

Thailand Food Sector

ใช้ความสามารถของตนเอง



Sector Valuation			Current	Target	Market	Norm EPS grw		— Norm PE —		—EV/EBITDA—		Div yield	
	BBG		price	price	cap	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
Company	Code	Rec.	(Bt)	(Bt)	(US\$ m)	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Carabao Group Pcl	CBG TB	BUY	41.00	50.00	1,262	1.8	(5.6)	14.6	15.4	9.7	9.8	3.6	3.7
i-Tail Corporation Pcl	ITC TB	BUY	17.10	20.00	1,579	(22.5)	25.0	17.3	13.8	12.3	9.6	4.9	6.2
KCG Corporation Pcl	KCG TB	BUY	7.95	11.00	133	17.2	11.5	9.1	8.2	6.8	6.1	6.0	6.7
Osotsa Pcl	OSP TB	BUY	15.60	19.30	1,442	8.7	1.3	14.2	14.0	9.0	8.9	7.7	7.1
R&B Food Supply Pcl.	RBF TB	SELL	3.18	2.80	196	(13.2)	1.6	14.7	14.4	6.6	6.7	4.7	4.7
SAPPE Pcl	SAPPE TB	SELL	33.75	28.00	320	(30.0)	(6.4)	12.0	12.8	7.7	8.0	4.2	3.9
Srinanaporn Mkt Pcl	SNNP TB	SELL	7.15	6.40	211	(9.3)	(6.8)	10.9	11.7	8.4	8.3	7.6	7.1
Taokaenoi Pcl	TKN TB	SELL	4.62	4.00	196	(49.4)	(5.7)	15.2	16.1	9.5	9.7	5.5	5.2
Thai Union Group Pcl	TU TB	HOLD	13.50	12.60	1,851	(11.3)	8.3	11.8	10.9	9.1	8.4	5.6	5.5

Source: Thanachart estimates, based on 12 November 2025 closing prices

บริษัทอาหารและเครื่องดื่มของไทยกำลังเผชิญกับความต้องการที่อ่อนแอทั้งในตลาดในประเทศและต่างประเทศ เราขอพบบริษัทที่มีความต้องการซื้อเปลี่ยนแปลงน้อย (inelastic demand) มีความสามารถในการแข่งขันที่แข็งแกร่ง และมูลค่าที่น่าสนใจ ITC KCG และ OSP เป็น Top Picks ของเรา

ใช้ความสามารถของตนเอง; "NEUTRAL "

เราให้น้ำหนักลงทุนเป็น "NEUTRAL" กลุ่มอาหารและเครื่องดื่ม เนื่องจากความต้องการโดยรวมทั้งในประเทศและต่างประเทศยังค่อนข้างอ่อนแอ อย่างไรก็ตาม เราเห็นโอกาสการลงทุนในบริษัทที่: 1) ความต้องการในผลิตภัณฑ์ที่แข็งแกร่ง 2) อยู่ในช่วงลดต้นทุน และ 3) มูลค่าไม่แพง และให้ผลตอบแทนที่ดี ITC และ KCG ตอบโจทย์ทั้งหมดนี้และเป็นหุ้น Top Picks ของเรา ที่ OSP เป็น Top Pick เช่นกัน ในฐานที่ราคาหุ้นตกต่ำที่สุดด้วยมีการประหยัดต้นทุนมาก และมีอัตราผลตอบแทนปันผลสูงที่สุดในกลุ่ม

Check list #1 – ความต้องการ

เรามองความต้องการที่แข็งแกร่งขึ้นในธุรกิจอาหารสัตว์เลี้ยงเฉพาะทาง ซึ่งมีความต้องการซื้อเปลี่ยนแปลงน้อย ITC เป็นหนึ่งในสามผู้ผลิตอาหารสัตว์เลี้ยง OEM ที่ใหญ่ที่สุดของโลก โดยเฉพาะอาหารแมว Human-grade ที่เสริมคุณค่าทางโภชนาการ ซึ่งถือเป็นสิ่งจำเป็นสำหรับเจ้าของสัตว์เลี้ยงที่ให้ความสำคัญกับสุขภาพของสัตว์เลี้ยง นอกจากนี้ ภาชีนำเข้าสหรัฐฯ ต่อดินค้าจากจีนที่สูงขึ้น ยังทำให้ไทยมีความสามารถในการแข่งขันสูงขึ้นในตลาดส่งออกอาหารสัตว์เลี้ยง ส่วน KCG การปรับเปลี่ยนธุรกิจจากอาหารตะวันตกเข้าสู่ตลาด FMCG สำหรับอาหารและขนมก็ช่วยให้บริษัทขยายฐานลูกค้าได้มากขึ้น

Check list #2 - ปรับลดต้นทุน

บริษัทส่วนใหญ่อยู่ในโหมดการปรับลดต้นทุน ซึ่งกำไรของบริษัทที่ได้รับผลกระทบจากการปรับลดต้นทุน ได้แก่ ITC, KCG, OSP และ TU โดย ITC และ TU เริ่มเห็นการประหยัดต้นทุนจากการปรับโครงสร้างธุรกิจ KCG กำลังปรับโรงงานให้เป็นระบบอัตโนมัติแทนการพึ่งพากำลังคน OSP ตัดจำหน่ายการลงทุนในโรงงานผลิตแก้วในเมียนมาร์ และเริ่มเน้นการลดค่าใช้จ่ายด้านการตลาดเพิ่มเติมจนถึงปี 2026F

Check list #3 – มลค่า และอัตราผลตอบแทนปันผล

โดยเฉลี่ยแล้ว ราคาหุ้นของบริษัทที่เราทำบทวิเคราะห์ลดลง 50% จากจุดสูงสุดในปี 2021 และ 33% YTD ที่ราคาปัจจุบัน เรามองว่า ITC มีมูลค่าที่ดีที่สุดที่ PE ที่ 14 เท่า ในปี 2026F เทียบกับ EPS ที่เติบโต 25/14% ในปี 2026-27F และให้อัตราผลตอบแทนปันผลที่ 4.9/6.2% ในปี 2025-26F KCG ก็อยู่ในกลุ่มนี้ โดยซื้อขายที่ 2026F PE ที่ 8 เท่า เทียบกับ EPS ที่เติบโต 11/9% ในปี 2026-27F และให้อัตราผลตอบแทนปันผลที่ 6.0/6.7% ในปี 2025-26F OSP ให้ผลตอบแทนปันผลสูงถึง 7.7/7.1% ในปี 2025-26F ปัจจุบันเราปรับคำแนะนำ TU จาก ขาย เป็น "ถือ" จากการประหยัดต้นทุนจากการปรับโครงสร้างธุรกิจเริ่มมีผล และมีอัตราผลตอบแทนปันผลที่ 5.6/5.5% ในปี 2025-26F แต่เรามองว่า 2026F PE ที่ 11 เท่า ถือว่าสมเหตุสมผลแล้ว

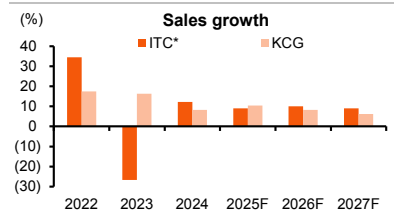


PATTADOL BUNNAK

662 – 779 9119

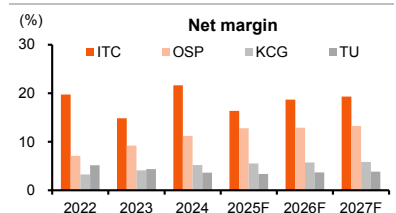
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

ITC & KCG: Resilient Demand Plays



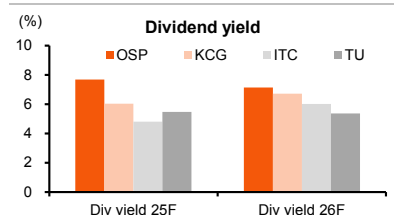
Sources: Company data, Thanachart estimates

ITC, KCG, OSP: Cost-Saving Plays



Sources: Company data, Thanachart estimates

OSP, ITC, KCG: A High-Yield Play



Sources: Company data. Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

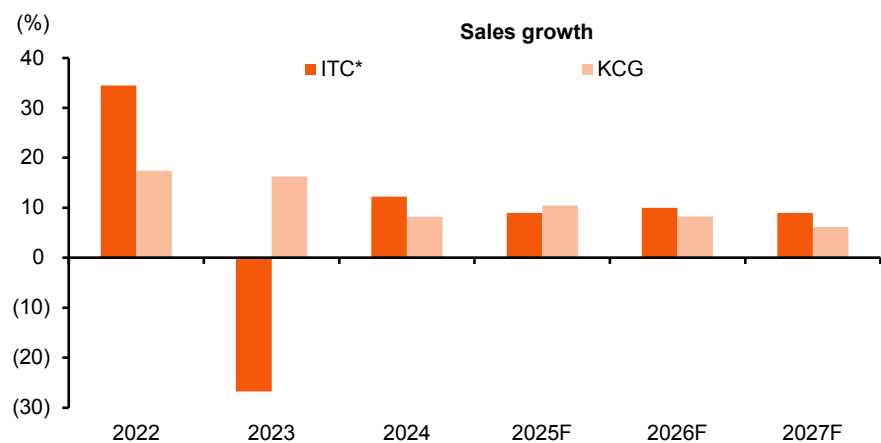
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาด จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลดังกล่าวไปใช้ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ คัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Our Stock Recommendation List

BBG Code	Rec.	Check lists	Target price (Bt)	Norm EPS gw.		— Norm PE —		— P/BV —		— Div yield —	
				2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
				(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
ITC TB	BUY	Demand, Margins, Yield	20.0	(22.5)	25.0	17.3	13.8	2.1	2.1	4.9	6.2
KCG TB	BUY	Demand, Margins, Yield	11.0	17.2	11.5	9.1	8.2	1.4	1.3	6.0	6.7
OSP TB	BUY	Margins, Yield	19.3	8.7	1.3	14.2	14.0	2.9	2.9	7.7	7.1
CBG TB	BUY	-	50.0	1.8	(5.6)	14.6	15.4	2.8	2.6	3.6	3.7
TU TB	HOLD	Margins, Yield	12.6	(11.3)	8.3	11.8	10.9	1.0	1.0	5.6	5.5
SNNP TB	SELL	-	6.4	(9.3)	(6.8)	10.9	11.7	1.9	1.9	7.6	7.1
TKN TB	SELL	-	4.0	(49.4)	(5.7)	15.2	16.1	2.8	2.8	5.5	5.2
SAPPE TB	SELL	-	28.0	(30.0)	(6.4)	12.0	12.8	2.2	2.0	4.2	3.9
RBF TB	SELL	-	2.8	(13.2)	1.6	14.7	14.4	1.3	1.2	4.7	4.7

Sources: Company data, Thanachart estimates

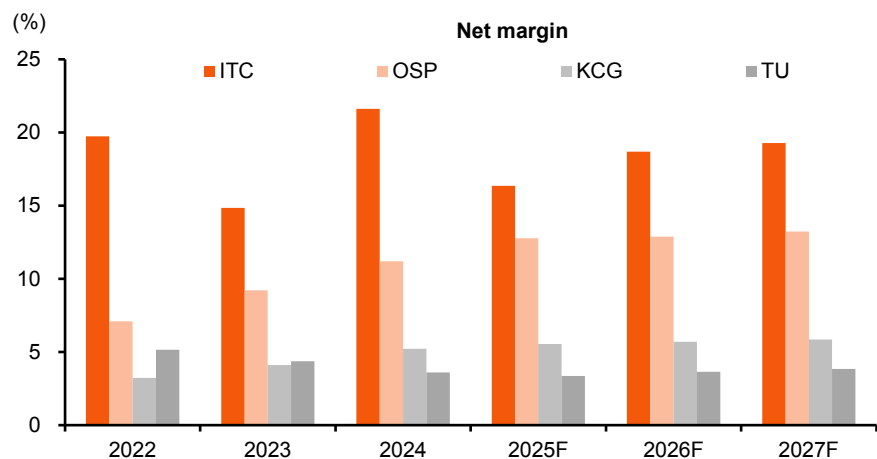
Ex 2: ITC & KCG: Resilient Demand Plays



Sources: Company data, Thanachart estimates

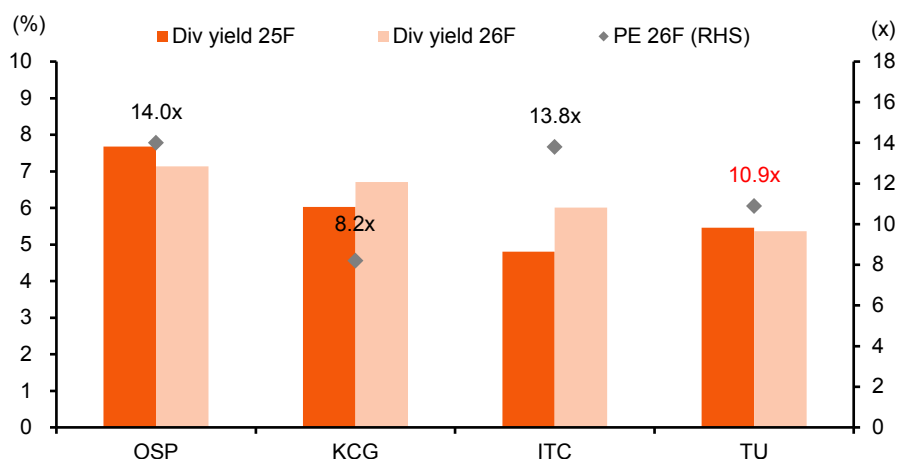
Note: * ITC's sales growth in US dollars. In 2023, ITC faced with customers' inventory destocking after abnormally high 2022 orders. Orders have been relatively stable after that with ITC worked more closely with customers in evaluating inventory.

Ex 3: ITC, KCG, OSP: Cost-Saving Plays



Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: ITC and TU began business restructuring in 2024-2025 and expect meaningful net cost saving from 2026F.

Ex 4: OSP, ITC, KCG: A High-Yield Play

Sources: Company data, Thanachart estimates

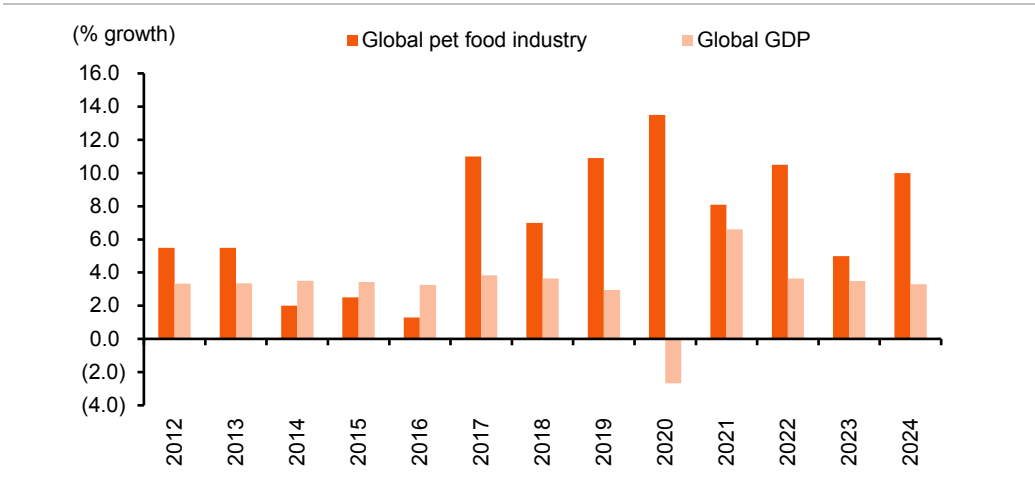
Note: TU is a high yield play, but its PE looks fairly priced to us

Ex 5: Not All Food Demand Is Resilient

Product (x)	Companies	Demand nature	Reasons
Specialized pet foods	ITC (BUY)	Low elasticity	– High-income pet owners prioritize premium, health-focused foods that are easy to feed their pets. Limited pricing competition as quality matters
General human food	KCG(BUY)	Moderate elasticity	– Need to consume anyway, but a shift to lower-priced foods. Also, aggressive competition occurs when demand falls
	TU (HOLD)		
	RBF (SELL)		
Energy drinks	OSP (BUY)	Moderate elasticity	– Actually resilient demand here with limited competition, but faces regular political headwinds in key markets
	CBG (CUY)		
Snacks and functional drinks	SNNP (SELL)	High elasticity	– Lower consumption when incomes fall, therefore, the fiercest competition
	SAPPE (SELL)		
	TKN (SELL)		

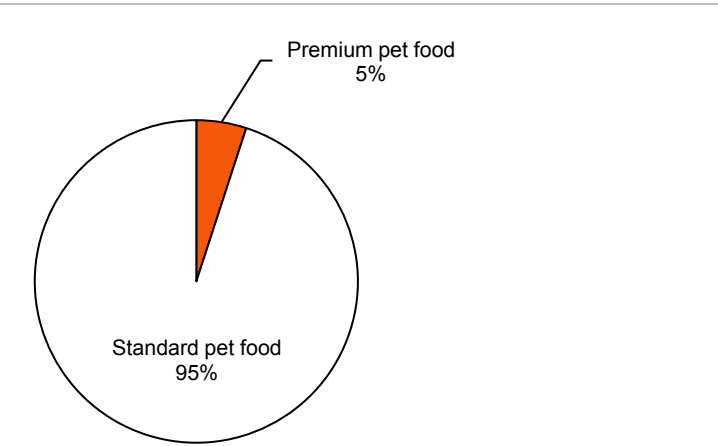
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Pet Food Demand Growth Vs. Global GDP Growth



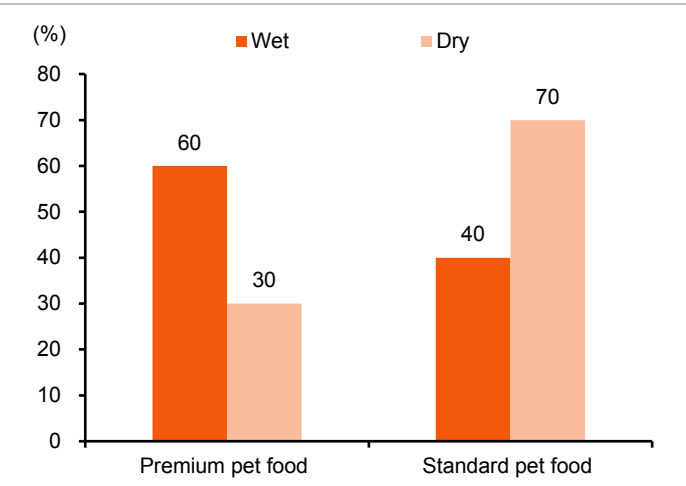
Sources: American Pet Products Association, Petfoodindustry, IMF, Thanachart compilation

Ex 7: Premium Pet Food Sales Still At A Low Base



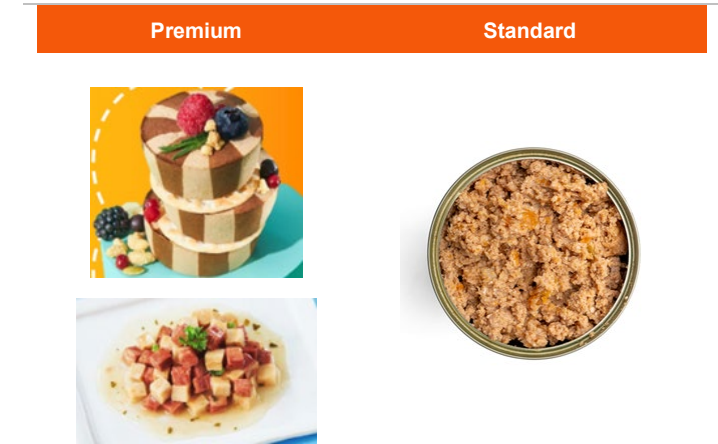
Source: Thanachart compilation

Ex 8: More Wet-Based Premium Pet Food

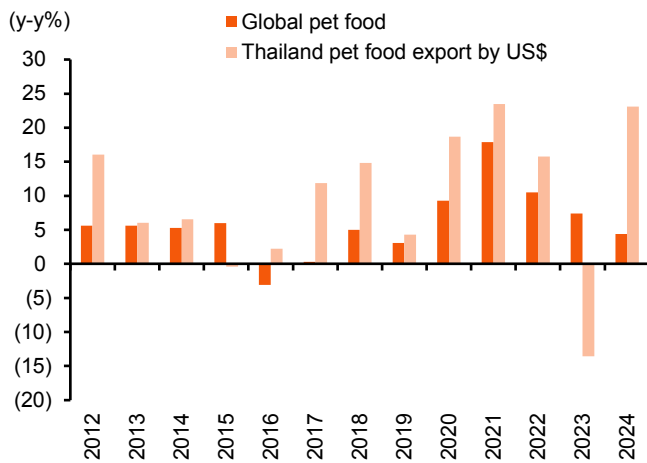


Source: Thanachart compilation
Note: ITC focuses on wet-based premium pet food

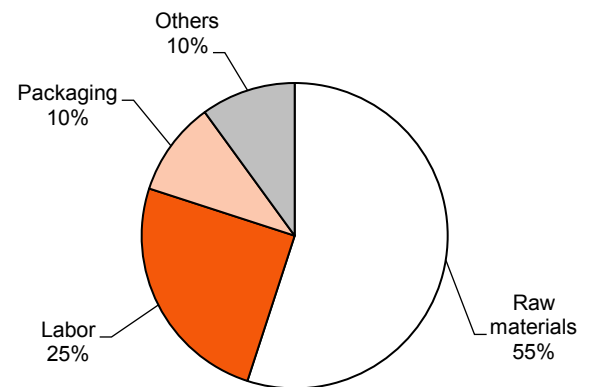
Ex 9: Premium Vs. Standard Wet Pet Food



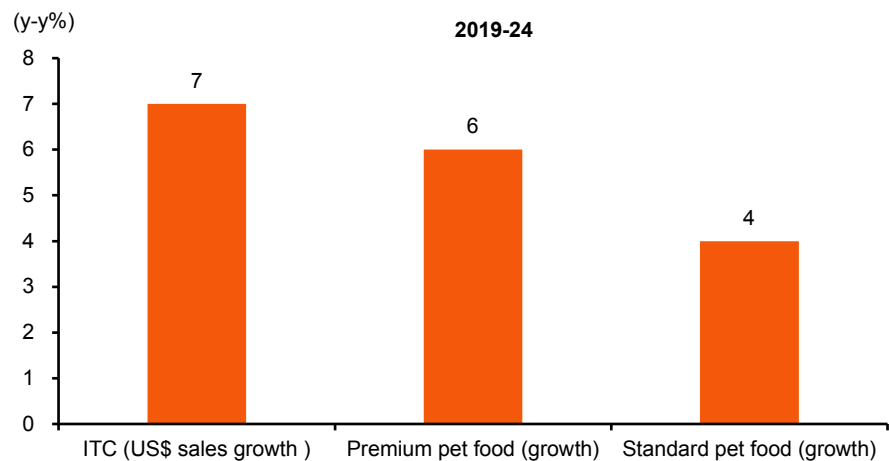
Sources: Company data, Thanachart compilation

Ex 10: Thailand Has Outperformed

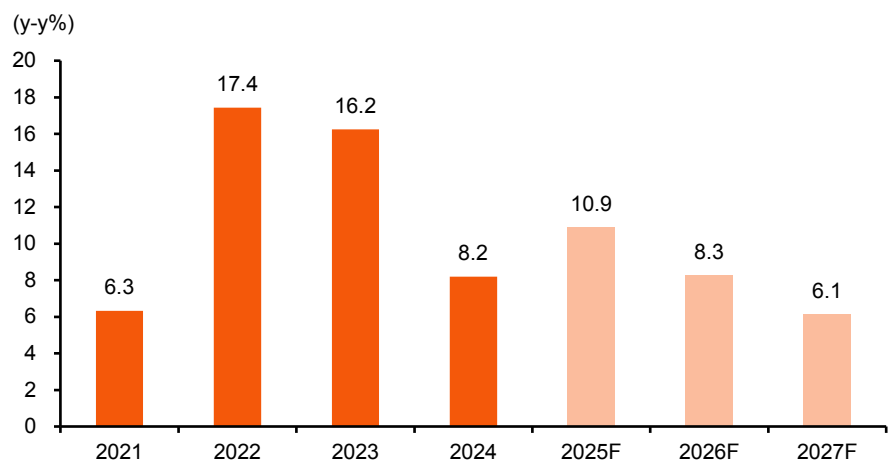
Source: Thanachart compilation

Ex 11: Food Production Cost Breakdown

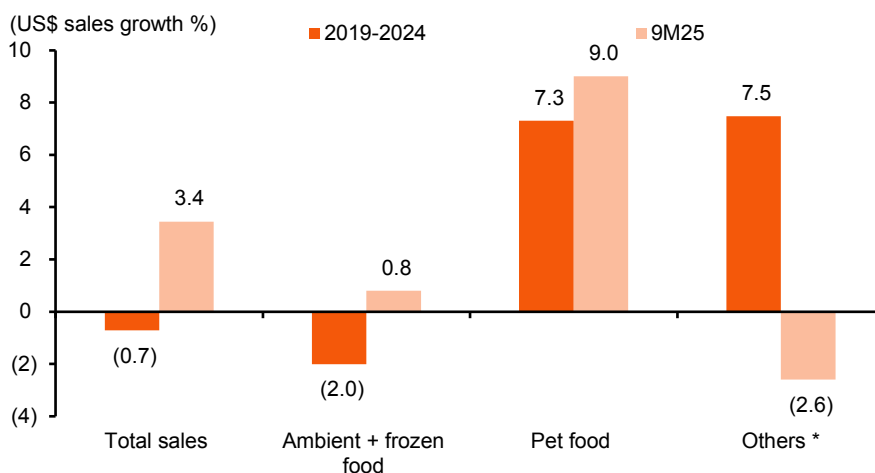
Source: Thanachart compilation

Ex 12: ITC's Sales Growth Has Outperformed The Pet Food Industry's

Source: Company data, Thanachart compilations

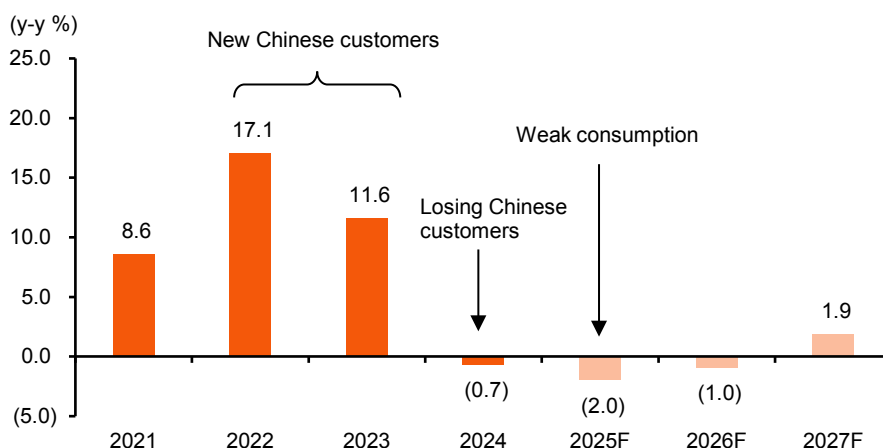
Ex 13: KCG's Continued Decent Sales Growth

Sources: Company data, Thanachart estimates

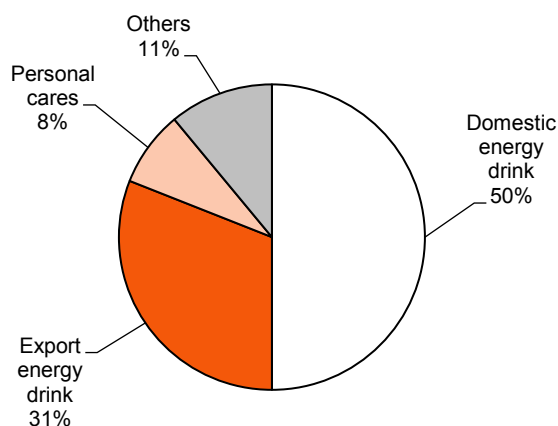
Ex 14: TU's KEY Seafood Sales Face A Stagnant Outlook, But Pet Food Sales Growth

Sources: Company data, Thanachart estimates

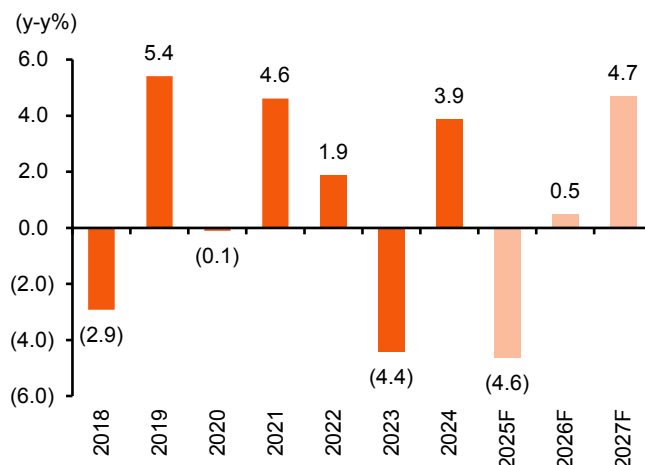
Note: * others are small value added product business at 7% of TU's sales. Use 2020 as a base year.

Ex 15: RBF's Sales Growth Likely To Slow Down

Sources: Company data, Thanachart estimates

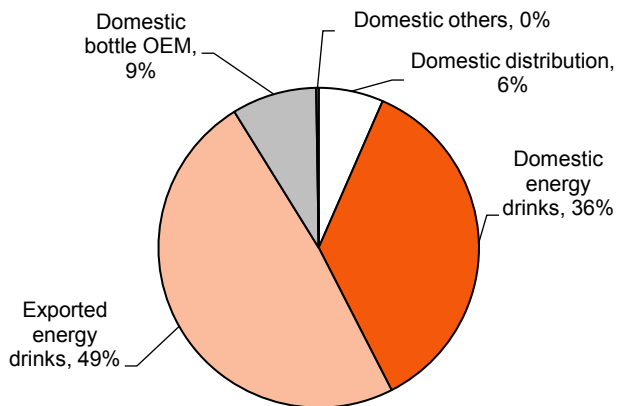
Ex 16: OSP's EBIT Breakdown

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 17: OSP's Sales Outlook

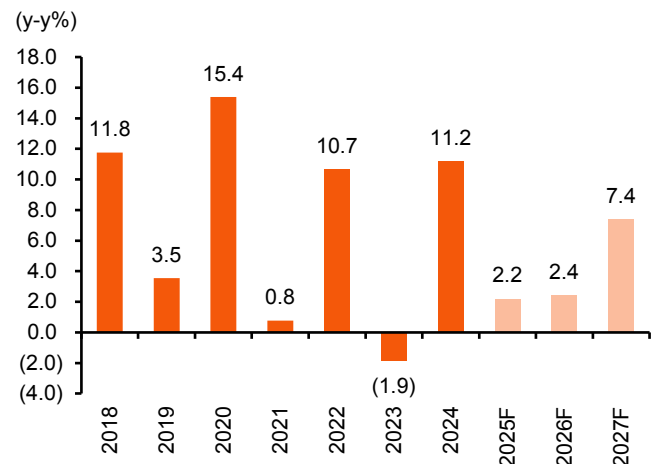
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 18: CBG's EBIT Breakdown



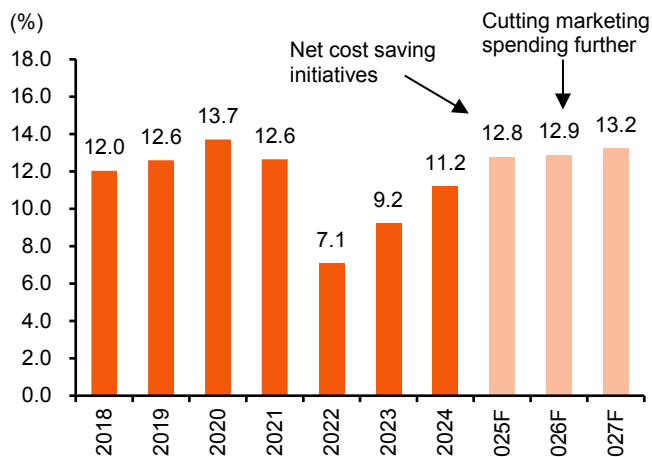
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 19: CBG's Sales Outlook



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 20: OSP's Net Margin



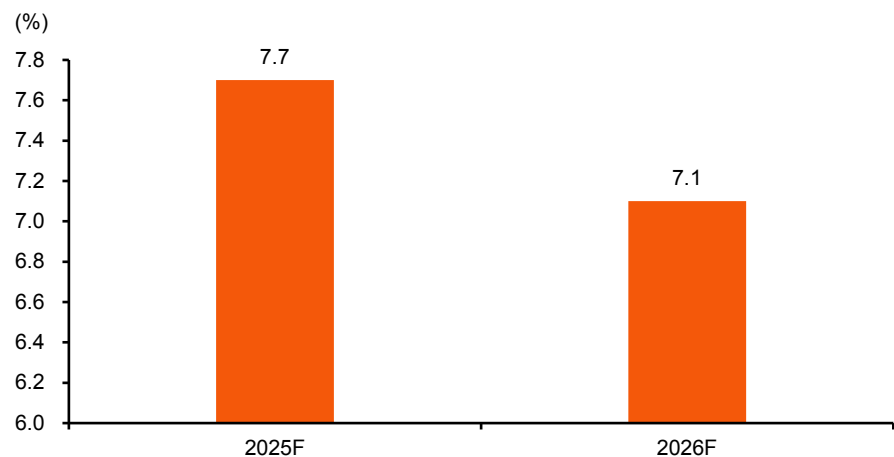
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 21: OSP's Share Price Has Corrected



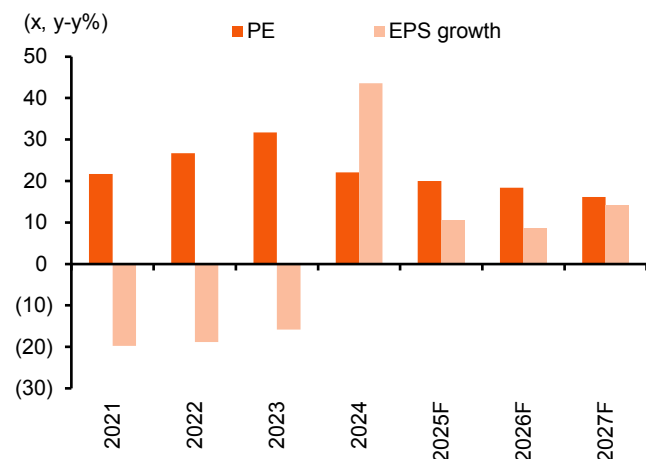
Source: Bloomberg

Ex 22: OSP Is A High Dividend Yield Play



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 23: CBG's PE Vs. EPS Growth



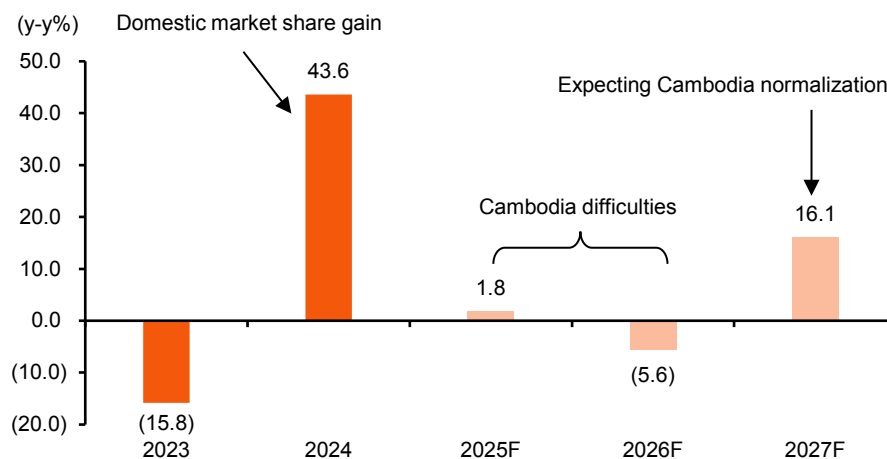
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 24: CBG's Share Price Has Also Corrected



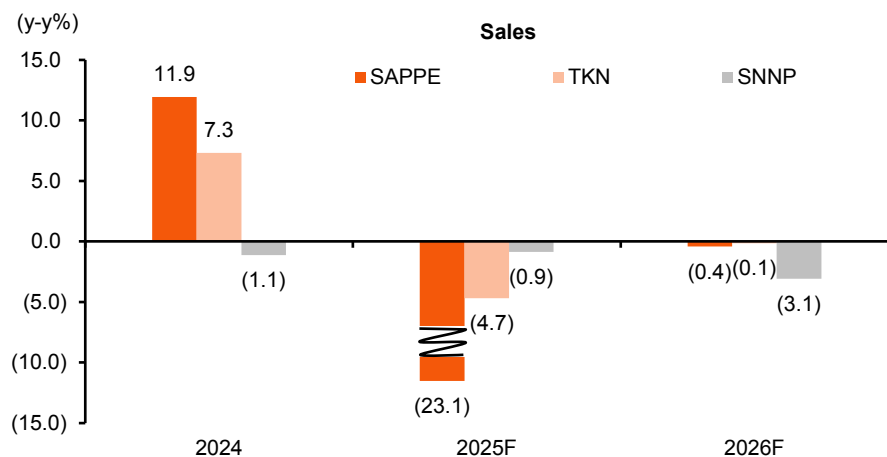
Source: Bloomberg

Ex 25: Awaiting An Earnings Normalization for CBG



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 26: Weakness In Snacks And Beverages



Sources: Company data, Thanachart estimates

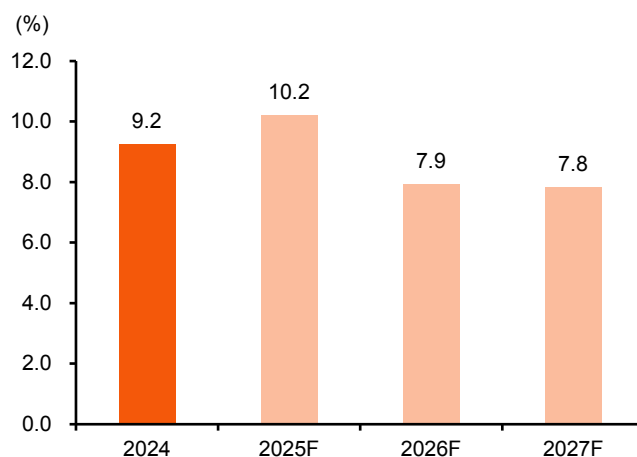
Ex 27: Net Margins: Positive Outlook Vs. Negative Outlook

(%)	2024	2025F	2026F	2027F
Positive outlook				
ITC	21.6	16.3	18.7	19.3
OSP	11.2	12.8	12.9	13.2
KCG	5.2	5.5	5.7	5.9
TU	3.6	3.4	3.7	3.9
Negative outlook				
SAPPE	18.2	16.6	15.6	14.8
SNNP	10.9	10.0	9.6	9.5
TKN	14.5	7.7	7.3	7.7
CBG	13.2	13.1	12.1	13.1
RBF	11.4	10.1	10.3	10.4

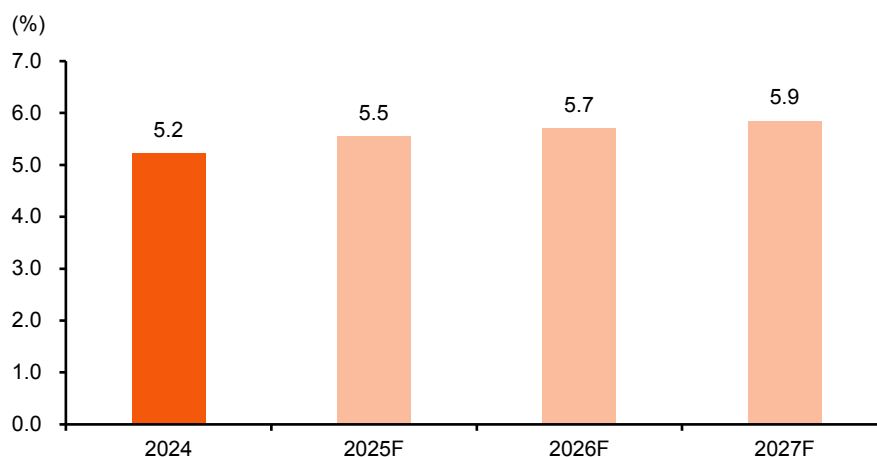
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 28: TU's SG&A To Sales To Peak ...

