้องใช้โปรโมชั่นเพื่อกระตุ้นยอดขาย แม้ว่า GPM ของธุรกิจ food และ hardline มีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นจากการปรับโครงสร้างรายได้ไปสู่สินค้าที่มีอัตรากำไรสูงขึ้น แต่เรามองว่ายังไม่สามารถชดเชยแรงกดดันจากทั้ง 2 ประเด็นข้างต้นได้
- **ขาย Rinascente และ NKT หนุนกำไรพิเศษ 4Q25E แต่กดดันกำไรปี 2026E** การขายห้าง Rinascente จะทำให้ CRC บันทึกกำไรพิเศษหลังภาษีราว 6.0 พันล้านบาทใน 4Q25E และได้รับเงินสดสุทธิราว 1.3 หมื่นล้านบาท จะนำไปจ่ายเงินปันผล 1.28 บาทต่อหุ้น ขณะที่การขยาย NKT จะบันทึกด้วยค่าพิเศษ -5.9 พันล้านบาท ใน 4Q25E เช่นกัน ขณะที่โดยรวมแล้วการขาย Rinascente และ NKT จะทำให้กำไรปี 2026E ลดลงราว -550 ล้านบาท จากการสูญเสียกำไรของ Rinascente ประมาณ +1.0 พันล้านบาทต่อปี แม้จะถูกชดเชยบางส่วนจากการตัดผลขาดทุนของ NKT ราว -450 ล้านบาทต่อปี
- **เราประมาณการกำไรปกติปี 2025E/26E อยู่ที่ 8.0/7.7 พันล้านบาท (-10%/ -4% YoY) หดตัวในปี 2025E จากปัจจัยเรื่องของ SSSG ที่ยังติดลบและอ่อนตัวอย่างต่อเนื่อง** รวมไปถึงกลยุทธ์ส่งเสริมการขายของธุรกิจ fashion ที่ยังคงกดดัน GPM ในภาพรวม สำหรับปี 2026E เรามองว่า SSSG จะปรับตัวดีขึ้นเล็กน้อยแต่ยังคงติดลบที่ราว -4% รวมไปถึงกำไรจากห้าง Rinascente และ NKT ที่จะหายไปราว -550 ล้านบาท แต่บางส่วนจะถูกชดเชยจาก GPM ของธุรกิจ food และ hardline ที่ปรับตัวดีขึ้น ส่งผลให้เราประเมินว่ากำไรปี 2026E จะหดตัวเล็กน้อย

Valuation/Catalyst/Risk

คงคำแนะนำ "ถือ" ราคาเป้าหมายปี 2026E ที่ 20.50 บาท ถึง 2026E PER ที่ 16x (-1.5SD จากค่าเฉลี่ย 3 ปี) เพื่อสะท้อนแนวโน้มกำไรที่ฟื้นตัวไม่เต็มที่ แม้บริษัทมีแผนขยายสาขาเชิงรุก โดยเฉพาะในเวียดนาม แต่ถูกกดดันจาก SSSG ที่ยังติดลบ, GPM ที่หดตัว และการหายไปของกำไรจาก Rinascente ในปี 2026E ปัจจุบันหุ้นซื้อขายที่ PER ปี 2026E ราว 14x (-1.5SD จากค่าเฉลี่ย 3 ปี) แต่ยังคงขาดปัจจัยกระตุ้นในระยะสั้น

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.

