

26 November 2025

Sector: Commerce

CP Axtra

กำไร 4Q25E และปี 2026E แนวโน้มดีขึ้นจากการขยายสาขาและ Lucky Frozen

Bloomberg ticker	CPAXT TB
Recommendation	BUY (maintained)
Current price	Bt16.20
Target price	Bt23.00
Upside/Downside	+42%
EPS revision	-

Bloomberg target price	Bt 23.27
Bloomberg consensus	Buy 10 / Hold 9 / Sell 3

Stock data	
Stock price 1-year high/low	Bt35.50 / Bt16.10
Market cap. (Bt mn)	179,356
Shares outstanding (mn)	10,428
Avg. daily turnover (Bt mn)	230
Free float	15%
CG rating	Excellent
SET ESG rating	n.a.

Financial & valuation highlights				
FY: Dec (Bt mn)	2023A	2024A	2025E	2026E
Revenue	486,471	508,745	514,915	543,804
EBITDA	30,841	32,957	32,514	34,346
Net profit	8,639	10,569	10,508	11,857
EPS (Bt)	0.83	1.01	1.01	1.14
Growth	10.8%	23.5%	-3.0%	12.8%
Core EPS (Bt)	0.83	1.02	1.01	1.14
Growth	11%	23%	-3%	13%
DPS (Bt)	0.57	0.71	0.71	0.66
Div. yield	3.5%	4.4%	4.4%	4.1%
PER (x)	19.6	16.0	16.1	14.2
Core PER (x)	19.2	15.6	16.1	14.2
EV/EBITDA (x)	6.8	6.9	7.0	6.4
PBV (x)	0.7	0.7	0.6	0.8

Bloomberg consensus				
Net profit	8,639	10,569	10,678	11,929
EPS (Bt)	0.82	1.00	1.03	1.14
(Bt)				
	Relative to SET	CPAXT (LHS)		(%)



Source: Aspen

Price performance	1M	3M	6M	12M
Absolute	-23.8%	-12.8%	-18.5%	-40.2%
Relative to SET	-3.72%	-12.8%	-23.5%	-33.1%

Major shareholders	Holding
1. CP ALL	34.97%
2. Siam Makro Holding	24.95%
3. Charoen Pokphand Holding	17.69%

Analyst: Amnart Ngosawang (Reg. No. 029734)

Assistant Analyst: Phakorn Sirisathaworn

เรากลับมาจัดทำบทวิเคราะห์ CPAXT ด้วยคำแนะนำ “ซื้อ” ราคาเป้าหมาย 23.00 บาท ถึง 2026E PER ที่ 20x (-1.5SD below 5-yr average PER) โดยมีมุมมองเป็นบวกต่อแนวโน้มการฟื้นตัวของกำไรใน 4Q25E ที่จะดีขึ้น QoQ และโตต่อไปปี 2026E จากปัจจัยดังนี้

- 1) มีแผนขยายธุรกิจอย่างต่อเนื่อง โดยตั้งเป้าหมาย 4Q25E จะเปิดเพิ่ม 31 สาขาและพื้นที่เช่าใหม่ 18,000 ตร.ม. ส่วน Lotus's Mall บางนา (The Happitat) มีแผนจะเปิดในเดือน เม.ย.26
- 2) Organic growth ทายอดฟื้นตัวจากแรงหนุนของมาตรการภาครัฐ เช่น “คนละครึ่ง พลัส” ใน 4Q25E และ “คนละครึ่ง เฟส 2” ใน 1Q26E
- 3) เริ่มรับรู้กำไรจาก Lucky Frozen ตั้งแต่ 3Q25 หลังควบรวมช่วง ส.ค.25 และจะรับรู้กำไรเต็มไตรมาสใน 4Q25E และเต็มปีสำหรับ 2026E

เราประมาณการกำไรสุทธิปี 2025E/2026E อยู่ที่ 1.05/1.18 หมื่นล้านบาท -1% / +13% YoY จากกำไรปี 2024 ที่ 1.06 หมื่นล้านบาท +22% YoY สำหรับกำไร 4Q25E เบื้องต้นเราประเมินที่ 3.7 พันล้านบาท -6% YoY/+99% QoQ โดยกำไรมีแนวโน้มฟื้นตัวเด่น QoQ แต่อ่อนตัว YoY ในขณะที่ปี 2026E เรามองว่ากำไรยังมีโอกาสเติบโตจากการฟื้นตัวของ organic growth จากการขยายสาขาและพื้นที่เช่า รวมไปถึงกำไรที่รวมจาก Lucky Frozen และแรงหนุนจากมาตรการของภาครัฐ

KEY HIGHLIGHTS

❑ **โครงการขยายพื้นที่เช่า 18,000 ตร.ม. และ The Happitat เตรียมเปิดให้บริการ เม.ย.26** ใน 4Q25E บริษัทมีโครงการขยายพื้นที่เช่าใหม่ 18,000 ตร.ม. ได้แก่ โลตัสศรีราชา 7,700 ตร.ม., โลตัสบ้านไผ่ 4,500 ตร.ม., โลตัสบ้านโป่ง 3,400 ตร.ม. และโลตัสบ่อวิน 2,500 ตร.ม. พร้อมทั้งยังเตรียมกำหนดเปิด The Happitat ในเดือน เม.ย.26 โดยในส่วนของพื้นที่ retail ตั้งเป้า occupancy rate ที่ 85%