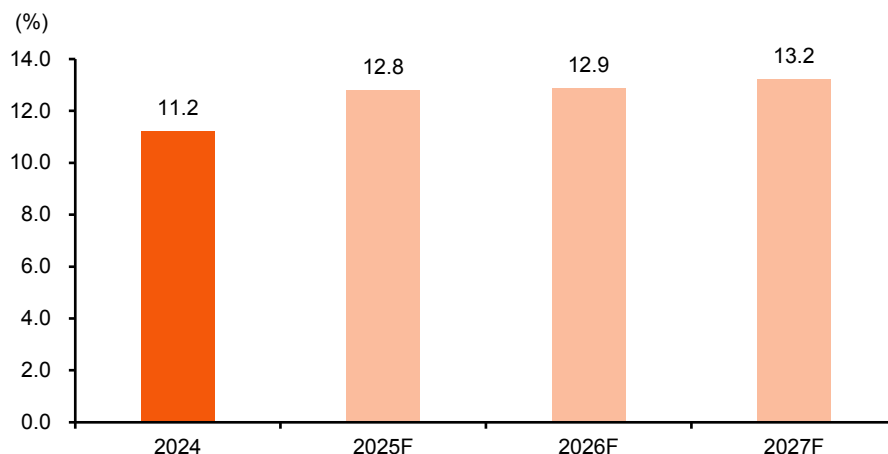
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 29: ...But ITC's Should Fall more

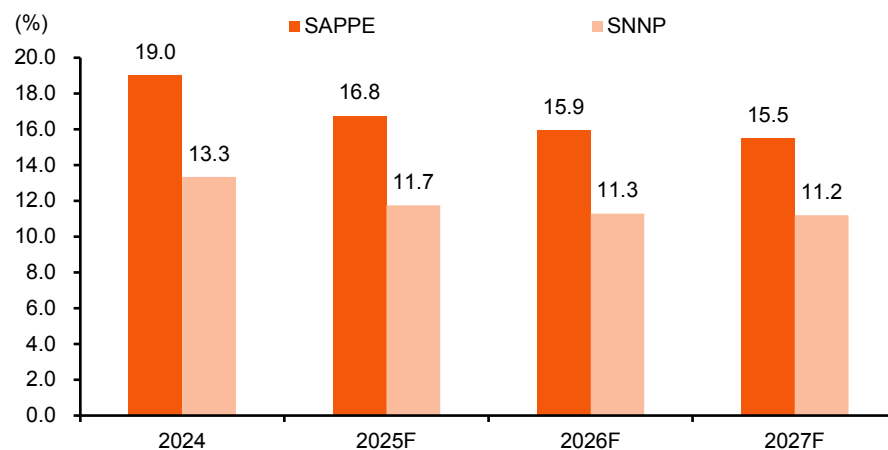
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 30: We Estimate KCG's EBIT Margin Will Improve

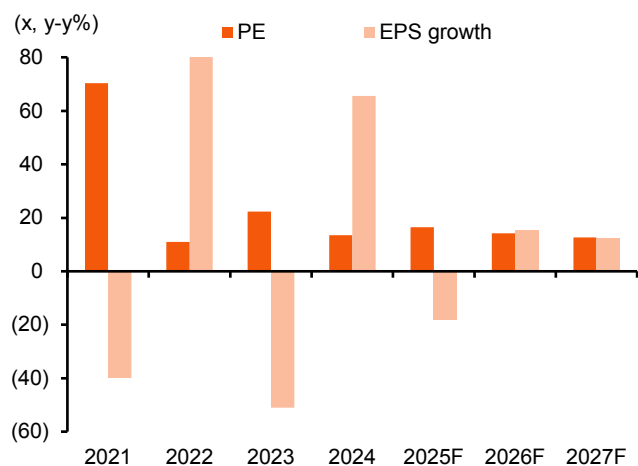
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 31: OSP's Net Margin

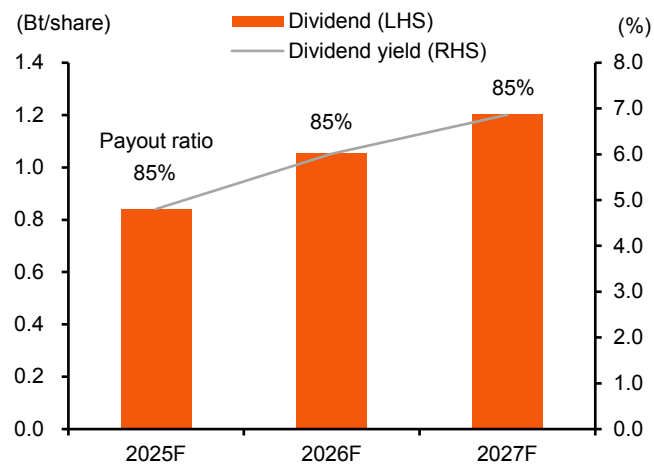
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 32: Pressure From Expenses For SAPPE And SNNP

Sources: Company data, Thanachart estimates

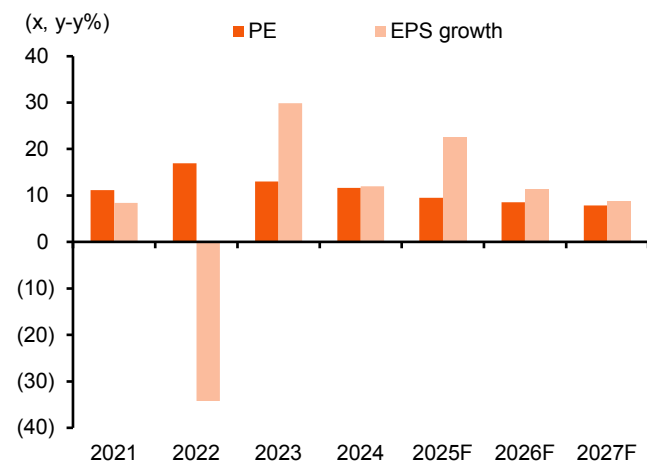
Ex 33: ITC's PE Vs. EPS Growth

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 34: ITC's Dividend Yield Outlook

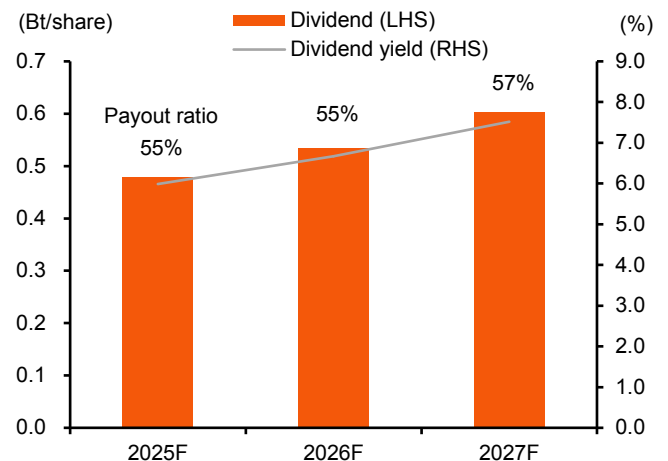
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 35: KCG's PE Vs. EPS Growth



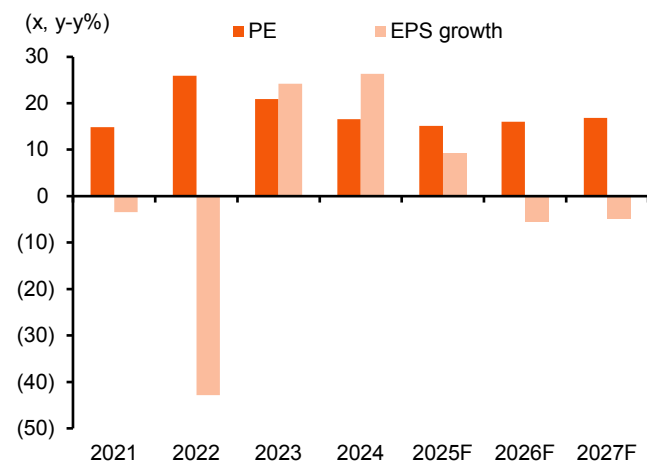
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 36: KCG's Dividend Yield Outlook



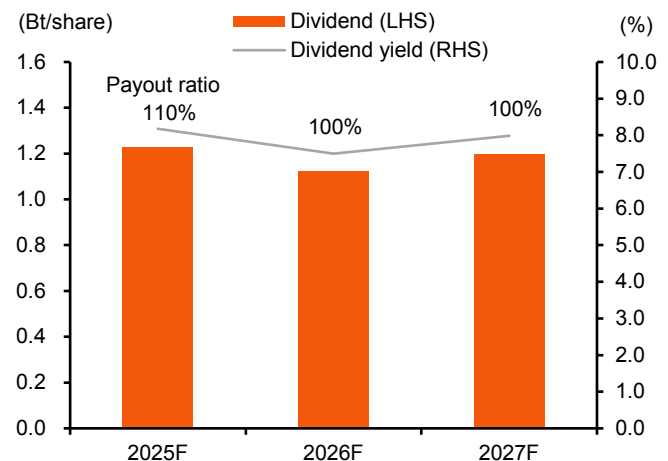
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 37: OSP's PE Vs. EPS Growth



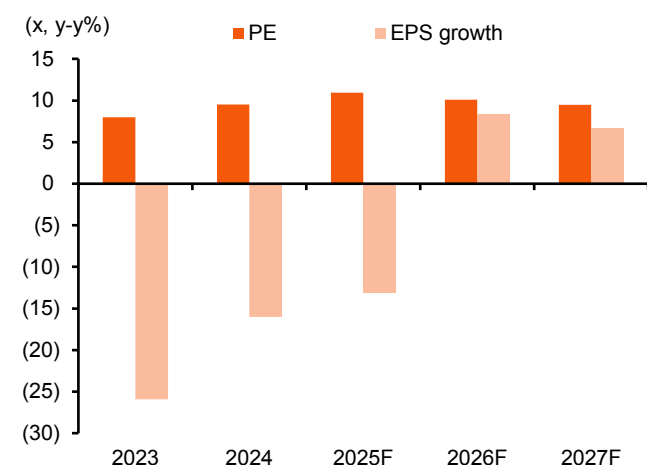
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 38: OSP's Dividend Yield Outlook



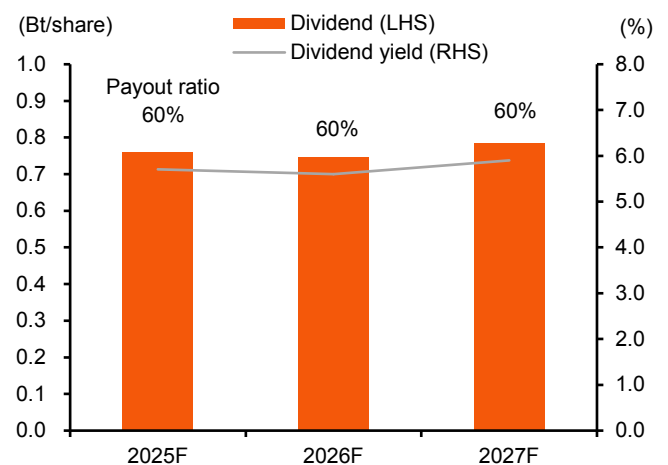
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 39: TU's PE Vs. EPS Growth



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 40: TU's Dividend Yield Outlook



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 41: Sector Valuation Comparison

		CBG	ITC	KCG	OSP	RBF	SAPPE	SNNP	TKN	TU	Industry
Rating		BUY	BUY	BUY	BUY	SELL	SELL	SELL	SELL	HOLD	NEUTRAL
Target price	Thanachart	50.00	20.00	11.00	19.30	2.80	28.00	6.40	4.00	12.60	
	Consensus	58.80	18.44	11.00	19.36	4.08	34.61	9.97	6.07	13.45	
Consensus rec.	Buy	10.0	12.0	5.0	14.0	1.0	1.0	1.0	2.0	8.0	
	Hold	7.0	7.0	0.0	10.0	4.0	9.0	8.0	2.0	11.0	
	Sell	2.0	0.0	0.0	2.0	1.0	3.0	1.0	1.0	3.0	
Sales (Bt m)	2024	20,964	17,729	7,743	27,069	4,391	6,775	5,948	5,712	138,433	234,766
	2025F	21,427	18,166	8,553	25,813	4,303	5,213	5,895	5,444	131,755	73,959
	2026F	21,944	19,869	9,261	25,933	4,261	5,191	5,713	5,436	130,958	77,007
	2027F	23,568	21,985	9,830	27,146	4,341	5,299	5,827	5,618	130,817	82,529
Norm profits (Bt m)	2024	2,763	3,830	405	3,035	500	1,233	651	829	4,985	18,230
	2025F	2,813	2,970	474	3,299	434	863	591	419	4,420	16,283
	2026F	2,655	3,714	529	3,343	441	808	550	395	4,788	17,221
	2027F	3,081	4,241	575	3,592	451	784	556	430	5,040	18,750
Sales growth (%)	2024	11.2	13.8	8.2	3.9	(0.7)	11.9	(1.1)	7.3	1.7	4.1
	2025F	2.2	2.5	10.5	(4.6)	(2.0)	(23.1)	(0.9)	(4.7)	(4.8)	(68.5)
	2026F	2.4	9.4	8.3	0.5	(1.0)	(0.4)	(3.1)	(0.1)	(0.6)	4.1
	2027F	7.4	10.7	6.1	4.7	1.9	2.1	2.0	3.3	(0.1)	7.2
Norm EPS growth (%)	2024	43.6	65.6	12.0	26.3	(25.0)	13.7	2.4	12.8	(16.0)	13.3
	2025F	1.8	(22.5)	17.2	8.7	(13.2)	(30.0)	(9.3)	(49.4)	(11.3)	(10.7)
	2026F	(5.6)	25.0	11.5	1.3	1.6	(6.4)	(6.8)	(5.7)	8.3	5.8
	2027F	16.1	14.2	8.8	7.5	2.3	(3.0)	1.0	8.8	5.3	8.9
Operating margin (%)	2024	15.7	18.5	7.0	11.6	13.6	19.0	13.3	15.3	5.2	9.0
	2025F	15.7	14.6	7.4	14.0	12.1	16.8	11.7	8.7	5.0	26.2
	2026F	14.4	17.4	7.6	13.8	10.8	15.9	11.3	8.0	5.2	26.1
	2027F	15.8	18.1	7.7	14.3	10.8	15.5	11.2	8.4	5.3	26.3
ROE (%)	2024	22.4	16.2	14.4	19.1	10.2	30.0	20.0	36.1	9.3	19.7
	2025F	20.2	12.3	15.5	20.7	8.7	19.0	17.8	18.2	8.9	15.7
	2026F	17.4	15.1	16.0	20.5	8.6	16.5	16.3	17.4	9.3	15.2
	2027F	18.8	16.7	16.2	22.0	8.5	14.9	16.1	18.3	9.4	15.6
Dividend yield (%)	2024	3.2	6.7	5.2	3.8	5.5	6.7	8.4	11.0	5.6	6.2
	2025F	3.6	4.9	6.0	7.7	4.7	4.2	7.6	5.5	5.6	5.5
	2026F	3.7	6.2	6.7	7.1	4.7	3.9	7.1	5.2	5.5	5.6
	2027F	5.3	7.0	7.6	7.7	4.8	3.8	7.2	5.6	5.8	6.1
P/BV (x)	2024	3.1	2.1	1.5	3.0	1.3	2.4	2.0	2.7	1.1	2.1
	2025F	2.8	2.1	1.4	2.9	1.3	2.2	1.9	2.8	1.0	2.0
	2026F	2.6	2.1	1.3	2.9	1.2	2.0	1.9	2.8	1.0	2.0
	2027F	2.4	2.0	1.2	2.9	1.2	1.9	1.8	2.7	1.0	1.9
Norm PE (x)	2024	14.8	13.4	10.7	15.4	12.7	8.4	9.9	7.7	10.4	11.5
	2025F	14.6	17.3	9.1	14.2	14.7	12.0	10.9	15.2	11.8	13.3
	2026F	15.4	13.8	8.2	14.0	14.4	12.8	11.7	16.1	10.9	13.0
	2027F	13.3	12.1	7.5	13.0	14.1	13.2	11.6	14.8	10.3	12.2
EV/EBITDA (x)	2024	10.3	10.3	7.7	10.2	6.4	5.6	7.3	6.0	9.0	8.1
	2025F	9.7	12.3	6.8	9.0	6.6	7.7	8.4	9.5	9.1	8.8
	2026F	9.8	9.6	6.1	8.9	6.7	8.0	8.3	9.7	8.4	8.4
	2027F	8.3	8.4	5.6	8.1	6.2	7.4	7.9	8.9	7.8	7.6
Net D/E (x)	2024	0.1	(0.5)	0.5	0.0	(0.2)	(0.4)	0.2	(0.1)	0.9	0.1
	2025F	(0.0)	(0.5)	0.5	(0.1)	(0.2)	(0.4)	0.2	(0.1)	0.8	0.0
	2026F	(0.1)	(0.5)	0.4	(0.1)	(0.3)	(0.3)	0.2	(0.2)	0.7	(0.0)
	2027F	(0.2)	(0.5)	0.4	(0.2)	(0.3)	(0.4)	0.1	(0.2)	0.6	(0.1)

Source: Bloomberg

Note: Thanachart estimates, using normalized EPS

Valuation Comparison

Ex 42: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	—EPS growth—		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div yield —	
			25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Pet food												
Yantai China Pet Foods	002891 CH	China	12.2	26.0	39.2	31.1	6.4	5.5	24.4	19.7	0.6	0.8
Petpal Pet Nutrition Tech	300673 CH	China	(7.5)	27.2	25.9	20.3	2.2	2.0	15.4	12.8	1.1	1.4
Beverage												
Yakult Honsha	2267 JP	Japan	0.8	2.5	17.9	17.5	1.4	1.3	9.8	9.3	2.4	2.6
Coca-Cola	KO US	US	3.7	7.8	23.9	22.2	10.7	9.6	21.1	19.6	2.8	3.0
PepsiCo	PEP US	US	(0.6)	5.6	17.8	16.9	9.7	8.5	13.3	12.6	3.9	4.1
Monster Beverage	MNST US	US	22.2	12.1	35.6	31.8	9.1	7.8	25.4	23.0	0.0	0.0
Food												
WH Group Ltd	288 HK	Hong Kong	(4.0)	1.9	9.1	8.9	1.2	1.2	5.3	5.2	6.9	5.9
Japfa Comfeed	JPFA IJ	Indonesia	5.6	11.9	9.0	8.0	1.6	1.5	6.4	6.0	4.4	5.5
Charoen Pok Indo	CPIN IJ	Indonesia	11.2	11.4	19.1	17.2	2.4	2.3	11.1	10.2	2.7	3.1
Universal Robina	URC PM	Philippines	0.4	8.0	11.7	10.8	1.2	1.1	6.9	6.4	6.1	6.3
Austevoll Seafood	AUSS NO	Norway	(43.0)	54.2	12.1	7.8	1.1	1.0	7.7	5.1	6.2	7.3
Leroy Seafood Group	LSG NO	Norway	(43.6)	84.9	19.6	10.6	1.4	1.4	8.5	6.1	4.8	5.7
Mowi	MOWI NO	Norway	(8.3)	60.5	20.0	12.5	2.5	2.2	10.8	7.4	2.9	4.5
ConAgra Foods	CAG US	USA	(23.7)	6.4	9.9	9.3	0.9	0.9	9.2	9.0	8.1	8.2
Danone	DANOY US	USA	na	6.9	21.0	19.6	2.8	2.6	13.3	12.7	2.8	3.0
Nestle	NSRGY US	USA	na	4.9	18.9	18.1	5.4	5.1	15.1	14.6	3.8	3.9
Tyson Foods	TSN US	USA	(7.2)	16.5	14.1	12.1	1.0	1.0	7.7	6.9	3.8	3.9
Pilgrim's Pride Corp	PPC US	USA	(1.2)	(22.2)	7.1	9.1	2.5	2.2	5.1	6.1	22.1	18.4
Hormel Foods Corp	HRL US	USA	(12.7)	5.7	16.2	15.3	1.5	1.4	11.4	10.9	5.2	5.5
Carabao Group	CBG TB	Thailand	1.8	(5.6)	14.6	15.4	2.8	2.6	9.7	9.8	3.6	3.7
i-Tail Corporation	ITC TB	Thailand	(22.5)	25.0	17.3	13.8	2.1	2.1	12.3	9.6	4.9	6.2
KCG Corporation	KCG TB	Thailand	17.2	11.5	9.1	8.2	1.4	1.3	6.8	6.1	6.0	6.7
Osotspa Pcl	OSP TB	Thailand	8.7	1.3	14.2	14.0	2.9	2.9	9.0	8.9	7.7	7.1
R&B Food Supply	RBF TB	Thailand	(13.2)	1.6	14.7	14.4	1.3	1.2	6.6	6.7	4.7	4.7
SAPPE Pcl	SAPPE TB	Thailand	(30.0)	(6.4)	12.0	12.8	2.2	2.0	7.7	8.0	4.2	3.9
Srinanaporn Marketing	SNNP TB	Thailand	(9.3)	(6.8)	10.9	11.7	1.9	1.9	8.4	8.3	7.6	7.1
Taokaenoi Food & Mkt.	TKN TB	Thailand	(49.4)	(5.7)	15.2	16.1	2.8	2.8	9.5	9.7	5.5	5.2
Thai Union Group	TU TB	Thailand	(11.3)	8.3	11.8	10.9	1.0	1.0	9.1	8.4	5.6	5.5
Average			(7.8)	12.7	16.7	14.9	3.0	2.7	11.0	10.0	5.0	5.1

Sources: Company data, Thanachart estimates
Note: * Thanachart estimates, using normalized EPS
Based on 12 November 2025 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

STOCK PERFORMANCE

	Absolute (%)				Rel SET (%)			
	1M	3M	12M	YTD	1M	3M	12M	YTD
SET INDEX	1.5	0.6	(11.1)	(8.2)	—	—	—	—
Food Sector	(4.8)	(7.4)	(19.2)	(16.6)	(6.2)	(8.0)	(8.1)	(8.4)
CBG TB	(17.6)	(26.8)	(46.8)	(47.8)	(19.0)	(27.4)	(35.7)	(39.5)
ITC TB	5.6	17.9	(20.8)	(23.3)	4.1	17.4	(9.7)	(15.1)
KCG TB	(4.2)	(12.2)	(9.7)	(3.0)	(5.7)	(12.7)	1.4	5.2
OSP TB	(4.3)	(15.2)	(22.4)	(25.0)	(5.7)	(15.8)	(11.3)	(16.8)
RBF TB	(17.6)	(16.3)	(38.8)	(54.2)	(19.1)	(16.9)	(27.8)	(46.0)
SAPPE TB	(6.9)	(10.6)	(50.9)	(50.2)	(8.4)	(11.2)	(39.8)	(41.9)
SNNP TB	(17.3)	(30.6)	(38.9)	(41.9)	(18.8)	(31.2)	(27.8)	(33.6)
TKN TB	(16.8)	(23.0)	(54.3)	(43.0)	(18.2)	(23.6)	(43.2)	(34.7)
TU TB	5.3	10.3	(2.1)	6.9	3.8	9.7	9.0	15.2

Source: Bloomberg

SECTOR - SWOT ANALYSIS

S — Strength	W — Weakness
▪ เป็นผู้นำในตลาดที่มีอุปสรรคในการเข้าสู่ตลาดสูง ▪ ฐานการผลิตที่มีต้นทุนที่สามารถแข่งขันได้ ▪ ความเชี่ยวชาญและการรับรองที่ได้รับการยอมรับ ▪ สถานะเงินสดแข็งแกร่งและมีความสามารถในการจ่ายเงินปันผล	▪ มีความเสี่ยงสูงต่อวัฏจักรเศรษฐกิจ ▪ พึ่งพาดตลาดส่งออกอย่างมาก ▪ การดำเนินงานที่ใช้แรงงานเข้มข้น อำนาจกำหนดราคาที่ถูกจำกัดในกลุ่มตลาดที่มีการแข่งขันสูง
O — Opportunity	T — Threat
▪ เจาะตลาดได้ง่ายด้วยผลิตภัณฑ์ไทยแท้ ▪ เทรนด์อาหารสัตว์เลี้ยงระดับพรีเมียม ▪ ระบบอัตโนมัติและการประหยัดต้นทุน ▪ กลไกทางการค้าระหว่างสหรัฐ-จีน	▪ ความไม่มั่นคงทางการเมืองในตลาดสำคัญ ▪ การบริโภครายในประเทศและทั่วโลกอ่อนแอ การแข่งขันด้านราคา

REGIONAL COMPARISON

Name	— EPS growth —		— PE —		— P/BV —		— EV/EBITDA —		— Div. Yield —	
	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F
	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
China	2.4	26.6	32.6	25.7	4.3	3.8	19.9	16.3	0.9	1.1
Japan	0.8	2.5	17.9	17.5	1.4	1.3	9.8	9.3	2.4	2.6
USA	(2.8)	4.9	18.3	17.2	4.8	4.3	13.5	12.8	5.8	5.6
Hong Kong	(4.0)	1.9	9.1	8.9	1.2	1.2	5.3	5.2	6.9	5.9
Norway	(31.6)	66.5	17.2	10.3	1.7	1.5	9.0	6.2	4.6	5.8
Indonesia	8.4	11.7	14.1	12.6	2.0	1.9	8.8	8.1	3.6	4.3
Philippines	0.4	8.0	11.7	10.8	1.2	1.1	6.9	6.4	6.1	6.3
Thailand	(12.0)	2.6	13.3	13.0	2.0	2.0	8.8	8.4	5.5	5.6
Average	(4.8)	15.6	16.8	14.5	2.3	2.1	10.2	9.1	4.5	4.6

Source: Bloomberg Consensus
Note : *Thanachart estimates

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 50.00

(From: Bt70.00)

13 NOVEMBER 2025

Upside : 22.0%

Carabao Group Pcl (CBG TB)

ผลกระทบจากกัมพูชา

ราคาหุ้น CBG ปรับตัวลง 48% YTD จากยอดส่งออกไปกัมพูชาที่ลดลงมาก มูลค่าพื้นฐานต่ำสุดภายใต้สมมติฐานว่า CBG จะไม่มีธุรกิจกัมพูชาอีกต่อไปอยู่ที่ 35 บาท ด้วยสมมติฐานนี้ไม่สอดคล้องกับความเป็นจริง และมูลค่าในกรณีฐานของเราคือ 50 บาท ดังนั้นจึงคงคำแนะนำ "ซื้อ" CBG



PATTADOL BUNNAK

662-779-9119

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

ข่าวร้ายสะท้อนอยู่ในราคาหุ้นแล้ว; คงคำแนะนำ "ซื้อ"

เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" CBG แต่ปรับราคาเป้าหมายมาลง (ปีฐาน 2026F) เป็น 50 บาท (จาก 70 บาท) ตามการปรับลดประมาณการกำไรปี 2025-27F ลง 8/20/19% สะท้อนถึงการส่งออกไปกัมพูชาที่อ่อนแอ 1) หลังจากราคาหุ้น CBG ลดลง 48% YTD เนื่องจากผลลบจากตลาดส่งออกหลักกัมพูชา เราเชื่อว่าข่าวร้ายได้สะท้อนอยู่ในราคาหุ้นแล้ว โดยซื้อขายที่ PE ที่ 16 เท่า เทียบกับ EPS ที่เติบโตที่ -6/16 ในปี 2026-27F 2) หากสมมติว่าความขัดแย้งทางชายแดนไม่เป็นสถานการณ์ถาวร เราเชื่อว่า CBG ซึ่งมีส่วนแบ่งตลาดเครื่องดื่มชูกำลังในกัมพูชาที่ 70% ใน 1H25 จะสามารถฟื้นธุรกิจที่นั่นได้ ตัวเลขของเราได้รวมการฟื้นตัวเป็น 40% ของฐานปี 2024 ในปี 2027F และ 3) การวิเคราะห์ความอ่อนไหวหากสมมติว่า CBG ไม่มีธุรกิจกัมพูชาอีกต่อไป มูลค่าหุ้นต่ำสุดของบริษัทจะอยู่ที่ 35 บาท/หุ้น ซึ่งไม่ห่างจากราคาหุ้นในปัจจุบันมากนัก

การวิเคราะห์ความอ่อนไหวกรณีกัมพูชา

กัมพูชาคิดเป็น 25% ของกำไรของ CBG ในปี 2024 CBG เข้าไปทำธุรกิจในกัมพูชาในต้น 2010s และมีส่วนแบ่งตลาดถึง 70% ใน 1H25 ก่อนที่ความขัดแย้งทางชายแดนจะปะทุขึ้น ความขัดแย้งดังกล่าวทำให้ยอดส่งออกไปกัมพูชาของ CBG ลดลง 50% y-y ใน 3Q25 ปัญหาหลักไม่ใช่เรื่องการขนส่งที่ชายแดน แต่เป็นการที่สินค้าของไทยถูกคว่ำบาตร เราได้ทำการวิเคราะห์ความอ่อนไหว โดยสมมติว่าการขายสินค้าที่กัมพูชาหายไป เราได้มูลค่าหุ้นของ CBG อยู่ที่ 35 บาท/หุ้น อย่างไรก็ตาม เราไม่เชื่อว่าจะเป็นสถานการณ์ที่เป็นไปได้จริง ด้วยยังมีการขายสินค้าในเดือน พ.ย. ราคาเป้าหมายของเราอยู่ที่ 50 บาท โดยสมมติให้ยอดขายในกัมพูชาในปี 2025-27F เติบโตที่ -40/-35/10% และยอดขายในปี 2027F จะอยู่ที่ 43% ของระดับก่อนเกิดความขัดแย้งในปี 2024

ธุรกิจในประเทศแข็งแกร่ง

เราคาดว่า CBG จะรายงานกำไร 3Q25F ที่ 610 ลบ. ลดลง 18% y-y และ 24% q-q แม้ยอดส่งออกทั้งหมดน่าจะลดลง 35% y-y แต่ยอดขายเครื่องดื่มชูกำลังในประเทศเติบโต 15% y-y เนื่องจาก CBG ยังคงได้ส่วนแบ่งตลาดจาก Red Bull Thailand ส่วนแบ่งตลาดของ CBG อยู่ที่ 26.9% ใน 3Q25F เทียบกับ 24.9% ใน 3Q24 การจัดจำหน่ายเครื่องดื่มสุราและการรับจ้างผลิตขวดแก้วยังน่าจะเติบโต 20% y-y เนื่องจากลูกค้าของ CBG ที่ขายเครื่องดื่มสุราสามารถขยายส่วนแบ่งตลาดได้

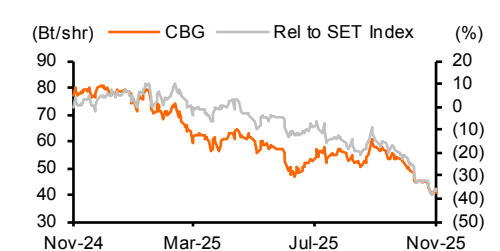
อัปเดตธุรกิจของ CBG กับ Tsingtao

CBG กำลังสำรวจโอกาสทางธุรกิจกับ Tsingtao ซึ่งเป็นผู้ผลิตเบียร์ชั้นนำของจีน โดย Tsingtao มีแผนที่จะจำหน่ายผลิตภัณฑ์ในไทยและใช้รถขนส่งของ CBG ในการจัดจำหน่าย ในจีน CBG และ Tsingtao กำลังสำรวจโอกาสทางธุรกิจในการจำหน่ายเครื่องดื่มชูกำลังของ CBG ที่นั่น โดยใช้เครือข่ายการจัดจำหน่ายทั่วประเทศของ Tsingtao CBG กล่าวว่าหากบรรลุข้อตกลง การลงทุนจะเป็นจำนวนที่ค่อนข้างน้อย เราจึงยังไม่ได้รวมข้อมูลนี้เข้าไปในประมาณการกำไรของเรา

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	20,964	21,427	21,944	23,568
Net profit	2,683	2,813	2,655	3,081
Consensus NP	—	2,959	3,163	3,476
Diff frm cons (%)	—	(4.9)	(16.1)	(11.3)
Norm profit	2,763	2,813	2,655	3,081
Prev. Norm profit	—	3,054	3,313	3,781
Chg frm prev (%)	—	(7.9)	(19.9)	(18.5)
Norm EPS (Bt)	2.8	2.8	2.7	3.1
Norm EPS grw (%)	43.6	1.8	(5.6)	16.1
Norm PE (x)	14.8	14.6	15.4	13.3
EV/EBITDA (x)	10.3	9.7	9.8	8.3
P/BV (x)	3.1	2.8	2.6	2.4
Div yield (%)	3.2	3.6	3.7	5.3
ROE (%)	22.4	20.2	17.4	18.8
Net D/E (%)	9.9	(0.3)	(8.6)	(15.3)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 12-Nov-25 (Bt)	41.00
Market Cap (US\$ m)	1,261.6
Listed Shares (m shares)	1,000.0
Free Float (%)	28.6
Avg Daily Turnover (US\$ m)	6.5
12M Price H/L (Bt)	81.25/40.25
Sector	FOOD
Major Shareholder	Sathientham Holding 25%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P20