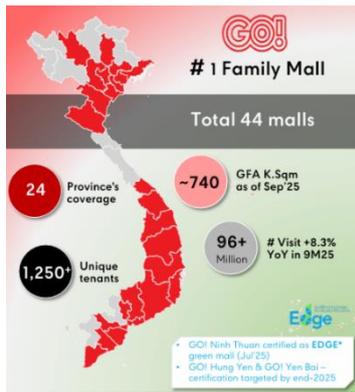
KEY HIGHLIGHTS

- 3-year plan มุ่งเน้นการปิดสาขาที่ underperforming และ ขยายสาขาโดยเน้นเวียดนาม

CRC วางแผนธุรกิจระยะ 3 ปี (2026E-28E) ตั้งเป้าการเติบโตของรายได้เฉลี่ย +7-9% ต่อปี (ขณะที่เป้าประเมินเฉลี่ย +1% ต่อปี) โดยคาดการณ์ประเทศไทยเติบโต +8% ต่อปี และเวียดนามเติบโตมากกว่า +10% ต่อปี จากกลยุทธ์การขยายธุรกิจเชิงรุก ผ่านการเปิดสาขาใหม่รวม 85 สาขาภายใน 3 ปี แบ่งเป็นในไทย 48 สาขา และเวียดนาม 37 สาขา โดยจะให้น้ำหนักการเติบโตในเวียดนามมากขึ้น ปัจจุบันบริษัทมีแบรนด์ GO! ในเวียดนามรวม 44 สาขา ครอบคลุม 24 จากทั้งหมด 34 จังหวัด และมีส่วนแบ่งตลาด FMCG อยู่ที่ 21.1% ใน Modern Trade และ 39.5% ในกลุ่ม Super/Hypermarket ขณะที่ยอดขาย 9M25 ของกลุ่มธุรกิจ fashion เติบโตโดดเด่นที่ราว 17% YoY โดยรายได้จากช่องทางออนไลน์คิดเป็น 32% และมีแนวโน้มเติบโตต่อเนื่อง ซึ่งสะท้อนศักยภาพของตลาดเวียดนามซึ่งยังอยู่ในช่วงการเติบโตสูง โดยในช่วง 9M25 GDP เติบโต 7.9% และตั้งเป้าเติบโตที่ 8.5% ในปี 25E และ 10% ในปี 26E (ข้อมูลจาก Reuters)

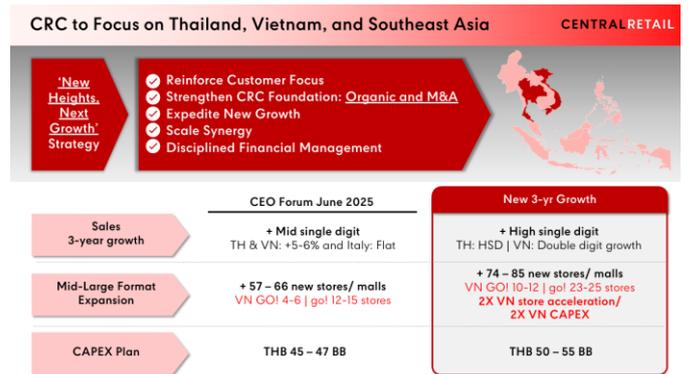
นอกจากนี้ บริษัทมีการเปิดตัว The 1 Vietnam อย่างเป็นทางการในเดือน พ.ย. 2025 เพื่อขยายฐานสมาชิกและสร้าง synergy ในการดำเนินงาน โดยปัจจุบัน The 1 Vietnam ได้เริ่มทดลองใช้งานแล้วใน 3 สาขาของ GO! และ 8 สาขาของ go! ซึ่งมีอัตราการใช้ The 1 ในยอดขาย (sales penetration) อยู่ที่ 73% และมีฐานสมาชิกมากกว่า 9 แสนราย อย่างไรก็ตาม การเร่งขยายสาขาดังกล่าวจำเป็นต้องใช้ CAPEX สูงราว 5.0-5.5 หมื่นล้านบาท สำหรับแผนการขยายสาขา 3 ปี ซึ่งอาจกดดันกระแสเงินสดและผลตอบแทนในระยะสั้น แต่หากสาขาใหม่สามารถสร้างยอดขายต่อสาขาและอัตรากำไรได้ตามเป้าหมาย จะเป็นปัจจัยสนับสนุนการเติบโตของกำไรและมูลค่าบริษัทในระยะกลางถึงยาว