❑ **คาด Organic growth ฟื้นตัว หนุนโดยมาตรการจากภาครัฐ** ได้รับแรงหนุนจาก “คนละครึ่ง พลัส” ใน 4Q25 อีกทั้งยังมีมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ 2 โครงการเตรียมเสนอเข้า ครม. ได้แก่ โครงการ “คนละครึ่ง เฟส 2” คาดเริ่มใช้สิทธิช่วง ม.ค.26 และ “ทวรีไทยคนละครึ่ง” คาดเริ่มใช้สิทธิ ก.พ.26 โดยทั้ง 2 โครงการจะเป็นปัจจัยบวกเพื่อหนุนกลุ่มลูกค้า Retailers และ HoReCa ซึ่งเป็นกลุ่มลูกค้าใหญ่ของ Makro ที่สร้างยอดขายราว 22% และ 31% ของรายได้จากธุรกิจค้าส่ง

❑ **Lucky Frozen เตรียมรับรู้รายได้เต็มปี 2026** บริษัทเข้าซื้อแบรนด์ Lucky Frozen เพื่อเสริมความแข็งแกร่งให้ธุรกิจฟู้ดเซอร์วิสในเอเชียแปซิฟิก และแม้จะเริ่มรับรู้รายได้จากการดำเนินงานเพียง 1 เดือนหลังควบรวม แต่ Lucky Frozen สมทบกำไร 46 ล้านบาท ใน 3Q25 ส่วน 4Q25E จะเพิ่มขึ้นราว 110 ล้านบาท และในปี 2026E จะรับรู้กำไรเต็มปีที่ราว 400-500 ล้านบาท

Implication

เราประมาณการกำไรปี 2025E/26E ที่ 1.05/1.18 หมื่นล้านบาท บาท -1% / +13% YoY ทั้งนี้กำไร 9M25 จะคิดเป็น 65% จากทั้งปี สำหรับ 4Q25E เบื้องต้นเราประเมินกำไร 3.7 พันล้านบาท -6% YoY/+99% QoQ จะกลับมาฟื้นตัวโดดเด่น QoQ จาก high season, อานิสงส์มาตรการรัฐ, รับรู้กำไร Lucky Frozen เต็มไตรมาส รวมถึงการขยายสาขาใหม่เพิ่มต่อเนื่อง แต่อาจหดตัว YoY เล็กน้อยจากยอดขายสินค้า high margin ที่ชะลอลดลง ส่งผลให้ GPM ของธุรกิจค้าปลีกอ่อนตัวลง ส่วนปี 2026E เราประเมินกำไรดีขึ้น YoY จากการขยายสาขาและการรับรู้กำไรจาก Lucky Frozen เต็มปี รวมไปถึงมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจที่กำลังอยู่ระหว่างการขออนุมัติ

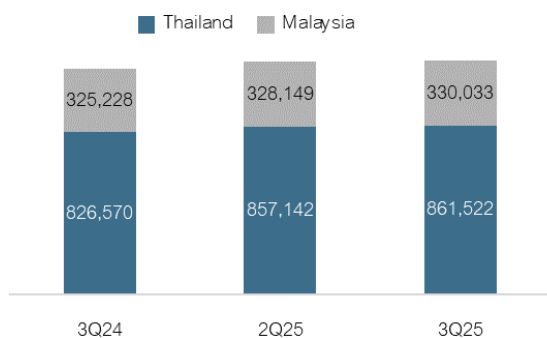
Valuation/Catalyst/Risk

เราประเมินราคา 2026E ที่ 23.00 บาท ถึง 2026E PER 20x (-1.5SD จากค่าเฉลี่ย 5 ปี) โดยจะมี key catalyst จากมุมมองเชิงบวกต่อการฟื้นตัวของ organic growth ผ่านการขยายสาขาและแรงสนับสนุนจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ ตลอดจน inorganic growth จากการ consolidate งบของ Lucky Frozen ซึ่งจะช่วยส่งเสริมการเติบโตทั้งด้านรายได้และกำไร ในขณะที่ราคาหุ้นน่าสนใจ ปัจจุบันเทรดอยู่ที่ราว 14 เท่าถึง 2026E PER คิดเป็น -2SD