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

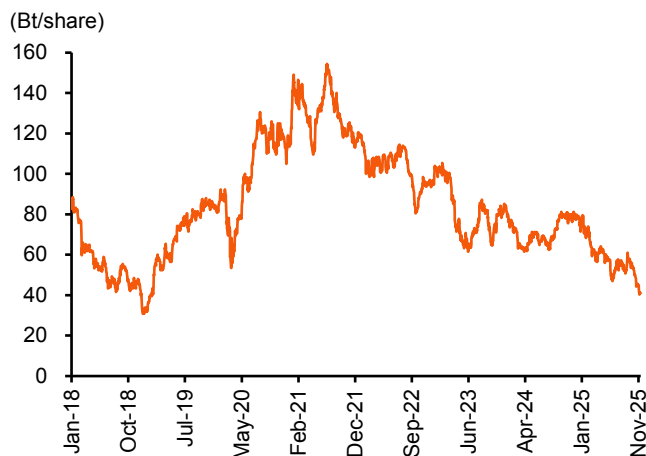
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลนี้ไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่

Ex 1: Earnings Revisions

	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Sales (Bt m)						
- New	19,215	18,853	20,964	21,427	21,944	23,568
- Old				22,166	23,473	25,391
- Change (%)				(3.3)	(6.5)	(7.2)
Gross margin (%)						
- New	29.3	25.9	26.9	26.0	24.5	24.9
- Old				26.4	26.3	26.4
- Change (ppt)				(0.5)	(1.8)	(1.5)
SG&A to sales (%)						
- New	16.0	14.1	11.2	10.2	10.1	9.1
- Old				9.9	9.5	8.4
- Change (ppt)				0.3	0.7	0.7
Normalized profits (Bt m)						
- New	2,286	1,924	2,763	2,813	2,655	3,081
- Old				3,054	3,313	3,781
- Change (%)				(7.9)	(19.9)	(18.5)

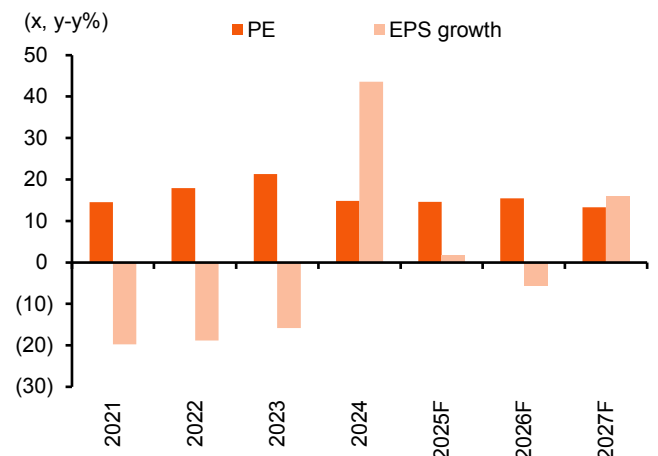
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Share Price Trend So Far



Source: Bloomberg

Ex 3: PE Vs. EPS Growth

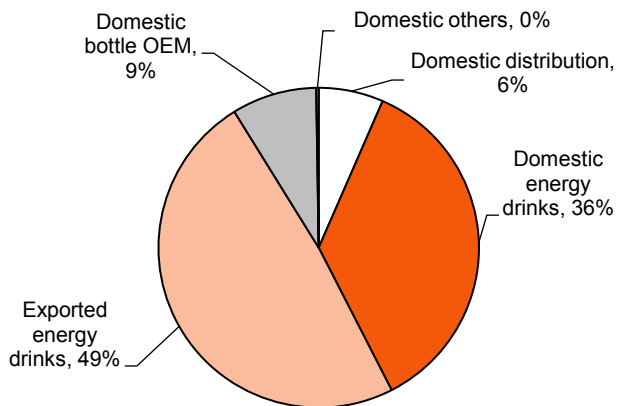


Sources: Company data, Thanachart estimates

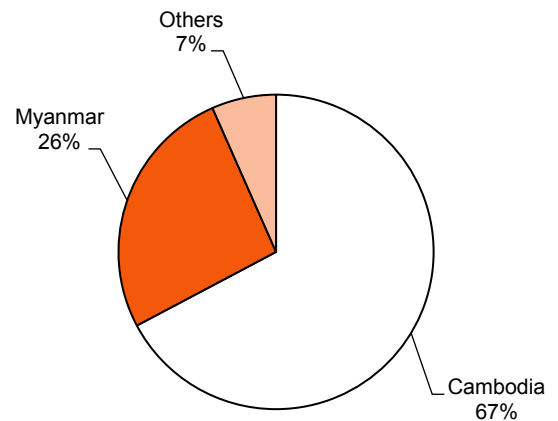
Ex 4: Our Assumptions

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Total sales (% growth)	3.5	15.4	0.8	10.7	(1.9)	11.2	2.2	2.4	7.4
- Domestic energy drinks (% growth)	(0.5)	(5.0)	(6.6)	3.2	6.7	13.4	16.7	5.0	4.0
- Domestic others	10.1	67.2	49.9	34.1	13.1	14.6	11.8	9.7	9.7
- Export sales (% growth)	8.3	16.4	(13.7)	(1.4)	(21.7)	4.0	(29.7)	(20.8)	8.1
Gross margin (%)	38.9	41.0	35.6	29.3	25.9	26.9	26.0	24.5	24.9
SG&A to sales (%)	18.3	16.7	16.9	16.0	14.1	11.2	10.2	10.1	9.1
EBIT margin (%)	20.5	24.5	18.7	13.3	11.8	15.7	15.7	14.4	15.8

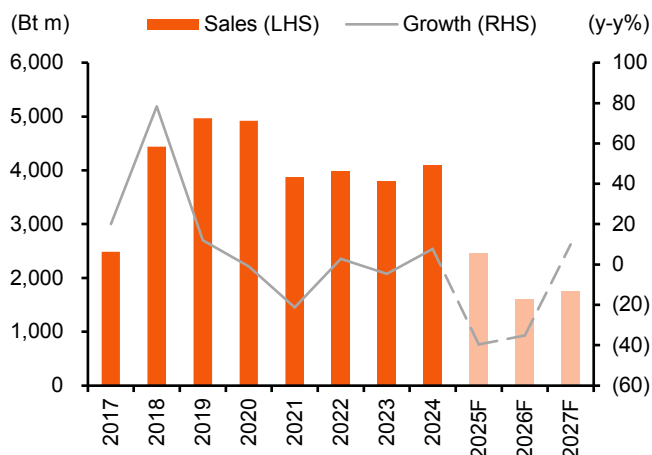
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: CBG's EBIT Breakdown

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Export Breakdown

Sources: Company data, Thanachart estimates

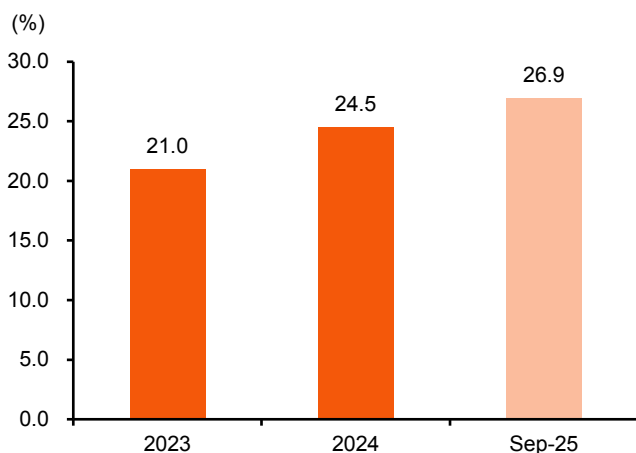
Ex 7: Cambodia Sales Outlook

Sources: Company data, Thanachart estimates

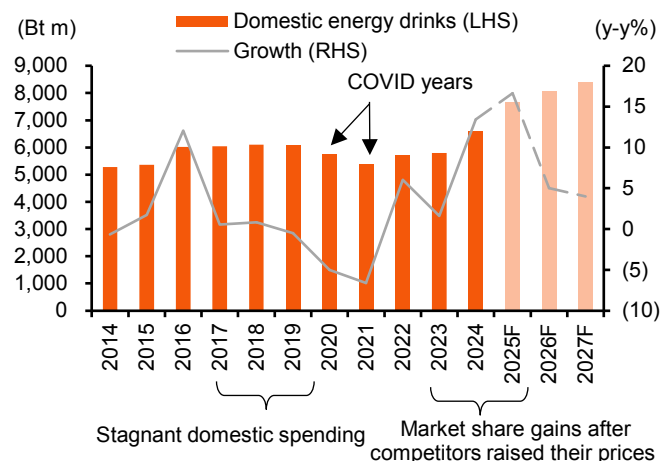
Ex 8: Share Price Scenario

Scenario	Share price (Bt/share)
- CBG's value without Cambodia	35
- CBG's current share price	42
- Our CBG's TP (Cambodia sales remains at 40% in 2027F vs. 2024 level)	50

Sources: Company data, Thanachart estimates

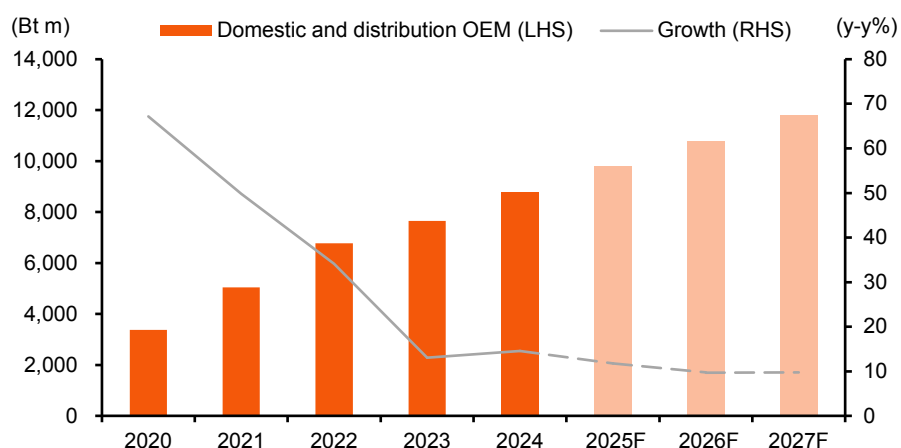
Ex 9: CBG's Market Share

Sources: Company data, Thanachart compilations

Ex 10: Domestic Energy Drink Growth

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: Distribution And OEM Outlook



Sources: Company data, Thanachart estimates

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

(Bt m)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	Terminal Value
EBITDA	4,027	4,625	4,828	5,105	5,311	5,602	5,723	5,846	5,971	6,098	6,251	—
Free cash flow	2,827	3,231	2,617	2,904	4,214	4,598	4,705	4,810	4,917	5,026	4,219	61,072
PV of free cash flow	2,819	2,718	2,019	2,054	2,733	2,735	2,565	2,405	2,255	2,114	1,627	23,547
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.2											
WACC (%)	9.0											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	49,589											
Net debt (2025F)	(45)											
Minority interest	(138)											
Equity value	49,772											
# of shares (m)	1,000											
Equity value/share (Bt)	50.00											

Sources: Company data, Thanachart estimates

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท คาราบาวกรุ๊ป จำกัด (CBG) คือผู้ผลิตเครื่องดื่มชูกำลังที่ใหญ่ที่สุดเป็นอันดับสองของประเทศไทย โดยมีส่วนแบ่งตลาดที่ 26% บริษัทถือหุ้น 100% ในบริษัทย่อยสามบริษัทได้แก่ CBD (บริษัทผลิตเครื่องดื่มชูกำลัง), APG (บริษัทผลิตและจัดหาขวดแก้วสำหรับเครื่องดื่มชูกำลัง), และ DCM (บริษัทจัดจำหน่ายสินค้า) CBG เริ่มผลิตเครื่องดื่มชูกำลังตั้งแต่ปี 2002 และปัจจุบันมีการขายทั้งในประเทศและส่งออกไปยังต่างประเทศ

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

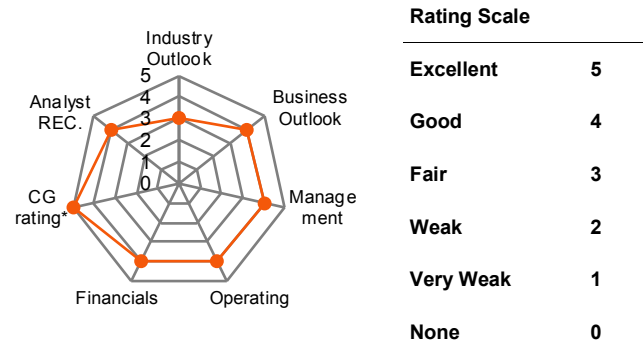
S — Strength

- มีสถานะแข็งแกร่งในตลาดเครื่องดื่มในประเทศ
- งบดุลแข็งแกร่งและอยู่ในสถานะเป็นเงินสดสุทธิ
- มีทีมผู้บริหารที่มีนโยบายเชิงรุก

O — Opportunity

- การเติบโตในประเทศ
- การควบรวมกิจการและการเข้าซื้อกิจการ

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- อยู่ในตลาดอิมิตัว
- ตลาดเครื่องดื่มชูกำลังของไทยปรับขึ้นราคาได้ยาก
- ฟังพาดั้วแทนแบรนด้อย่างมาก.

T — Threat

- การบริโภคในประเทศและภาวะเศรษฐกิจ
- การแข่งขันที่รุนแรงของตลาดเครื่องดื่ม
- ภัยธรรมชาติ

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	58.80	50.00	-15%
Net profit 25F (Bt m)	2,959	2,813	-5%
Net profit 26F (Bt m)	3,163	2,655	-16%
Consensus REC	BUY: 10	HOLD: 7	SELL: 2

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรและราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าของตลาดคาด (consensus) ซึ่งเรามองว่าเป็นผลมาจากมุมมองที่ระมัดระวังต่อแนวโน้มธุรกิจของ CBG ในกัมพูชา

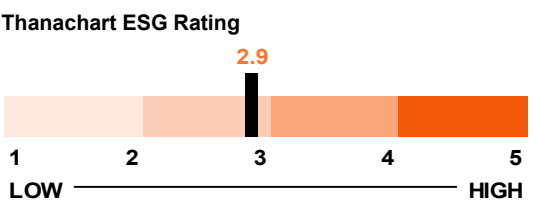
Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การเติบโตของยอดขายทั้งในประเทศและการส่งออกต่ำกว่าที่เราคาด เป็นความเสี่ยงต่อประมาณการกำไร และราคาเป้าหมายของเรา
- การเติบโตของยอดขายในพม่าและเวียดนามที่ต่ำกว่าคาดจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการกำไร และราคาเป้าหมายของเรา

Source: Thanachart

CBG เป็นผู้ผลิตเครื่องดื่มชูกำลังชั้นนำของประเทศไทย อีกทั้งยังดำเนินธุรกิจด้านการจัดจำหน่าย โดยมีรถกระบะในเครือข่ายประมาณ 300 คัน บริษัท มีโรงงานผลิตสำหรับเครื่องดื่ม กระป๋องอะลูมิเนียม ขวดแก้ว และบรรจุภัณฑ์อื่น ๆ เราให้คะแนน ESG ของ CBG ในระดับปานกลางที่ 2.9 โดยได้คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) และสังคม (S) ในระดับที่สูงกว่า และได้คะแนนด้านธรรมาภิบาล (G) ต่ำกว่า



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
CBG	YES	AA	-	B	67.35	30.74	79.00	-	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "terms of use" in the following back page.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	▪ เราให้คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) ที่ดีในระดับ 3.1 แก่ CBG สะท้อนถึงเป้าหมาย แผนงาน และความคืบหน้าที่เกิดขึ้นในการมุ่งสู่เป้าหมายระยะยาวด้านสิ่งแวดล้อม ▪ CBG ตั้งเป้าหมายระยะยาวในการเป็นองค์กรคาร์บอนเป็นกลางภายในปี 2050 และกำหนดเป้าหมายเฉพาะเพื่อลดความเข้มของการปล่อยก๊าซเรือนกระจกใน Scope 1 และ 2 ลง 30% ภายในปี 2030 โดยอ้างอิงจากปีฐาน 2023 ▪ ปัจจุบัน CBG ยังคงดำเนินงานได้ตามเป้าหมายระยะยาว โดยในปี 2024 การปล่อยก๊าซเรือนกระจกลดลง 4.9% ซึ่งเป็นผลจากการขยายการติดตั้งแผงโซลาร์เซลล์ การใช้แก้วรีไซเคิลในสัดส่วนที่เพิ่มขึ้น การนำเทคโนโลยีขวดแก้วแบบน้ำหนักเบามาใช้ และการเพิ่มประสิทธิภาพการแลกเปลี่ยนความร้อนด้วยการกำจัดเขม่าจากระบบสร้างความร้อน ▪ อย่างไรก็ตาม ในด้านลบ ปริมาณการใช้น้ำของบริษัทฯ เพิ่มขึ้น 9% ในปี 2024
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	▪ เราให้คะแนนด้านสังคม (S) ที่ดีในระดับ 3.0 แก่ CBG ▪ CBG จัดให้มีโปรแกรมฝึกอบรมพนักงานอย่างครอบคลุม โดยในปี 2024 มีการจัดฝึกอบรมรวม 357 หลักสูตร เทียบกับเป้าหมายเริ่มต้นที่ 191 หลักสูตร ครอบคลุมการอบรมที่จำเป็นด้านธรรมาภิบาลและจริยธรรม การพัฒนาภาวะผู้นำ และการเพิ่มทักษะในด้านต่าง ๆ ▪ CBG ยังให้ผลตอบแทนและสวัสดิการที่แข่งขันได้ เช่น การสมทบกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ (2-15% ของเงินเดือน) การตรวจสุขภาพประจำปี และประกันอุบัติเหตุ ▪ บริษัทฯ ยังมีบทบาทเชิงรุกในการสนับสนุนชุมชน โดยลงทุน 3.5 ล้านบาท (คิดเป็น 0.017% ของรายได้รวม) ในโครงการพัฒนาสังคม เช่น การส่งเสริมสุขภาพในชุมชน สนับสนุนการศึกษาโดยจัดหาครูสอนภาษาอังกฤษ การสร้างอาชีพผ่านการมอบรถแท็กซี่และมอเตอร์ไซด์ ▪ โรงงานของ CBG ดำเนินการได้อย่างราบรื่น โดยไม่มีอุบัติเหตุสำคัญที่ต้องรายงาน
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	▪ เราให้คะแนนด้านธรรมาภิบาล (G) ในระดับปานกลางที่ 2.8 สำหรับ CBG สะท้อนถึงโครงสร้างคณะกรรมการที่ยังอ่อนแอในบางมิติ และความต้องการที่อึดตัวของผลิตภัณฑ์หลัก ▪ โครงสร้างคณะกรรมการของ CBG อยู่ในระดับที่ดี แต่ยังไม่ถือว่าเหมาะสมที่สุดในมุมมองของเรา โดยประธานคณะกรรมการไม่ได้เป็นกรรมการอิสระ และมีกรรมการอิสระเพียง 6 จาก 13 คน ซึ่งต่ำกว่าสัดส่วนที่เหมาะสมที่ควรอยู่ที่สองในสาม (2/3) อย่างไรก็ตาม คณะกรรมการมีสัดส่วนกรรมการหญิงในระดับที่ดีที่ 31% ▪ ทักษะของกรรมการมีความหลากหลาย ครอบคลุมทั้งด้านการบริหารเชิงกลยุทธ์ การจัดการความเสี่ยง ธรรมาภิบาลและการปฏิบัติตามกฎระเบียบ กฎหมาย การบริหารจัดการไอที และความยั่งยืน ▪ CBG มีคณะกรรมการชุดสำคัญครบถ้วน ได้แก่ คณะกรรมการตรวจสอบ คณะกรรมการบริหาร คณะกรรมการสรรหาและพิจารณาค่าตอบแทน คณะกรรมการบริหารความเสี่ยง และคณะกรรมการพัฒนาความยั่งยืน ▪ ธุรกิจของ CBG มีความหลากหลาย ทั้งเครื่องดื่มชูกำลัง การผลิตขวดให้แบรนด์อื่น (OEM) และการจัดจำหน่ายสินค้าให้บุคคลที่สาม โดยมีตลาดอยู่ในไทย กัมพูชา และเมียนมา อย่างไรก็ตาม ธุรกิจส่วนใหญ่ยังคงเชื่อมโยงกับเครื่องดื่มชูกำลัง ซึ่งในประเทศไทยมีความต้องการค่อนข้างอึดอยู่แล้ว

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

Margin expansion

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	18,853	20,964	21,427	21,944	23,568
Cost of sales	13,974	15,323	15,858	16,564	17,705
Gross profit	4,879	5,641	5,570	5,380	5,863
% gross margin	25.9%	26.9%	26.0%	24.5%	24.9%
Selling & administration expenses	2,660	2,349	2,196	2,224	2,142
Operating profit	2,219	3,292	3,373	3,156	3,720
% operating margin	11.8%	15.7%	15.7%	14.4%	15.8%
Depreciation & amortization	818	818	838	871	904
EBITDA	3,038	4,110	4,211	4,027	4,625
% EBITDA margin	16.1%	19.6%	19.7%	18.4%	19.6%
Non-operating income	193	206	193	198	212
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(183)	(146)	(74)	(60)	(104)
Pre-tax profit	2,229	3,352	3,493	3,294	3,828
Income tax	337	619	699	659	766
After-tax profit	1,892	2,733	2,794	2,636	3,062
% net margin	10.0%	13.0%	13.0%	12.0%	13.0%
Shares in affiliates' Earnings	8	14	0	0	0
Minority interests	24	15	19	19	19
Extraordinary items	0	(80)	0	0	0
NET PROFIT	1,924	2,683	2,813	2,655	3,081
Normalized profit	1,924	2,763	2,813	2,655	3,081
EPS (Bt)	1.9	2.7	2.8	2.7	3.1
Normalized EPS (Bt)	1.9	2.8	2.8	2.7	3.1

Earnings turnaround

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	5,802	5,139	4,866	7,007	9,291
Cash & cash equivalent	1,184	1,384	1,000	3,000	5,000
Account receivables	2,192	1,434	1,466	1,501	1,612
Inventories	2,295	2,224	2,301	2,404	2,569
Others	131	97	99	102	109
Investments & loans	158	168	168	168	168
Net fixed assets	12,376	11,991	11,854	11,683	11,478
Other assets	1,207	1,079	995	1,012	1,066
Total assets	19,544	18,378	17,883	19,870	22,003
LIABILITIES:					
Current liabilities:	4,283	4,185	2,709	3,406	4,140
Account payables	2,045	1,540	1,594	1,665	1,780
Bank overdraft & ST loans	1,225	82	29	50	74
Current LT debt	769	2,074	739	1,273	1,876
Others current liabilities	244	490	347	418	410
Total LT debt	3,326	526	187	323	476
Others LT liabilities	621	577	483	489	509
Total liabilities	8,231	5,287	3,380	4,219	5,125
Minority interest	(178)	(119)	(138)	(157)	(176)
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Share premium	0	0	0	0	0
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	3,667	3,649	3,649	3,649	3,649
Retained earnings	6,824	8,560	9,992	11,158	12,405
Shareholders' equity	11,491	13,209	14,641	15,808	17,054
Liabilities & equity	19,544	18,378	17,883	19,870	22,003

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	2,229	3,352	3,493	3,294	3,828
Tax paid	(331)	(362)	(814)	(589)	(774)
Depreciation & amortization	818	818	838	871	904
Chg In working capital	957	324	(55)	(67)	(162)
Chg In other CA & CL / minorities	34	137	(29)	(2)	(7)
Cash flow from operations	3,707	4,270	3,432	3,508	3,790
Capex	(965)	(433)	(700)	(700)	(700)
Right of use	124	114	100	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(4)	(10)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(175)	(137)	(109)	(11)	(34)
Cash flow from investments	(1,021)	(466)	(709)	(711)	(734)
Debt financing	(1,321)	(2,640)	(1,726)	691	780
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(1,150)	(1,100)	(1,381)	(1,488)	(1,835)
Warrants & other surplus	34	136	0	0	0
Cash flow from financing	(2,437)	(3,604)	(3,107)	(797)	(1,055)
Free cash flow	2,741	3,837	2,732	2,808	3,090

VALUATION*PE looks inexpensive to us*

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	21.3	14.8	14.6	15.4	13.3
Normalized PE - at target price (x)	26.0	18.1	17.8	18.8	16.2
PE (x)	21.3	15.3	14.6	15.4	13.3
PE - at target price (x)	26.0	18.6	17.8	18.8	16.2
EV/EBITDA (x)	14.9	10.3	9.7	9.8	8.3
EV/EBITDA - at target price (x)	17.8	12.5	11.9	12.1	10.3
P/BV (x)	3.6	3.1	2.8	2.6	2.4
P/BV - at target price (x)	4.4	3.8	3.4	3.2	2.9
P/CFO (x)	11.1	9.6	11.9	11.7	10.8
Price/sales (x)	2.2	2.0	1.9	1.9	1.7
Dividend yield (%)	2.2	3.2	3.6	3.7	5.3
FCF Yield (%)	6.7	9.4	6.7	6.8	7.5
(Bt)					
Normalized EPS	1.9	2.8	2.8	2.7	3.1
EPS	1.9	2.7	2.8	2.7	3.1
DPS	0.9	1.3	1.5	1.5	2.2
BV/share	11.5	13.2	14.6	15.8	17.1
CFO/share	3.7	4.3	3.4	3.5	3.8
FCF/share	2.7	3.8	2.7	2.8	3.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	(1.9)	11.2	2.2	2.4	7.4
Net profit (%)	(15.8)	39.4	4.9	(5.6)	16.1
EPS (%)	(15.8)	39.4	4.9	(5.6)	16.1
Normalized profit (%)	(15.8)	43.6	1.8	(5.6)	16.1
Normalized EPS (%)	(15.8)	43.6	1.8	(5.6)	16.1
Dividend payout ratio (%)	46.8	48.5	52.0	57.0	70.0
Operating performance					
Gross margin (%)	25.9	26.9	26.0	24.5	24.9
Operating margin (%)	11.8	15.7	15.7	14.4	15.8
EBITDA margin (%)	16.1	19.6	19.7	18.4	19.6
Net margin (%)	10.0	13.0	13.0	12.0	13.0
D/E (incl. minor) (x)	0.5	0.2	0.1	0.1	0.1
Net D/E (incl. minor) (x)	0.4	0.1	(0.0)	(0.1)	(0.2)
Interest coverage - EBIT (x)	12.1	22.6	45.7	53.0	35.6
Interest coverage - EBITDA (x)	16.6	28.2	57.1	67.7	44.3
ROA - using norm profit (%)	9.7	14.6	15.5	14.1	14.7
ROE - using norm profit (%)	17.4	22.4	20.2	17.4	18.8
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	17.1	22.1	20.1	17.3	18.6
- asset turnover (x)	1.0	1.1	1.2	1.2	1.1
- operating margin (%)	12.8	16.7	16.6	15.3	16.7
- leverage (x)	1.8	1.5	1.3	1.2	1.3
- interest burden (%)	92.4	95.8	97.9	98.2	97.3
- tax burden (%)	84.9	81.5	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0
ROIC (%)	11.5	17.2	18.6	17.3	20.6
NOPAT (Bt m)	1,884	2,683	2,699	2,525	2,976
invested capital (Bt m)	15,627	14,506	14,596	14,454	14,480

*ROE looks decent for its
business nature*

Sources: Company data, Thanachart estimates

BUY (Unchanged)

TP: Bt 20.00

(From: Bt 17.50)

13 NOVEMBER 2025

Change in Numbers

Upside : 17.0%

i-Tail Corporation Pcl (ITC TB)

เติบโตแข็งแกร่ง ประหยัดต้นทุนมากขึ้น

หลังกำไรเติบโต 11% h-h ใน 2H25F เราคาดว่าจะเติบโตอีก 25/14% ในปี 2026-27F ความต้องการอาหารสัตว์เลี้ยงยังคงแข็งแกร่ง และ ITC ยังมีการประหยัดต้นทุนมากขึ้น เราปรับเพิ่มกำไรและคงคำแนะนำ "ซื้อ" ITC จากการเติบโตและให้อัตราผลตอบแทนปันผล 4.9/6.2% ในปี 2025-26F



PATTADOL BUNNAK

662-779-9119

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

คงคำแนะนำ "ซื้อ"

เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" ITC ราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2026F) ที่ 20.0 บาท (จาก 17.5 บาท) 1) เราคาดว่าจะกำไรของ ITC จะเริ่มฟื้นตัวใน 2H25F โดยมีการเติบโต 11% h-h และ 25/14% ในปี 2026-27F จากการประหยัดต้นทุนและยอดขายที่เติบโตต่อเนื่อง 2) มีการประหยัดต้นทุนใหม่มากกว่า 400 ลบ. ในปี 2025F หลังจากเริ่มโปรแกรมการปรับโครงสร้างธุรกิจในปี 2024 3) ITC ได้พัฒนาผลิตภัณฑ์นมสำหรับสัตว์เลี้ยงใหม่เพื่อเจ้าของแบรนด์อาหารสัตว์เลี้ยงชั้นนำระดับโลก 4) แม้ว่า ITC จะเผชิญกับข้อจำกัดด้านกำลังการผลิตในระยะสั้นท่ามกลางคำสั่งซื้อนมสัตว์เลี้ยงที่สูงกว่าคาด แต่บริษัทมีแผนที่จะเพิ่มเครื่องจักรหากความต้องการยังคงสูงต่อเนื่องจากเหตุผลเหล่านี้ เราจึงปรับกำไรของ ITC รว -5/+3/+4% ในปี 2025-27F และ +14% ในระยะยาว และ 5) ITC ให้อัตราผลตอบแทนเงินปันผลที่น่าสนใจที่ 4.9/6.2% ในปี 2025-26F

ประหยัดต้นทุนมากขึ้น

ITC เริ่มงานปรับโครงสร้างธุรกิจตั้งแต่ปี 2024 โดย ITC คาดว่าประโยชน์เต็มรูปแบบจากการปรับโครงสร้างจะสูงถึง 1.5 พันลบ. ต่อปี จากปี 2027F มีความชัดเจนมากขึ้นในการประหยัดค่าใช้จ่ายในด้านการพัฒนาในกระบวนการจัดซื้อ เช่น การใช้ผู้จัดหาที่มีราคาถูกกว่า และการเพิ่มการใช้ระบบอัตโนมัติในการผลิต ITC คาดว่าจะประหยัดต้นทุนอีก 400 ลบ. ในปี 2026F หลังได้ประโยชน์ 400 ลบ. ในปีนี้ ITC คาดว่าที่ปรึกษาจะช่วยให้การหาลูกค้าใหม่ในตลาดอาหารสัตว์เลี้ยงในยุโรป เราคาดว่าอัตรากำไรสุทธิของ ITC จะเพิ่มขึ้นเป็น 19% ในปี 2027F จาก 16% ในปี 2025F

ผลิตภัณฑ์นมสัตว์เลี้ยงใหม่ที่แข็งแกร่ง

ITC ขายอาหารสัตว์เลี้ยง (85% ของยอดขาย) และนมสัตว์เลี้ยง (15%) ITC ให้ความสำคัญกับการขยายไลน์ผลิตภัณฑ์นมสัตว์เลี้ยงที่รับประทานกับอาหารสัตว์เลี้ยง นมสัตว์เลี้ยงมีอัตรากำไรที่สูงกว่า เนื่องจากใช้คาร์โบไฮเดรตที่ราคาถูกกว่า ขณะที่อาหารสัตว์เลี้ยงต้องใช้โปรตีนจากเนื้อสัตว์ที่มีราคาแพงกว่า ITC ได้เปิดตัวผลิตภัณฑ์นมสัตว์เลี้ยงให้กับลูกค้าแบรนด์อาหารสัตว์เลี้ยงชั้นนำ 5 อันดับแรกที่ซื้ออาหารสัตว์เลี้ยงจาก ITC อยู่แล้ว ยอดขายอาหารสัตว์เลี้ยงรวมของ ITC ในไตรมาส 9 เดือน 2025 เติบโต 9% y-y ใน 9M25 และนมสัตว์เลี้ยงเติบโต 42% y-y และอาหารสัตว์เลี้ยงเติบโต 5% y-y ITC กำลังพิจารณาขยายสายการผลิตนมสัตว์เลี้ยงที่โรงงานที่มีอยู่ หากความต้องการยังคงแข็งแกร่งต่อเนื่อง เราคาดว่ายอดขายของ ITC ในไตรมาส 9 เดือน 2025 จะเติบโต 9-10% ต่อปี ในปี 2025-27F

ให้อัตราผลตอบแทนปันผลที่ 4.9/6.2%

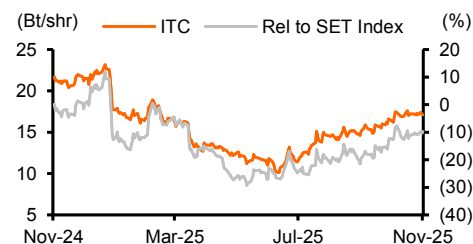
ITC เป็นบริษัทที่อยู่ในสถานะเป็นเงินสดสุทธิ เราคาด EBITDA ไว้ที่ 3.3 พันลบ. ในปีนี้ และเพิ่มขึ้นเป็น 4.1 พันลบ. ในปี 2026F ITC ได้สร้างโรงงานแห่งใหม่แล้วเสร็จในปีนี้ และเราคาดว่าค่าใช้จ่ายลงทุนจะลดลงเหลือ 600 ลบ. ต่อปี ในปี 2026-27F ITC มีแผนที่จะจัดหาเงินทุนจากเงินสดภายใน 8 พันลบ. ITC กำลังมองหาดีล M&A ซึ่งหากยังไม่เกิดขึ้น ITC อาจนำเงินสดส่วนเกินนี้ไปจ่ายเงินปันผลเพิ่มเติม เราคาดว่า ITC จะให้อัตราผลตอบแทนปันผลที่ 4.9/6.2% อิงจากสมมติฐานอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ 85% ซึ่งเรามองว่าค่อนข้างระมัดระวัง อัตราการจ่ายเงินปันผลขั้นต่ำของ ITC อยู่ที่ 50% แต่ในปี 2024 ITC จ่ายในอัตรา 96%

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลเพิ่มเติมเกี่ยวกับหลักทรัพย์และข้อมูลที่เกี่ยวข้องก่อนตัดสินใจลงทุน การนำข้อมูลไปใช้โดยไม่ได้อิงตามข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปใช้โดยไม่ได้อิงตามข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปใช้โดยไม่ได้อิงตามข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปใช้โดยไม่ได้อิงตามข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	17,729	18,166	19,869	21,985
Net profit	3,597	2,970	3,714	4,241
Consensus NP	—	3,016	3,343	3,691
Diff frm cons (%)	—	(1.5)	11.1	14.9
Norm profit	3,830	2,970	3,714	4,241
Prev. Norm profit	—	3,137	3,617	4,062
Chg frm prev (%)	—	(5.3)	2.7	4.4
Norm EPS (Bt)	1.3	1.0	1.2	1.4
Norm EPS grw (%)	65.6	(22.5)	25.0	14.2
Norm PE (x)	13.4	17.3	13.8	12.1
EV/EBITDA (x)	10.3	12.3	9.6	8.4
P/BV (x)	2.1	2.1	2.1	2.0
Div yield (%)	6.7	4.9	6.2	7.0
ROE (%)	16.2	12.3	15.1	16.7
Net D/E (%)	(48.4)	(46.3)	(46.2)	(45.8)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 12-Nov-25 (Bt)	17.10
Market Cap (US\$ m)	1,578.6
Listed Shares (m shares)	3,000.0
Free Float (%)	20.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	11.9
12M Price H/L (Bt)	23.20/10.10
Sector	Food
Major Shareholder	Thai Union Group 79.3%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