Fig 1: Vietnam store coverage



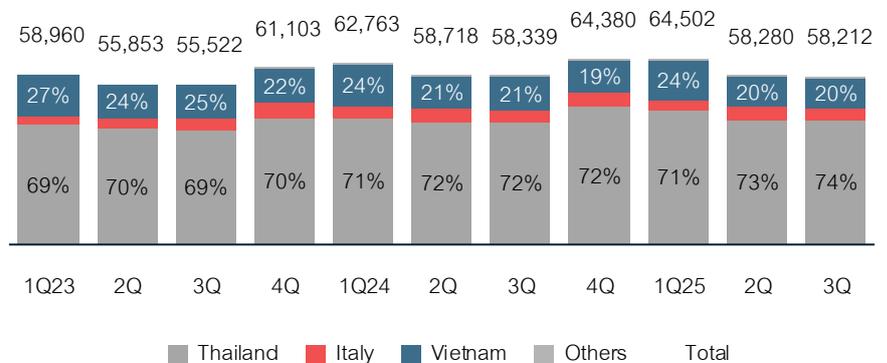
Source: Company, DAOL

Fig 2: 3-year expansion plan



Source: Company, DAOL

Fig 3: Revenue breakdown by country



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. 2

□ GPM ปี 2026E ถูกกดดันจาก SSSG ที่ยังหดตัวและกลยุทธ์ส่งเสริมการขาย

กำไรขั้นต้นจากการขายในช่วง 9M25 อยู่ที่ 14,533 ล้านบาท +1.0% YoY และ +1.2% QoQ หลังจากมีการปรับการจัดประเภทรายการขาดทุนจากการปรับลดมูลค่าสินค้าคงเหลือมาเป็นต้นทุนขาย ส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นปรับเพิ่มขึ้นจากช่วงเดียวกันของปีก่อน โดยได้รับแรงหนุนจาก GPM ของธุรกิจ food และ hardline ที่ปรับตัวดีขึ้นจากการเพิ่มสัดส่วนการขายสินค้าที่มีอัตรากำไรสูง ขณะที่อัตรากำไรของธุรกิจ fashion ปรับลดลงเล็กน้อย จากพฤติกรรมผู้บริโภคที่ระมัดระวังการใช้จ่ายและหันไปซื้อสินค้าในช่วงโปรโมชันมากขึ้น

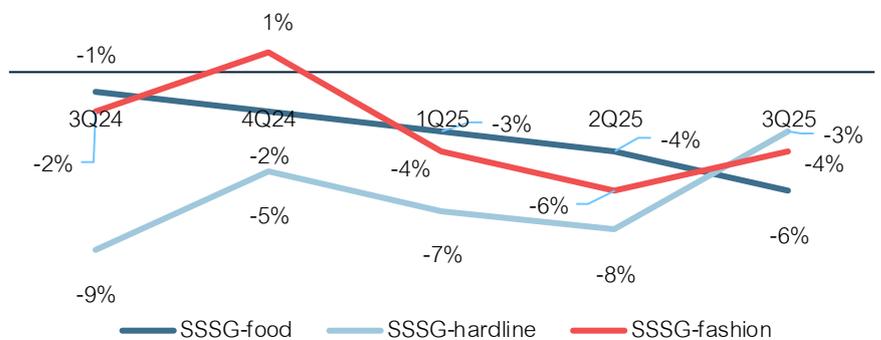
สำหรับปี 2026E แม้ว่าบริษัทมีแผนปรับ revenue mix ของธุรกิจ food และ hardline โดยเพิ่มสัดส่วนสินค้าที่มีอัตรากำไรสูง ส่งผลให้ GPM ของทั้ง 2 ธุรกิจมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น อย่างไรก็ตาม ในภาพรวมเราคาดว่า GPM ปี 2026E จะหดตัวจาก 28.0% ในปี 2025E เป็น 27.7% ในปี 2026E (จาก 28.4% ในปี 2024) เนื่องจากยังถูกกดดันจากผลการดำเนินงานของธุรกิจ Fashion ที่ยังจำเป็นต้องพึ่งพากลยุทธ์ด้านโปรโมชันเพื่อกระตุ้นยอดขาย รวมไปถึงการชะลอตัวของ SSSG ซึ่งในช่วง 9M25 ยังคงติดลบที่ -5% ท่ามกลางแรงซื้อที่หดตัวลงจากภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวและจำนวนนักท่องเที่ยวที่ยังฟื้นตัวไม่เต็มที่ ส่งผลให้เราประเมินว่า SSSG ในปี 2026E แม้จะปรับตัวดีขึ้น แต่จะยังติดลบราว -4%

Fig 4: Total revenue (Bt mn) vs. GPM (%), 2021 – 2027E



Source: Company, DAOL

Fig 5: SSSG breakdown by BU, 3Q24 – 3Q25



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.

- **ขาย Rinascente และ NKT แต่ฐานกำไรปกติปี 2026E จะลดลง -550 ล้านบาท**

การขายห้างสรรพสินค้า Rinascente คาดว่าจะแล้วเสร็จและรับรู้เป็นรายการพิเศษ (one-off) ใน 4Q25E โดย CRC จะบันทึก กำไรพิเศษสุทธิหลังหักภาษี ค่าใช้จ่าย และภาระหนี้ที่เกี่ยวข้องราว 6 พันล้านบาท พร้อมรับ กระแสเงินสดสุทธิประมาณ 1.3 หมื่นล้านบาท ซึ่งบริษัทมีแผนนำไปจ่าย เงินปันผลพิเศษรวม 7.7-7.8 พันล้านบาท หรือ 1.28-1.30 บาทต่อหุ้น แบ่งจ่ายในเดือน ธ.ค.25 (0.70 บาทต่อหุ้น) และ พ.ค.26 (0.58 บาทต่อหุ้น) การจำหน่าย Rinascente สอดคล้องกับกลยุทธ์ปรับพอร์ตเพื่อมุ่งเน้นตลาดที่มีการเติบโตสูงกว่า เช่น ประเทศไทยและเวียดนาม พร้อมลดสัดส่วนการลงทุนในยุโรปซึ่งมีอัตราการเติบโตต่ำ ช่วยเพิ่มความยืดหยุ่นทางการเงิน ลดภาระหนี้ และลดความเสี่ยงเชิงภูมิภาค อย่างไรก็ดี ภายหลังจากการขาย บริษัทจะสูญเสียรายได้จาก Rinascente ราว 1.7 หมื่นล้านบาท และกำไรประมาณ 1,000 ล้านบาทต่อปี ส่งผลให้กำไรในปี 2026E ลดลงในระดับดังกล่าว อย่างไรก็ตาม เรายังมองว่าผลกระทบเชิงลบต่อภาพรวมยังอยู่ในระดับจำกัด เนื่องจากมีแนวโน้มได้รับการชดเชยบางส่วนจาก การฟื้นตัวของ organic growth และการเร่งขยายสาขา โดยเฉพาะในประเทศเวียดนามซึ่งมีศักยภาพการเติบโตทางเศรษฐกิจสูง