KEY HIGHLIGHTS

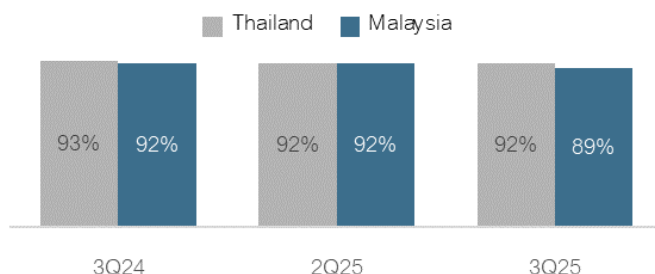
- ❑ ขยายสาขาพร้อมพื้นที่เช่าใหม่ 18,000 ตร.ม. และ The Happitat เตรียมเปิดให้บริการ CPAXT เดินหน้าตามแผนการขยายสาขาในปี 2025 โดยตั้งเป้าเปิดสาขาใหม่ราว 131 แห่ง ภายใต้แบรนด์ Makro และ Lotus's ซึ่งขณะนี้ได้เปิดดำเนินงานไปแล้ว 100 สาขา และคาดว่าจะอีก 31 สาขาจะเปิดให้บริการภายใน 4Q25 สำหรับสาขาใหญ่ที่กำลังจะเปิดดำเนินงานมีรายละเอียดดังนี้ (ไม่รวม Lotus's Go fresh):
 - ❑ Makro บ้านไผ่ (NLA 4,500 ตร.ม.) คาดเริ่มดำเนินงานต้น ธ.ค.25
 - ❑ Makro Philippines ผ่านการร่วมลงทุนกับ Ayala Corporation ซึ่งเป็นหนึ่งในผู้เล่นรายใหญ่ด้านธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ โดย CPAXT ถือหุ้น 50.1% และ Ayala Corporation ถือหุ้น 49.9%
 - ❑ Lotus's ศรีราชา (NLA 7,700 ตร.ม.) คาดเริ่มดำเนินงานต้น ธ.ค.25
 - ❑ Lotus's Mall บางนา (The Happitat) ที่มีขนาด 48,000 ตร.ม. พร้อม hypermarket รูปแบบใหม่ คาดเริ่มดำเนินงาน เม.ย.26 และเบื้องต้นตั้งเป้า occupancy rate ที่ 85%
- นอกจากพื้นที่เช่าจากสาขาใหม่แล้ว Lotus's ยังได้ปรับโฉมและขยายพื้นที่เช่าในสาขาเดิมเพื่อทำให้อุตสาหกรรมยั่งยืน ประกอบกับการดึงร้านค้าชื่อดังมาเป็น magnet เพื่อเพิ่ม foot traffic และกระตุ้นยอดขายในสาขา:
- ❑ Lotus's บ่อวิน (Additional NLA 2,500 ตร.ม.) และได้เริ่มดำเนินงานช่วงปลาย ต.ค.25 พร้อมร้านค้าดัง เช่น Beatrium, Lucky Suki, Lucky BBQ
 - ❑ Lotus's บ้านบึง (Additional NLA 3,400 ตร.ม.) ได้เริ่มดำเนินงานไปบางส่วนแล้วในช่วงต้น พ.ย.25 พร้อมร้านค้าดัง เช่น Shinkanzen Sushi และ Starbuck

Fig 1: Average Permanent NLA (sq.m.)



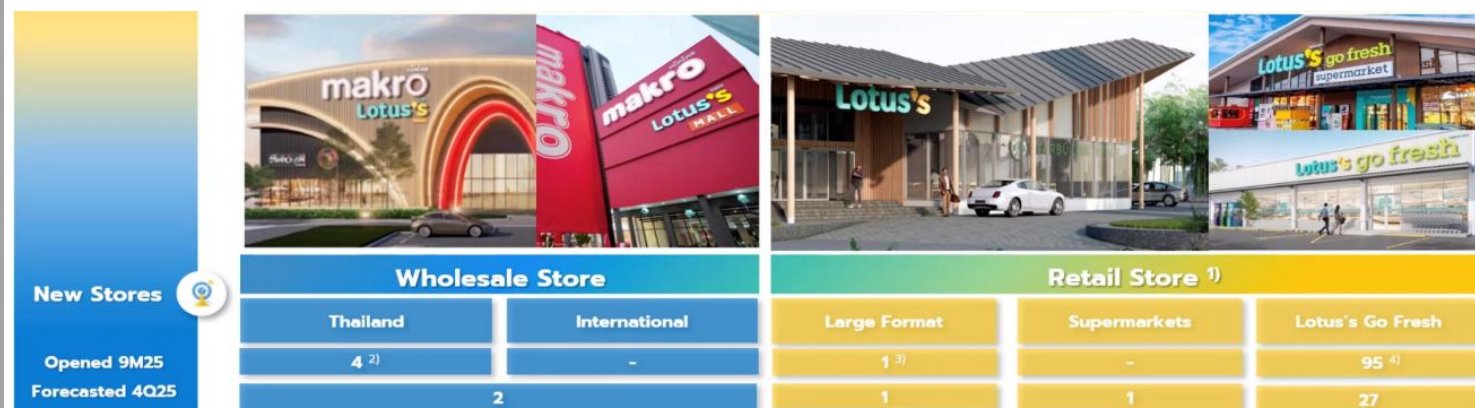
Source: Company, DAOL

Fig 2: Average Occupancy rate (%)