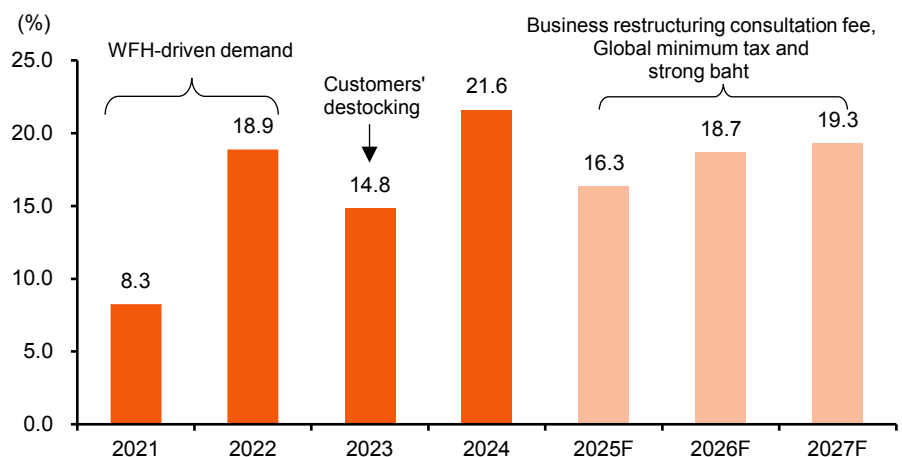
ESG Summary Report P30

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

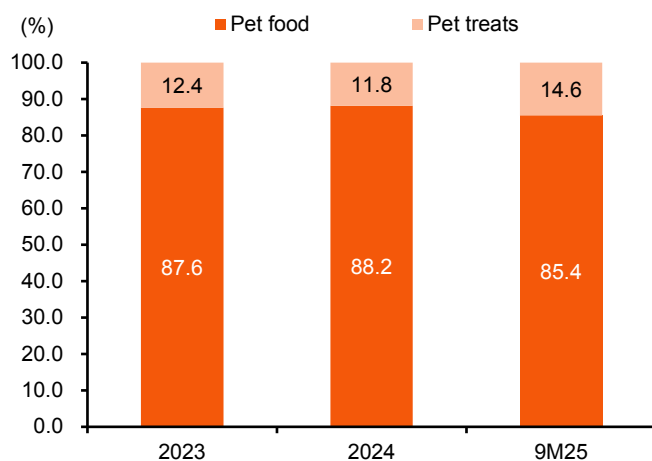
Ex 1: Expected Benefits from Business Restructuring

Restructuring plans	Expected benefits (US\$ m)
Commercial benefits - Raising prices and focusing on the best customers - Greater EU penetration and of other regional customers - Dropping unprofitable businesses	US\$33m-36m
Manufacturing benefits - Cutting manufacturing costs by over 10% - Right-sizing headcount to match actual demand - Efficiency improvements - Eliminating waste	US\$10m-12m
Supply chain fixes - Renegotiating supplier contracts for better terms - Building backup suppliers to avoid disruptions - Working with vendors on joint cost reductions - Improving purchasing power	US\$5m-6m

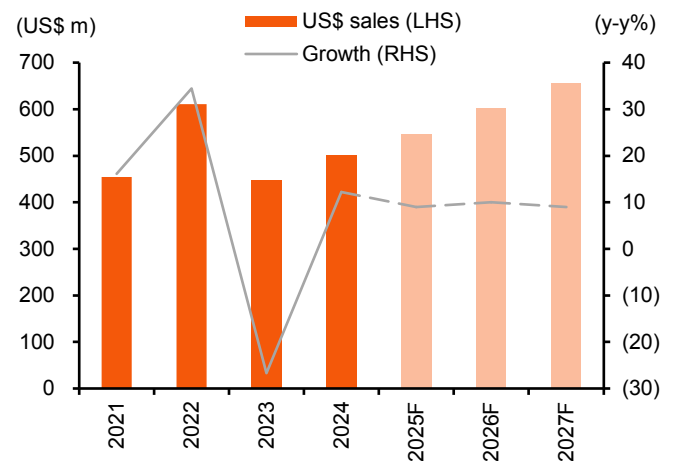
Source: Company data, Thanachart compilations

Ex 2: We Expect Net Margin To Expand

Sources: Company data, Thanachart estimates

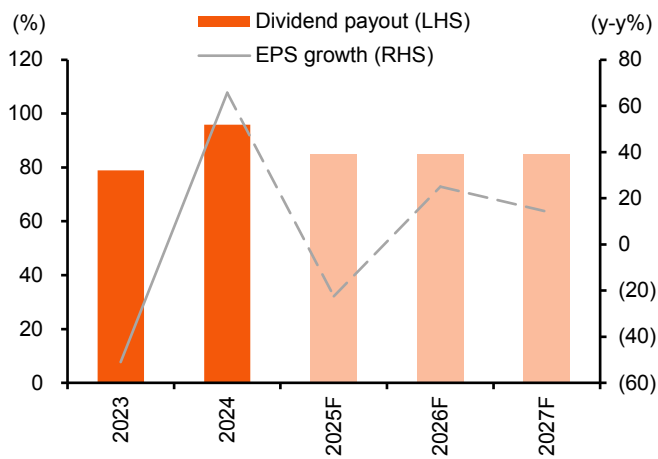
Ex 3: Sales Breakdown By Product

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: ITC's US\$ Sales Growth

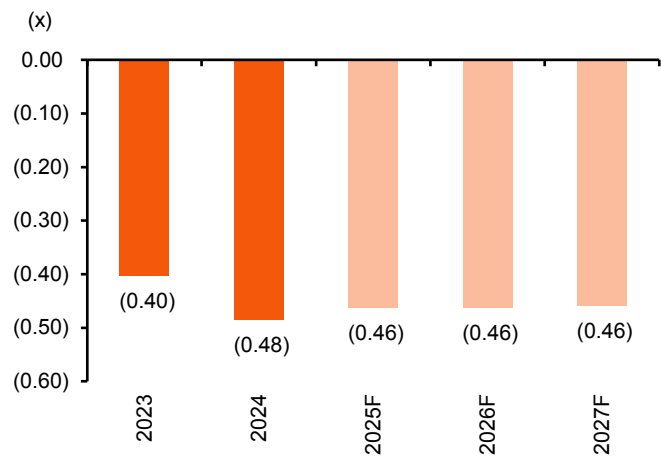
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Dividend Payout And Yield



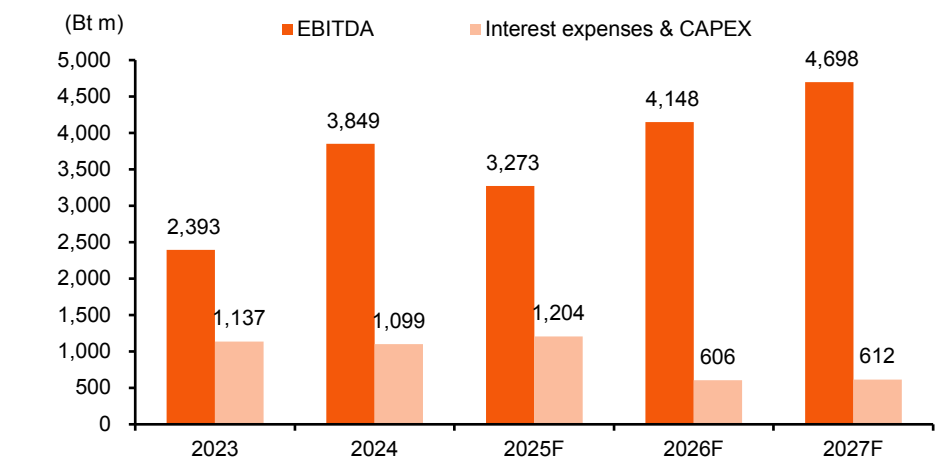
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: A Net Cash Position



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: Capex Set To Fall



Sources: Company data, Thanachart estimates

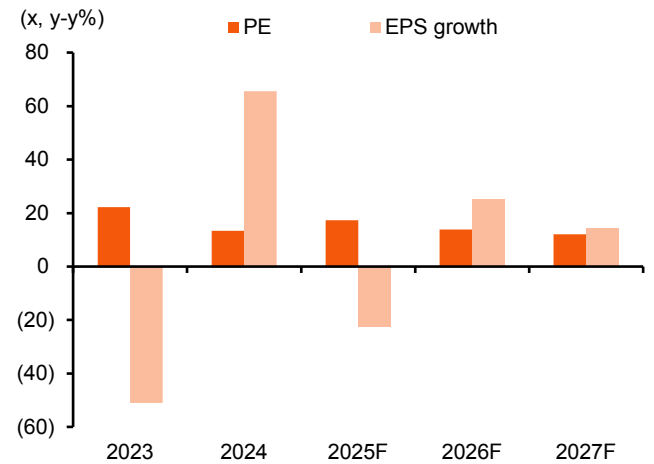
Ex 8: Earnings Revisions

	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Sales (US\$ m)						
- New	610	446	505	547	602	656
- Old				559	612	655
- Change (%)				(2.1)	(1.6)	0.3
US\$/baht						
New	35.1	34.8	35.3	33.2	33.0	33.5
Old				33.1	33.0	33.5
Gross margin (%)						
- New	19.5	27.7	27.7	24.8	25.4	25.9
- Old				24.2	24.2	23.6
- Change (ppt)				0.6	1.2	2.4
SG&A to sales (%)						
- New	7.6	9.2	9.2	10.2	7.9	7.8
- Old				9.5	8.5	7.2
- Change (ppt)				0.7	(0.6)	0.6
Normalized profit (Bt m)						
- New	2,312	3,830	3,830	2,970	3,714	4,241
- Old				3,137	3,617	4,062
- Change (%)				(5.3)	2.7	4.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: Share Price Has Corrected

Source: Bloomberg

Ex 10: PE Vs. Growth

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: Our 12-month DCF-based TP, Using a Base Year of 2026F

(Bt m)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	Terminal value
EBITDA	4,148	4,698	5,203	5,552	5,918	6,239	6,500	6,709	6,946	7,195	7,436	—
Free cash flow	3,307	3,754	3,721	4,320	4,681	5,074	5,614	5,408	5,347	5,599	6,213	68,137
PV of free cash flow	3,298	3,031	2,699	2,815	2,741	2,669	2,653	2,296	2,040	1,919	1,912	20,974
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.1											
WACC (%)	11.3											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	49,047											
Net debt (2025F)	(11,179)											
Minority interest	0											
Equity value	60,226											
# of shares (m)	3,000											
Target price/share (Bt)	20											

Sources: Company data, Thanachart estimates

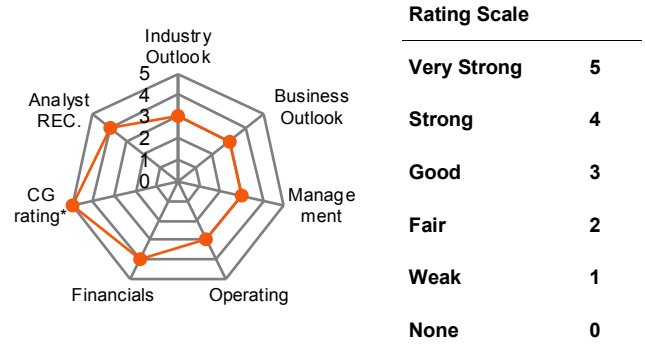
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

ITC เป็นหนึ่งในผู้ผลิตอาหารสัตว์เลี้ยง OEM ที่ใหญ่ที่สุดห้าอันดับแรกของโลก ลูกค้าของบริษัท ได้แก่ แบรินด์อาหารสัตว์เลี้ยงชั้นนำระดับโลก ตลาดสำคัญของ ITC คือสหรัฐอเมริกา สหราชอาณาจักร ประเทศอื่นๆ ในยุโรป และในเอเชีย ITC มุ่งเน้นไปที่อาหารแบบเปียกสำหรับแมว ซึ่งเป็นหนึ่งในกลุ่มที่เติบโตอย่างรวดเร็ว

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *No CG rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- การเข้าถึงต้นทุนวัตถุดิบราคาต่ำ
- การประหยัดจากขนาด
- ตลาดที่หลากหลาย
- มีการบริหารจัดการที่แข็งแกร่ง

O — Opportunity

- โอกาสในการขยายไปยังต่างประเทศ และการเข้าซื้อกิจการ
- การขยายสายผลิตภัณฑ์
- การเจาะกลุ่มลูกค้าใหม่

W — Weakness

- มีความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยน
- เป็นธุรกิจที่ใช้แรงงานสูง

T — Threat

- การแข็งค่าของเงินบาท
- การเปลี่ยนแปลงด้านกฎระเบียบ
- การระบาดของโรคภัยร้ายแรง

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	18.44	20.00	8%
Net profit 25F (Bt m)	3,016	2,970	-2%
Net profit 26F (Bt m)	3,343	3,714	11%
Consensus REC	BUY: 12	HOLD: 7	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2026F และราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด ซึ่งเราคาดว่าสาเหตุเป็นเพราะเรามีมุมมองเชิงบวกมากกว่าต่อความต้องการอาหารสัตว์เลี้ยงระดับพรีเมียมที่แข็งแกร่ง

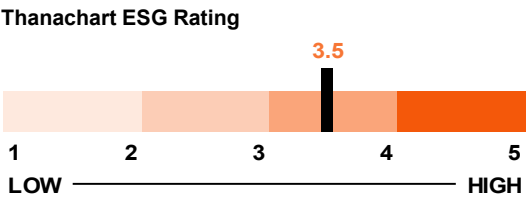
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- สภาพอากาศที่เลวร้ายซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อการจัดหาวัตถุดิบและราคาวัตถุดิบ ถือเป็นความเสี่ยงด้านลบที่สำคัญต่อการคาดการณ์ของเรา
- หากค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้นสูงกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ในปัจจุบันมาก นี่จะเป็นความเสี่ยงด้านลบต่อการคาดการณ์และราคาเป้าหมายของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

ITC เป็นหนึ่งในผู้ผลิตอาหารสัตว์เลี้ยง OEM ห้าอันดับแรกของโลก โรงงานของบริษัท ตั้งอยู่ในประเทศไทย และส่วนใหญ่ของการผลิตถูกส่งออกไปต่างประเทศ ธุรกิจอาหารสัตว์เลี้ยงของ ITC ใช้วัตถุดิบหลักคือท่อน้ำ ซึ่งได้รับการจัดหาจากบริษัทแม่ บมจ. ไทยยูเนียน กรุ๊ป (TU) ร่วมกัน เราให้คะแนน ESG แก่ ITC ที่ 3.5 ซึ่งถือว่าอยู่ในระดับสูงในกลุ่มที่เราทำบทวิเคราะห์ คะแนนทางด้านสังคมของ ITC อยู่ในระดับสูงสุด รองลงมาคือด้านสิ่งแวดล้อม และการกำกับดูแล (governance)



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
ITC	-	-	-	-	-	-	-	-	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "terms of use" in the following back page.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- เราให้คะแนนด้านสิ่งแวดล้อมที่ 3.6 แก่ ITC ซึ่งถือว่าค่อนข้างสูง แม้ว่าลักษณะธุรกิจของบริษัท ในฐานะเป็นผู้ผลิต จะปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) ในระดับหนึ่ง แต่ ITC ได้ตั้งเป้าหมายที่ชัดเจนในการลดการปล่อยก๊าซและการบริหารจัดการพลังงานที่ดี - ITC ตั้งเป้าหมายด้านสภาพภูมิอากาศที่สอดคล้องกับการมีพันธะของประเทศไทยในการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ โดยติดตามการปล่อยก๊าซจากการดำเนินงาน การปล่อยก๊าซลดลงจาก 63,222 ตัน CO2e ในปี 2022 เหลือ 55,742 ตัน ในปี 2024 (ลดลง 12%) แม้ว่าจะมีการเติบโตของปริมาณการผลิต - ไฟฟ้าจากพลังงานแสงอาทิตย์ในปัจจุบันคิดเป็น 12% ของการใช้พลังงานทั้งหมด อัตราส่วนนี้สูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มอุตสาหกรรมการผลิตในไทย แต่ยังต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มอุตสาหกรรมอาหารทั่วโลกที่ 25-30% - บริษัท ได้ลดการใช้ไฟฟ้า โดยการใช้พลังงานไฟฟ้าลดลง 76% หลังจากที่ได้ติดตั้งเครื่องมือเพื่อลดการใช้ไฟฟ้าเมื่อไม่กี่ปีที่ผ่านมา
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- เราให้คะแนนด้านสังคมที่สูงถึง 3.8 แก่ ITC - เนื่องจากมีการใช้เครื่องจักรอุปกรณ์อย่างมาก ITC จึงให้ความสำคัญกับการพัฒนาทักษะของพนักงานและความปลอดภัยในการทำงาน โดยจัดให้มีการฝึกอบรม 23.5 ชั่วโมงต่อพนักงานต่อปี การบาดเจ็บจากการทำงานถึงขั้นหยุดงานดีขึ้นจาก 0.28 ชั่วโมงเหลือ 0.007 ชั่วโมงต่อปีในปี 2024 - ITC มีโปรแกรมสวัสดิการต่างๆ รวมถึงประกันสุขภาพ กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ และนโยบายการหาความสมดุลระหว่างชีวิตการทำงาน และชีวิตส่วนตัวที่แตกต่างกันระหว่างพนักงานโรงงานและพนักงานในสำนักงาน - ITC ให้การสนับสนุนต่างๆ เช่น การบริจาคให้โรงเรียนรัฐบาลและการให้ความช่วยเหลืออื่นๆ แก่ผู้ที่ต้องการ
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- เรามอบคะแนนกำกับดูแลที่ 3.3 ให้กับ ITC ซึ่งต่ำกว่าคะแนนด้านสิ่งแวดล้อม และสังคม - โครงสร้างคณะกรรมการของ ITC ไม่เหมาะสม ประธานคณะกรรมการไม่เป็นกรรมการอิสระ และมีกรรมการอิสระเพียง 4 คนจากสมาชิกทั้งหมด 11 คน อัตราส่วนกรรมการอิสระอยู่ที่ 36% ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยที่เหมาะสมที่มากกว่า 60% (หรือสองในสาม) โดยมีกรรมการหญิง 18% เมื่อเทียบกับอัตราส่วนที่แนะนำที่ 30% - อย่างไรก็ตาม ทักษะของคณะกรรมการนั้นหลากหลาย ได้แก่ ด้านการเงิน (5 คน) กฎหมาย (4 คน) การบริหารจัดการ (5 คน) และ CSR/ความยั่งยืน (8 คน) แต่ยังขาดทักษะด้านเทคโนโลยีสำหรับการพัฒนาในด้านการผลิต - ITC มีคณะกรรมการที่จำเป็นทั้งหมด ได้แก่ คณะกรรมการตรวจสอบ คณะกรรมการค่าตอบแทน คณะกรรมการกำกับดูแลและความยั่งยืน และคณะกรรมการบริหารความเสี่ยง คณะกรรมการความเสี่ยงของบริษัทฯ ยังรวมการประเมินความเสี่ยงจากสภาพภูมิอากาศด้วย - เรามองว่า ITC มีความยั่งยืนทางธุรกิจที่ดี ด้วยการลงทุนในงานวิจัยและพัฒนา (R&D) และนวัตกรรมเพื่อรักษาตำแหน่งในการเป็นผู้ผลิตหลักในตลาดอาหารสัตว์เลี้ยงพรีเมียมระดับโลก นอกจากนี้ยังขยายฐานลูกค้าจากเจ้าของแบรนด์อาหารสัตว์เลี้ยงไปสู่กลุ่มลูกค้าอื่นๆ เช่น เจ้าของแบรนด์จากผู้ค้าปลีก

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	15,577	17,729	18,166	19,869	21,985
Cost of sales	12,539	12,810	13,664	14,829	16,281
Gross profit	3,038	4,919	4,502	5,040	5,704
% gross margin	19.5%	27.7%	24.8%	25.4%	25.9%
Selling & administration expenses	1,183	1,638	1,857	1,573	1,724
Operating profit	1,854	3,281	2,646	3,466	3,980
% operating margin	11.9%	18.5%	14.6%	17.4%	18.1%
Depreciation & amortization	539	568	628	682	718
EBITDA	2,393	3,849	3,273	4,148	4,698
% EBITDA margin	15.4%	21.7%	18.0%	20.9%	21.4%
Non-operating income	603	696	491	448	496
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(11)	(6)	(4)	(6)	(12)
Pre-tax profit	2,446	3,971	3,133	3,909	4,464
Income tax	132	141	163	195	223
After-tax profit	2,314	3,830	2,970	3,713	4,241
% net margin	14.9%	21.6%	16.3%	18.7%	19.3%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	(1)	0	0	0	0
Extraordinary items	(31)	(233)	0	0	0
NET PROFIT	2,281	3,597	2,970	3,714	4,241
Normalized profit	2,312	3,830	2,970	3,714	4,241
EPS (Bt)	0.8	1.2	1.0	1.2	1.4
Normalized EPS (Bt)	0.8	1.3	1.0	1.2	1.4

Good earnings growth
outlook, in our view

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	18,573	20,550	20,334	21,957	23,481
Cash & cash equivalent	9,305	11,690	11,200	12,000	12,500
Account receivables	3,860	3,951	3,832	4,191	4,638
Inventories	3,243	3,535	3,893	4,225	4,639
Others	2,165	1,375	1,409	1,540	1,705
Investments & loans	878	0	0	0	0
Net fixed assets	5,482	6,009	6,581	6,500	6,382
Other assets	498	369	375	381	387
Total assets	25,431	26,928	27,291	28,838	30,251
LIABILITIES:					
Current liabilities:	1,710	2,096	2,440	2,623	2,892
Account payables	1,520	1,815	2,096	2,275	2,498
Bank overdraft & ST loans	0	0	0	0	0
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	190	281	343	347	394
Total LT debt	0	0	21	450	654
Others LT liabilities	602	693	708	771	850
Total liabilities	2,312	2,789	3,169	3,844	4,396
Minority interest	1	0	0	0	(0)
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
Share premium	18,395	18,395	18,395	18,395	18,395
Warrants	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Surplus	(247)	(553)	(553)	(553)	(553)
Retained earnings	1,970	3,296	3,279	4,152	5,013
Shareholders' equity	23,118	24,138	24,121	24,994	25,855
Liabilities & equity	25,431	26,928	27,291	28,838	30,251

Net cash position to
support high dividends

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	2,446	3,971	3,133	3,909	4,464
Tax paid	(74)	(217)	(118)	(215)	(207)
Depreciation & amortization	539	568	628	682	718
Chg In working capital	73	(88)	41	(512)	(637)
Chg In other CA & CL / minorities	(895)	964	(17)	(108)	(134)
Cash flow from operations	2,088	5,198	3,667	3,755	4,204
Capex	(1,126)	(1,093)	(1,200)	(600)	(600)
Right of use	(4)	2	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(878)	878	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(19)	(24)	9	57	73
Cash flow from investments	(2,026)	(236)	(1,191)	(543)	(527)
Debt financing	0	0	21	428	204
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(1,349)	(2,250)	(2,987)	(2,840)	(3,381)
Warrants & other surplus	(421)	(327)	0	0	0
Cash flow from financing	(1,770)	(2,577)	(2,966)	(2,412)	(3,176)
Free cash flow	963	4,105	2,467	3,155	3,604

*Scheduled to complete
its capex cycle this year*

VALUATION

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	22.2	13.4	17.3	13.8	12.1
Normalized PE - at target price (x)	25.9	15.7	20.2	16.2	14.1
PE (x)	22.5	14.3	17.3	13.8	12.1
PE - at target price (x)	26.3	16.7	20.2	16.2	14.1
EV/EBITDA (x)	17.6	10.3	12.3	9.6	8.4
EV/EBITDA - at target price (x)	21.2	12.6	14.9	11.7	10.3
P/BV (x)	2.2	2.1	2.1	2.1	2.0
P/BV - at target price (x)	2.6	2.5	2.5	2.4	2.3
P/CFO (x)	24.6	9.9	14.0	13.7	12.2
Price/sales (x)	3.3	2.9	2.8	2.6	2.3
Dividend yield (%)	3.5	6.7	4.9	6.2	7.0
FCF Yield (%)	1.9	8.0	4.8	6.2	7.0
(Bt)					
Normalized EPS	0.8	1.3	1.0	1.2	1.4
EPS	0.8	1.2	1.0	1.2	1.4
DPS	0.6	1.2	0.8	1.1	1.2
BV/share	7.7	8.0	8.0	8.3	8.6
CFO/share	0.7	1.7	1.2	1.3	1.4
FCF/share	0.3	1.4	0.8	1.1	1.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Inexpensive PE, in our
view*

FINANCIAL RATIOS

High dividend yields

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	(30.9)	13.8	2.5	9.4	10.7
Net profit (%)	(49.0)	57.7	(17.4)	25.0	14.2
EPS (%)	(54.0)	57.7	(17.4)	25.0	14.2
Normalized profit (%)	(45.6)	65.6	(22.5)	25.0	14.2
Normalized EPS (%)	(51.0)	65.6	(22.5)	25.0	14.2
Dividend payout ratio (%)	78.9	95.9	85.0	85.0	85.0
Operating performance					
Gross margin (%)	19.5	27.7	24.8	25.4	25.9
Operating margin (%)	11.9	18.5	14.6	17.4	18.1
EBITDA margin (%)	15.4	21.7	18.0	20.9	21.4
Net margin (%)	14.9	21.6	16.3	18.7	19.3
D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.4)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
Interest coverage - EBIT (x)	168.3	544.5	666.5	621.4	334.4
Interest coverage - EBITDA (x)	217.2	638.7	824.6	743.6	394.7
ROA - using norm profit (%)	9.0	14.6	11.0	13.2	14.4
ROE - using norm profit (%)	10.1	16.2	12.3	15.1	16.7
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	10.1	16.2	12.3	15.1	16.7
- asset turnover (x)	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
- operating margin (%)	15.8	22.4	17.3	19.7	20.4
- leverage (x)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2
- interest burden (%)	99.6	99.8	99.9	99.9	99.7
- tax burden (%)	94.6	96.5	94.8	95.0	95.0
WACC (%)	11.3	11.3	11.3	11.3	11.3
ROIC (%)	15.1	22.9	20.1	25.4	28.1
NOPAT (Bt m)	1,754	3,165	2,508	3,293	3,781
invested capital (Bt m)	13,813	12,449	12,943	13,444	14,009

Sources: Company data, Thanachart estimates

BUY (Unchanged)

TP: Bt 11.00

(From: Bt 11.50)

Change in Numbers

Upside : 38.4%

13 NOVEMBER 2025

KCG Corporation Pcl. (KCG TB)

ถูก เติบโต และอัตราผลตอบแทนดี

การปรับเปลี่ยนธุรกิจของ KCG ช่วยให้บริษัทขยายฐานลูกค้าได้แม้ในภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอตัว และด้วยการประหยัดต้นทุน KCG จึงมี EPS เติบโตที่ 17/11% ในปี 2025-26F พร้อมทั้งให้อัตราผลตอบแทนปันผล 6.0/6.7% และซื้อขายที่ PE ที่น่าสนใจที่ 8 เท่า



PATTADOL BUNNAK

662-779-9119

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

คำแนะนำ "ซื้อ"

เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" KCG โดยปรับราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2026F) เป็น 11 บาท (จาก 11.5 บาท) 1) แม้เศรษฐกิจจะชะลอตัว แต่ยอดขายของ KCG เติบโต 12% ใน 9M25 ซึ่งได้แรงหนุนจากความสำเร็จในการปรับเปลี่ยนธุรกิจไปสู่ตลาดสินค้า FMCG ทำให้สามารถขยายฐานลูกค้าได้ 2) แม้จะขยายธุรกิจ แต่ KCG ยังสามารถลดต้นทุนได้จากการปรับปรุงประสิทธิภาพ ซึ่งนำไปสู่การขยายอัตรากำไร และ 3) KCG ยังดูไม่แพงที่ PE ที่ 8 เท่า ในปี 2026F เทียบกับการเติบโตของ EPS ที่ 17/12/9% ในปี 2025-27F และให้อัตราผลตอบแทนเงินปันผล 6.0/6.7% ในปี 2025-26F ในบทวิเคราะห์นี้ เราปรับลดประมาณการกำไรลง 4% ต่อปี ในปี 2025-27F เพื่อสะท้อนถึงเศรษฐกิจที่อ่อนแอลงในประเทศไทย

ยอดขายเติบโตต่อเนื่อง

แม้เศรษฐกิจจะชะลอตัว แต่ยอดขายของ KCG เติบโต 12% y-y) ใน 9M25 ที่ผู้บริหารของ KCG ในช่วงหลายปีที่ผ่านมาได้ตัดสินใจปรับตำแหน่งทางธุรกิจจากการจำหน่ายซีสและเนยแบบดั้งเดิม ไปสู่การเป็นสินค้า FMCG ที่ผสมผสานเข้ากับการบริโภคในชีวิตประจำวันมากขึ้น เช่น ซีสที่รับประทานคู่กับอาหารไทย และขนมขบเคี้ยวที่มีส่วนผสมของซีส ด้วยผลิตภัณฑ์ใหม่ที่ทำผลงานได้ดี KCG ยังสามารถขยายยอดขายผ่านช่องทาง B2B โดยได้ลูกค้ากลุ่มเซ่นร้านอาหารและแบรนด์ขนมขบเคี้ยวมากขึ้น ซึ่งบริษัท ใช้ประโยชน์จากโรงงานอาหารที่ได้รับการรับรองของตนเองในการพัฒนาผลิตภัณฑ์เฉพาะสำหรับลูกค้า พร้อมกับจัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์เนยและซีสของบริษัทในฐานะวัตถุดิบประกอบอาหารด้วย เราคาดว่ายอดขายของบริษัท จะเติบโต 10/8/6% ในปี 2025-27F

การประหยัดต้นทุน

EBIT margin ของ KCG เพิ่มขึ้นเป็น 6.7% ใน 9M25 จาก 6.4% ใน 9M24 เนื่องจากบริษัทได้ปรับปรุงประสิทธิภาพการผลิตในโรงงาน และปรับสูตรผลิตภัณฑ์ให้คุ้มค่ามากขึ้น เช่น การใช้วัตถุดิบเนยที่มีราคาถูกกว่า ขณะเดียวกัน ทีมวิจัยและพัฒนา (R&D) ของบริษัทก็สามารถรักษารสชาติและกลิ่นของผลิตภัณฑ์ไว้ได้อย่างดี KCG มีแผนจะปรับปรุงประสิทธิภาพเพิ่มเติมผ่านการใช้ระบบอัตโนมัติมากขึ้นและลดการใช้แรงงานคน ทั้งนี้ แม้ยอดขายจะเพิ่มขึ้น แต่บริษัทก็สามารถลดค่าใช้จ่ายด้านการตลาดได้ เนื่องจากความสำเร็จของการพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่ที่ได้รับความต้องการสูงในตลาด เราคาดว่า EBIT margin จะขยายตัวเป็น 7.7% ในปี 2027F

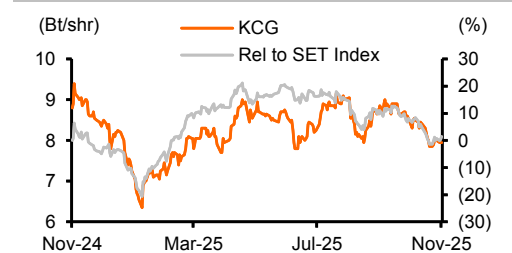
ให้อัตราผลตอบแทนปันผลที่ 6.0/6.7%

KCG ให้อัตราผลตอบแทนปันผลที่ดีที่ 6.0/6.7% ในปี 2025-26F ตามประมาณการของเรา โดยให้สมมติฐานอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ 55% แม้อัตราการจ่ายเงินปันผลขั้นต่ำอยู่ที่ 40% แต่ KCG จ่ายปันผลให้อัตรา 55% ในปี 2024

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	7,743	8,553	9,261	9,830
Net profit	406	474	529	575
Consensus NP	—	446	505	548
Diff frm cons (%)	—	6.4	4.6	5.0
Norm profit	405	474	529	575
Prev. Norm profit	—	496	552	601
Chg frm prev (%)	—	(4.4)	(4.3)	(4.2)
Norm EPS (Bt)	0.7	0.9	1.0	1.1
Norm EPS grw (%)	12.0	17.2	11.5	8.8
Norm PE (x)	10.7	9.1	8.2	7.5
EV/EBITDA (x)	7.7	6.8	6.1	5.6
P/BV (x)	1.5	1.4	1.3	1.2
Div yield (%)	5.2	6.0	6.7	7.6
ROE (%)	14.4	15.5	16.0	16.2
Net D/E (%)	49.6	47.8	42.9	37.0

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

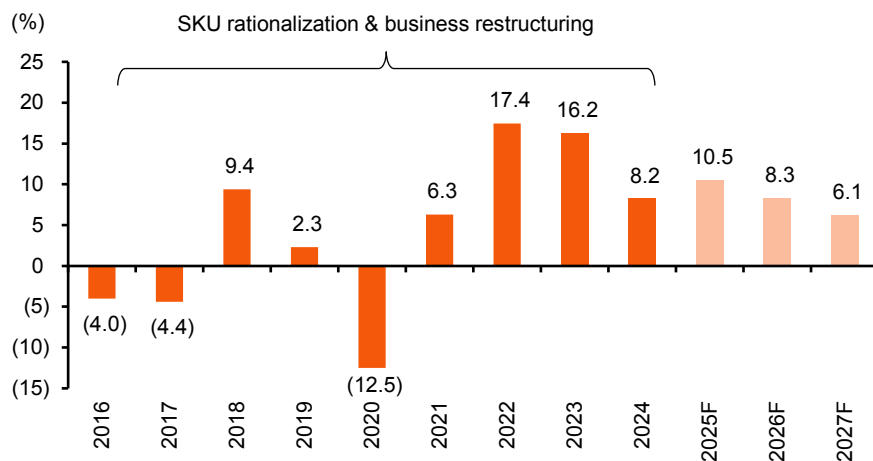
Price as of 12-Nov-25 (Bt)	7.95
Market Cap (US\$ m)	133.3
Listed Shares (m shares)	545.0
Free Float (%)	27.7
Avg Daily Turnover (US\$ m)	4.8
12M Price H/L (Bt)	9.40/6.35
Sector	Food & Beverage
Major Shareholder	Kim Chua Trading Co Ltd 52.2%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

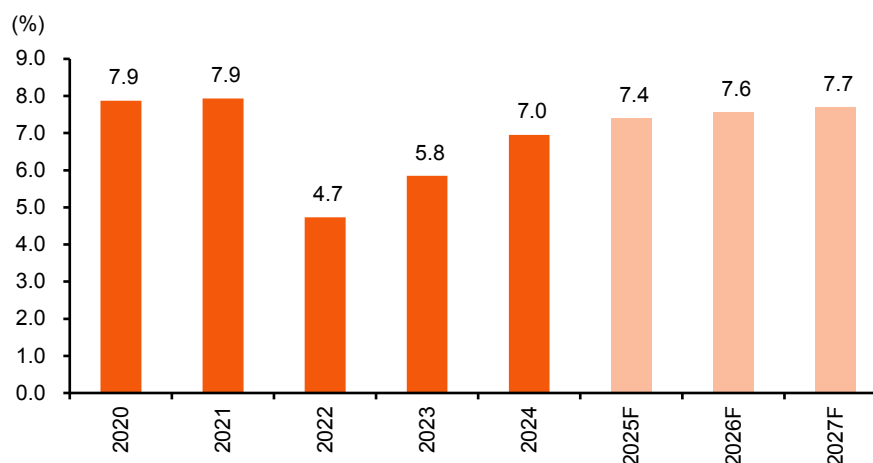
ESG Summary Report P38

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

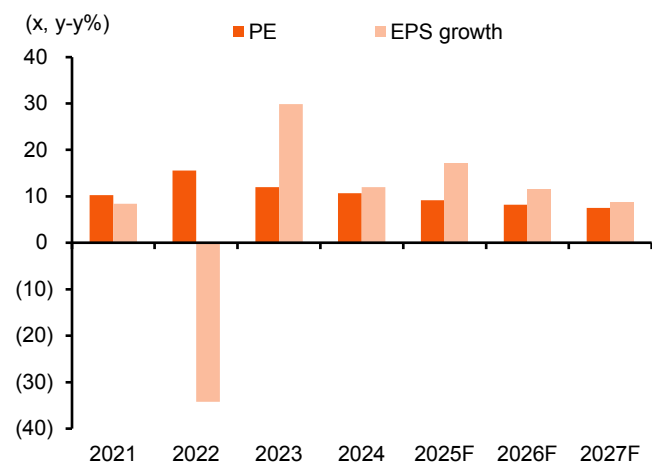
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเสนอแนะหรือการรับประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลนี้ไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Sales Growth Has Accelerated