ขณะเดียวกัน CRC ได้จำหน่ายเงินลงทุนใน NKT New Solution and Technology Development Investment Joint Stock Company (NKT) ซึ่งเป็น Holding Company ของธุรกิจค้าปลีกเครื่องใช้ไฟฟ้าแบรนด์ Nguyen Kim ในประเทศเวียดนาม ที่มีมูลค่ากิจการราว 1,137 ล้านบาท และคาดว่าจะบันทึก รายการด้อยค่าพิเศษที่ไม่ใช่เงินสดจำนวนประมาณ 5.9 พันล้านบาทใน 4Q25E แม้การตั้งด้อยค่าจะกดดันกำไรสุทธิในระยะสั้น แต่ในเชิงโครงสร้างถือเป็นผลบวกต่อกำไรปกติในระยะถัดไป เนื่องจากที่ผ่านมา Nguyen Kim มีสัดส่วนรายได้เพียงราว 3-5% ของรายได้รวม แต่ขาดทุนเฉลี่ยประมาณ 450 ล้านบาทต่อปี การขาย NKT จะช่วยตัดธุรกิจที่สร้างผลขาดทุนออกจากงบ และช่วยชดเชยกำไรปกติบางส่วนของ Rinascente ที่จะหายไปราว 1,000 ล้านบาทในปี 2026E นอกจากนี้ CRC คาดว่าจะได้รับ กระแสเงินสดสุทธิราว 700 ล้านบาท จากดีลดังกล่าว ซึ่งจะช่วยเสริมสภาพคล่องและรองรับการขยายธุรกิจหลักที่มีอัตราการเติบโตและผลตอบแทนสูงกว่าในระยะถัดไป

Fig 6: Rinascente Divestment timeline

Rinascente Divestment: EGM Resolution and Transaction Timeline CENTRALRETAIL

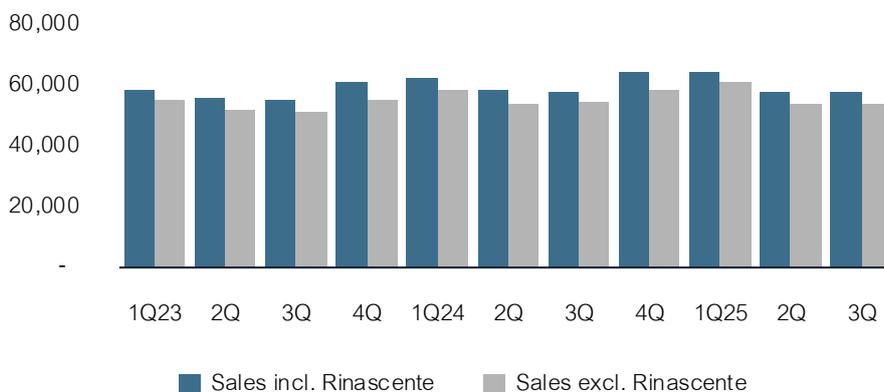
At EGM #1/2025, Shareholders have approved the disposal of assets related to the Rinascente Department Store to Central Group

6 th Nov 2025 ✓	Within Nov 2025 ✓	End of 2025 ⁽²⁾ ✓	AGM 2026
EGM resolved by vote of 89.575% (≥ 75% of shareholders attending the meeting, excluding votes from interested shareholders) to approve the transaction	Completed transaction on 19 Nov 2025	CRC Board of Directors' Approval of special dividend payment approx. THB 4.2 Bn (dividend #1) Record date: 8 Dec 25 Payment date: 19 Dec 25	AGM approval of additional dividend payment approx. THB 3.5 Bn (dividend #2) (together with annual dividend)