Source: Company, DAOL

Fig 3: แผนการขยายสาขาปี 2025



Source: Company, DAOL

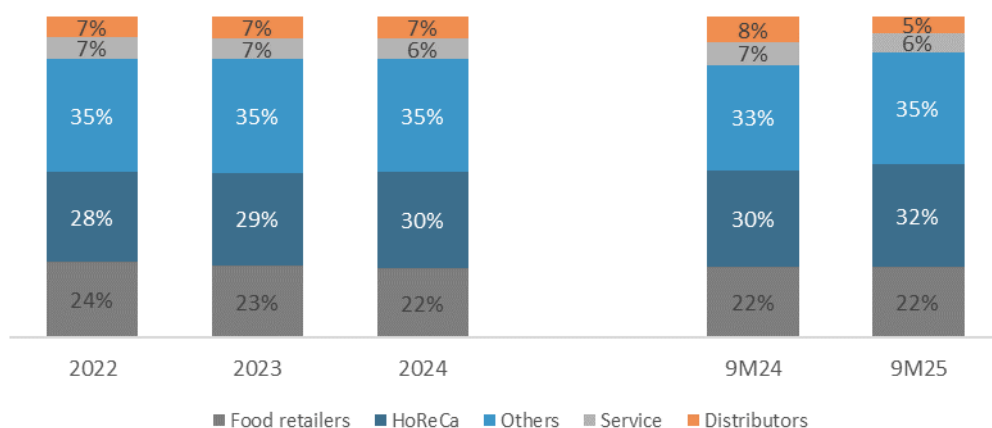
□ SSSG แนวโน้มฟื้นตัวจากกลุ่ม HoReCa และ Retailers จากมาตรการภาครัฐ

CPAXT มีโอกาสได้รับอานิสงส์ทางอ้อมจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของภาครัฐ เนื่องจากฐานลูกค้าหลักที่ขับเคลื่อนธุรกิจค้าส่งของบริษัท ได้แก่ Retailer, กลุ่ม HoReCa, และ ผู้บริโภคทั่วไป ซึ่งล้วนเป็นกลุ่มที่มีแนวโน้มตอบสนองต่อมาตรการใช้จ่ายภาครัฐโดยตรง หากมาตรการทั้งสองผ่านการอนุมัติจาก ครม. คาดว่าจะส่งผลเชิงบวกต่อธุรกิจค้าส่งของ CPAXT ดังนี้

1. โครงการ “คนละครึ่ง เฟส 2” จะช่วยกระตุ้นกำลังซื้อของผู้บริโภคปลายทางมีการใช้จ่ายเพิ่มขึ้น ซึ่งจะส่งผลให้กลุ่ม Retailer มีความจำเป็นต้องสต็อกสินค้าเพิ่มเพื่อรองรับดีมานด์ที่สูงขึ้น โดยคาดว่าจะเริ่มใช้สิทธิได้ ม.ค.26
2. โครงการ “เที่ยวไทยคนละครึ่ง” จะช่วยกระตุ้นการท่องเที่ยวภายในประเทศ ทำให้ดีมานด์จากกลุ่ม HoReCa เพิ่มขึ้น เนื่องจากจำนวนนักท่องเที่ยวและการใช้บริการอาหารเพิ่มสูงขึ้น โดยคาดว่าจะเริ่มใช้สิทธิได้ ก.พ.26

โดยรวมแล้ว มาตรการทั้งสองสามารถช่วยหนุนยอดขายของ CPAXT ผ่านการเพิ่มคำสั่งซื้อจากลูกค้าหลักทั้งฝั่ง Retailer และ HoReCa ทำให้แนวโน้มผลประกอบการของบริษัทมีความแข็งแกร่งยิ่งขึ้นในช่วง 1Q26E เมื่อมีผลบังคับใช้

Fig 4: Revenue Breakdown by Customer type - Wholesale business (Makro)