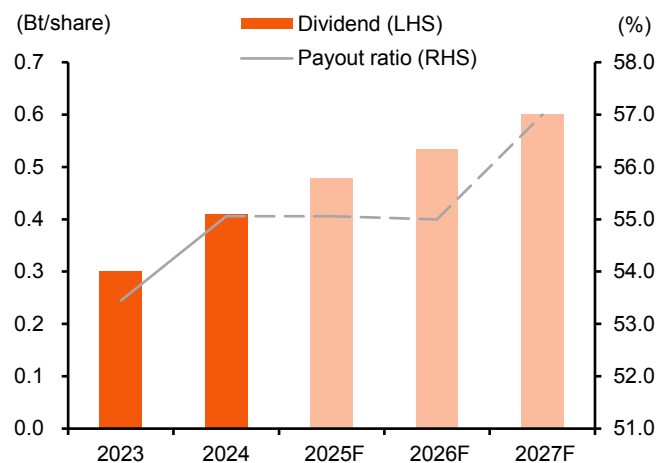
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: EBIT Margin Expansion

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: PE And EPS Trends

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Dividend Payout And DPS

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Earnings Revisions

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Sales (Bt m)					
New	7,157	7,743	8,553	9,261	9,830
Old			8,587	9,299	9,870
Change (%)			(0.4)	(0.4)	(0.4)
Gross margin (%)					
New	30.0	30.9	30.7	30.8	30.9
Old			31.0	31.1	31.2
Change (ppt)			(0.3)	(0.3)	(0.3)
SG&A to sales (%)					
New	24.1	23.9	23.3	23.2	23.2
Old			23.3	23.3	23.2
Change (ppt)			(0.0)	(0.0)	(0.0)
Normalized profit (Bt m)					
New	293	405	474	529	575
Old			496	552	601
Change (%)			(4.4)	(4.3)	(4.2)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2026F

(Bt m)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	Terminal value
EBITDA	946	1,017	1,070	1,117	1,158	1,200	1,235	1,270	1,306	1,343	1,381	—
Free cash flow	350	448	497	545	594	618	668	691	715	739	728	10,538
PV of free cash flow	294	346	352	354	353	337	334	317	301	285	257	3,726
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.1											
WACC (%)	9.0											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	7,410											
Net debt (2025F)	1,459											
Minority interest	(0)											
Equity value	5,951											
# of shares (m)	545											
Target price/share (Bt)	11											

Sources: Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บมจ.เคซีจี คอร์ปอเรชั่น (KCG) ผลิตและจำหน่ายซีสและเนย ผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับการประกอบอาหารและเบเกอรี่ และบิสกิตแบรนด์ต่างๆ เพื่อรองรับลูกค้าครัวเรือนและบริษัทอาหารในประเทศไทย KCG เป็นเจ้าของโรงงานผลิต 3 แห่ง ศูนย์กระจายสินค้า 5 แห่ง คลังสินค้า 1 แห่ง และรถตู้กระจายสินค้าหลายคัน

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

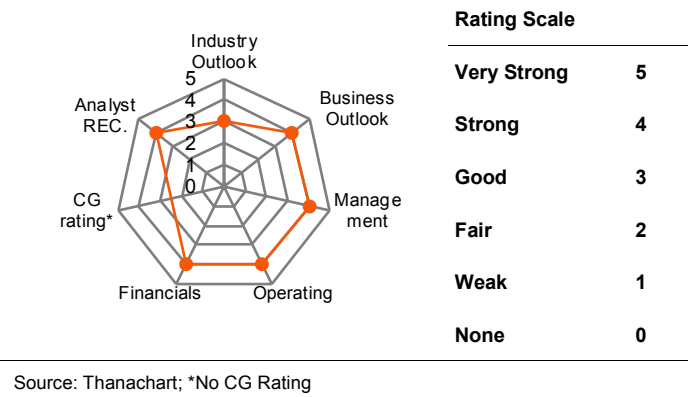
S — Strength

- เป็นผู้ผลิตชั้นนำของผลิตภัณฑ์หลักในประเทศไทย
- มี SKU ของผลิตภัณฑ์มากกว่าคู่แข่งในประเทศ
- ให้บริการแบบครบวงจร

O — Opportunity

- เจาะกลุ่มลูกค้าใหม่
- การควบรวมกิจการ

COMPANY RATING



W — Weakness

- ตลาดอาหารในประเทศไทยอึดตัวด้วยการเติบโตระดับปกติของธุรกิจเท่านั้น
- พึ่งพาลูกค้าที่ทำธุรกิจอาหารที่มีอำนาจต่อรองสูงอย่างมาก

T — Threat

- ความผันผวนของค่าเงิน
- การบริโภคภายในประเทศและภาวะเศรษฐกิจ

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	11.00	11.00	0%
Net profit 25F (Bt m)	446	474	6%
Net profit 26F (Bt m)	505	529	5%
Consensus REC	BUY: 5	HOLD: 0	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรและราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด ซึ่งเรามองว่าในเชิงรุกมากกว่าต่อความสำเร็จของ KCG ในการเปิดตัวผลิตภัณฑ์ใหม่

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

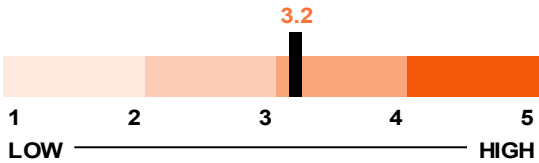
- การเติบโตของกลุ่มอุตสาหกรรมอาหารในตลาดหลักของ KCG ที่ต่ำกว่าคาดอาจก่อให้เกิดความเสี่ยงด้านลบต่อตัวเลขของเรา
- การไม่ได้รับคำสั่งซื้อและลูกค้าใหม่ อาจเป็นความเสี่ยงด้านลบอีกประการหนึ่งต่อการคาดการณ์กำไรของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

KCG เป็นผู้ผลิตผลิตภัณฑ์อาหารชั้นนำของประเทศไทย โดยโรงงานของบริษัท มีการปล่อยก๊าซเรือนกระจกบางส่วน และบริษัท ได้ดำเนินการมาตรการบางอย่างเพื่อลดการปล่อยก๊าซเหล่านี้ อย่างไรก็ตาม คะแนน ESG ของเราให้กับ KCG อยู่ที่ 3.2 ซึ่งถือว่าอยู่ในระดับปานกลาง เนื่องจากบริษัท ยังขาดกลยุทธ์ที่ชัดเจนในการบรรลุเป้าหมายการลดมลพิษ

Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
KCG	YES	A	-	-	-	-	-	-	-

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "terms of use" in the following back page.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงาน/ไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- เราให้คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E score) แก่ KCG ที่ระดับ 3.1 ซึ่งถือว่าอยู่ในระดับปานกลางสำหรับผู้ผลิตสินค้าเกี่ยวกับอาหาร - KCG ได้ตั้งเป้าการปล่อยคาร์บอนสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2050 แต่ยังไม่มีความชัดเจนเกี่ยวกับเป้าหมายระยะกลางที่ชัดเจน - อย่างไรก็ตาม บริษัท มีความคืบหน้าอย่างต่อเนื่องในการมุ่งสู่เป้าหมายด้านสิ่งแวดล้อมระยะยาว โดยมีการเพิ่มการใช้พลังงานทดแทนจากแผงโซลาร์บนหลังคา (solar rooftop) ขึ้น 20.3% เมื่อเทียบกับปี 2023 จากการจัดตั้งในศูนย์โลจิสติกส์และโรงงานต่างๆ การใช้พลังงานไฟฟ้าและพลังงานรวมต่อการผลิตหนึ่งตันลดลง 6.3% การใช้น้ำต่อการผลิตหนึ่งตันลดลง 23.5% จากระดับในปี 2023 พร้อมทั้งมีการนำน้ำเสียที่ผ่านการบำบัดกลับมาใช้ใหม่ 100% ในทั้งสองโรงงาน โรงงานแห่งหนึ่งของบริษัท สามารถบรรลุเป้าหมาย "Zero Waste to Landfill" (ไม่ส่งขยะไปฝังกลบ) และปริมาณขยะต่อการผลิตหนึ่งตันลดลง 7.2% ขยะอาหารลดลง 5.7% โดย 83% ของขยะอาหารถูกนำไปใช้ประโยชน์ใหม่เป็นอาหารสัตว์ - ในด้านลบ ความเข้มข้นของการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG emissions intensity) ยังคงเพิ่มขึ้นเล็กน้อย 0.9% ในปี 2024 โดยหลักมาจากการก่อสร้างศูนย์โลจิสติกส์แห่งใหม่
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขภาพและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- เราให้คะแนนด้านสังคม (S score) แก่ KCG ที่ระดับ 3.6 ซึ่งถือว่าสูงเมื่อเทียบกับบริษัทอื่น - KCG แสดงให้เห็นถึงความใส่ใจในสวัสดิภาพของพนักงานอย่างชัดเจน โดยมีคะแนนความผูกพันของพนักงาน (Employee Engagement) อยู่ที่ 78% และมีชั่วโมงการฝึกอบรมเฉลี่ยต่อพนักงานต่อปีอยู่ที่ 16 ชั่วโมง ซึ่งสูงกว่าเป้าหมายที่ตั้งไว้ที่ 12 ชั่วโมง ในปี 2024 บริษัท ไม่มียางานการละเมิดกฎหมายระเบียบ หรือสิทธิมนุษยชนเลย ซึ่งสะท้อนถึงระบบการกำกับดูแลและการปฏิบัติตามกฎระเบียบที่เข้มแข็ง - ในด้านความปลอดภัยของผลิตภัณฑ์ KCG ได้รับการรับรองมาตรฐาน FSSC 22000 ซึ่งเป็นระบบมาตรฐานการรับรองความปลอดภัยสำหรับการผลิตอาหาร - นอกจากนี้ KCG ยังมีบทบาทในการสนับสนุนชุมชน โดยให้ความช่วยเหลือกว่า 60 องค์กรในชุมชน รวมเป็นมูลค่าราว 2.5 ลบ. หรือคิดเป็นประมาณ 0.032% ของรายได้รวมทั้งหมด
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- เราให้คะแนนด้านธรรมาภิบาล (G score) แก่ KCG ที่ระดับ 3.0 - โครงสร้างคณะกรรมการของ KCG ถือว่าแข็งแกร่ง แต่ยังไม่ถึงระดับที่เหมาะสมที่สุด โดยประธานคณะกรรมการบริษัทเป็นกรรมการอิสระ และกรรมการอิสระมีสัดส่วน 42% (5 จาก 12 คน) ซึ่งสูงกว่าข้อกำหนดขั้นต่ำที่หนึ่งในสาม อย่างไรก็ตาม สัดส่วนกรรมการหญิงอยู่ที่ 16.67% (2 จาก 12 คน) ซึ่งต่ำกว่าระดับที่แนะนำไว้ที่ 30% - KCG มีคณะกรรมการย่อยที่จำเป็นครบถ้วน ได้แก่ คณะกรรมการตรวจสอบ คณะกรรมการพิจารณาค่าตอบแทน คณะกรรมการกำกับดูแลกิจการและความยั่งยืน และคณะกรรมการบริหาร โดยคณะกรรมการบริหารความเสี่ยงยังรวมการประเมินความเสี่ยงด้านสภาพภูมิอากาศไว้ด้วย - ในด้านความยั่งยืนทางธุรกิจ KCG มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุดในตลาดซีสและเนย และดำเนินธุรกิจมากกว่า 66 ปี ความเป็นผู้นำตลาดในระยะยาวเป็นผลมาจากการพัฒนาผลิตภัณฑ์อย่างต่อเนื่องเพื่อตอบสนองความต้องการ KCG มีโรงเรียนสอนอาหารที่ได้รับการรับรอง ซึ่งยังใช้ในการพัฒนาสูตรอาหารสำหรับลูกค้าร้านอาหารอีกด้วย

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

Decent sales growth

Margin expansion

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	7,157	7,743	8,553	9,261	9,830
Cost of sales	5,010	5,351	5,927	6,409	6,793
Gross profit	2,147	2,392	2,626	2,852	3,038
% gross margin	30.0%	30.9%	30.7%	30.8%	30.9%
Selling & administration expenses	1,728	1,854	1,993	2,153	2,282
Operating profit	418	538	632	699	755
% operating margin	5.8%	7.0%	7.4%	7.6%	7.7%
Depreciation & amortization	181	213	230	247	262
EBITDA	600	751	862	946	1,017
% EBITDA margin	8.4%	9.7%	10.1%	10.2%	10.3%
Non-operating income	35	25	25	25	25
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(80)	(53)	(59)	(58)	(55)
Pre-tax profit	374	510	598	666	725
Income tax	80	105	124	138	150
After-tax profit	293	405	474	529	575
% net margin	4.1%	5.2%	5.5%	5.7%	5.9%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	13	1	0	0	0
NET PROFIT	306	406	474	529	575
Normalized profit	293	405	474	529	575
EPS (Bt)	0.7	0.7	0.9	1.0	1.1
Normalized EPS (Bt)	0.7	0.7	0.9	1.0	1.1

BALANCE SHEET

A decent balance sheet, in our view

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	3,307	3,175	3,639	3,922	4,149
Cash & cash equivalent	334	64	200	200	200
Account receivables	1,623	1,866	2,061	2,232	2,369
Inventories	1,288	1,174	1,301	1,406	1,491
Others	61	70	78	84	89
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	2,354	2,618	2,789	2,842	2,875
Other assets	211	201	131	131	131
Total assets	5,872	5,994	6,559	6,895	7,155
LIABILITIES:					
Current liabilities:	2,925	2,808	3,124	3,190	3,168
Account payables	977	1,141	1,264	1,367	1,449
Bank overdraft & ST loans	1,826	1,518	1,711	1,663	1,559
Current LT debt	6	6	6	6	3
Others current liabilities	116	143	142	154	158
Total LT debt	5	0	0	0	2
Others LT liabilities	248	245	262	279	293
Total liabilities	3,178	3,052	3,386	3,469	3,463
Minority interest	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	545	545	545	545	545
Share premium	0	0	0	0	0
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	1,668	1,673	1,673	1,673	1,673
Retained earnings	481	723	955	1,208	1,474
Shareholders' equity	2,694	2,941	3,173	3,426	3,692
Liabilities & equity	5,872	5,994	6,559	6,895	7,155

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	374	510	598	666	725
Tax paid	(67)	(77)	(132)	(126)	(150)
Depreciation & amortization	181	213	230	247	262
Chg In working capital	(238)	35	(199)	(174)	(140)
Chg In other CA & CL / minorities	105	43	(0)	(7)	(1)
Cash flow from operations	354	724	497	607	696
Capex	(654)	(477)	(400)	(300)	(295)
Right of use	30	(5)	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	0	0	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	4	(62)	87	17	14
Cash flow from investments	(619)	(544)	(313)	(283)	(281)
Debt financing	(980)	(292)	195	(48)	(105)
Capital increase	155	0	0	0	0
Dividends paid	(125)	(163)	(242)	(276)	(309)
Warrants & other surplus	1,174	5	0	0	0
Cash flow from financing	225	(451)	(48)	(324)	(414)
Free cash flow	(299)	247	97	307	401

Passed its heavy capex cycle

VALUATION

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	12.0	10.7	9.1	8.2	7.5
Normalized PE - at target price (x)	16.4	14.7	12.5	11.2	10.3
PE (x)	11.5	10.7	9.1	8.2	7.5
PE - at target price (x)	15.8	14.6	12.5	11.2	10.3
EV/EBITDA (x)	8.4	7.7	6.8	6.1	5.6
EV/EBITDA - at target price (x)	10.5	9.9	8.7	7.8	7.2
P/BV (x)	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2
P/BV - at target price (x)	2.2	2.0	1.9	1.7	1.6
P/CFO (x)	9.9	6.0	8.7	7.1	6.2
Price/sales (x)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4
Dividend yield (%)	3.8	5.2	6.0	6.7	7.6
FCF Yield (%)	(8.5)	5.7	2.2	7.1	9.2
(Bt)					
Normalized EPS	0.7	0.7	0.9	1.0	1.1
EPS	0.7	0.7	0.9	1.0	1.1
DPS	0.3	0.4	0.5	0.5	0.6
BV/share	4.9	5.4	5.8	6.3	6.8
CFO/share	0.8	1.3	0.9	1.1	1.3
FCF/share	(0.7)	0.5	0.2	0.6	0.7

Sources: Company data, Thanachart estimates

We don't foresee an investment boom, just a cyclical recovery

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	16.2	8.2	10.5	8.3	6.1
Net profit (%)	26.9	32.7	16.9	11.5	8.8
EPS (%)	11.9	7.7	16.9	11.5	8.8
Normalized profit (%)	47.3	38.0	17.2	11.5	8.8
Normalized EPS (%)	29.9	12.0	17.2	11.5	8.8
Dividend payout ratio (%)	53.4	55.1	55.1	55.0	57.0
Operating performance					
Gross margin (%)	30.0	30.9	30.7	30.8	30.9
Operating margin (%)	5.8	7.0	7.4	7.6	7.7
EBITDA margin (%)	8.4	9.7	10.1	10.2	10.3
Net margin (%)	4.1	5.2	5.5	5.7	5.9
D/E (incl. minor) (x)	0.7	0.5	0.5	0.5	0.4
Net D/E (incl. minor) (x)	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
Interest coverage - EBIT (x)	5.2	10.1	10.7	12.1	13.7
Interest coverage - EBITDA (x)	7.5	14.2	14.6	16.4	18.4
ROA - using norm profit (%)	5.1	6.8	7.6	7.9	8.2
ROE - using norm profit (%)	15.1	14.4	15.5	16.0	16.2
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	15.1	14.4	15.5	16.0	16.2
- asset turnover (x)	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4
- operating margin (%)	6.3	7.3	7.7	7.8	7.9
- leverage (x)	2.9	2.1	2.1	2.0	2.0
- interest burden (%)	82.4	90.6	91.0	92.0	92.9
- tax burden (%)	78.5	79.3	79.3	79.3	79.3
WACC (%)	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0
ROIC (%)	9.0	10.2	11.4	11.8	12.2
NOPAT (Bt m)	328	427	502	555	599
invested capital (Bt m)	4,197	4,401	4,691	4,896	5,056

Sources: Company data, Thanachart estimates

BUY (Unchanged)

TP: Bt 19.30

(From: Bt 22.00)

13 NOVEMBER 2025

Change in Numbers

Upside : 23.7%

Osotspa Pcl (OSP TB)

ให้อัตราผลตอบแทนปันผลที่ 7.7/7.1%

ราคาหุ้น **OSP** ลดลง 25% YTD เนื่องจากตลาดกังวลต่อผลการดำเนินงาน 3Q25 ที่อาจอ่อนแอ อย่างไรก็ตาม ผลการดำเนินงาน 3Q25 ออกมาตามคาด และเราเห็นว่าเป็นโอกาสในการซื้อหุ้น **OSP** ด้วยคาดว่าจะให้อัตราผลตอบแทนปันผลที่ 7.7/7.1% ในปี 2025-26F



PATTADOL BUNNAK

662-779-9119

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

หุ้นอาหารที่ให้อัตราผลตอบแทนปันผลสูง

เราให้คำแนะนำ “ซื้อ” **OSP** ราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2026F) ลดลงเหลือ 19.3 บาท (จาก 22 บาท) จาก 1) แม้จะมีปัญหาด้านการส่งออก แต่ **OSP** รายงานการเติบโตของกำไรตามคาดที่ 4% y-y ใน 3Q25 เนื่องจากการฟื้นตัวของตลาดในประเทศและการประหยัดต้นทุน ส่วนการลดลง 31% q-q เป็นผลจากฤดูฝนในไตรมาส 3 ซึ่งเป็นช่วงฤดูโลว์ซีซั่น 2) **OSP** เชื่อว่า ยอดส่งออกได้แตะจุดต่ำสุดแล้ว และคาดว่าจะเติบโต q-q ใน 4Q25F แต่ลดลง y-y 3) **OSP** ได้เริ่มใช้กลยุทธ์ประหยัดต้นทุนใหม่ และคาดว่าจะอัตรากำไรจะขยายตัวต่อเนื่องในปีหน้า และ 4) เราชอบ **OSP** ในฐานะหุ้นที่ให้ผลตอบแทนปันผลสูง โดยคาดว่าจะมีอัตราผลตอบแทนปันผลที่ 7.7/7.1% หนุนโดย FCF yield ที่ 9.3/9.6% ในปี 2025-26F แม้จะจ่ายปันผลในอัตราที่สูงถึง 100% แล้ว แต่ **OSP** อาจใช้มาตรการจัดการเงินทุนเพิ่มเติม เราปรับกำไร +4/-3/-3% ต่อปี ในปี 2025-27F เพื่อสะท้อนแนวโน้มการบริโภคที่อ่อนแอ

การส่งออกต่ำสุด

ยอดขายของ **OSP** 67% มาจากเครื่องดื่มชูกำลังในประเทศ, 16% จากการส่งออกเครื่องดื่มชูกำลัง 12% จากผลิตภัณฑ์ดูแลส่วนบุคคลในประเทศ และ 5% จากผลิตภัณฑ์อื่นๆ ยอดส่งออกรวมลดลง 15% y-y ใน 3Q25 จากยอดขายที่อ่อนแอในตลาดที่ใหญ่ที่สุดอย่างเมียนมาร์ท่ามกลางการบริโภคที่อ่อนแอ ยอดขายในอินโดนีเซียที่อ่อนแอจากปัญหาทางการเมืองและยอดขายที่หายไปไนท์พูชา เนื่องจากผู้บริโภคคว่ำบาตรสินค้าของไทย อย่างไรก็ตาม **OSP** คาดว่าการลดลงจะน้อยลงใน 4Q25 เหลือ low single-digit ยอดขายในเมียนมาร์ได้ฟื้นตัวขึ้นจากกลยุทธ์การตลาดที่เข้มข้นขึ้น แม้ความต้องการไนท์พูชาและอินโดนีเซียยังคงอ่อนแอ ประเมินการเติบโตของยอดขายรวมของเราที่ -5/0/0% ในปี 2025-27F ได้รวมการเติบโตของยอดส่งออกที่ 5/-10/7%

ประหยัดต้นทุนมากขึ้น

แม้ราคาขายเฉลี่ยที่ต่ำลงจากการกลับมาเปิดตัวผลิตภัณฑ์ขวด 10 บาทใหม่ แต่อัตรากำไรสุทธิของ **OSP** ขยายตัวเป็น 12% ใน 3Q25 จาก 11% ใน 3Q24 โดยได้แรงหนุนหลักจาก การลดค่าใช้จ่ายทางการตลาด, ราคาวัตถุดิบที่ลดลง, และการลดการใช้เศษแก้วจากขวดเครื่องดื่มชูกำลัง ในปีหน้า **OSP** มีแผนที่จะลดค่าใช้จ่ายทางการตลาดลงอีก และคาดว่าจะค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารจะลดลงอีก เราคาดว่าอัตรากำไรสุทธิของ **OSP** จะอยู่ที่ 13% ในปี 2027F เทียบกับ 11% ในปี 2024

ยอดขายในประเทศกลับมาเติบโต

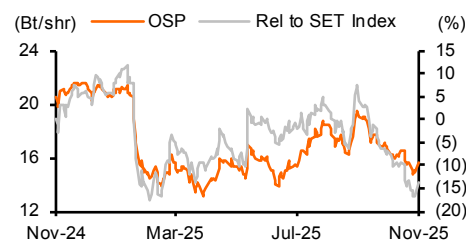
ยอดขายเครื่องดื่มชูกำลังในประเทศของ **OSP** เติบโต 5% y-y หลังลดลงตั้งแต่ 3Q24 **OSP** คาดว่าจะมีการเติบโตต่อเนื่องใน 4Q25 หลังการปรับเพิ่มราคาเครื่องดื่มชูกำลังในประเทศเป็น 12 บาท/ขวด ในปี 2022 ซึ่งทำให้สูญเสียส่วนแบ่งตลาด (จาก 54.6% ในปี 2021 เหลือ 43.0% ในปลายปี 2024) **OSP** จึงกลับมาเปิดตัวผลิตภัณฑ์ 10 บาท/ขวดใหม่ พร้อมทั้งยังคงผลิตภัณฑ์ 12 บาท/ขวด ในบางพื้นที่ในช่วงต้นปี 2025 เพื่อพยายามเรียกคืนส่วนแบ่งตลาด สัดส่วนผลิตภัณฑ์ 10 บาท/ขวด ในปัจจุบันอยู่ที่ราว 30% และ 12 บาท/ขวด ลดลงเหลือ 70% **OSP** ตัดสินใจคงสัดส่วนนี้ไว้เนื่องจากส่วนแบ่งตลาดทรงตัวอยู่ที่ราว 43.1% ในเดือนก.ย.2025

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	27,069	25,813	25,933	27,146
Net profit	1,638	3,596	3,343	3,592
Consensus NP	—	3,555	3,555	3,752
Diff frm cons (%)	—	(7.2)	(6.0)	(4.3)
Norm profit	3,035	3,299	3,343	3,592
Prev. Norm profit	—	3,184	3,433	3,684
Chg frm prev (%)	—	3.6	(2.6)	(2.5)
Norm EPS (Bt)	1.0	1.1	1.1	1.2
Norm EPS grw (%)	26.3	8.7	1.3	7.5
Norm PE (x)	15.4	14.2	14.0	13.0
EV/EBITDA (x)	10.2	9.0	8.9	8.1
P/BV (x)	3.0	2.9	2.9	2.9
Div yield (%)	3.8	7.7	7.1	7.7
ROE (%)	19.1	20.7	20.5	22.0
Net D/E (%)	0.4	(9.0)	(14.8)	(21.5)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 12-Nov-25 (Bt)	15.60
Market Cap (US\$ m)	1,441.9
Listed Shares (m shares)	3,003.8
Free Float (%)	52.2
Avg Daily Turnover (US\$ m)	14.3
12M Price H/L (Bt)	21.60/13.20
Sector	Food
Major Shareholder	Osathanugrah family 44.8%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P47

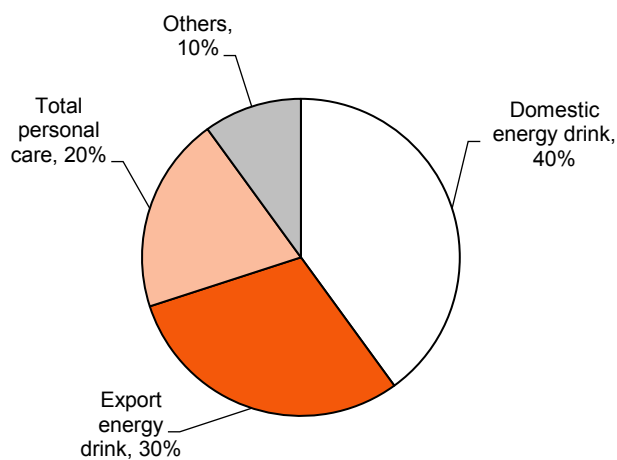
กรุณารับรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

Ex 1: Our Assumptions

	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Total sales (% growth)	4.6	1.9	(4.4)	3.9	(4.6)	0.5	4.7
Domestic energy drinks	(0.8)	(8.9)	2.2	(4.4)	(7.0)	4.1	5.2
Other domestic drinks	17.2	2.3	(32.4)	9.3	4.0	3.7	4.5
Myanmar and other energy drink exports	16.8	8.4	3.3	29.6	5.1	(10.0)	7.0
Personal care	(16.5)	17.2	11.0	12.8	3.9	4.0	4.0
Others	27.1	43.2	(12.4)	(13.7)	(28.5)	4.0	4.0
Gross margin (%)	34.5	30.6	34.5	37.3	39.0	39.0	39.2
EBIT margin (%)	12.2	6.8	8.6	11.6	14.0	13.8	14.3

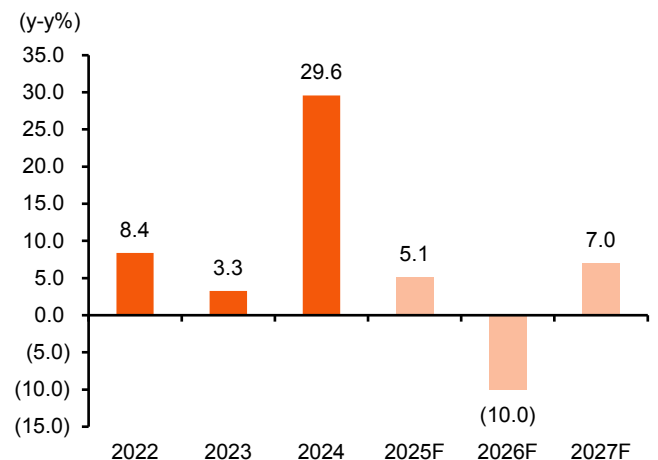
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: OSP's EBIT Breakdown



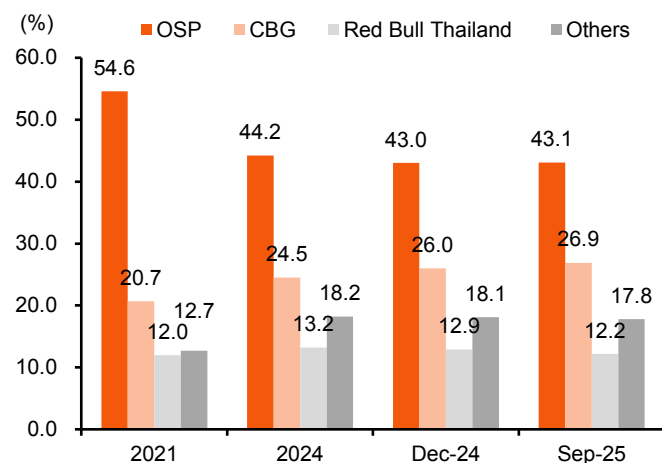
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: OSP's Export Outlook



Sources: Company data, Thanachart estimates

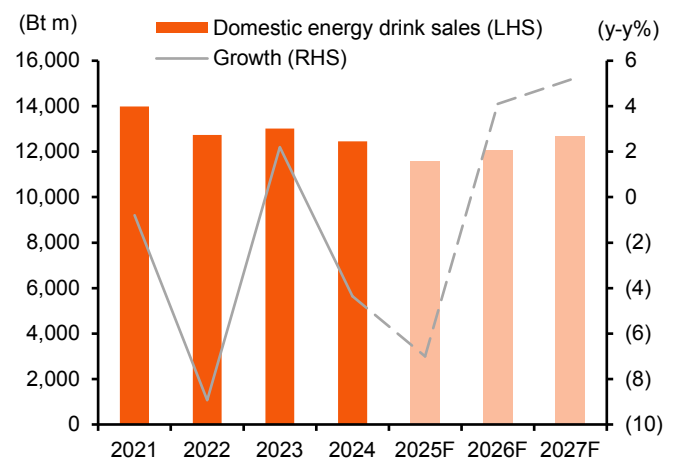
Ex 4: Domestic Energy Drink Market Share



Sources: Company data, Thanachart compilations, Thanachart estimates

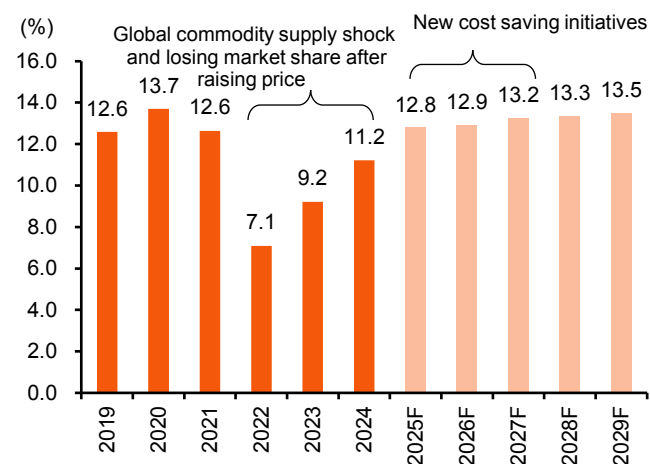
Note: Other energy drinks are: higher-end energy drinks for non-blue-collar workers, herb-based energy drinks, and hangover relief drinks, whose performance is not influenced by the main energy drink products.