(1) As Transaction is a large size Related Party Transaction
(2) Subject to Board of Directors approval for a special dividend upon closing

Source: Company, DAOL

Fig 7: Sales excluding Rinascente

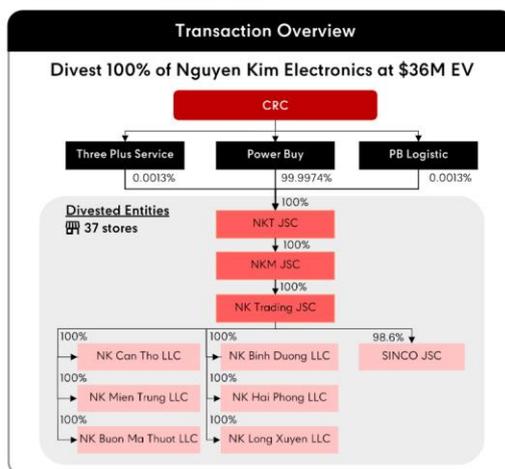


Source: Company, DAOL

Fig 8: NKT Divestment transaction overview

**Divestment of Nguyen Kim Electronics
Sharpening Focus on Core Food and Property Businesses in Vietnam**

CENTRALRETAIL



Transaction Rationale

Refocusing our resources to Core businesses as well as Asset Monetization, allowing us to:

Food and Property businesses

Increase efficiency → Accelerate expansion → Enhance financial return

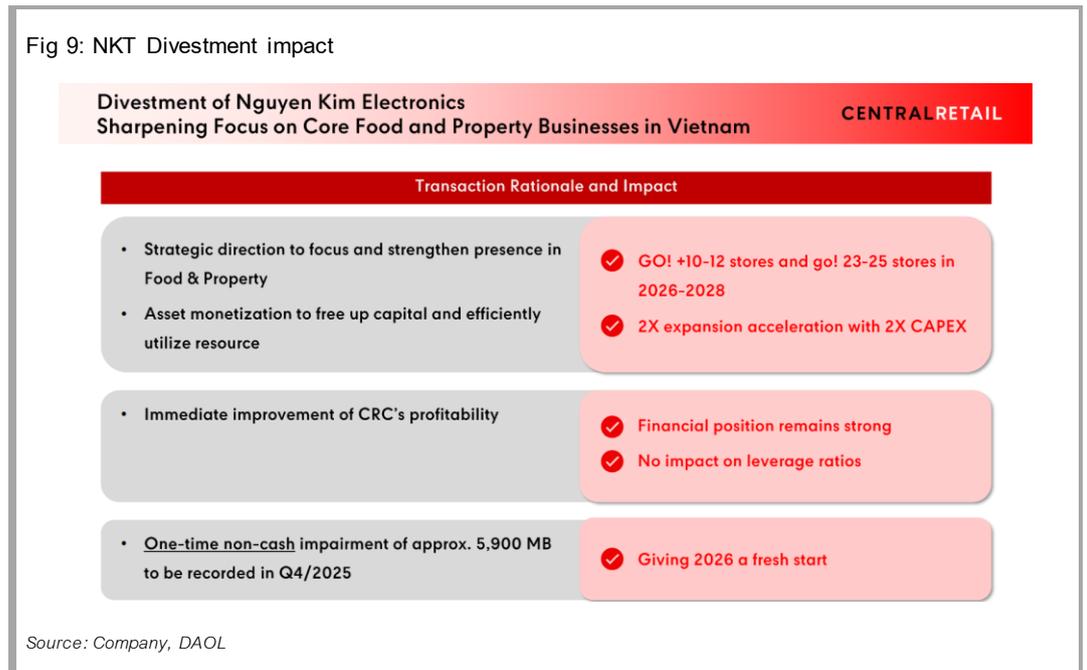
Expect accretive impact in 2026 from divestment

Process and Timing

- A Share Purchase Agreement (SPA) signed on 23rd December 2025
- Expected Closing within Q1-Q2/2026