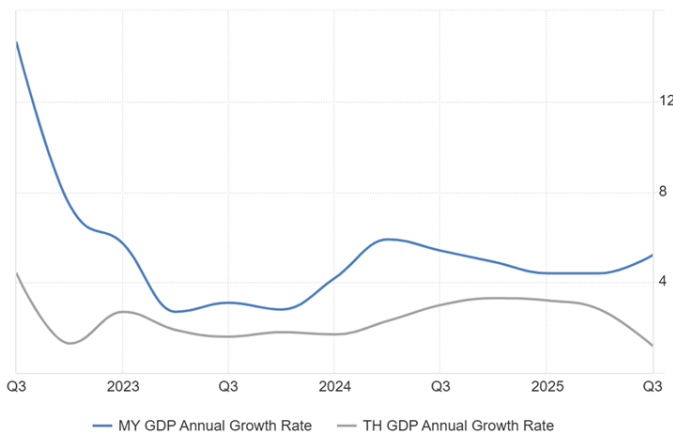


Source: Company, DAOL

□ เตรียมรับรู้รายได้จาก Lucky Frozen เต็มที่ 4Q25E และปี 2026E

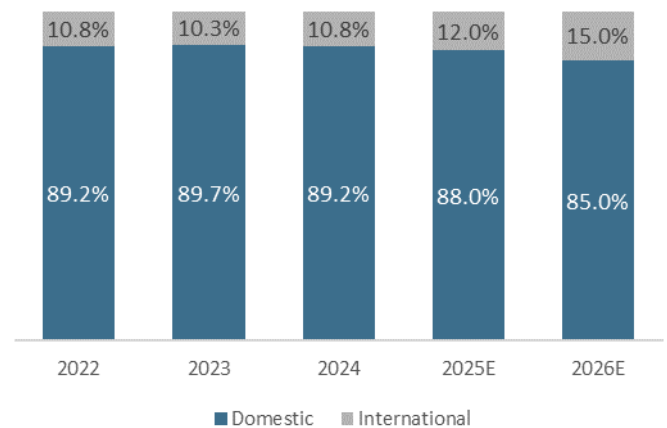
ในช่วงปลายเดือน ส.ค.25 CPAXT ได้เข้าซื้อหุ้น 100% ในบริษัท Renewed Hope มูลค่า 1,051 ล้านบาท หรือราว 8.1 พันล้านบาท ซึ่งดำเนินธุรกิจผลิต นำเข้า และจำหน่ายอาหารภายใต้แบรนด์ Lucky Frozen ให้กับลูกค้ากลุ่ม HoReCa และ ห้างค้าปลีกในประเทศมาเลเซีย การเข้าซื้อครั้งนี้มีเป้าหมายเพื่อเสริมความแข็งแกร่งให้กับธุรกิจ Foodservice APME และ สนับสนุนกลยุทธ์การขยายธุรกิจในภูมิภาคอาเซียน อีกทั้งการตัดสินใจลงทุนในมาเลเซียยังมองถึงความเหมาะสมเชิงกลยุทธ์ เนื่องจากประเทศมาเลเซียมีอัตราการเติบโตของ GDP สูงกว่าไทย และเป็นตลาดที่มีศักยภาพในการขยายตัวต่อเนื่อง การเข้าซื้อกิจการจึงช่วยให้ CPAXT กระจ่ายพอร์ตธุรกิจในระดับนานาชาติ (international diversification) ลดการพึ่งพาตลาดภายในประเทศ และสร้างฐานรายได้ใหม่ในภูมิภาคที่เติบโตโดดเด่น โดยที่ผ่านมา CPAXT มีสัดส่วนรายได้จากตลาดต่างประเทศอยู่ที่ 10.8% ของรายได้รวม แต่คาดว่าจะเพิ่มขึ้นเป็น 12% ในปี 2025E และมีโอกาสขยายไปถึง 15% ในระยะยาว

Fig 5: GDP Annual growth rate: Malaysia vs. Thailand



Source: Company, DAOL

Fig 6: Revenue Breakdown by geography



Source: Company, DAOL

ดีลนี้ทำให้บริษัทเริ่มรับรู้ผลประโยชน์จากการจาก Renewed Hope ใน 3Q25 โดยสร้าง รายได้รวม 786 ล้านบาท และ กำไร 46 ล้านบาท จากการดำเนินงานเพียงราวหนึ่งเดือนเศษ หากทำการ Annualize จะเทียบเท่ากับรายได้ประมาณ 7.5 พันล้านบาท และกำไรราว 500 ล้านบาทต่อปี ซึ่งสะท้อนศักยภาพในการสร้างผลตอบแทนและ Synergy กับเครือข่าย Foodservice ทั่วภูมิภาคได้อย่างชัดเจน ด้วยเหตุนี้ การเข้าซื้อกิจการ Lucky Frozen จึงถือเป็น ปัจจัยหนุนสำคัญต่อการเติบโตแบบ Inorganic Growth ของ CPAXT ในปี 2026

ตัวอย่างสินค้าในพอร์ตของ Lucky Frozen ได้แก่

1. เนื้อวัวพรีเมียม เช่น Japanese Wagyu A5, Australian Wagyu และ Angus Beef
2. เนื้อแกะ เช่น เนื้อแกะออสเตรเลีย และนิวซีแลนด์
3. อาหารสำเร็จรูปและโปรเซสฟู้ด ได้แก่ Cold Cuts, Meatballs, Cured Meat และ Sausages
4. และสินค้าจาก แบรนด์พันธมิตร (Partnered Brands) อีกหลายรายการ

Fig 7: ตัวอย่างสินค้าในพอร์ตของ Lucky Frozen



□ กำไรปี 2026E เติบโตจากการขยายสาขาและการเข้าซื้อกิจการ

เราประมาณการกำไรสุทธิปี 2025E-26E ที่ 1.05 หมื่นล้านบาท -1% YoY และ 1.19 หมื่นล้านบาท +13% YoY ตามลำดับ โดยเป็นผลจาก