Ex 5: Domestic Energy Drink Sales Growth



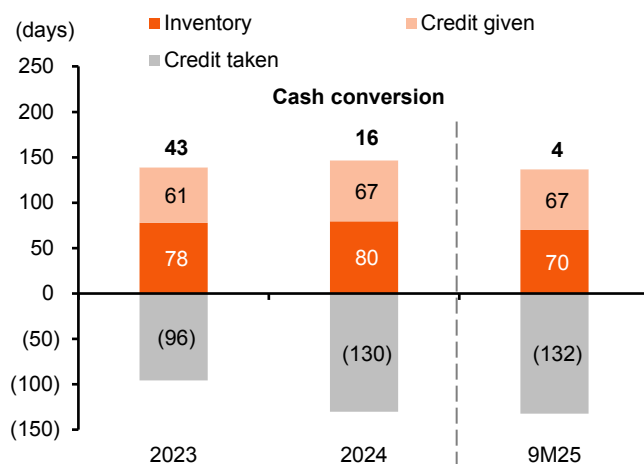
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Net Margin Trend



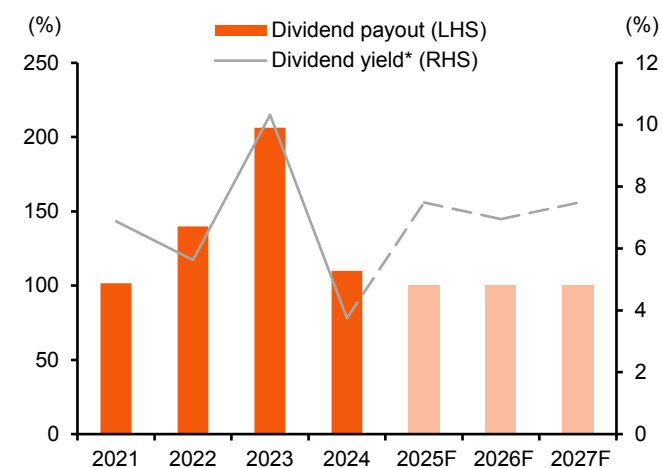
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: Cash Cycle Has Improved



Source: Company data

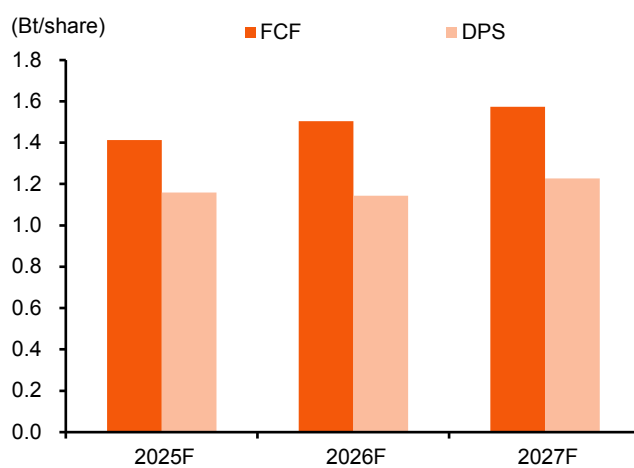
Ex 8: Dividend Payout Vs. Yield



Sources: Company data, Thanachart estimates

Note:* Based on a share price of Bt16.0

Ex 9: High Yields Supported By FCF



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2026F

(Bt m)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	Terminal Value
EBITDA	5,001	5,329	5,591	5,840	6,065	6,294	6,533	6,782	7,047	7,290	7,572	—
Free cash flow	4,568	4,690	4,804	5,029	5,429	5,632	5,843	6,063	6,098	6,534	5,443	66,425
PV of free cash flow	4,556	3,852	3,574	3,391	3,317	3,118	2,930	2,755	2,511	2,438	1,840	22,452
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.0											
WACC (%)	10.4											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	56,733											
Net debt (2025F)	(1,509)											
Minority interest	299											
Equity value	57,943											
# of shares (m)	3,004											
Equity value/share (Bt)	19.3											

Sources: Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท โอสภสกา จำกัด (มหาชน) (OSP) ดำเนินธุรกิจผลิตและจัดจำหน่าย เครื่องดื่มที่ไม่มีแอลกอฮอล์ โดยบริษัทนำเสนอผลิตภัณฑ์เครื่องดื่มชูกำลัง และเครื่องดื่มอื่น ๆ เช่น กาแฟพร้อมดื่ม เครื่องดื่มกีฬา และเครื่องดื่มเพื่อสุขภาพ นอกจากนี้ OSP ยังมีผลิตภัณฑ์ดูแลส่วนบุคคลในกลุ่มผลิตภัณฑ์ สำหรับเด็ก และผลิตภัณฑ์ความงามสำหรับผู้หญิง รวมถึงมีธุรกิจรับจ้างผลิต (OEM) ด้วย OSP จำหน่ายผลิตภัณฑ์ทั้งในประเทศไทยและต่างประเทศ

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

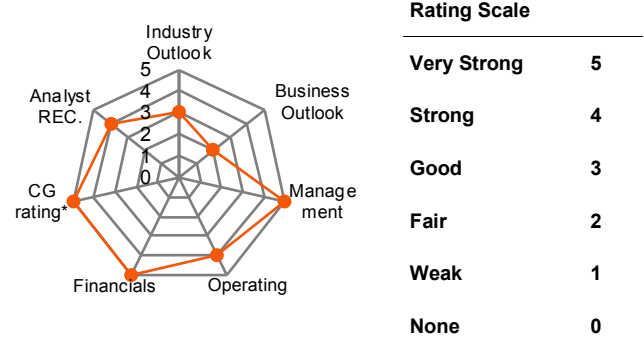
S — Strength

- มีสถานะแข็งแกร่งในตลาดเครื่องดื่มและสินค้าที่ใช้ส่วนบุคคลในประเทศ
- มีทีมผู้บริหารที่ประสบการณ์
- มีงบดุลที่ดี

O — Opportunity

- การเติบโตในประเทศ
- การควบรวมกิจการและการเข้าซื้อกิจการ
- เทรนด์การดูแลสุขภาพในประเทศไทย

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- ตลาดเครื่องดื่มชูกำลังและของใช้ส่วนบุคคลแทบไม่มีการเติบโต
- อำนาจกำหนดราคามีจำกัดแม้จะมีตำแหน่งผู้นำตลาด
- การพึ่งพาผลิตภัณฑ์เครื่องดื่มชูกำลังที่โตเต็มที่แล้วจำกัดศักยภาพในการเติบโตแม้จะมีการเปิดตัวผลิตภัณฑ์ใหม่สำเร็จ

T — Threat

- การแข่งขันด้านราคาในอุตสาหกรรมเครื่องดื่มชูกำลังที่มีการผูกขาดตลาดอาจกระตุ้นให้คู่แข่งตอบสนอง
- การแข่งขันที่รุนแรงกระตุ้นการปรับปรุงรสชาติของผลิตภัณฑ์ แต่หากเกิดข้อผิดพลาดอาจนำไปสู่การเปลี่ยนแปลงรสชาติที่ไม่ดี หรือการเสียค่าใช้จ่ายภาน้ำตาลที่สูงขึ้น
- การแข่งขันที่ทวีความรุนแรงขึ้นอีกครั้งในตลาดเมียนมาร์เมื่อคู่แข่งกลับเข้ามา

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	19.36	19.30	0%
Net profit 25F (Bt m)	3,555	3,299	-7%
Net profit 26F (Bt m)	3,555	3,343	-6%
Consensus REC	BUY: 14	HOLD: 10	SELL: 2

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรระยะยาวและราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของ Bloomberg Consensus ซึ่งเราให้เหตุผลว่าเป็นเพราะเรามีมุมมองเชิงลบมากกว่าเกี่ยวกับกลยุทธ์การเปิดตัวสินค้าใหม่ของ OSP และการแข่งขันในตลาดเมียนมาร์

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

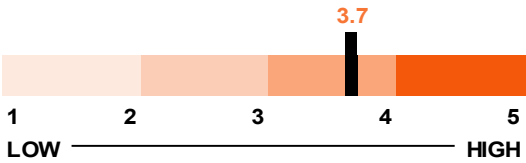
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การเติบโตที่อ่อนแอกว่าที่คาดของธุรกิจเครื่องดื่มชูกำลังและผลิตภัณฑ์ดูแลส่วนบุคคลภายในประเทศเป็นความเสี่ยงด้านลบหลักที่ส่งผลต่อประมาณการของเรา
- ส่วนแบ่งการตลาดที่เพิ่มขึ้นต่ำกว่าที่คาดในธุรกิจเครื่องดื่มชูกำลังภายในประเทศก็อาจส่งผลเสียต่อกำไรของเราเช่นกัน
- การขยายธุรกิจใหม่ล่าช้ากว่าที่คาดอาจส่งผลเสียต่อกำไรของเรา

Source: Thanachart

OSP เป็นผู้ผลิตเครื่องดื่มชูกำลังรายใหญ่ที่สุดในประเทศไทย โรงงานของบริษัท มีการปล่อยก๊าซเรือนกระจกบางส่วน เราให้คะแนน ESG แก่ OSP ที่ 3.7 ซึ่งถือว่าสูงเมื่อเทียบกับบริษัทอื่น โดยเป็นผลมาจากคะแนนด้านสิ่งแวดล้อมที่อยู่ในระดับสูงมาก OSP มีมาตรการที่ชัดเจนในการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก และบริษัท ได้แสดงให้เห็นถึงความก้าวหน้าอย่างต่อเนื่องตามเป้าหมายที่ตั้งไว้

Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
OSP	YES	AA	-	BB	65.11	64.99	83.00	-	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "terms of use" in the following back page.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- เราให้คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) แก่ OSP อยู่ในระดับสูงมากที่ 4.2 เพื่อสะท้อนถึงเป้าหมายและแผนงานที่ชัดเจน รวมถึงความก้าวหน้าในการดำเนินการที่สอดคล้องกับเป้าหมายดังกล่าว - OSP ตั้งเป้าหมายความเป็นกลางทางคาร์บอนภายในปี 2050 และบรรลุการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2065 โดยบริษัท มีแผนและมาตรการที่ชัดเจน พร้อมทั้งมีความคืบหน้าในการดำเนินงานที่ดี - ในปี 2024 OSP ลดความเข้มข้นในการใช้พลังงานลง 18% และลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกลง 32% เมื่อเทียบกับฐาน 2018 ซึ่งสูงกว่าเป้าหมายเดิมที่ 10-15% โดยรวม 98% ของวัสดุบรรจุภัณฑ์และกระบวนการผลิตผ่านเกณฑ์การหมุนเวียนแล้ว และ 90% ของของเสียที่ไม่เป็นอันตรายถูกนำไปรีไซเคิลในปี 2024 - OSP ได้ติดตั้งระบบโซลาร์รูฟท็อป และใช้เครื่องปั่นไฟแบบไฮบริดเพื่อลดภาระการใช้ไฟฟ้าในช่วงพีค ส่งผลให้การใช้ไฟฟ้าของบริษัทลดลง 14% ในปี 2024 นอกจากนี้ บริษัท ยังลดการใช้น้ำและนำกลับมาใช้ใหม่ ส่งผลให้ปริมาณการใช้น้ำลดลง 8% ในปี 2024 - ในด้านลบ คือ ปริมาณการปล่อยก๊าซเรือนกระจกเพิ่มขึ้นเล็กน้อยในปี 2024
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขภาพและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- เราให้คะแนนด้านสังคม (S) แก่ OSP ที่ระดับดี คือ 3.7 เพื่อสะท้อนถึงการให้ความสำคัญกับความเป็นอยู่ที่ดีของพนักงาน การสนับสนุนชุมชนอย่างต่อเนื่อง และคุณภาพของสินค้า - OSP แสดงให้เห็นถึงความใส่ใจในสวัสดิภาพของพนักงานอย่างชัดเจน โดยอัตราการลาออกโดยสมัครใจของพนักงานอยู่ที่เพียง 12% ในปี 2024 ซึ่งถือว่าต่ำเมื่อเทียบกับบริษัทค้าปลีกในไทยทั่วไป OSP ยังมีสวัสดิการครอบคลุม อาทิ ประกันสุขภาพแบบครอบครัว เงินกู้ดอกเบี้ยต่ำ และกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ - OSP ให้การสนับสนุนชุมชนอย่างจริงจัง เช่น โครงการจ้างงานผู้พิการ ซึ่งครอบคลุมผู้ได้รับประโยชน์รวมกว่า 2,100 คน โดยในปีที่ผ่านมา OSP ให้การสนับสนุนด้านการเงินแก่ชุมชนรวมมูลค่า 31 ลบ. หรือคิดเป็น 0.12% ของรายได้รวม
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- เราให้คะแนนด้านบรรษัทภิบาล (G) ของ OSP ที่ระดับปานกลางค่อนข้างดีที่ 3.3 เพื่อสะท้อนถึงโครงสร้างคณะกรรมการที่เหมาะสม และความแข็งแกร่งของแบรนด์สินค้า - โครงสร้างคณะกรรมการของ OSP อยู่ในระดับที่ดี แม้จะยังมีบางจุดที่สามารถปรับปรุงได้ โดยประธานกรรมการเป็นกรรมการอิสระ และมีกรรมการอิสระ 8 คนจากทั้งหมด 17 คน ซึ่งสูงกว่าเกณฑ์ขั้นต่ำที่ 1 ใน 3 แต่ยังต่ำกว่าอัตราส่วนที่เหมาะสมที่ 2 ใน 3 ส่วนสัดส่วนกรรมการหญิงอยู่ที่ 35% (6 ใน 17 คน) ซึ่งสูงกว่าแนวทางแนะนำที่ 30% - OSP มีคณะกรรมการที่จำเป็นทั้งหมด ได้แก่ คณะกรรมการตรวจสอบ คณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทน คณะกรรมการสรรหา-การกำกับดูแล-ความยั่งยืน และคณะกรรมการการลงทุนและการจัดการความเสี่ยง นอกจากนี้ คณะกรรมการจัดการความเสี่ยงยังรวมถึงการประเมินความเสี่ยงด้านสภาพอากาศด้วย - ด้านความยั่งยืนทางธุรกิจ OSP ครองส่วนแบ่งการตลาดสูงสุดในตลาดเครื่องดื่มชูกำลังทั้งในประเทศไทยและเมียนมาร์ และดำเนินธุรกิจมาแล้วกว่า 100 ปี อย่างไรก็ตาม ผลักดันเครื่องดื่มชูกำลังยังขาดนวัตกรรมใหม่ๆ ที่จะดึงดูดผู้บริโภครุ่นใหม่ และยังเผชิญกับการแข่งขันด้านราคาที่สูง

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

Limited earnings growth
but high dividend yields

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	26,062	27,069	25,813	25,933	27,146
Cost of sales	17,059	16,966	15,752	15,819	16,505
Gross profit	9,003	10,103	10,061	10,114	10,641
% gross margin	34.5%	37.3%	39.0%	39.0%	39.2%
Selling & administration expenses	6,769	6,952	6,436	6,535	6,755
Operating profit	2,233	3,151	3,625	3,579	3,886
% operating margin	8.6%	11.6%	14.0%	13.8%	14.3%
Depreciation & amortization	1,498	1,435	1,402	1,423	1,443
EBITDA	3,731	4,586	5,027	5,001	5,329
% EBITDA margin	14.3%	16.9%	19.5%	19.3%	19.6%
Non-operating income	582	310	221	225	230
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(108)	(118)	(136)	(45)	(2)
Pre-tax profit	2,708	3,344	3,710	3,759	4,113
Income tax	431	398	420	426	535
After-tax profit	2,278	2,946	3,289	3,333	3,579
% net margin	8.7%	10.9%	12.7%	12.9%	13.2%
Shares in affiliates' Earnings	146	208	160	160	163
Minority interests	(21)	(120)	(150)	(150)	(150)
Extraordinary items	0	(1,396)	297	0	0
NET PROFIT	2,402	1,638	3,596	3,343	3,592
Normalized profit	2,402	3,035	3,299	3,343	3,592
EPS (Bt)	0.8	0.5	1.2	1.1	1.2
Normalized EPS (Bt)	0.8	1.0	1.1	1.1	1.2

BALANCE SHEET

Robust balance sheet

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	9,376	11,192	11,230	10,968	12,553
Cash & cash equivalent	1,339	2,190	2,800	2,500	3,700
Account receivables	4,390	4,993	4,809	4,831	5,057
Inventories	3,627	3,696	3,323	3,337	3,482
Others	21	313	298	299	313
Investments & loans	1,207	695	695	695	695
Net fixed assets	13,020	12,426	11,424	10,401	9,359
Other assets	799	821	903	948	996
Total assets	24,402	25,135	24,253	23,013	23,603
LIABILITIES:					
Current liabilities:	6,852	8,193	6,871	5,808	6,095
Account payables	4,467	6,059	5,610	5,634	5,878
Bank overdraft & ST loans	1,903	1,665	954	16	38
Current LT debt	187	230	132	2	5
Others current liabilities	294	240	175	156	174
Total LT debt	267	358	205	3	8
Others LT liabilities	773	791	487	490	512
Total liabilities	7,892	9,343	7,564	6,301	6,616
Minority interest	184	299	299	449	599
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	3,004	3,004	3,004	3,004	3,004
Share premium	0	0	0	0	0
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	11,104	10,886	10,886	10,886	10,886
Retained earnings	2,218	1,602	2,499	2,373	2,497
Shareholders' equity	16,326	15,493	16,390	16,263	16,387
Liabilities & equity	24,402	25,135	24,253	23,013	23,603

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

Strong cash flows support dividends

Completed its capex cycle

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	2,708	3,344	3,710	3,759	4,113
Tax paid	(325)	(489)	(378)	(449)	(516)
Depreciation & amortization	1,498	1,435	1,402	1,423	1,443
Chg In working capital	(1,138)	918	109	(13)	(126)
Chg In other CA & CL / minorities	327	(3)	(84)	162	147
Cash flow from operations	3,069	5,205	4,759	4,882	5,062
Capex	(1,038)	(842)	(400)	(400)	(400)
Right of use	0	0	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	2,418	511	0	0	0
Adj for asset revaluation	(10)	(186)	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(506)	(1,448)	(88)	(42)	(24)
Cash flow from investments	864	(1,965)	(488)	(442)	(424)
Debt financing	850	(104)	(962)	(1,270)	30
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(4,956)	(2,253)	(2,699)	(3,469)	(3,467)
Warrants & other surplus	426	(32)	0	0	0
Cash flow from financing	(3,681)	(2,389)	(3,661)	(4,739)	(3,437)
Free cash flow	2,031	4,363	4,359	4,482	4,662

VALUATION

Sustainable high dividend yields support valuation, in our view

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	19.5	15.4	14.2	14.0	13.0
Normalized PE - at target price (x)	24.1	19.1	17.6	17.3	16.1
PE (x)	19.5	28.6	13.0	14.0	13.0
PE - at target price (x)	24.1	35.4	16.1	17.3	16.1
EV/EBITDA (x)	12.8	10.2	9.0	8.9	8.1
EV/EBITDA - at target price (x)	15.8	12.7	11.2	11.1	10.2
P/BV (x)	2.9	3.0	2.9	2.9	2.9
P/BV - at target price (x)	3.6	3.7	3.5	3.6	3.5
P/CFO (x)	15.3	9.0	9.8	9.6	9.3
Price/sales (x)	1.8	1.7	1.8	1.8	1.7
Dividend yield (%)	10.6	3.8	7.7	7.1	7.7
FCF Yield (%)	4.3	9.3	9.3	9.6	9.9
(Bt)					
Normalized EPS	0.8	1.0	1.1	1.1	1.2
EPS	0.8	0.5	1.2	1.1	1.2
DPS	1.7	0.6	1.2	1.1	1.2
BV/share	5.4	5.2	5.5	5.4	5.5
CFO/share	1.0	1.7	1.6	1.6	1.7
FCF/share	0.7	1.5	1.5	1.5	1.6

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

EPS growth trend doesn't
look exciting

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	(4.4)	3.9	(4.6)	0.5	4.7
Net profit (%)	24.2	(31.8)	119.5	(7.1)	7.5
EPS (%)	24.2	(31.8)	119.5	(7.1)	7.5
Normalized profit (%)	24.2	26.3	8.7	1.3	7.5
Normalized EPS (%)	24.2	26.3	8.7	1.3	7.5
Dividend payout ratio (%)	206.3	110.0	100.0	100.0	100.0
Operating performance					
Gross margin (%)	34.5	37.3	39.0	39.0	39.2
Operating margin (%)	8.6	11.6	14.0	13.8	14.3
EBITDA margin (%)	14.3	16.9	19.5	19.3	19.6
Net margin (%)	8.7	10.9	12.7	12.9	13.2
D/E (incl. minor) (x)	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	0.1	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.2)
Interest coverage - EBIT (x)	20.7	26.8	26.7	78.7	na
Interest coverage - EBITDA (x)	34.6	39.0	37.0	110.0	na
ROA - using norm profit (%)	9.5	12.3	13.4	14.1	15.4
ROE - using norm profit (%)	13.8	19.1	20.7	20.5	22.0
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	13.1	18.5	20.6	20.4	21.9
- asset turnover (x)	1.0	1.1	1.0	1.1	1.2
- operating margin (%)	10.8	12.8	14.9	14.7	15.2
- leverage (x)	1.5	1.6	1.5	1.4	1.4
- interest burden (%)	96.2	96.6	96.5	98.8	99.9
- tax burden (%)	84.1	88.1	88.7	88.7	87.0
WACC (%)	10.4	10.4	10.4	10.4	10.4
ROIC (%)	9.9	16.0	20.7	21.3	24.5
NOPAT (Bt m)	1,878	2,776	3,214	3,173	3,381
invested capital (Bt m)	17,344	15,556	14,881	13,784	12,739

Sources: Company data, Thanachart estimates

SELL (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 2.80

(From: Bt 3.70)

Downside : 11.9%

13 NOVEMBER 2025

Small Cap Research

R&B Food Supply Pcl. (RBF TB)

เผชิญกับการบริโภคที่อ่อนแอ

ธุรกิจส่วนผสมอาหารของ RBF เผชิญกับการบริโภคผลิตภัณฑ์ขนมขบเคี้ยวและเครื่องดื่มที่อ่อนแอ ทำให้ทั้งยอดขายและอัตรากำไรหดตัว เราปรับลดกำไรลง 16-17% ต่อปีในปี 2025-27F และคงคำแนะนำ "ขาย" RBF



PATTADOL BUNNAK

662-779-9119

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

ปรับลดกำไร คงคำแนะนำ "ขาย"

เราปรับลดประมาณการกำไรของ RBF ลง 16-17% ในปี 2025-27F และคงคำแนะนำ "ขาย" RBF และปรับราคาเป้าหมายลงเหลือ 2.8 บาท (จาก 3.7 บาท) เนื่องจาก 1) RBF ในฐานะผู้ผลิตวัตถุดิบที่ใช้เป็นส่วนผสมในอาหารหลักประสบปัญหาจากความต้องการที่อ่อนแอในผลิตภัณฑ์ชิ้นปลาย เช่น ขนมขบเคี้ยวและเครื่องดื่ม 2) ความต้องการที่อ่อนแอลงทำให้ผู้บริโภคหันไปบริโภคสินค้าที่ราคาถูกกว่า ซึ่งส่งผลให้ความต้องการผลิตภัณฑ์ที่มีกำไรสูงของ RBF ลดลง และทำให้อัตรากำไรหดตัว และ 3) เรามองว่ามูลค่าหุ้นของ RBF ไม่น่าสนใจ ด้วยข้อขายที่ 2026F PE ที่ 15 เท่า ขณะที่คาดว่า EPS จะเติบโต -13%/2%/2% ในปี 2025-27F

การเติบโตของยอดขายอ่อนแอ

RBF เป็นบริษัทที่มั่นคงซึ่งดำเนินธุรกิจผลิตวัตถุดิบที่ใช้เป็นส่วนผสมในอาหารในไทยมานานกว่า 30 ปี และมีลูกค้าเป็นบริษัทอาหารชั้นนำของไทยหลายบริษัท อย่างไรก็ตาม บริษัทฯ กำลังเผชิญกับความต้องการที่อ่อนแอ และยอดขายลดลง 2% y-y ในช่วง 9M25 แม้ RBF จะไม่สูญเสียลูกค้าหลัก แต่เราเชื่อว่าคำสั่งซื้อจะลดลง เนื่องจากความต้องการที่อ่อนแอจากผลิตภัณฑ์ของลูกค้าหลักที่ขายอาหาร ขนมขบเคี้ยว และเครื่องดื่ม ในช่วงที่การบริโภคในประเทศไทยอ่อนแอ หากไม่มีลูกค้าใหม่ และการบริโภคจะยังคงซบเซาต่อไป เราคาดว่ากำไรเติบโตของยอดขายของ RBF จะอยู่ที่ -2%/-1%/2% ในปี 2025-27F

อัตรากำไรอยู่ภายใต้แรงกดดัน

EBIT margin ของ RBF ลดลงเหลือ 11.8% ใน 9M25 จาก 13.6% ในปี 2024 โดย RBF ระบุว่าเหตุผลหลักมาจากความต้องการที่ลดลงสำหรับผลิตภัณฑ์ที่มีอัตรากำไรสูง ซึ่งเรามองว่าเป็นผลจากการบริโภคที่อ่อนแอที่ทำให้ลูกค้าแบรนด์อาหารของ RBF หันไปเน้นสินค้าที่ราคาถูกลงสำหรับผู้บริโภคชั้นปลาย เนื่องจากคาดว่าแนวโน้มจะยังคงอ่อนแอ เราจึงคาดว่า EBIT margin ของ RBF จะลดลงเหลือ 10.8% ในปี 2026F

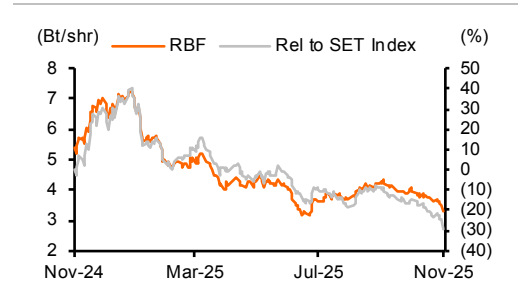
สิทธิประโยชน์ทางภาษีใหม่จาก BOI

RBF เพิ่งได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี BOI ใหม่จากโรงงานผลิตสารแต่งกลิ่นรสอาหารแห่งใหม่ที่ตั้งดำเนินการใน 4Q25 โดย RBF จะได้รับการประหยัดภาษีเฉพาะสำหรับผลิตภัณฑ์ในธุรกิจการแต่งกลิ่นรสอาหารที่ผลิตในโรงงานนี้ ส่วนผลิตภัณฑ์อื่นๆ เช่น สารเคลือบอาหารที่ผลิตในโรงงานอื่นจะไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีดังกล่าว ปัจจุบัน RBF จ่ายภาษีเงินได้นิติบุคคลในอัตราประมาณ 20% หรือราว 100 ลบ.ต่อปี สำหรับผลิตภัณฑ์ทั้งหมด RBF ไม่ได้เปิดเผยจำนวนภาษีที่จ่ายสำหรับผลิตภัณฑ์แต่งกลิ่นรสอาหาร และภาษีที่ประหยัดได้ สิทธิประโยชน์ทางภาษี BOI นี้อนุญาตให้ RBF ได้รับการประหยัดภาษีสำหรับผลิตภัณฑ์สารเคลือบอาหารรวมทั้งสิ้น 400 ลบ. เป็นระยะเวลา 4 ปีจนถึงปี 2029 เนื่องจากรสแต่งกลิ่นรสอาหารเป็นส่วนสำคัญของกำไร เราจึงคาดว่า RBF จะมีอัตรากำไรลดลงเหลือ 10% ต่อปี ในปี 2026-29F และจะกลับมาเป็น 20% หลังจากนั้น

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	4,391	4,303	4,261	4,341
Net profit	513	434	441	451
Consensus NP	—	431	808	510
Diff frm cons (%)	—	0.6	(45.5)	(11.6)
Norm profit	500	434	441	451
Prev. Norm profit	—	518	529	536
Chg frm prev (%)	—	(16.4)	(16.7)	(15.9)
Norm EPS (Bt)	0.2	0.2	0.2	0.2
Norm EPS grw (%)	(25.0)	(13.2)	1.6	2.3
Norm PE (x)	12.7	14.7	14.4	14.1
EV/EBITDA (x)	6.4	6.6	6.7	6.2
P/BV (x)	1.3	1.3	1.2	1.2
Div yield (%)	5.5	4.7	4.7	4.8
ROE (%)	10.2	8.7	8.6	8.5
Net D/E (%)	(16.9)	(21.9)	(25.8)	(29.2)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 12-Nov-25 (Bt)	3.18
Market Cap (US\$ m)	195.7
Listed Shares (m shares)	2,000.0
Free Float (%)	27.1
Avg Daily Turnover (US\$ m)	4.8
12M Price H/L (Bt)	7.25/3.18
Sector	FOOD
Major Shareholder	Ratanapoompinyo Family 62.3%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P54

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

(Bt m)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	Terminal value
EBITDA	750	773	856	881	915	956	998	1,032	1,062	1,096	1,142	—
Free cash flow	534	517	600	623	455	494	534	767	695	727	487	4,915
PV of free cash flow	476	412	426	395	257	249	240	307	249	232	138	1,398
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.2											
WACC (%)	12.1											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	4,779											
Net debt (2025F)	(838)											
Minority interest	16											
Equity value	5,601											
# of shares (m)	2,000											
Target price/share (Bt)	2.8											

Sources: Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

RBF ผลิตและจำหน่ายวัตถุดิบที่ใช้เป็นส่วนผสมในอาหาร เช่น สารเคลือบอาหาร สารแต่งกลิ่น และสีผสมอาหาร เพื่อรองรับบริษัทอาหารและเครื่องดื่มชั้นนำในประเทศไทย บริษัทฯ ส่งออกผลิตภัณฑ์ไปหลายประเทศในบางประเทศที่มีโอกาสที่ดี RBF ได้ตั้งโรงงานของตนเองด้วย หน่วยวิจัยและพัฒนาของ RBF ประกอบด้วยพนักงานมากกว่า 100 คน

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

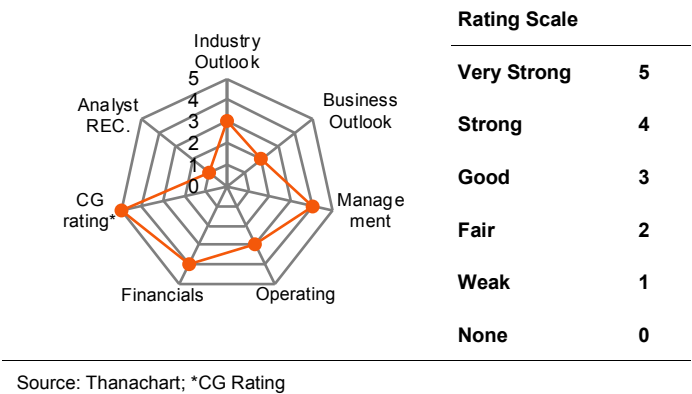
S — Strength

- เป็นผู้ผลิตวัตถุดิบที่ใช้เป็นส่วนผสมในอาหารชั้นนำในประเทศไทย
- มี SKU ของผลิตภัณฑ์มากกว่าคู่แข่งในประเทศ
- ควบคุมต้นทุนให้ต่ำกว่าคู่แข่งระดับนานาชาติ

O — Opportunity

- การขยายไปยังต่างประเทศ
- การควบรวมและเข้าซื้อกิจการ

COMPANY RATING



W — Weakness

- ตลาดอาหารในประเทศไทยมีอัตรากำไรที่ต่ำเนื่องจากระดับการเติบโตที่จำกัดของธุรกิจเท่านั้น
- การพึ่งพาลูกค้าอาหารที่มีอำนาจต่อรองสูงอย่างมาก

T — Threat

- ความผันผวนของค่าเงิน
- การบริโภคภายในประเทศและภาวะเศรษฐกิจ

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	4.08	2.80	-31%
Net profit 25F (Bt m)	431	434	1%
Net profit 26F (Bt m)	808	441	-45%
Consensus REC	BUY: 1	HOLD: 4	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรและราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าของตลาดอย่างมาก ซึ่งเราคาดว่าจะการบริโภคอ่อนแอ

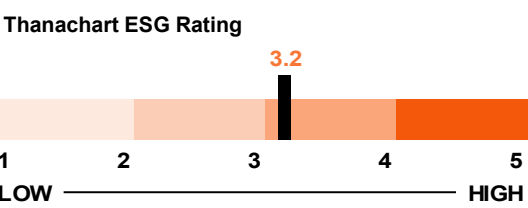
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การเติบโตที่สูงกว่าที่คาดของตลาดอาหารและเครื่องดื่มในตลาดเป้าหมายของ RBF อาจทำให้เกิดความเสี่ยงด้านบวกต่อตัวเลขของเรา
- ความสำเร็จในการได้คำสั่งซื้อใหม่และลูกค้าใหม่อาจเป็นความเสี่ยงด้านบวกอีกประการหนึ่งต่อการคาดการณ์กำไรของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

RBF เป็นผู้ผลิตวัตถุดิบที่ใช้เป็นส่วนผสมในอาหารชั้นนำของประเทศไทย โรงงานของบริษัทฯ ปล่อยก๊าซเรือนกระจกบางส่วน บริษัทฯ ได้กำหนดเป้าหมายระยะยาวในการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกและได้ดำเนินมาตรการเพื่อให้บรรลุเป้าหมายนี้ คะแนน ESG ของเราสำหรับ RBF คือ 3.24



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
RBF	YES	A	-	-	57.94	59.57	-	-	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "terms of use" in the following back page.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- เราให้คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) แก่ RBF ที่ระดับ 3.7 ซึ่งถือว่าสูงเมื่อเทียบกับบริษัทอื่น - RBF ได้ตั้งเป้าหมายการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกไว้อย่างชัดเจน ได้แก่ ลดลง 5% ต่อปีจนถึงปี 2030, บรรลุความเป็นกลางทางคาร์บอนภายในปี 2050 และบรรลุการปล่อยคาร์บอนสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2065 ทั้งนี้ บริษัทได้รับการรับรองมาตรฐาน Carbon Footprint for Organization (CFO) จาก TGO ในปี 2024 - โครงการติดตั้งโซลาร์รูฟท็อป สามารถผลิตไฟฟ้าได้ 2,511,802.55 kWh ในปี 2024 ทำให้ประหยัดค่าใช้จ่ายได้ 11,059,093.34 บาท และลดการปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์เทียบเท่า (CO2e) ได้ประมาณ 1,255.65 ตัน คิดเป็นสัดส่วนการใช้พลังงานหมุนเวียน 38.95% เมื่อเทียบกับปีฐาน 2022 - อัตราการใช้น้ำประปาต่อหน่วยการผลิตลดลงเหลือ 0.0079 ลูกบาศก์เมตรต่อกิโลกรัม ในปี 2024 ซึ่งลดลง 19.39% จากปีฐาน 2022 และใกล้บรรลุเป้าหมายที่จะลดลง 5% ภายในปี 2027 - ความเข้มข้นการปล่อยคาร์บอน (Scope 1+2) อยู่ที่ 0.4501 ตัน CO2e ในปี 2024 ลดลง 20.55% จากปีฐาน 2022 แม้ปริมาณการผลิตจะเพิ่มขึ้นก็ตาม
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- เราให้คะแนนด้าน S ที่ 3.1 แก่ RBF - อัตราการลาออกของพนักงานดีขึ้นเป็น 22.20% ในปี 2024 จาก 28.60% ในปี 2023 ซึ่งบ่งชี้ถึงการรักษาพนักงานไว้ได้ดีขึ้น บริษัทมีโครงการสวัสดิการต่างๆ มากมาย รวมถึงกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ (พนักงานมีส่วนร่วม 37.27%) เครื่องแบบประจำปี โบนัสการเข้าทำงาน และบริการขนส่ง - RBF มีประวัติความปลอดภัยที่แข็งแกร่ง โดยมีอัตราการบาดเจ็บถึงขั้นหยุดงาน (LTIR) อยู่ที่ 1.48 สำหรับพนักงานในปี 2024 และ LTIR เป็นศูนย์สำหรับซัพพลายเออร์/ผู้รับเหมา ไม่มีผู้เสียชีวิตจากอุบัติเหตุที่เกี่ยวข้องกับการทำงานในทุกปี
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- เราให้คะแนนด้าน G ที่ 3.0 แก่ RBF - โครงสร้างคณะกรรมการของ RBF อยู่ในระดับที่ดี แต่ยังไม่สมบูรณ์แบบ คณะกรรมการประกอบด้วยกรรมการ 12 คน โดยมีกรรมการอิสระ 4 คน คิดเป็น 33% ของจำนวนกรรมการทั้งหมด ซึ่งต่ำกว่าอัตราส่วนที่เหมาะสมที่มากกว่า 50% หรือสองในสาม - ประธานกรรมการเป็นกรรมการอิสระ มีกรรมการหญิง 4 คน (33.33%) ซึ่งสูงกว่าอัตราส่วนที่เหมาะสมที่ 30% - RBF มีคณะกรรมการที่จำเป็น ได้แก่ คณะกรรมการตรวจสอบ คณะกรรมการสรรหาและกำหนดค่าตอบแทน คณะกรรมการบริหารความเสี่ยง คณะกรรมการความรับผิดชอบต่อสังคม และคณะกรรมการบริหาร โดยมีกฎบัตรที่ชัดเจน ได้แก่ บัญชี/การเงิน การขายและการตลาด การบริหารความเสี่ยงและวิกฤต การวางแผนเชิงกลยุทธ์ และกฎหมาย - RBF ได้ขยายธุรกิจไปยังผลิตภัณฑ์ที่หลากหลาย และดำเนินธุรกิจในหลายประเทศ ภายในหมวดหมู่ผลิตภัณฑ์เดียวกัน RBG ได้ศึกษาและพัฒนาสายผลิตภัณฑ์ใหม่เพื่อให้แน่ใจว่ามีความต้องการที่เหมาะสมจากลูกค้าที่มีอยู่และเพื่อรับลูกค้าใหม่

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	4,421	4,391	4,303	4,261	4,341
Cost of sales	2,760	2,844	2,818	2,833	2,886
Gross profit	1,661	1,547	1,486	1,428	1,455
% gross margin	37.6%	35.2%	34.5%	33.5%	33.5%
Selling & administration expenses	842	949	964	967	986
Operating profit	819	597	522	461	470
% operating margin	18.5%	13.6%	12.1%	10.8%	10.8%
Depreciation & amortization	240	262	273	289	303
EBITDA	1,059	860	794	750	773
% EBITDA margin	24.0%	19.6%	18.5%	17.6%	17.8%
Non-operating income	8	15	20	20	20
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(11)	(11)	(6)	3	5
Pre-tax profit	816	601	536	484	495
Income tax	157	107	107	48	50
After-tax profit	659	495	428	435	446
% net margin	14.9%	11.3%	10.0%	10.2%	10.3%
Shares in affiliates' Earnings	7	5	5	5	5
Minority interests	(0)	0	0	0	0
Extraordinary items	(17)	13	0	0	0
NET PROFIT	649	513	434	441	451
Normalized profit	666	500	434	441	451
EPS (Bt)	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
Normalized EPS (Bt)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2

We expect a soft earnings growth outlook

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	3,219	3,046	3,296	3,331	3,602
Cash & cash equivalent	921	838	1,120	1,160	1,390
Account receivables	1,045	1,062	1,040	1,030	1,050
Inventories	1,188	1,110	1,099	1,105	1,126
Others	64	37	36	36	37
Investments & loans	211	263	263	263	263
Net fixed assets	1,950	2,128	2,156	2,066	1,963
Other assets	371	373	20	20	20
Total assets	5,750	5,810	5,734	5,680	5,848
LIABILITIES:					
Current liabilities:	666	605	596	400	420
Account payables	571	534	529	532	542
Bank overdraft & ST loans	0	0	6	(185)	(179)
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	95	70	60	53	57
Total LT debt	0	0	0	0	0
Others LT liabilities	247	239	61	61	62
Total liabilities	914	843	657	461	482
Minority interest	17	16	16	16	16
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
Share premium	1,249	1,249	1,249	1,249	1,249
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	63	32	32	32	32
Retained earnings	1,507	1,669	1,780	1,922	2,069
Shareholders' equity	4,819	4,950	5,061	5,203	5,350
Liabilities & equity	5,750	5,810	5,734	5,680	5,848

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	816	601	536	484	495
Tax paid	(136)	(137)	(93)	(56)	(45)
Depreciation & amortization	240	262	273	289	303
Chg In working capital	24	26	27	7	(30)
Chg In other CA & CL / minorities	2	47	(18)	6	4
Cash flow from operations	947	800	723	730	727
Capex	(398)	(405)	(300)	(200)	(200)
Right of use	(57)	(20)	292	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(32)	(52)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	12	(31)	(116)	(1)	1
Cash flow from investments	(475)	(509)	(125)	(201)	(199)
Debt financing	(14)	7	6	(191)	6
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(206)	(350)	(323)	(298)	(304)
Warrants & other surplus	3	(31)	0	0	0
Cash flow from financing	(218)	(374)	(317)	(490)	(298)
Free cash flow	549	395	423	530	527