Source: Company, DAOL

Fig 9: NKT Divestment impact



□ **กำไรปกติปี 2026E ถูกกดดันจาก SSSG ตีตลาดและการหายไปของกำไรจาก Rinascente**

เราประมาณการกำไรปกติปี 2025E ที่ 8.0 พันล้านบาท -10% YoY โดยกำไรปกติ 9M25 คิดเป็น 66% จากทั้งปี สำหรับกำไรปกติ 4Q25E เราประเมินอยู่ที่ราว 2.6-2.7 พันล้านบาท หดตัว YoY (4Q24 มีกำไรปกติ 3.0 พันล้านบาท) เนื่องจากแรงซื้อที่ชะลอตัวตามภาวะเศรษฐกิจ แต่จะเติบโต QoQ (3Q25 มีกำไรปกติ 1.3 พันล้านบาท) เนื่องจากเข้าสู่ช่วง high season และตัวเลขนักท่องเที่ยวที่ปรับตัวดีขึ้น ขณะที่ 4Q25E จะมีการบันทึกกำไรพิเศษ (หลังหักภาษี) จากการขายห้าง Rinascente ราว 6.0 พันล้านบาท แต่จะมีการบันทึกด้วยค่าพิเศษจากการขาย NKT 5.9 พันล้านบาท จะส่งผลให้กำไรสุทธิ 4Q25E หดตัว YoY เล็กน้อย และทำให้กำไรสุทธิปี 2025E จะอยู่ที่ 8.1 พันล้านบาท -0.4% YoY

สำหรับปี 2026E เราประเมินกำไรปกติจะหดตัวเป็น 7.7 พันล้านบาท -4% YoY โดยจะเป็นผลจาก

1. ราคาตัวรายได้ปี 2026E จะหดตัว -2% YoY โดยแม้จะได้รับแรงหนุนจากการเติบโตของธุรกิจหลักในประเทศไทยและเวียดนาม ตามแผนขยายสาขาใหม่รวม 85 สาขาในช่วง 3 ปีข้างหน้า (ประเทศไทย 48 สาขา และเวียดนาม 37 สาขา) โดยเฉพาะธุรกิจเวียดนามที่เติบโตมากกว่า 10% ต่อปี นอกจากนี้ รายได้จากกลุ่มสินค้า food และ hardline มีแนวโน้มฟื้นตัวและกลับมาโต อย่างไรก็ตาม การเติบโตดังกล่าวจะถูกหักล้างจากการหายไปของรายได้จาก Rinascente ประมาณ 1.7 พันล้านบาท และ NKT ประมาณ 4-5 พันล้านบาท
2. สำหรับ GPM ปี 2026E เราคาดว่าจะปรับตัวลดลงจาก 28% ในปี 2025E มาอยู่ที่ 27.7% แม้ว่าบริษัทมีแผนปรับโครงสร้างรายได้ของธุรกิจ food และ hardline โดยเพิ่มสัดส่วนสินค้าที่มีอัตรากำไรสูง ซึ่งจะช่วยหนุน GPM ของทั้งสองกลุ่มให้ทยอยปรับตัวดีขึ้น อย่างไรก็ตาม ปัจจัยบวกดังกล่าวยังไม่เพียงพอที่จะชดเชยแรงกดดันจากการชะลอตัวของ SSSG ที่ยังคงตีตลาดอย่างต่อเนื่อง โดยเราประเมินว่า SSSG ในปี 2026E จะอยู่ที่ประมาณ -4% ขณะเดียวกัน ธุรกิจ fashion ยังคงจำเป็นต้องพึ่งพากลยุทธ์ด้านโปรโมชันเพื่อกระตุ้นยอดขาย ภายใต้ภาวะเศรษฐกิจและการฟื้นตัวของจำนวนนักท่องเที่ยวที่ยังไม่กลับสู่ระดับปกติ ส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นโดยรวมมีแนวโน้มอ่อนตัวลงในปี 2026E
3. สำหรับ Core profit margin ปี 2026E เราคาดว่าจะปรับลดลงเล็กน้อยจาก 3.3% ในปี 2025E เป็น 3.2% โดยมีปัจจัยหลักจากการขายห้าง Rinascente ซึ่งทำให้กำไรจากการดำเนินงานหายไปราว 1.0 พันล้านบาทต่อปี แม้จะได้รับการชดเชยบางส่วนจากการขาย NKT ซึ่งเดิมสร้างผลขาดทุนประมาณ 450 ล้านบาทต่อปี ส่งผลให้ผลกระทบสุทธิต่อกำไรปกติอยู่ที่ประมาณ -550 ล้านบาท นอกจากนี้ ความสามารถในการทำกำไรยังคงเผชิญแรงกดดันจาก GPM ที่อ่อนตัวลง จากผลการดำเนินงานของธุรกิจ fashion และการใช้กลยุทธ์ด้านโปรโมชันที่เข้มข้นมากขึ้น แม้ว่าเราจะเริ่มเห็นสัญญาณการฟื้นตัวของ organic growth เล็กน้อย และแนวโน้มรายได้และกำไรที่จะเพิ่มขึ้นจากแผนการขยายสาขาใหม่ แต่เรามองว่าในระยะสั้นปัจจัยดังกล่าวยังไม่เพียงพอที่จะชดเชยกำไรปกติที่หายไปทั้งหมด