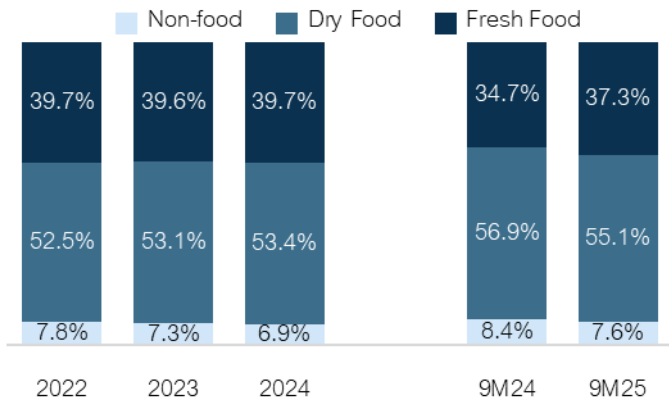
- 1) เราประเมินรายได้ปี 2025E-26E จะเติบโตเป็น 5.15 แสนล้านบาท +1% YoY และ 5.44 แสนล้านบาท +5% YoY โดยได้รับแรงหนุนหลักจากการขยายสาขา แม้ SSSG จะอ่อนตัวตามภาวะกำลังซื้อที่ชะลอ แต่การเพิ่มขึ้นของสาขาและพื้นที่เช่าคาดว่าจะชดเชยในส่วนนี้ได้ รวมถึงเพิ่มรายได้จากการขายและค่าเช่าราว 2.14 หมื่นล้านบาท นอกจากนี้มาตรการภาครัฐยังมีแนวโน้มช่วยหนุน SSSG ให้เป็นบวกต่อเนื่อง ขณะที่การรวมรายได้ของ Lucky Frozen คาดว่า จะช่วยเพิ่มรายได้ราว 7.5 พันล้านบาท
- 2) GPM ปี 2025E-26E จะอยู่ที่ 16.4% และ 16.6% (ปี 2024 = 16.4%) โดยปี 2025E คาดว่าจะทรงตัว YoY จากแรงกดดันของยอดขายสินค้ากลุ่ม high margin โดยเฉพาะ non-food ที่ชะลอตัว อย่างไรก็ตาม การผลักดันสินค้า fresh food, private label และ exclusive brand จะช่วยยกระดับมาร์จิ้น และเมื่อรวมกับรายได้จาก Lucky Frozen จะเริ่มหนุนสัดส่วนสินค้า high margin ให้ฟื้นตัวชัดเจนในปี 2026E
- 3) NPM% ในปี 2025E-26E จะทรงตัวที่ 2.0% สำหรับปี 2025E แต่เติบโตเป็น 2.2% สำหรับปี 2026E (ปี 2024 = 2.1%) โดยกำไรปี 2025E ยังคงถูกกดดันจากยอดขายสินค้ากลุ่ม high margin ที่หดตัว ขณะที่ปี 2026E คาดว่ากำไรจะฟื้นตัวเด่นขึ้นจากการขยายสาขาและแรงหนุนจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจที่ช่วยเสริม organic growth รวมถึงการรวมกับ Lucky Frozen ที่สนับสนุน inorganic growth และเพิ่มความสามารถในการทำกำไรโดยรวม

สำหรับแนวโน้มกำไรสุทธิ 4Q25E เราคาดว่าที่ 3.7 พันล้านบาท -6% YoY/+99% QoQ โดยกำไรมีแนวโน้มฟื้นตัวเด่น QoQ จากการเข้าสู่ช่วง high season รวมถึงยังมีมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของภาครัฐและกำไรจาก Lucky Frozen เข้ามาส่งเสริม อย่างไรก็ตาม กำไรจะอ่อนตัว YoY หลัง GPM ยังถูกกดดันจากการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างรายได้โดยยอดขายสินค้ากลุ่ม high margin ยังคงชะลอตัว

VALUATIONS

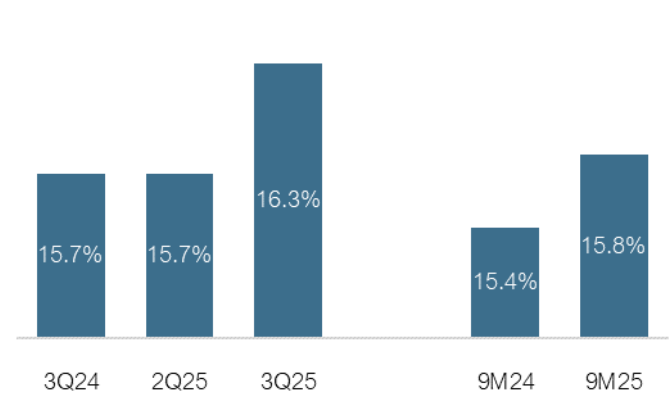
เรากลับมาจัดทำบทวิเคราะห์ CPAXT ด้วยคำแนะนำ "ซื้อ" และประเมินราคาเป้าหมายที่ 23.00 บาท ถึง 2026E PER 20x (-1.5SD below 5-yr average PER) สะท้อนมุมมองเชิงบวกต่อการฟื้นตัวของ organic growth ผ่านการขยายสาขาและแรงสนับสนุนจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ ตลอดจน inorganic growth จากการ consolidate งบของ Lucky Frozen ซึ่งจะช่วยส่งเสริมการเติบโตทั้งด้านรายได้และกำไร ในขณะที่ราคาหุ้นปัจจุบันเทรดอยู่ที่ราว 14 เท่าถึง 2026E PER คิดเป็น -2SD

Fig 8: Revenue breakdown by Product type to Total sales (%)