*Doesn't require
significant capex despite
its growth ambitions*

VALUATION

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	9.6	12.7	14.7	14.4	14.1
Normalized PE - at target price (x)	8.4	11.2	12.9	12.7	12.4
PE (x)	9.8	12.4	14.7	14.4	14.1
PE - at target price (x)	8.6	10.9	12.9	12.7	12.4
EV/EBITDA (x)	5.1	6.4	6.6	6.7	6.2
EV/EBITDA - at target price (x)	4.4	5.5	5.6	5.7	5.2
P/BV (x)	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2
P/BV - at target price (x)	1.2	1.1	1.1	1.1	1.0
P/CFO (x)	6.7	7.9	8.8	8.7	8.7
Price/sales (x)	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5
Dividend yield (%)	5.5	5.5	4.7	4.7	4.8
FCF Yield (%)	8.6	6.2	6.7	8.3	8.3
(Bt)					
Normalized EPS	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
EPS	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
DPS	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2
BV/share	2.4	2.5	2.5	2.6	2.7
CFO/share	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
FCF/share	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	11.6	(0.7)	(2.0)	(1.0)	1.9
Net profit (%)	34.6	(21.0)	(15.4)	1.6	2.3
EPS (%)	34.6	(21.0)	(15.4)	1.6	2.3
Normalized profit (%)	45.0	(25.0)	(13.2)	1.6	2.3
Normalized EPS (%)	45.0	(25.0)	(13.2)	1.6	2.3
Dividend payout ratio (%)	53.9	68.3	68.3	68.3	68.3
Operating performance					
Gross margin (%)	37.6	35.2	34.5	33.5	33.5
Operating margin (%)	18.5	13.6	12.1	10.8	10.8
EBITDA margin (%)	24.0	19.6	18.5	17.6	17.8
Net margin (%)	14.9	11.3	10.0	10.2	10.3
D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.3)	(0.3)
Interest coverage - EBIT (x)	74.6	53.9	86.1	na	na
Interest coverage - EBITDA (x)	96.5	77.6	131.1	na	na
ROA - using norm profit (%)	12.2	8.6	7.5	7.7	7.8
ROE - using norm profit (%)	14.5	10.2	8.7	8.6	8.5
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	14.3	10.1	8.6	8.5	8.4
- asset turnover (x)	0.8	0.8	0.7	0.7	0.8
- operating margin (%)	18.7	13.9	12.6	11.3	11.3
- leverage (x)	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1
- interest burden (%)	98.7	98.2	98.9	100.6	101.1
- tax burden (%)	80.7	82.2	80.0	90.0	90.0
WACC (%)	12.1	12.1	12.1	12.1	12.1
ROIC (%)	17.8	12.6	10.1	10.5	11.0
NOPAT (Bt m)	661	491	417	415	423
invested capital (Bt m)	3,898	4,112	3,947	3,858	3,780

Sources: Company data, Thanachart estimates

SELL (Unchanged)

Company Update

TP: Bt 28.00

(Unchanged)

Downside : 17.0%

13 NOVEMBER 2025

Small Cap Research

SAPPE Public Co. Ltd. (SAPPE TB)

ยังไม่เห็นสัญญาณการฟื้นตัว

ในขณะที่การส่งออกยังคงอ่อนแอ การเติบโตจากตลาดในประเทศเริ่มชะลอตัวลง SAPPE จึงคาดว่าจะมีแนวโน้มที่อ่อนแอใน 2H25F เราจึงจำเป็นต้องปรับลดประมาณการกำไรลงอีก และคงคำแนะนำ “ขาย”



PATTADOL BUNNAK

662-779-9119

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

ยังไม่ฟื้นตัว คงคำแนะนำ “ขาย”

เราคงคำแนะนำ “ขาย” SAPPE ด้วยมีราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2026F) อยู่ที่ 28 บาท SAPPE คาดว่าแนวโน้มธุรกิจ 2H25F จะอ่อนแอลง จากเดิมที่คาดว่าจะดีขึ้น เนื่องจาก 1) SAPPE กำลังเผชิญกับความยากลำบากในตลาดส่งออกมากขึ้น ขณะที่ความต้องการในยุโรปและเอเชียยังคงอ่อนแอ ความอ่อนแอเริ่มเห็นในสหรัฐ และตะวันออกกลางด้วย 2) การเติบโตของยอดขายในประเทศก็เริ่มชะลอตัว เนื่องจากการบริโภคภายในประเทศที่อ่อนแอ ผลิตภัณฑ์ของ SAPPE เป็นฟังก์ชันนอลดริงค์ ที่ความต้องการมักเปลี่ยนตามสภาพเศรษฐกิจ และ 3) ด้วยคาดว่า EPS จะหดตัว 30/6% ในปี 2025-26F เราจึงมองว่า SAPPE แพงที่ 2026F PE ที่ 13 เท่า

ส่งออกยากขึ้น

กำไรของ SAPPE ใน 1H25 ลดลง 39% y-y เนื่องจากยอดขายลดลงถึง 41% y-y โดยยอดขายส่งออกคิดเป็น 69% ของยอดขายรวมใน 1H25 ความต้องการอ่อนแอในยุโรปและเอเชีย SAPPE คาดว่ายอดขายจะลดลงอีกใน 2H25F หลังจากที่มีการเก็บภาษีใหม่ในสหรัฐ ส่งผลให้ SAPPE ต้องปรับขึ้นราคาขายในสหรัฐ ซึ่งเป็นที่ที่ความต้องการกำลังอ่อนแอ นอกจากนี้ ยังมีแรงกดดันต่อความต้องการในตะวันออกกลางจาก ความขัดแย้งในภูมิภาค ขณะที่ความต้องการในยุโรปยังคงลดลงท่ามกลางเศรษฐกิจที่ชะลอตัว SAPPE กำลังแก้ไขปัญหาในตลาดเอเชียโดยการหาตัวแทนจำหน่ายใหม่ แม้ว่ายอดขายยังไม่มีสัญญาณดีขึ้น เราคาดว่ายอดขายส่งออกของ SAPPE จะลดลง 29/6% ในปี 2025-26F

การเติบโตในประเทศถึงจุดสูงสุดแล้ว

สินค้าส่งออกหลักของ SAPPE คือน้ำผลไม้ผสมมะพร้าว ขณะที่สินค้าหลักในตลาดในประเทศเป็นเครื่องดื่มเพื่อสุขภาพ เช่น เครื่องดื่มบำรุงสายตา และช่วยระบบย่อยอาหาร ยอดขายในประเทศเติบโตได้ดีที่ 19/29% y-y ในปี 2024/1H25 อย่างไรก็ตาม SAPPE คาดว่าอัตราการเติบโตจะชะลอลงมาอยู่ในระดับต่ำกว่าใน 2H25 เนื่องจากการบริโภคที่อ่อนแอ ถึงกระนั้น ยังถือว่าเป็นการเติบโตที่แข็งแกร่งเมื่อเทียบกับการเติบโตโดยรวมของบริษัทเครื่องดื่มในกลุ่มที่รวดเร็ว ซึ่งอยู่ที่ประมาณ 4-5% สินค้าเกี่ยวกับสุขภาพยังคงอยู่ในเทรนด์ที่มีความต้องการสูง และ SAPPE ก็มีข้อได้เปรียบด้านขนาด เนื่องจากเป็นผู้นำตลาดเครื่องดื่มเพื่อสุขภาพรายใหญ่ที่สุด เราคาดว่ายอดขายในประเทศจะเติบโต 16/4% ในปี 2025-26F โดยยอดขายในประเทศคิดเป็น 31% ของการเติบโตของยอดขายรวมใน 1H25

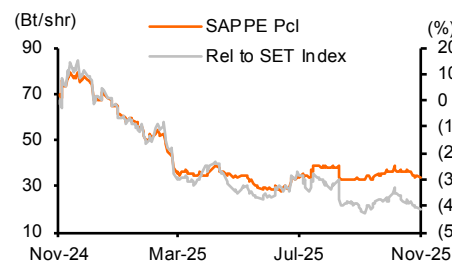
ผู้ได้รับผลกระทบจากเงินบาทที่แข็งค่า

SAPPE เป็นผู้ส่งออก จึงได้รับผลกระทบจากค่าเงินบาทที่แข็งค่า โดยเงินบาทยังคงแข็งค่าที่ 32.3 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ ใน 3QTD25 เทียบกับค่าเฉลี่ยที่ 33.5 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ ใน 1H25 เราได้สมมติอัตราแลกเปลี่ยนที่ 33.1/33.0/33.5 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ ในประมาณการปี 2025-27F ของเรา

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	6,775	5,213	5,191	5,299
Net profit	1,253	863	808	784
Consensus NP	—	910	1,069	1,174
Diff frm cons (%)	—	(5.1)	(24.4)	(33.2)
Norm profit	1,233	863	808	784
Prev. Norm profit	—	863	808	784
Chg frm prev (%)	—	0.0	(0.0)	(0.0)
Norm EPS (Bt)	4.0	2.8	2.6	2.6
Norm EPS grw (%)	13.7	(30.0)	(6.4)	(3.0)
Norm PE (x)	8.4	12.0	12.8	13.2
EV/EBITDA (x)	5.6	7.7	8.0	7.4
P/BV (x)	2.4	2.2	2.0	1.9
Div yield (%)	6.7	4.2	3.9	3.8
ROE (%)	30.0	19.0	16.5	14.9
Net D/E (%)	(39.5)	(38.0)	(29.5)	(36.4)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 12-Nov-25 (Bt)	33.75
Market Cap (US\$ m)	320.2
Listed Shares (m shares)	308.3
Free Float (%)	25.5
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.9
12M Price H/L (Bt)	79.50/28.00
Sector	FOOD
Major Shareholder	Ruckariyaphong Family 66.5%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P61



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

(Bt m)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	Terminal Value
EBITDA	1,101	1,126	1,190	1,252	1,311	1,336	1,356	1,380	1,406	1,432	1,462	—
Free cash flow	137	925	667	728	282	1,108	926	950	975	999	915	9,244
PV of free cash flow	137	736	474	461	159	558	416	381	349	319	260	2,630
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.2											
WACC (%)	12.1											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	6,880											
Net debt (2025F)	(1,825)											
Minority interest	109											
Equity value	8,596											
# of shares (m)	308											
Equity value/share (Bt)	28											

Sources: Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท แซปเป้ จำกัด (มหาชน) เริ่มต้นการผลิตและจัดจำหน่ายเครื่องดื่มเพื่อสุขภาพในปี 2011 บริษัทฯ ผลิตสินค้าทั้งหมด 4 กลุ่ม ได้แก่ เครื่องดื่มฟังก์ชันแนลดริงค์ น้ำผลไม้ผสมเจลลี่มะพร้าว และผลิตภัณฑ์เพื่อสุขภาพ โดย SAPPE จำหน่ายสินค้าทั้งในประเทศและต่างประเทศ ครอบคลุมภูมิภาคเอเชีย ยุโรป อเมริกา และตะวันออกกลาง

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มีตำแหน่งทางการตลาดที่แข็งแกร่งในประเทศไทยและขยายธุรกิจไปยังประเทศทั่วโลกกว่า 20 ประเทศ
- ได้รับการยอมรับในแบรนด์อย่างแข็งแกร่ง
- สามารถเข้าถึงแหล่งวัตถุดิบหลักในประเทศได้ เช่น มะพร้าว
- งบดุลที่แข็งแกร่ง

O — Opportunity

- มีโอกาสในการขยายการส่งออกไปยังประเทศใหม่ๆ
- มีโอกาสในการเพิ่มการเจาะตลาดในประเทศผู้ส่งออกที่มีอยู่
- มีโอกาสในการเพิ่มสายผลิตภัณฑ์ในกลุ่มน้ำผลไม้

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	34.61	28.00	-19%
Net profit 25F (Bt m)	910	863	-5%
Net profit 26F (Bt m)	1,069	808	-24%
Consensus REC	BUY: 1	HOLD: 9	SELL: 3

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2025-26F และราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าของตลาดอย่างมาก เนื่องจากเรามุ่งมองที่ระยะวัฏจักรมากขึ้นต่อการฟื้นตัวของคำสั่งซื้อของตลาดส่งออก

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Rating Scale

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

Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- ยอดส่งออกขับเคลื่อนโดยผลิตภัณฑ์เดียว SKU: น้ำผลไม้ Mogu Mogu
- การส่งออกผลิตภัณฑ์เดียวจำกัดศักยภาพการเติบโตในระยะยาว
- การพึ่งพาผู้จัดจำหน่ายเพียงไม่กี่รายอย่างมากสำหรับธุรกิจส่งออก
- ตลาดเครื่องดื่มเพื่อสุขภาพมีขนาดเล็กและตลาดน้ำผลไม้ที่มีการแข่งขันสูงในประเทศไทย

T — Threat

- อุตสาหกรรมเครื่องดื่มเพื่อสุขภาพขนาดเล็กมีผู้เล่นจำนวนมากในประเทศไทย
- การแข่งขันที่รุนแรงในกลุ่มเครื่องดื่มและน้ำผลไม้โดยรวมในไทย
- ความผันผวนของราคาวัตถุดิบ

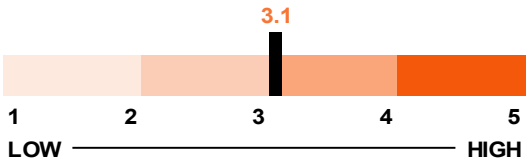
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การเจาะตลาดต่างประเทศได้ดีกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ อาจเป็นปัจจัยบวกต่อประมาณการกำไรของเรา
- ท่ามกลางการแข่งขันที่รุนแรงในตลาดเครื่องดื่ม การเปิดตัวผลิตภัณฑ์ใหม่ของ SAAPE อย่างประสบความสำเร็จ อาจส่งผลเชิงบวกต่อการคาดการณ์กำไรของเรา
- นอกจากนี้ การอ่อนค่าของเงินบาทมากกว่าที่คาดไว้ ก็อาจเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่ส่งผลบวกต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

SAPPE เป็นผู้ผลิตเครื่องดื่มเพื่อสุขภาพและน้ำผลไม้ชั้นนำของประเทศไทย โรงงานของบริษัทไม่ปล่อยก๊าซเรือนกระจกด้วยลักษณะธรรมชาติของการผลิตเครื่องดื่ม SAPPE ได้กำหนดเป้าหมายระยะยาวในการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกและดำเนินการเพื่อบรรลุเป้าหมายนี้ คะแนน ESG ของเราสำหรับ SAPPE อยู่ที่ 3.05

Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
SAPPE	YES	A	-	-	-	34.8	-	-	4.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "terms of use" in the following back page.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- เราให้คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) แก่ SAPPE ที่ระดับ 3.2 - SAPPE เป็นผู้ผลิตเครื่องดื่มเพื่อสุขภาพและน้ำผลไม้ชั้นนำในประเทศไทย โดยมีโรงงานหนึ่งแห่งในประเทศไทย SAPPE ได้ดำเนินการตามมาตรการเพื่อลดมลพิษ ในปี 2023 SAPPE ได้เปลี่ยนจากขวด PVC เป็นขวด PET ใหม่ทั้งหมด (ขวดเป็นวัสดุหลักที่เกี่ยวข้องกับก๊าซเรือนกระจก) ซึ่งรีไซเคิลได้ง่ายกว่า ในขณะที่ปล่อยไดออกซินที่เป็นพิษซึ่งเป็นหนึ่งในปัจจัยของก๊าซเรือนกระจกเมื่อถูกเผาหรือย่อยสลายลดลง ภายในปี 2027 SAPPE มีแผนที่จะเพิ่มการใช้ขวด recycled PET จากขวด PET ทั่วไปที่ใช้อยู่ในปัจจุบันเป็น 30% - SAPPE ยังเปลี่ยนมาใช้ฝาขวดที่รีไซเคิลได้ 100% แม้ว่าจะยังไม่มีกรอบเวลาที่ชัดเจนก็ตาม - SAPPE มุ่งเน้นที่จะเพิ่มการใช้พลังงานหมุนเวียนโดยติดตั้งหลังคาโซลาร์เซลล์เพื่อลดการใช้พลังงานโดยรวม
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- เราให้คะแนนด้านสังคม (S) ที่ 3.1 - SAPPE ได้จัดทำโครงการสวัสดิการต่างๆ ให้กับพนักงาน เช่น ประกันชีวิต ค่ารักษาพยาบาลจากอุบัติเหตุ ประกันสุขภาพกลุ่ม หอพักพนักงาน และอาหารราคาถูก - SAPPE จัดให้มีการอบรมเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพของพนักงาน เช่น การปรับปรุงวิธีการผลิตและการคัดแยกขยะ - SAPPE บริจาคเงินให้กับผู้เดือดร้อน และให้บริการทำความสะอาดแก่ชุมชนใกล้เคียง
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- เราให้คะแนนด้านธรรมาภิบาล (G) ที่ 2.9 - SAPPE มีคณะกรรมการบริหาร 9 คน ซึ่งเราถือว่าเหมาะสมกับขนาดและขอบเขตของธุรกิจ ประธานคณะกรรมการเป็นอิสระ ซึ่งถือเป็นแนวทางปฏิบัติที่ดีในด้าน ESG จากสมาชิกทั้ง 9 คน มีกรรมการอิสระ 4 คน ซึ่งเรายอมรับได้เนื่องจากคิดเป็นเกือบครึ่งหนึ่งของกรรมการทั้งหมด มีกรรมการหญิง 2 คน - SAPPE มีการกระจายความเสี่ยงด้านผลิตภัณฑ์ต่ำ โดยเน้นที่ผลิตภัณฑ์เพียงไม่กี่ SKU เช่น น้ำผลไม้และเครื่องดื่มเพื่อสุขภาพที่เน้นด้านความงามและสุขภาพ - SAPPE มีการกระจายตลาดส่งออกที่ดี แต่ยังคงเน้นที่หมวดหมู่ผลิตภัณฑ์ส่งออกน้อยเกินไป

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

Falling sales

Profits drop more as high-margin exports decline

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	6,053	6,775	5,213	5,191	5,299
Cost of sales	3,341	3,632	2,983	3,011	3,080
Gross profit	2,711	3,144	2,230	2,180	2,219
% gross margin	44.8%	46.4%	42.8%	42.0%	41.9%
Selling & administration expenses	1,499	1,854	1,356	1,352	1,397
Operating profit	1,213	1,289	874	828	822
% operating margin	20.0%	19.0%	16.8%	15.9%	15.5%
Depreciation & amortization	178	237	236	273	304
EBITDA	1,391	1,527	1,110	1,101	1,126
% EBITDA margin	23.0%	22.5%	21.3%	21.2%	21.2%
Non-operating income	146	258	133	133	133
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(3)	(2)	4	3	(8)
Pre-tax profit	1,356	1,546	1,011	964	947
Income tax	275	298	137	145	152
After-tax profit	1,081	1,248	875	819	795
% net margin	17.9%	18.4%	16.8%	15.8%	15.0%
Shares in affiliates' Earnings	(20)	(1)	(2)	(2)	(2)
Minority interests	24	(13)	(10)	(10)	(10)
Extraordinary items	(10)	19	0	0	0
NET PROFIT	1,074	1,253	863	808	784
Normalized profit	1,085	1,233	863	808	784
EPS (Bt)	3.5	4.1	2.8	2.6	2.6
Normalized EPS (Bt)	3.5	4.0	2.8	2.6	2.6

BALANCE SHEET

A net cash company

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	3,656	2,698	2,280	2,580	3,199
Cash & cash equivalent	2,532	1,775	1,412	1,712	2,312
Account receivables	642	602	557	555	566
Inventories	438	234	245	247	253
Others	45	86	66	66	67
Investments & loans	99	76	52	29	6
Net fixed assets	1,665	2,881	3,146	3,872	3,793
Other assets	260	266	50	39	27
Total assets	5,680	5,921	5,528	6,520	7,024
LIABILITIES:					
Current liabilities:	1,647	1,292	629	1,230	1,346
Account payables	1,485	1,100	903	912	933
Bank overdraft & ST loans	9	2	(412)	177	275
Current LT debt	0	0	(0)	0	0
Others current liabilities	153	190	138	141	139
Total LT debt	0	0	(0)	0	0
Others LT liabilities	137	138	100	91	83
Total liabilities	1,784	1,430	729	1,320	1,429
Minority interest	78	99	109	119	129
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	308	308	306	306	306
Share premium	1,082	1,082	1,082	1,082	1,082
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(9)	(12)	(12)	(12)	(12)
Retained earnings	2,436	3,014	3,314	3,704	4,090
Shareholders' equity	3,818	4,392	4,691	5,081	5,467
Liabilities & equity	5,680	5,921	5,528	6,520	7,024

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	1,356	1,546	1,011	964	947
Tax paid	(230)	(321)	(147)	(152)	(146)
Depreciation & amortization	178	237	236	273	304
Chg In working capital	346	(143)	(162)	8	4
Chg In other CA & CL / minorities	(4)	27	(24)	9	(11)
Cash flow from operations	1,645	1,346	915	1,103	1,098
Capex	(767)	(1,446)	(500)	(1,000)	(225)
Right of use	11	11	11	11	11
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	20	23	23	23	23
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(0)	(26)	167	(9)	(7)
Cash flow from investments	(736)	(1,437)	(298)	(974)	(198)
Debt financing	8	12	(415)	590	98
Capital increase	0	0	(2)	0	0
Dividends paid	(509)	(671)	(563)	(418)	(398)
Warrants & other surplus	(6)	(7)	0	0	0
Cash flow from financing	(506)	(666)	(980)	172	(300)
Free cash flow	878	(100)	415	103	873

VALUATION

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	9.5	8.4	12.0	12.8	13.2
Normalized PE - at target price (x)	7.9	6.9	9.9	10.6	10.9
PE (x)	9.6	8.2	12.0	12.8	13.2
PE - at target price (x)	8.0	6.8	9.9	10.6	10.9
EV/EBITDA (x)	5.6	5.6	7.7	8.0	7.4
EV/EBITDA - at target price (x)	4.3	4.5	6.1	6.4	5.8
P/BV (x)	2.7	2.4	2.2	2.0	1.9
P/BV - at target price (x)	2.2	2.0	1.8	1.7	1.6
P/CFO (x)	6.3	7.7	11.3	9.4	9.4
Price/sales (x)	1.7	1.5	2.0	2.0	2.0
Dividend yield (%)	6.5	6.7	4.2	3.9	3.8
FCF Yield (%)	8.5	(1.0)	4.0	1.0	8.5
(Bt)					
Normalized EPS	3.5	4.0	2.8	2.6	2.6
EPS	3.5	4.1	2.8	2.6	2.6
DPS	2.2	2.3	1.4	1.3	1.3
BV/share	12.5	14.4	15.3	16.6	17.9
CFO/share	5.4	4.4	3.0	3.6	3.6
FCF/share	2.9	(0.3)	1.4	0.3	2.9

Sources: Company data, Thanachart estimates

Expensive PE for the negative earnings growth outlook, in our view

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	32.5	11.9	(23.1)	(0.4)	2.1
Net profit (%)	64.5	16.6	(31.1)	(6.4)	(3.0)
EPS (%)	64.5	16.6	(31.1)	(6.4)	(3.0)
Normalized profit (%)	63.0	13.7	(30.0)	(6.4)	(3.0)
Normalized EPS (%)	63.0	13.7	(30.0)	(6.4)	(3.0)
Dividend payout ratio (%)	62.6	55.4	50.0	50.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	44.8	46.4	42.8	42.0	41.9
Operating margin (%)	20.0	19.0	16.8	15.9	15.5
EBITDA margin (%)	23.0	22.5	21.3	21.2	21.2
Net margin (%)	17.9	18.4	16.8	15.8	15.0
D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.0	(0.1)	0.0	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.6)	(0.4)	(0.4)	(0.3)	(0.4)
Interest coverage - EBIT (x)	475.0	na	na	na	101.2
Interest coverage - EBITDA (x)	na	na	na	na	138.7
ROA - using norm profit (%)	21.2	21.3	15.1	13.4	11.6
ROE - using norm profit (%)	30.7	30.0	19.0	16.5	14.9
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	30.6	30.4	19.3	16.8	15.1
- asset turnover (x)	1.2	1.2	0.9	0.9	0.8
- operating margin (%)	22.4	22.8	19.3	18.5	18.0
- leverage (x)	1.4	1.4	1.3	1.2	1.3
- interest burden (%)	99.8	99.9	100.4	100.3	99.1
- tax burden (%)	79.7	80.7	86.5	85.0	84.0
WACC (%)	12.1	12.1	12.1	12.1	12.1
ROIC (%)	84.8	80.4	28.9	24.6	19.5
NOPAT (Bt m)	967	1,041	756	704	691
invested capital (Bt m)	1,295	2,619	2,866	3,546	3,429

Sources: Company data, Thanachart estimates

SELL (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 6.40

Downside : 10.5%

(From: Bt 10.50)

13 NOVEMBER 2025

Small Cap Research

Srinanaporn Marketing Pcl (SNNP TB)

ความต้องการอ่อนแอ

SNNP เผชิญกับความต้องการที่อ่อนแอของผลิตภัณฑ์หลักทั้งในประเทศและต่างประเทศ เราปรับลดกำไรลง 12-27% ต่อปี ในปี 2025-27F แม้ตำแหน่งทางธุรกิจหลักจะแข็งแกร่ง และมีทีมผู้บริหารที่มีวิสัยทัศน์การเติบโต แต่เรายังคงคำแนะนำ “ขาย” เนื่องจาก EPS มีแนวโน้มเติบโตที่ -9/7/1% ในปี 2025-27F



PATTADOL BUNNAK

662-779-9119

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

ปรับลดกำไร และคงคำแนะนำ “ขาย”

เราคงคำแนะนำ “ขาย” SNNP โดยให้ราคาเป้าหมายที่ 6.4 บาท (จากเดิม 11 บาท) โดยใช้ปีฐาน 2026F ในบทวิเคราะห์นี้ เราปรับลดประมาณการกำไรลง 12-27% ต่อปี เพื่อสะท้อนถึงความต้องการที่อ่อนแอในผลิตภัณฑ์หลักของบริษัท 1) กำไรของ SNNP ลดลง 11% y-y ใน 9M25 เราเชื่อว่าผลิตภัณฑ์ขนมและผลิตภัณฑ์ฟู้ดชั้นนอลของบริษัทเป็นสินค้าที่ไม่จำเป็นในช่วงที่การบริโภคอ่อนแอ 2) ขณะที่การส่งออกยังคงอ่อนแอต่อเนื่องจากปีที่แล้ว ความต้องการในประเทศเริ่มติดลบตั้งแต่ 2Q25 3) ความต้องการที่อ่อนแอ ทำให้บริษัทต้องใช้จ่ายทางการตลาดมากขึ้น แต่บริษัทมีแผนที่จะลดค่าใช้จ่ายบางส่วนในปีหน้า และ 4) เรามองว่าที่ 12 เท่า PE SNNP ไม่น่าสนใจ เทียบกับ EPS ที่เติบโต -9/-6/1% ในปี 2025-27F

ผลกระทบจากความต้องการที่อ่อนแอ

SNNP เป็นผู้ผลิตขนมขบเคี้ยวจากอาหารทะเลและเครื่องดื่มเจลลี่ชั้นนำในไทยและเวียดนาม ยอดขายรวมลดลง 2% y-y ใน 9M25 การส่งออกลดลง 16% เนื่องจากการบริโภคที่อ่อนแอในตลาดหลักอย่างเวียดนาม และอินโดนีเซีย ส่วนยอดขายในประเทศเติบโต 2% y-y ใน 9M25 แต่เริ่มลดลงตั้งแต่ 2Q25 ถึง 3Q25 โดยเฉลี่ย 2% y-y ผลิตภัณฑ์ขนมขบเคี้ยวและเครื่องดื่มของ SNNP เป็นสินค้าที่มีความจำเป็นน้อยในช่วงที่เศรษฐกิจอ่อนแอ และผู้บริโภคจะไม่ซื้อในช่วงที่เศรษฐกิจอ่อนแอ เราคาดว่ายอดขายจะเติบโต -1/-3/+2% ในปี 2025-27F

แนวโน้มอัตรากำไร

EBIT margin ของ SNNP ลดลงมาอยู่ที่ 11.9% ใน 9M25 จาก 13.3% ในปี 2024 แม้ว่าจะสามารถรักษาอัตรากำไรขั้นต้นไว้ที่ 30% ได้ท่ามกลางปริมาณขายที่ลดลง เนื่องจากประสิทธิภาพการผลิตและอัตรากำไรขั้นต้นที่ดี แต่ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายกลับเพิ่มขึ้นเป็น 18.0% จาก 16.3% ในปี 2024 ซึ่งมีสาเหตุหลักมาจากการใช้จ่ายด้านการตลาดและโปรโมชั่นในเชิงรุกมากขึ้นเพื่อกระตุ้นความต้องการท่ามกลางการบริโภคที่อ่อนแอ บริษัทมีแผนลดค่าใช้จ่ายด้านการตลาด แต่ยังคงรักษาระดับยอดขายปีหน้าไว้ เราเลือกที่จะรอดูการดำเนินการจริงก่อน เราคาดว่า EBIT margin อยู่ที่ 11.3% ในปี 2026F เทียบกับ 11.7% ในปีนี้

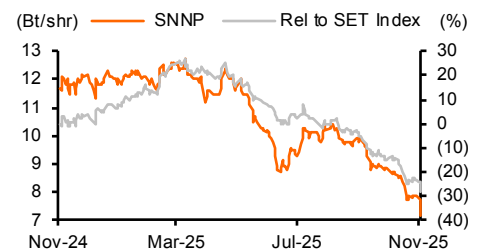
แนวโน้ม 4Q25

แนวโน้ม 4Q25F เราคาดว่ายอดขายของ SNNP จะยังคงลดลงเล็กน้อย y-y โดย SNNP กำลังหันกลับมาทุ่มเทให้กับผลิตภัณฑ์หลัก หลังจากที่เคยพัฒนา SKU ใหม่ๆ เนื่องจากเชื่อว่าผู้บริโภคต้องการสินค้าที่คุ้นเคยในช่วงที่การใช้จ่ายอ่อนแอ บริษัทตั้งเป้ารักษารายได้ในไทย สำหรับการดำเนินงานต่างประเทศ SNNP เริ่มเห็นการฟื้นตัวในเวียดนามหลังจากปรับกลยุทธ์ใหม่ แต่การฟื้นตัวนี้ถูกหักล้างด้วยความอ่อนแอในกัมพูชาจากการที่ผู้บริโภคคว่ำบาตรผลิตภัณฑ์ของไทยจากความขัดแย้งในภูมิภาค และในเมียนมาร์จากการบริโภคที่อ่อนแอ

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	5,948	5,895	5,713	5,827
Net profit	651	591	550	556
Consensus NP	—	623	681	737
Diff frm cons (%)	—	(5.2)	(19.2)	(24.5)
Norm profit	651	591	550	556
Prev. Norm profit	—	672	713	762
Chg frm prev (%)	—	(12.2)	(22.9)	(27.1)
Norm EPS (Bt)	0.7	0.7	0.6	0.6
Norm EPS grw (%)	2.4	(9.3)	(6.8)	1.0
Norm PE (x)	9.9	10.9	11.7	11.6
EV/EBITDA (x)	7.3	8.4	8.3	7.9
P/BV (x)	2.0	1.9	1.9	1.8
Div yield (%)	8.4	7.6	7.1	7.2
ROE (%)	20.0	17.8	16.3	16.1
Net D/E (%)	19.0	24.5	18.3	14.2

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 12-Nov-25 (Bt)	7.15
Market Cap (US\$ m)	211.2
Listed Shares (m shares)	960.0
Free Float (%)	28.2
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.1
12M Price H/L (Bt)	12.70/7.75
Sector	FOOD
Major Shareholder	Ascend I. Holding 14.3%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates



Ex 1: Assumption Revisions

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Sales (Bt m)					
New	5,948	5,895	5,895	5,713	5,827
Old			6,088	6,331	6,642
Change (%)			(3.2)	(9.8)	(12.3)
Gross margin (%)					
New	28.6	29.6	29.9	29.9	29.9
Old			29.6	29.6	29.6
Change (ppt)			0.3	0.3	0.3
SG&A/sales (%)					
New	15.4	16.3	18.2	18.6	18.7
Old			16.3	16.1	15.8
Change (ppt)			1.9	2.6	2.9
Normalized profit (Bt m)					
New	636	651	591	550	556
Old			672	713	762
Change (%)			(12.2)	(22.9)	(27.1)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Our 12-month DCF-based TP, Using a Base Year of 2026F

(Bt m)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	Terminal value
EBITDA	851	886	933	985	1,041	1,101	1,162	1,227	1,294	1,364	1,465	—
Free cash flow	710	610	603	601	654	709	767	828	891	957	645	7,513
PV of free cash flow	641	497	444	400	392	384	375	365	355	344	210	2,439
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.2											
WACC (%)	10.8											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	6,846											
Net debt (2025F)	877											
Minority interest	246											
Equity value	5,723											
# of shares (m)	900											
Target price/share (Bt)	6.4											

Sources: Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

SNNP คือผู้ผลิตขนมขบเคี้ยวจากอาหารทะเลชั้นนำ ภายใต้แบรนด์ “เบนโตะ” และเครื่องดื่มเจลาติน ภายใต้ “เจลลี่” ในประเทศไทย นอกจากนี้ยังจำหน่ายผลิตภัณฑ์ในกว่า 30 ประเทศ ตลาดที่ใหญ่ที่สุดเป็นอันดับสองสำหรับ SNNP คือเวียดนาม ซึ่งบริษัท ครองส่วนแบ่งตลาด บริษัท มีโรงงานสี่แห่งในประเทศไทย หนึ่งแห่งในกัมพูชา และอีกแห่งในเวียดนาม SNNP จัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์ผ่านผู้จัดจำหน่ายบุคคลที่สาม ซึ่งเป็นผู้นำในตลาดหลักของ SNNP

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

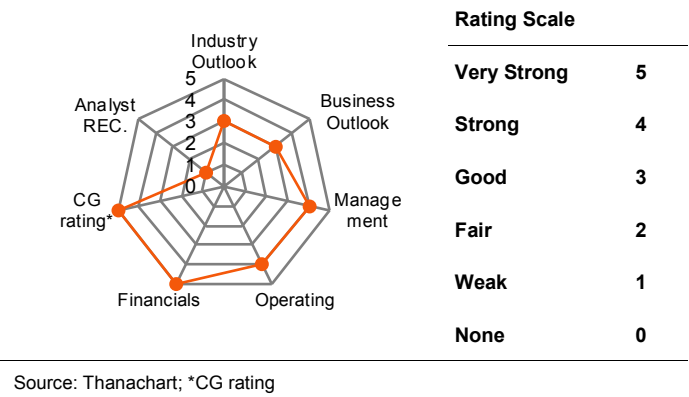
S — Strength

- มีสถานะที่แข็งแกร่งในตลาดขนมขบเคี้ยวและเครื่องดื่มเจลาตินในตลาดสำคัญๆ
- งบดุลที่แข็งแกร่ง
- ทีมบริหารที่มีการดำเนินงานในเชิงรุก

O — Opportunity

- การขยายตัวในต่างประเทศ
- การควบรวมและเข้าซื้อกิจการ
- ขาดคู่แข่งที่แข็งแกร่งในตลาดต่างประเทศ

COMPANY RATING



W — Weakness

- ขนมขบเคี้ยวและเครื่องดื่มเจลาตินอิมิตัว โดยมีการเติบโตเพียงระดับปกติของธุรกิจเท่านั้น
- ฟังพากิจกรรมทางการตลาดอย่างมากในการแนะนำผลิตภัณฑ์ใหม่ ซึ่งเป็นหนึ่งในตัวขับเคลื่อนการเติบโตที่สำคัญ

T — Threat

- ความผันผวนของค่าเงิน
- การบริโภคภายในประเทศ และสภาวะทางเศรษฐกิจ

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	9.97	6.40	-36%
Net profit 25F (Bt m)	623	591	-5%
Net profit 26F (Bt m)	681	550	-19%
Consensus REC	BUY: 1	HOLD: 8	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรของเราต่ำกว่าของตลาด เนื่องจากเรามุ่งมองต่อแนวโน้มธุรกิจที่ระมัดระวังมากกว่า

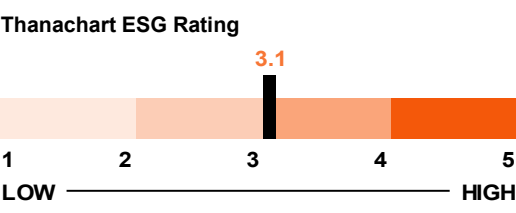
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การเติบโตของยอดขายในประเทศที่สูงกว่าที่คาด เป็นความเสี่ยงด้านบวกที่สำคัญต่อประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายของเรา
- การเติบโตของยอดขายในเวียดนามและตลาดใหม่ เช่น สหรัฐอเมริกา และจีนที่แข็งแกร่งกว่าที่คาด เป็นความเสี่ยงด้านบวกรองลงมาต่อประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

SNNP เป็นผู้ผลิตขนมขบเคี้ยวและเครื่องดื่มเจลาตินชั้นนำในประเทศไทยและตลาดต่างประเทศในเวียดนาม โรงงานของบริษัทฯ ปล่อยก๊าซเรือนกระจกบางส่วน บริษัทฯ ได้กำหนดเป้าหมายระยะยาวสำหรับการปล่อยมลพิษและได้ดำเนินการตามมาตรการต่างๆ เพื่อให้บรรลุเป้าหมาย เราให้คะแนน ESG สำหรับ SNNP ที่ 3.1