VALUATIONS

เราคงคำแนะนำ “ถือ” ราคาเป้าหมายปี 2026E ที่ 20.50 บาท ถึง 2026E PER ที่ 16x (-1.5SD จากค่าเฉลี่ย 3 ปี) เพื่อสะท้อนแนวโน้มกำไรที่ยังไม่ฟื้นตัวเต็มที่ แม้บริษัทมีแผนขยายสาขาเชิงรุก โดยเฉพาะในเวียดนาม แต่ถูกกดดันจาก SSSG ที่ยังคงติดลบ รวมไปถึง GPM ที่หดตัว และการหายไปของกำไรจาก Rinascente ในปี 2026E ปัจจุบันหุ้นซื้อขายที่ PER ปี 2026E ราคา 14x (-1.5SD จากค่าเฉลี่ย 3 ปี) แต่ยังคงขาดปัจจัยกระตุ้นในระยะสั้น

Fig 10: Gross profit (Bt mn) vs. GPM (%), 2022-2027E



Source: Company, DAOL

Fig 11: Net profit (Bt mn) vs. NPM (%), 2022-2027E



Source: Company, DAOL

Quarterly income statement

(Bt mn)	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
Sales	58,339	64,380	64,502	58,280	58,212
Cost of sales	(41,835)	(45,584)	(47,381)	(42,069)	(41,837)
Gross profit	16,505	18,796	17,121	16,211	16,375
SG&A	(17,316)	(18,893)	(17,665)	(17,821)	(17,674)
EBITDA	8,604	8,949	8,913	7,365	7,679
Finance costs	(1,307)	(1,245)	(1,116)	(1,083)	(1,132)
Core profit	1,763	2,971	2,463	1,349	1,299
Net profit	2,129	2,176	2,337	1,143	1,301
EPS	0.35	0.36	0.39	0.19	0.22
Gross margin	28.3%	29.2%	26.5%	27.8%	28.1%
EBITDA margin	14.7%	13.9%	13.8%	12.6%	13.2%
Net profit margin	3.7%	3.4%	3.6%	2.0%	2.2%

Balance sheet

FY: Dec (Bt mn)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Cash & deposits	12,834	14,361	15,345	12,409	10,236
Accounts receivable	18,749	19,783	19,733	19,347	19,763
Inventories	46,488	49,052	48,927	47,971	49,001
Other current assets	567	598	596	585	597
Total cur. assets	80,739	86,010	86,812	82,480	81,812
Investments	8,296	8,296	8,296	8,296	8,296
Fixed assets	68,614	70,515	70,435	70,218	70,045
Other assets	161,035	169,915	169,482	166,172	169,740
Total assets	318,685	334,736	335,026	327,166	329,894
Short-term loans	45,363	47,864	47,742	46,810	47,815
Accounts payable	76,149	80,348	80,143	78,578	80,265
Current maturities	15,150	15,098	15,063	13,641	12,717
Other current liabilities	10,363	10,934	10,906	10,693	10,923
Total cur. liabilities	147,024	154,243	153,855	149,722	151,720
Long-term debt	28,136	28,038	27,975	25,334	23,617
Other LT liabilities	10,363	10,934	10,906	10,693	10,923
Total LT liabilities	100,655	104,556	104,298	100,166	100,056
Total liabilities	247,679	258,800	258,153	249,888	251,776
Registered capital	6,320	6,320	6,320	6,320	6,320
Paid-up capital	6,031	6,031	6,031	6,031	6,031
Share premium	66,885	66,885	66,885	66,885	66,885
Retained earnings	18,279	23,098	27,901	32,471	37,345
Others	(1,318)	(1,318)	(1,318)	(1,318)	(1,318)
Minority interests	(20,502)	(20,502)	(20,502)	(20,502)	(20,502)
Shares' equity	70,007	74,826	79,629	84,198	89,073

Cash flow statement

FY: Dec (Bt mn)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Net profit	8,016	8,136	8,108	7,714	8,230
Depreciation	17,722	18,100	18,079	18,218	18,173
Chg in working capital	(12,941)	(3,845)	187	1,433	(1,545)
Others	0	0	0	0	0
CF from operations	13,304	22,892	26,867	27,840	25,364
Capital expenditure	(19,645)	(20,399)	(22,358)	(22,635)	(22,546)
Others	0	0	0	0	0
CF from investing	(19,645)	(20,399)	(22,358)	(22,635)	(22,546)
Free cash flow	(6,341)	2,493	4,509	5,205	2,818
Net borrowings	7,354	2,351	(219)	(4,996)	(1,636)
Equity capital raised	0	0	0	0	0
Dividends paid	(2,895)	(3,317)	(3,305)	(3,145)	(3,355)
Others	0	0	0	0	0
CF from financing	4,459	(966)	(3,525)	(8,141)	(4,991)
Net change in cash	(1,882)	1,527	984	(2,936)	(2,173)