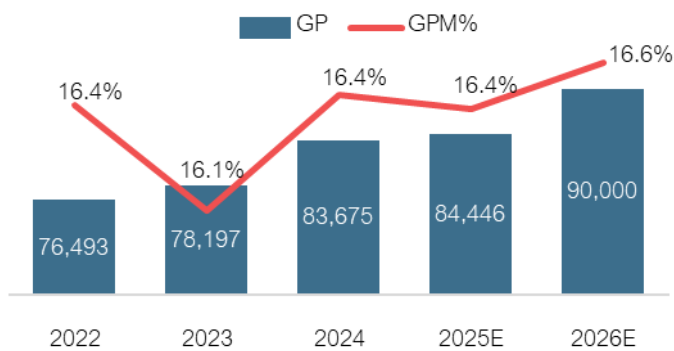
Source: Company, DAOL

Fig 9: Revenue of Private label/Exclusive brands to Total sales (%)



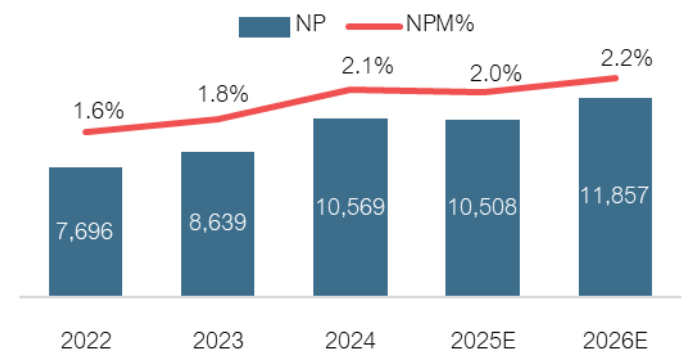
Source: Company, DAOL

Fig 10: 2022 - 2026E Gross Profit (Bt mn)



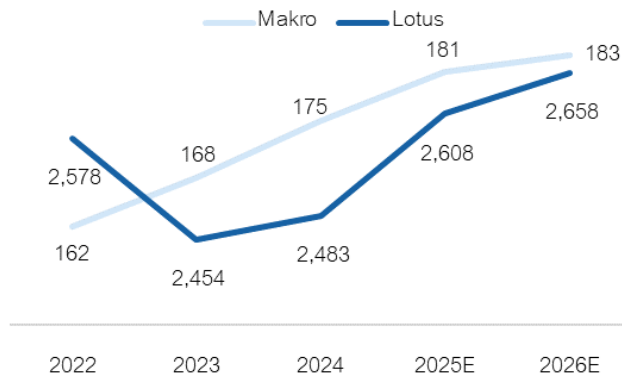
Source: Company, DAOL

Fig 11: 2022 - 2026E Net Profit (Bt mn)



Source: Company, DAOL

Fig 12: No. of branches of Makro and Lotus



Source: Company, DAOL

Fig 13: Projected Additional Revenue and Store Metrics (Bt mn)

Category	Makro	Lotus	Total
Number of new Branches (2025)	6	125	
Average Annual Sales/Store (Bt mn)	1,592	93	
Additional Sales to 2026E (Bt mn)	9,550	11,647	21,197
Additional NLA (Opening 4Q25)	4,500 sq.m.	13,600 sq.m.	
Additional Rental Income (Bt mn)	48	144	192
Total (Bt mn)	9,597	11,792	21,389

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.

Quarterly income statement

(Bt mn)	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
Sales	123,727	132,638	129,300	128,448	126,476
Cost of sales	(103,355)	(110,105)	(108,232)	(107,798)	(106,133)
Gross profit	20,371	22,534	21,068	20,650	20,343
SG&A	(17,397)	(17,185)	(17,073)	(17,023)	(17,467)
EBITDA	7,786	12,541	(8,510)	8,176	10,093
Finance costs	(1,434)	(1,438)	(1,404)	(1,422)	(1,211)
Core profit	1,952	3,960	2,643	2,286	1,864
Net profit	1,952	3,960	2,643	2,286	1,864
EPS	0.2	0.4	0.2	0.2	0.18
Gross margin	16.5%	17.0%	16.3%	16.1%	16.1%
EBITDA margin	6.3%	9.5%	-6.6%	6.4%	8.0%
Net profit margin	1.6%	3.0%	2.0%	1.8%	1.5%

Balance sheet

FY: Dec (Bt mn)	2022	2023	2024	2025E	2026E
Cash & deposits	40,103	31,707	19,461	18,691	23,104
Accounts receivable	4,249	4,045	4,558	4,613	4,872
Inventories	37,820	35,884	36,484	39,500	41,716
Other current assets	5,183	5,102	6,420	6,670	7,401
Total cur. assets	87,355	76,739	66,923	69,474	77,093
Investments	249,697	249,990	250,631	250,631	250,631
Fixed assets	209,713	210,621	226,069	232,110	237,766
Other assets	1,878	3,021	2,908	1,939	1,961
Total assets	548,643	540,371	546,531	554,154	567,452
Short-term loans	1,637	2,382	9,418	9,783	10,332
Accounts payable	73,688	79,009	78,205	79,198	83,492
Current maturities	0	5,982	1,979	2,801	2,493
Other current liabilities	15,438	30,776	33,235	33,469	35,347
Total cur. liabilities	90,763	118,150	122,838	125,253	131,664
Long-term debt	110,025	70,180	66,732	63,930	61,437
Other LT liabilities	56,925	58,569	58,344	61,790	65,256
Total LT liabilities	166,949	128,749	125,076	125,720	126,693
Total liabilities	257,713	246,899	247,914	250,973	258,358
Registered capital	5,586	5,586	10,428	10,428	10,428
Paid-up capital	5,290	5,290	10,428	10,428	10,428
Share premium	263,882	263,882	263,882	263,882	263,882
Retained earnings	28,186	31,410	36,340	40,904	46,817
Others	(7,009)	(7,664)	(12,976)	(12,976)	(12,976)
Minority interests	583	555	943	943	943
Shares' equity	290,931	293,473	298,617	303,181	309,094