Forward PER band



Income statement

FY: Dec (Bt mn)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Sales	231,438	244,200	243,579	238,821	243,949
Cost of sales	(162,590)	(172,352)	(172,681)	(169,782)	(172,993)
Gross profit	394,028	416,551	416,260	408,603	416,942
SG&A	(70,023)	(71,983)	(69,327)	(67,718)	(69,172)
EBITDA	32,436	34,377	34,203	33,571	34,147
Depre. & amortization	(17,722)	(18,100)	(18,079)	(18,218)	(18,173)
Equity income	990	215	217	219	222
Other income	17,250	18,604	17,050	16,717	17,076
EBIT	14,714	16,278	16,123	15,353	15,974
Finance costs	(4,642)	(4,995)	(5,084)	(4,718)	(4,628)
Income taxes	(1,550)	(2,646)	(2,539)	(2,446)	(2,610)
Net profit before MI	8,523	8,637	8,501	8,189	8,736
Minority interest	(506)	(501)	(493)	(475)	(507)
Core profit	8,168	8,870	8,008	7,714	8,230
Extraordinary items	152	733	(100)	0	0
Net profit	8,016	8,136	8,108	7,714	8,230

Key ratios

FY: Dec (Bt mn)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Growth YoY					
Revenue	5.2%	5.5%	-0.3%	-2.0%	2.1%
EBITDA	7.9%	6.0%	-0.5%	-1.8%	1.7%
Net profit	11.7%	1.5%	-0.4%	-4.9%	6.7%
Core profit	13.8%	8.6%	-9.7%	-3.7%	6.7%
Profitability ratio					
Gross profit margin	28.7%	28.4%	28.0%	27.7%	27.8%
EBITDA margin	14.0%	14.1%	14.0%	14.1%	14.0%
Core profit margin	3.5%	3.6%	3.3%	3.2%	3.4%
Net profit margin	3.5%	3.3%	3.3%	3.2%	3.4%
ROA	2.5%	2.4%	2.4%	2.4%	2.5%
ROE	11.5%	10.9%	10.2%	9.2%	9.2%
Stability					
D/E (x)	3.54	3.46	3.24	2.97	2.83
Net D/E (x)	1.08	1.02	0.95	0.87	0.83
Interest coverage ratio	6.99	6.88	6.73	7.12	7.38
Current ratio (x)	0.55	0.56	0.56	0.55	0.54
Quick ratio (x)	0.23	0.24	0.25	0.23	0.22
Per share (Bt)					
Reported EPS	1.33	1.35	1.34	1.28	1.36
Core EPS	1.35	1.47	1.33	1.28	1.36
Book value	15.01	15.81	16.60	17.36	18.17
Dividend	0.48	0.55	0.55	0.52	0.56
Valuation (x)					
PER	15.3	15.1	15.2	15.9	14.9
Core PER	15.1	13.9	15.4	15.9	14.9
P/BV	1.4	1.3	1.2	1.2	1.1
EVEBITDA	5.0	4.8	4.8	4.9	4.8
Dividend yield	2.4%	2.7%	2.7%	2.6%	2.7%

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 2024

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 และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

DAOL SEC: ความหมายของคำแนะนำ

- "ซื้อ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- "ถือ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- "ขาย" เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน (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 ให้ความใส่ใจกับการลงทุนในบริษัทที่มีการพัฒนาที่ยั่งยืน 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 ที่ไม่ใช่งบการเงิน ข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับบริษัท และกิจกรรมทาง NGO
- ❑ **บรรษัทภิบาล (Governance)** การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดำเนินงานอย่างโปร่งใส มีแนวทางการบริหารความเสี่ยงที่ชัดเจนต่อต้านทุจริตและคอร์รัปชั่น 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 โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของข้อมูลที่ได้เปิดเผยต่อสาธารณชนอื่นเชื่อถือได้ และมีได้มีเจตนาเขียนหรือขึ้นให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด ดังนั้น บริษัทหลักทรัพย์ เคทีบีเอสที จำกัด (มหาชน) จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการใช้บทวิเคราะห์ฉบับนี้ทั้งทางตรงและทางอ้อม และขอให้นักลงทุนใช้ดุลพินิจพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

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. **10**