Cash flow statement

FY: Dec (Bt mn)	2022	2023	2024	2025E	2026E
Net profit	7,697	8,640	10,569	10,508	11,857
Depreciation	(17,551)	(17,612)	(17,620)	(17,376)	(17,760)
Chg in working capital	(466)	23,381	(887)	2,322	6,409
CF from operations	24,782	49,633	27,302	30,206	36,026
Capital expenditure	(18,661)	(18,521)	(33,068)	(23,417)	(23,417)
Others	(651)	(293)	(641)	0	0
CF from investing	(19,312)	(18,814)	(33,709)	(23,417)	(23,417)
Free cash flow	865	26,232	(10,222)	2,488	8,397
Net borrowings	(24,657)	(33,117)	(415)	(1,614)	(2,253)
Equity capital raised	-	(0)	5,138	0	0
Dividends paid	(2,960)	(5,396)	(6,031)	(5,944)	(5,944)
Others	(54)	(683)	(4,923)	0	0
CF from financing	(27,671)	(39,197)	(6,231)	(7,558)	(8,196)
Net change in cash	(22,201)	(8,377)	(12,638)	(770)	4,413

Forward PER band



Income statement

FY: Dec (Bt mn)	2022	2023	2024	2025E	2026E
Sales	466,082	486,472	508,745	514,915	543,804
Cost of sales	(389,588)	(408,274)	(425,070)	(430,469)	(453,804)
Gross profit	76,494	78,198	83,675	84,446	90,000
SG&A	(62,842)	(64,968)	(68,339)	(69,308)	(73,414)
EBITDA	31,202	30,841	32,957	32,514	34,346
Depre. & amortization	(17,551)	(17,612)	(17,620)	(17,376)	(17,760)
Equity income	831	746	673	796	798
Other income	3,050	3,477	3,297	3,297	3,297
EBIT	17,533	17,453	19,306	19,232	20,681
Finance costs	(7,122)	(6,319)	(5,735)	(5,586)	(5,421)
Income taxes	(2,729)	(2,535)	(3,026)	(3,139)	(3,403)
Net profit before MI	7,682	8,599	10,545	10,508	11,857
Minority interest	15	41	24	0	0
Core profit	7,922	8,777	10,837	10,508	11,857
Extraordinary items	225	137	268	0	0
Net profit	7,697	8,640	10,569	10,508	11,857

Key ratios

FY: Dec (Bt mn)	2022	2023	2024	2025E	2026E
Growth YoY					
Revenue	75.6%	4.4%	4.6%	1.2%	5.6%
EBITDA	114.0%	-0.1%	5.3%	-1.3%	5.6%
Net profit	-43.8%	12.3%	22.3%	-0.6%	12.8%
Core profit	13.6%	10.8%	23.5%	-3.0%	12.8%
Profitability ratio					
Gross profit margin	16.4%	16.1%	16.4%	16.4%	16.6%
EBITDA margin	6.7%	6.3%	6.5%	6.3%	6.3%
Core profit margin	1.7%	1.8%	2.1%	2.0%	2.2%
Net profit margin	1.7%	1.8%	2.1%	2.0%	2.2%
ROA	1.4%	1.6%	1.9%	1.9%	2.1%
ROE	2.6%	2.9%	3.5%	3.5%	3.8%
Stability					
D/E (x)	0.89	0.84	0.83	0.83	0.84
Net D/E (x)	0.25	0.16	0.20	0.19	0.17
Interest coverage ratio	2.46	2.76	3.37	3.44	3.81
Current ratio (x)	0.96	0.65	0.54	0.55	0.59
Quick ratio (x)	0.55	0.35	0.25	0.24	0.27
Per share (Bt)					
Reported EPS	0.73	0.82	1.00	1.01	1.14
Core EPS	0.75	0.83	1.02	1.01	1.14
Book value	27.44	27.69	28.13	28.98	29.55
Dividend	0.36	0.57	0.71	0.71	0.66
Valuation (x)					
PER	26.5	23.6	19.3	16.8	19.5
Core PER	25.8	23.3	18.8	16.8	19.5
P/BV	0.7	0.7	0.7	0.6	0.8
EV/EBITDA	7.7	6.8	6.9	7.0	6.4
Dividend yield	2.2%	3.5%	4.4%	4.4%	4.1%

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 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.