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
SNNP	YES	A	-	-	-	-	-	-	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "terms of use" in the following back page.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- เราให้คะแนนด้าน E แก่ SNNP ที่ 2.8 - SNNP เป็นผู้ผลิตขนมขบเคี้ยวและผลิตภัณฑ์เจลาตินชั้นนำในประเทศไทยและเวียดนาม มีโรงงานสี่แห่งในประเทศไทย หนึ่งแห่งในกัมพูชา และอีกหนึ่งแห่งในเวียดนาม SNNP ได้ดำเนินการมาตรการเพื่อลดมลพิษ โดยมีแผนที่จะเป็นบริษัทที่ปล่อยมลพิษสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2032 - SNNP จัดให้มีระบบตรวจสอบคุณภาพน้ำ โดยน้ำเน่าเสียจะถูกส่งกลับไปที่ทำความสะอาดก่อนปล่อยลงสู่แหล่งน้ำสาธารณะ - การใช้ไฟฟ้ายังคงเพิ่มขึ้นตามการขยายตัวของธุรกิจ แต่เปอร์เซ็นต์การใช้พลังงานสะอาดเพิ่มขึ้น 5% ในปี 2022
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- เราให้คะแนนด้าน S แก่ SNNP ที่ 3.0 - SNNP จัดให้มีสวัสดิการต่างๆ แก่พนักงาน เช่นประกันชีวิต และค่ารักษาพยาบาลจากอุบัติเหตุ ประกันสุขภาพกลุ่ม หอพักพนักงาน และอาหารราคาถูก - SNNP จัด workshop เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพของพนักงาน เช่น การปรับปรุงซึ่ลการผลิต และการคัดแยกขยะ - SNNP มอบเงินบริจาคสำหรับผู้ที่ต้องการและให้บริการทำความสะอาดแก่ชุมชนใกล้เคียง
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- เราให้คะแนนด้าน G แก่ SNNP ที่ 3.4 - SNNP มีคณะกรรมการบริหาร 9 คน ซึ่งเรากล่าวว่าเหมาะสมสำหรับขนาดและขอบเขตของธุรกิจ ในจำนวนสมาชิก 9 คน 3 คน เป็นกรรมการอิสระ และเป็นกรรมการหญิง 2 คน - SNNP กระจ่ายธุรกิจไปยังผลิตภัณฑ์ต่างๆ มากมาย นอกจากนี้ยังดำเนินการในกว่า 30 ประเทศอีกด้วย - ด้วยประเภทผลิตภัณฑ์เดียวกัน SNNP ได้ศึกษาและพัฒนาสายผลิตภัณฑ์ใหม่เพื่อให้แน่ใจว่ามีความต้องการที่ติดจากลูกค้าที่มีอยู่และเพื่อหาลูกค้าใหม่

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	6,016	5,948	5,895	5,713	5,827
Cost of sales	4,298	4,187	4,132	4,003	4,083
Gross profit	1,718	1,761	1,764	1,710	1,744
% gross margin	28.6%	29.6%	29.9%	29.9%	29.9%
Selling & administration expenses	925	968	1,071	1,065	1,092
Operating profit	793	793	692	644	652
% operating margin	13.2%	13.3%	11.7%	11.3%	11.2%
Depreciation & amortization	175	176	179	206	234
EBITDA	968	969	871	851	886
% EBITDA margin	16.1%	16.3%	14.8%	14.9%	15.2%
Non-operating income	34	36	65	65	66
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(8)	(12)	(14)	(15)	(16)
Pre-tax profit	819	816	743	695	702
Income tax	152	137	125	116	118
After-tax profit	667	679	619	578	584
% net margin	11.1%	11.4%	10.5%	10.1%	10.0%
Shares in affiliates' Earnings	(35)	(27)	(27)	(27)	(27)
Minority interests	4	(1)	(1)	(1)	(1)
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	636	651	591	550	556
Normalized profit	636	651	591	550	556
EPS (Bt)	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
Normalized EPS (Bt)	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6

Soft earnings growth
outlook

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	2,575	2,974	3,512	3,505	4,016
Cash & cash equivalent	72	81	359	450	900
Account receivables	1,894	2,075	2,245	2,176	2,219
Inventories	602	816	906	877	895
Others	8	2	2	2	2
Investments & loans	77	47	47	47	47
Net fixed assets	1,999	1,926	1,938	1,881	1,798
Other assets	574	573	364	363	363
Total assets	5,225	5,520	5,860	5,796	6,223
LIABILITIES:					
Current liabilities:	1,370	1,681	1,689	1,570	1,850
Account payables	1,070	963	487	472	481
Bank overdraft & ST loans	142	568	934	846	1,083
Current LT debt	80	73	121	109	140
Others current liabilities	79	76	147	144	145
Total LT debt	234	110	181	164	210
Others LT liabilities	158	197	411	406	408
Total liabilities	1,763	1,989	2,281	2,140	2,469
Minority interest	244	245	246	247	248
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	480	480	450	450	450
Share premium	2,018	2,018	2,018	2,018	2,018
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(180)	(245)	(245)	(245)	(245)
Retained earnings	900	1,034	1,109	1,187	1,284
Shareholders' equity	3,218	3,286	3,332	3,409	3,506
Liabilities & equity	5,225	5,520	5,860	5,796	6,223

In a net cash position

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	819	816	743	695	702
Tax paid	(159)	(144)	(122)	(120)	(116)
Depreciation & amortization	175	176	179	206	234
Chg In working capital	(414)	(502)	(736)	83	(52)
Chg In other CA & CL / minorities	(38)	(5)	41	(27)	(27)
Cash flow from operations	383	341	106	836	741
Capex	(231)	(100)	(190)	(150)	(150)
Right of use	(5)	(4)	(0)	0	(0)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	33	30	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	54	29	422	(5)	3
Cash flow from investments	(148)	(46)	232	(155)	(147)
Debt financing	171	296	485	(117)	315
Capital increase	0	0	(30)	0	0
Dividends paid	(443)	(480)	(515)	(473)	(459)
Warrants & other surplus	(23)	(103)	0	0	0
Cash flow from financing	(296)	(287)	(60)	(590)	(144)
Free cash flow	152	241	(84)	686	591

Passed its heavy capex cycle

VALUATION

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	10.1	9.9	10.9	11.7	11.6
Normalized PE - at target price (x)	9.1	8.8	9.8	10.5	10.4
PE (x)	10.1	9.9	10.9	11.7	11.6
PE - at target price (x)	9.1	8.8	9.8	10.5	10.4
EV/EBITDA (x)	7.0	7.3	8.4	8.3	7.9
EV/EBITDA - at target price (x)	6.3	6.6	7.6	7.6	7.1
P/BV (x)	2.0	2.0	1.9	1.9	1.8
P/BV - at target price (x)	1.8	1.8	1.7	1.7	1.6
P/CFO (x)	16.8	18.8	60.9	7.7	8.7
Price/sales (x)	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2
Dividend yield (%)	6.7	8.4	7.6	7.1	7.2
FCF Yield (%)	2.4	3.7	(1.3)	10.7	9.2
(Bt)					
Normalized EPS	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
EPS	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
DPS	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
BV/share	3.6	3.7	3.7	3.8	3.9
CFO/share	0.4	0.4	0.1	0.9	0.8
FCF/share	0.2	0.3	(0.1)	0.8	0.7

Sources: Company data, Thanachart estimates

Unattractive PE against EPS growth ,in our view

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	8.3	(1.1)	(0.9)	(3.1)	2.0
Net profit (%)	23.3	2.4	(9.3)	(6.8)	1.0
EPS (%)	23.3	2.4	(9.3)	(6.8)	1.0
Normalized profit (%)	23.3	2.4	(9.3)	(6.8)	1.0
Normalized EPS (%)	23.3	2.4	(9.3)	(6.8)	1.0
Dividend payout ratio (%)	68.2	82.9	82.9	82.9	82.9
Operating performance					
Gross margin (%)	28.6	29.6	29.9	29.9	29.9
Operating margin (%)	13.2	13.3	11.7	11.3	11.2
EBITDA margin (%)	16.1	16.3	14.8	14.9	15.2
Net margin (%)	11.1	11.4	10.5	10.1	10.0
D/E (incl. minor) (x)	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4
Net D/E (incl. minor) (x)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1
Interest coverage - EBIT (x)	104.0	63.5	49.5	42.4	40.3
Interest coverage - EBITDA (x)	127.1	77.6	62.3	55.9	54.7
ROA - using norm profit (%)	12.4	12.1	10.4	9.4	9.2
ROE - using norm profit (%)	20.3	20.0	17.8	16.3	16.1
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	21.3	20.9	18.7	17.2	16.9
- asset turnover (x)	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0
- operating margin (%)	13.7	13.9	12.8	12.4	12.3
- leverage (x)	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7
- interest burden (%)	99.1	98.5	98.2	97.9	97.7
- tax burden (%)	81.5	83.2	83.2	83.2	83.2
WACC (%)	10.8	10.8	10.8	10.8	10.8
ROIC (%)	20.2	18.3	14.6	12.7	13.3
NOPAT (Bt m)	646	660	576	537	543
invested capital (Bt m)	3,602	3,957	4,210	4,078	4,040

Sources: Company data, Thanachart estimates

SELL (Unchanged)

TP: Bt 4.00

(From: Bt 6.20)

Change in Numbers

Downside : 13.4%

13 NOVEMBER 2025

Taokaenoi Food & Marketing (TKN TB)

ความต้องการอ่อนแอ

TKN ยังคงเผชิญกับความอ่อนแอในตลาดต่างประเทศ ขณะที่การเติบโตของยอดขายในประเทศเริ่มชะลอตัว ความต้องการที่อ่อนแอยังทำให้บริษัทต้องเพิ่มการใช้จ่ายด้านการตลาดมากขึ้น เราจึงปรับกำไรลง 25-38% ในปี 2025-27F และคงคำแนะนำ “ขาย” TKN



PATTADOL BUNNAK

662-779-9119

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

ความต้องการยังคงลดลง

เรายังคงคำแนะนำ “ขาย” TKN และปรับลดราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2026F) เหลือ 4 บาท (จาก 6.2 บาท) ในบทวิเคราะห์นี้ เราได้ปรับลดประมาณการกำไรลง 25-38% ในปี 2025-27F เพื่อสะท้อนถึงความต้องการผลิตภัณฑ์ของ TKN ที่อ่อนแอกว่าที่คาด 1) กำไรของ TKN ลดลง 65% y-y ใน 1H25 2) ขณะที่ความต้องการส่งออกจะยังคงลดลง การเติบโตของตลาดในประเทศก็เริ่มชะลอตัว 3) เราเห็นความเสี่ยงเพิ่มเติมจากความต้องการที่อาจลดลงต่อเนื่อง เนื่องจากการบริโภคที่อ่อนแอทำให้ผู้บริโภคหลีกเลี่ยงสินค้าที่ไม่จำเป็นมาก เช่น ขนมสาลี่ของ TKN และ 4) เรามองว่าหุ้น TKN ไม่น่าสนใจ ด้วย EPS เติบโตที่ -49/-6/+9% ในปี 2025-27F เทียบกับ PE ปี 2026F ที่ 16 เท่า

ความต้องการอ่อนแอลง

ยอดขายของ TKN ลดลง 7% y-y ใน 9M25 ยอดส่งออกยังคงลดลง 22% y-y ความอ่อนแอเห็นได้ชัดในตลาดหลักอย่าง จีน (ซึ่งมีการแข่งขันรุนแรงจากแบรนด์ท้องถิ่น) และสหรัฐฯ (ความต้องการลดลงหลังจากขึ้นราคายาท่ามกลางการเก็บภาษีนำเข้า) TKN ได้ใช้กลยุทธ์การตลาดรูปแบบใหม่หลายอย่าง แต่ความต้องการยังคงลดลง เนื่องจากการแข่งขันที่รุนแรงมากขึ้นจากแบรนด์ท้องถิ่นชั้นนำ ตลาดในประเทศ ยอดขายลดลง 7% y-y ใน 3Q25 จาก 16% ใน 1H25 แม้ว่าความต้องการในประเทศจะอ่อนแอ แต่ TKN ในฐานะผู้ประกอบการขนมขบเคี้ยวชั้นนำในประเทศ ยังสามารถใช้การตลาดเชิงรุกเพื่อกระตุ้นยอดขายได้ อย่างไรก็ตาม เรามองว่าแนวโน้มความต้องการจะอ่อนแอลงต่อเนื่อง และคาดว่ายอดขายอาจลดลงหรือ TKN อาจต้องใช้จ่ายทางการตลาดมากขึ้น ซึ่งจะส่งผลให้อัตรากำไรถูกกัดเซาะ เราคาดว่ากำไรเติบโตของยอดขายรวมจะอยู่ที่ -5/0/-3% ในปี 2025-27F

ต้นทุนสาหร่ายต่ำลง

TKN จะรับรู้สต็อกใหม่ของสาหร่ายใน 3Q25 ซึ่งราคาลดลง 10% จากลือตก่อนหน้า สาหร่ายคิดเป็น 43% ของต้นทุนขาย (COGS) อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าอัตรากำไรสุทธิของ TKN จะลดลงเหลือ 7.3% ในปี 2026F จาก 7.7% ในปีนี้ เนื่องจาก TKN น่าจะต้องใช้จ่ายทางการตลาดอย่างมากเพื่อช่วยกระตุ้นความต้องการท่ามกลางการบริโภคที่อ่อนแอ เรายังคาดว่ายอดส่งออกจะลดลง ซึ่งโดยปกติจะให้อัตรากำไรที่สูงกว่าตลาดในประเทศ

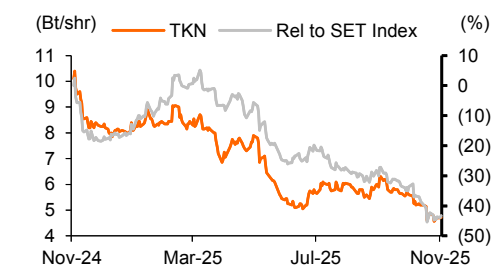
การเปลี่ยนผู้บริหาร

CEO ของ TKN, นายอิทธิพัทธ์ ได้ลาออกจากตำแหน่งหลังจากที่เขาถูกกล่าวหาจาก ก.ล.ต. ในข้อหาการซื้อขายหลักทรัพย์โดยใช้ข้อมูลภายใน (insider trading) ของหุ้น TKN CEO คนใหม่ คือ คุณอรพัฒน์, พี่สาวของนายอิทธิพัทธ์ โดยคุณอรพัฒน์เป็นหนึ่งในผู้ก่อตั้งและดูแลธุรกิจต่างประเทศของ TKN บริษัทได้ดำเนินการภายใต้การบริหารจัดการอย่างมืออาชีพในการดำเนินงานประจำวัน ขณะที่นายอิทธิพัทธ์เป็นผู้กำหนดทิศทางกลยุทธ์หลัก เราคาดว่าไม่มีการเปลี่ยนแปลงที่สำคัญในคุณภาพการดำเนินงาน

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	5,712	5,444	5,436	5,618
Net profit	836	419	395	430
Consensus NP	—	512	603	600
Diff frm cons (%)	—	(18.1)	(34.4)	(28.3)
Norm profit	829	419	395	430
Prev. Norm profit	—	561	643	696
Chg frm prev (%)	—	(25.3)	(38.5)	(38.2)
Norm EPS (Bt)	0.6	0.3	0.3	0.3
Norm EPS grw (%)	12.8	(49.4)	(5.7)	8.8
Norm PE (x)	7.7	15.2	16.1	14.8
EV/EBITDA (x)	6.0	9.5	9.7	8.9
P/BV (x)	2.7	2.8	2.8	2.7
Div yield (%)	11.0	5.5	5.2	5.6
ROE (%)	36.1	18.2	17.4	18.3
Net D/E (%)	(6.4)	(13.2)	(18.2)	(22.7)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 12-Nov-25 (Bt)	4.62
Market Cap (US\$ m)	196.2
Listed Shares (m shares)	1,380.0
Free Float (%)	36.7
Avg Daily Turnover (US\$ m)	4.8
12M Price H/L (Bt)	10.40/4.56
Sector	Food & Beverage
Major Shareholder	Peeradechapan Family 55.9%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates



Ex 1: Earnings Revisions

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Sales (Bt m)					
- New	5,323	5,712	5,444	5,436	5,618
- Old			5,683	6,023	6,373
- Change (%)			(4.2)	(9.7)	(11.8)
Gross margin (%)					
- New	34.1	33.3	27.4	26.9	26.9
- Old			29.1	30.8	29.7
- Change (ppt)			(1.7)	(3.9)	(2.8)
SG&A to sales (%)					
- New	19.5	18.0	18.8	18.8	18.5
- Old			18.8	18.8	17.5
- Change (ppt)			(0.1)	0.1	1.0
Normalized profit (Bt m)					
- New	735	829	419	395	430
- Old			561	643	696
- Change (%)			(25.3)	(38.5)	(38.2)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2026F

(Bt m)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	Terminal value
EBITDA	613	657	624	628	630	661	711	780	871	928	992	—
Free cash flow	468	467	439	443	439	463	502	558	634	677	589	6,774
PV of free cash flow	467	380	322	293	262	249	243	244	250	241	189	2,175
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.1											
WACC (%)	10.9											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	5,317											
Net debt (2025F)	(298)											
Minority interest	0											
Equity value	5,616											
# of shares (m)	1,380											
Target price/share (Bt)	4.0											

Sources: Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บมจ.เก้าแก่น้อย ฟู้ดแอนด์มาร์เก็ตติ้ง (TKN) เป็นผู้ผลิตขนมขบเคี้ยวสำหรับรายใหญ่ที่สุดในประเทศไทย และส่งออกไปยังตลาดต่างประเทศมากกว่า 15 ประเทศ TKN มีโรงงาน 2 แห่ง ในประเทศไทย และมีสำนักงานขายในตลาดต่างประเทศที่สำคัญบางประเทศ

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

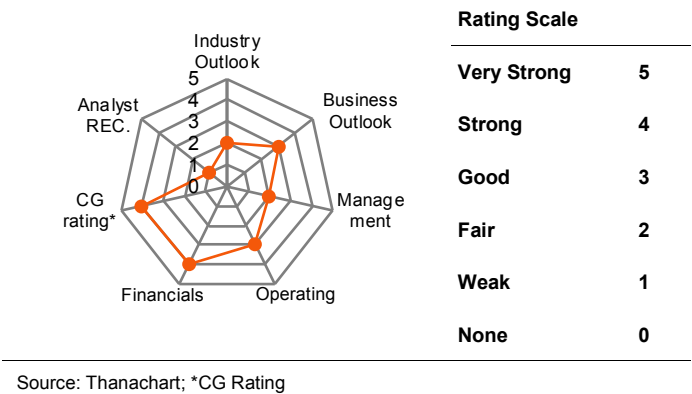
S — Strength

- เป็นผู้ผลิตขนมขบเคี้ยวรายชั้นนำในประเทศไทย
- มี SKUs ของผลิตภัณฑ์มากกว่าคู่แข่งทั้งในและต่างประเทศ

O — Opportunity

- ขยายตลาดไปยังต่างประเทศ
- การเข้าซื้อและควบรวมกิจการ

COMPANY RATING



W — Weakness

- ตลาดอาหารในประเทศไทยอิ่มตัว ด้วยมีการเติบโตในระดับปกติของธุรกิจที่ต่ำ
- การพึ่งพาลูกค้าอาหารที่มีอำนาจต่อรองสูงอย่างมาก

T — Threat

- ความผันผวนของต้นทุนวัตถุดิบ
- การบริโภค และเศรษฐกิจในประเทศ

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	6.07	4.00	-34%
Net profit 25F (Bt m)	512	419	-18%
Net profit 26F (Bt m)	603	395	-34%
Consensus REC	BUY: 2	HOLD: 2	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- การคาดการณ์กำไรของเราต่ำกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้ เนื่องจากเรามองลบมากกว่าต่อแนวโน้มการเติบโตของยอดขายของ TKN

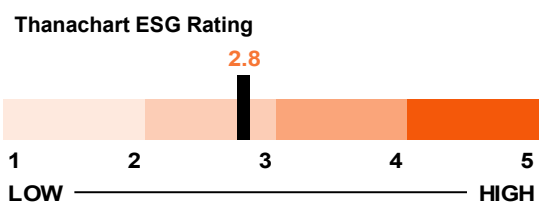
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การเติบโตของตลาดอาหารและเครื่องดื่มในตลาดเป้าหมายของ TKN ที่สูงกว่าคาดอาจก่อให้เกิดความเสี่ยงด้านบวกต่อตัวเลขของเรา
- ความสำเร็จในการได้คำสั่งซื้อและลูกค้าใหม่อาจเป็นความเสี่ยงด้านบวกอีกประการหนึ่งต่อการคาดการณ์กำไรของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

TKN เป็นผู้ผลิตผลิตภัณฑ์ขนมขบเคี้ยวสำหรับรายค้านำของประเทศไทย โรงงานของบริษัทปล่อยก๊าซเรือนกระจกบางส่วน บริษัท ได้กำหนดเป้าหมายระยะยาวในการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก และได้ดำเนินมาตรการเพื่อให้บรรลุเป้าหมายนี้ เราให้คะแนน ESG สำหรับ TKN ที่ 2.8



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
TKN	-	-	-	-	-	64.48	20.00	-	4.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "terms of use" in the following back page.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- เราให้คะแนนด้าน E แก่ TKN ที่ 2.6 - TKN ตั้งเป้าหมายการปล่อยคาร์บอนสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2040 และปล่อยคาร์บอนสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2050 อย่างไรก็ตาม บริษัทยังคงต้องการหลักฐานและแผนการดำเนินงานโดยละเอียดเพิ่มเติม - บริษัทได้ลดการใช้ไฟฟ้าอย่างต่อเนื่อง โดยในปี 2024 ปริมาณการใช้ไฟฟ้าต่อการผลิตอยู่ที่ 2,770 กิโลวัตต์ชั่วโมง ซึ่งลดลงเพียง 1% จาก 2,797 กิโลวัตต์ชั่วโมงในปี 2023 - บริษัทได้ลดปริมาณขยะจากกระบวนการผลิต โดยในปี 2024 ปริมาณขยะลดลงเหลือ 203 กิโลกรัมต่อการผลิต ซึ่งลดลง 1.7% จากปี 2023 บรรจุภัณฑ์ได้รับการปรับปรุงให้มีขนาดเล็กลง ใช้สีน้อยลง เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อมมากขึ้น และลดปริมาณขยะจากการบริโภค
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- เราให้คะแนนด้าน S แก่ TKN ที่ 3.4 - TKN ได้จัดทำโครงการสวัสดิการต่างๆ สำหรับพนักงาน เช่น ค่าประกันชีวิต และค่ารักษาพยาบาลสำหรับอุบัติเหตุ ประกันสุขภาพกลุ่ม หอพักพนักงาน และอาหารราคาถูก - TKN จัด workshops เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพพนักงาน เช่น การปรับปรุงกระบวนการผลิตและการคัดแยกขยะ - TKN บริจาคเงินให้กับผู้ที่ต้องการความช่วยเหลือ และให้บริการทำความสะอาดแก่ชุมชนใกล้เคียง
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- TKN เราให้คะแนนด้าน G ที่ 2.5 คะแนน - โครงสร้างคณะกรรมการบริษัท TKN ไม่เหมาะสม คณะกรรมการประกอบด้วยกรรมการ 10 คน โดยมีกรรมการอิสระ 4 คน คิดเป็น 40% ของจำนวนกรรมการทั้งหมด ซึ่งต่ำกว่าอัตราส่วนที่แนะนำไว้ที่มากกว่า 50% หรือสองในสามของกรรมการอิสระ - ในเดือนตุลาคม 2025 คุณอิทธิพัทธ์ ผู้ก่อตั้งบริษัท ได้ลาออกจากตำแหน่งกรรมการและประธานเจ้าหน้าที่บริหาร หลังจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ลงโทษทางแพ่งเกี่ยวกับการละเมิดกฎหมายการซื้อขายหลักทรัพย์โดยใช้ข้อมูลภายในในปี 2022 บริษัทระบุว่าเรื่องนี้ไม่ส่งผลกระทบต่อการทำงาน และกำลังเร่งสรรหาผู้ที่เหมาะสมมาดำรงตำแหน่งแทน - อย่างไรก็ตาม กรรมการบริษัทมีทักษะพื้นฐานที่จำเป็น ได้แก่ การเงิน กฎหมาย การบริหารจัดการ และความรับผิดชอบต่อสังคม/ความยั่งยืน - TKN มีคณะกรรมการที่จำเป็นครบถ้วน ได้แก่ การตรวจสอบบัญชี การกำหนดค่าตอบแทน การกำกับดูแลกิจการและความยั่งยืน และการบริหารความเสี่ยง คณะกรรมการด้านความเสี่ยงยังได้รวมการประเมินความเสี่ยงด้านสภาพภูมิอากาศไว้ด้วย - TKN เป็นผู้ผลิตอาหารรายใหญ่อันดับหนึ่งในประเทศไทย แม้จะมีความเสี่ยงต่ำจากการแข่งขันในอุตสาหกรรม แต่ TKN ก็ยังขาดความหลากหลายของผลิตภัณฑ์

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	5,323	5,712	5,444	5,436	5,618
Cost of sales	3,509	3,811	3,950	3,974	4,107
Gross profit	1,815	1,901	1,494	1,462	1,511
% gross margin	34.1%	33.3%	27.4%	26.9%	26.9%
Selling & administration expenses	1,038	1,027	1,021	1,024	1,039
Operating profit	776	875	473	437	472
% operating margin	14.6%	15.3%	8.7%	8.0%	8.4%
Depreciation & amortization	167	161	167	176	185
EBITDA	944	1,035	640	613	657
% EBITDA margin	17.7%	18.1%	11.8%	11.3%	11.7%
Non-operating income	23	18	15	15	15
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(11)	(18)	(17)	(8)	(4)
Pre-tax profit	788	874	471	444	484
Income tax	48	44	52	49	53
After-tax profit	740	831	419	395	430
% net margin	13.9%	14.5%	7.7%	7.3%	7.7%
Shares in affiliates' Earnings	(1)	(1)	0	0	0
Minority interests	(4)	(1)	0	0	0
Extraordinary items	8	7	0	0	0
NET PROFIT	743	836	419	395	430
Normalized profit	735	829	419	395	430
EPS (Bt)	0.5	0.6	0.3	0.3	0.3
Normalized EPS (Bt)	0.5	0.6	0.3	0.3	0.3

We expect flattish earnings growth over 2025-26F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	2,062	2,267	2,344	2,289	2,431
Cash & cash equivalent	297	416	500	440	520
Account receivables	923	881	840	838	866
Inventories	665	956	991	997	1,030
Others	177	14	13	13	14
Investments & loans	16	15	15	15	15
Net fixed assets	884	923	876	808	736
Other assets	272	290	110	110	110
Total assets	3,234	3,495	3,345	3,223	3,292
LIABILITIES:					
Current liabilities:	828	1,045	1,003	826	809
Account payables	708	691	717	721	745
Bank overdraft & ST loans	20	266	202	19	(22)
Current LT debt	35	0	0	0	(0)
Others current liabilities	65	87	84	86	86
Total LT debt	85	0	0	0	(0)
Others LT liabilities	88	93	91	91	92
Total liabilities	1,001	1,138	1,094	917	901
Minority interest	3	0	0	0	0
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	345	345	345	345	345
Share premium	1,315	1,315	1,315	1,315	1,315
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(5)	(88)	(88)	(88)	(88)
Retained earnings	575	785	679	734	818
Shareholders' equity	2,230	2,357	2,251	2,306	2,391
Liabilities & equity	3,234	3,495	3,345	3,223	3,292

Sources: Company data, Thanachart estimates

TKN should remain in a net cash position

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	788	874	471	444	484
Tax paid	(53)	(41)	(54)	(49)	(53)
Depreciation & amortization	167	161	167	176	185
Chg In working capital	(169)	(265)	32	(0)	(37)
Chg In other CA & CL / minorities	(5)	195	(1)	1	(0)
Cash flow from operations	729	925	616	573	578
Capex	(116)	(200)	(120)	(109)	(112)
Right of use	(10)	(7)	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	33	1	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	(81)	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(25)	(24)	178	(0)	1
Cash flow from investments	(118)	(311)	58	(109)	(111)
Debt financing	(181)	134	(64)	(183)	(42)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(593)	(621)	(525)	(341)	(346)
Warrants & other surplus	(1)	(7)	0	0	0
Cash flow from financing	(775)	(494)	(590)	(524)	(387)
Free cash flow	613	725	496	464	466

*Business doesn't require
significant capex despite
TKN's growth ambitions*

VALUATION

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	8.7	7.7	15.2	16.1	14.8
Normalized PE - at target price (x)	7.5	6.7	13.2	14.0	12.8
PE (x)	8.6	7.6	15.2	16.1	14.8
PE - at target price (x)	7.4	6.6	13.2	14.0	12.8
EV/EBITDA (x)	6.6	6.0	9.5	9.7	8.9
EV/EBITDA - at target price (x)	5.7	5.2	8.2	8.3	7.6
P/BV (x)	2.9	2.7	2.8	2.8	2.7
P/BV - at target price (x)	2.5	2.3	2.5	2.4	2.3
P/CFO (x)	8.7	6.9	10.4	11.1	11.0
Price/sales (x)	1.2	1.1	1.2	1.2	1.1
Dividend yield (%)	10.0	11.0	5.5	5.2	5.6
FCF Yield (%)	9.6	11.4	7.8	7.3	7.3
(Bt)					
Normalized EPS	0.5	0.6	0.3	0.3	0.3
EPS	0.5	0.6	0.3	0.3	0.3
DPS	0.5	0.5	0.3	0.2	0.3
BV/share	1.6	1.7	1.6	1.7	1.7
CFO/share	0.5	0.7	0.4	0.4	0.4
FCF/share	0.4	0.5	0.4	0.3	0.3

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	21.9	7.3	(4.7)	(0.1)	3.3
Net profit (%)	70.9	12.5	(49.8)	(5.7)	8.8
EPS (%)	70.9	12.5	(49.8)	(5.7)	8.8
Normalized profit (%)	70.1	12.8	(49.4)	(5.7)	8.8
Normalized EPS (%)	70.1	12.8	(49.4)	(5.7)	8.8
Dividend payout ratio (%)	85.4	83.7	83.7	83.7	83.7
Operating performance					
Gross margin (%)	34.1	33.3	27.4	26.9	26.9
Operating margin (%)	14.6	15.3	8.7	8.0	8.4
EBITDA margin (%)	17.7	18.1	11.8	11.3	11.7
Net margin (%)	13.9	14.5	7.7	7.3	7.7
D/E (incl. minor) (x)	0.1	0.1	0.1	0.0	(0.0)
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.2)
Interest coverage - EBIT (x)	70.8	48.9	28.5	54.4	133.0
Interest coverage - EBITDA (x)	86.1	57.9	38.5	76.3	185.1
ROA - using norm profit (%)	22.8	24.6	12.3	12.0	13.2
ROE - using norm profit (%)	34.1	36.1	18.2	17.4	18.3
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	34.3	36.2	18.2	17.4	18.3
- asset turnover (x)	1.7	1.7	1.6	1.7	1.7
- operating margin (%)	15.0	15.6	9.0	8.3	8.7
- leverage (x)	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4
- interest burden (%)	98.6	98.0	96.6	98.2	99.3
- tax burden (%)	93.9	95.0	89.0	89.0	89.0
WACC (%)	10.9	10.9	10.9	10.9	10.9
ROIC (%)	37.4	40.1	19.1	19.9	22.3
NOPAT (Bt m)	729	831	421	389	420
invested capital (Bt m)	2,073	2,208	1,953	1,885	1,848

Sources: Company data, Thanachart estimates

HOLD (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 12.60

(From: Bt 11.50)

13 NOVEMBER 2025

Upside : 6.7%

Thai Union Group Pcl (TU TB)

เต็มมูลค่า

TU ยังคงมุ่งเน้นกลยุทธ์การลดต้นทุน เนื่องจากธุรกิจอาหารทะเลกำลังเผชิญกับความต้องการที่ซบเซา เรามองว่า TU เต็มมูลค่า โดยซื้อขายที่ 2026F PE ที่ 11.0 เท่า เทียบกับ EPS ที่เติบโตที่ -11/8% และอัตราผลตอบแทนปันผลที่ 5.6/5.5% ในปี 2025-26F



PATTADOL BUNNAK

662-779-9119

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

เต็มมูลค่า; คำแนะนำ “ถือ”

เราคงคำแนะนำ “ถือ” TU และปรับราคาเป้าหมาย (ฐานปี 2026F) ขึ้นเป็น 12.6 บาท (จาก 11.5 บาท) เนื่องจาก 1) ค่าที่ปรึกษาการปรับโครงสร้างธุรกิจจำนวนมากได้บันทึกไปแล้วใน 1H25 ขณะที่ประโยชน์จากการประหยัดต้นทุนเริ่มปรากฏให้เห็นแล้ว เราไม่คาดว่าจะมีแรงกดดันต่ออัตรากำไรอีก และคาดว่าจะอัตรากำไรสุทธิจะเพิ่มขึ้นเป็น 4.0% ในปี 2027F จาก 3.5% ในปี 2025F 2) ยอดขายของ TU มีแนวโน้มเติบโตจำกัด เนื่องจากเศรษฐกิจในตลาดหลักอย่างสหรัฐฯ และยุโรปซบเซา อย่างไรก็ตาม TU ยังให้อัตราผลตอบแทนปันผลที่ดีที่ 5.6/5.5% ต่อปี ในปี 2025-26F และ 3) เราเห็นอวัชชีวะจำกัด เนื่องจากราคาหุ้นปัจจุบันถือว่าเหมาะสมแล้ว ซื้อขายที่ 2026F PE ที่ 11 เท่า ขณะที่คาดว่า EPS จะเติบโต -11/8/5% ในปี 2025-27F ในบทวิเคราะห์นี้ เราได้ปรับกำไรขึ้น 1-2% ต่อปี เนื่องจาก TU มีการดำเนินการด้านการประหยัดต้นทุนมากกว่าที่คาดไว้เดิม

ความต้องการอ่อนแอ

TU เป็นผู้ผลิตอาหารทะเลกระป๋องและแช่แข็ง และธุรกิจรับจ้างผลิตอาหารสัตว์เลี้ยงผ่านบริษัทย่อย ITC ซึ่ง TU ถือหุ้น 78.8% ยอดขายอาหารทะเลกระป๋องในสกุล US\$ โตเฉลี่ยปีละ 2% ในปี 2019-24 ท่ามกลางเศรษฐกิจโลกชะลอตัว ขณะที่อาหารทะเลแช่แข็งซึ่งมีราคาสูงกว่าเผชิญกับความต้องการที่อ่อนแอและการปรับลดขนาดธุรกิจ ทำให้ยอดขายลดลง 7% ต่อปี ใน 9M25 ยอดขายอาหารทะเลกระป๋องและยอดขายอาหารทะเลแช่แข็งลดลง 1% y-y ขณะที่ธุรกิจ OEM อาหารสัตว์เลี้ยงฟรีเมียมของ TU ยังคงแข็งแกร่ง โตเฉลี่ย 7% ต่อปี ในปี 2019-24 และเพิ่มขึ้น 9% y-y ใน 9M25 เราคาดว่ายอดขาย US\$ รวมของ TU จะทรงตัวในปี 2025-27F แต่ธุรกิจอาหารสัตว์เลี้ยงจะเติบโตเฉลี่ย 9% ต่อปี เราจึงชอบ ITC มากกว่าด้วยทำธุรกิจอาหารสัตว์เลี้ยงที่แข็งแกร่ง

อยู่ในช่วงประหยัดต้นทุน

TU ได้จ้างที่ปรึกษาภายนอกเพื่อดำเนินการปรับโครงสร้างธุรกิจ ทั้งในส่วนของบริษัทอาหารทะเลแช่แข็ง รวมถึงธุรกิจของ ITC โดยจะบันทึกค่าที่ปรึกษาในปี 2024 ถึงต้นปี 2027 ซึ่งปี 2025 จะเป็นปีที่มีค่าใช้จ่ายสูงสุด ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ คือ การประหยัดต้นทุนการจัดซื้อ, เพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงาน และการได้ลูกค้าใหม่ โดย TU คาดว่าผลประโยชน์รวมจะสูงถึง 4.5 พันลบ. ต่อปี ในปี 2027 เราคาดว่าอัตรากำไรสุทธิจะเพิ่มขึ้นเป็น 4.0% ในปี 2027F จาก 3.5% ในปีนี้

ให้อัตราผลตอบแทนปันผล 5.6/5.5%

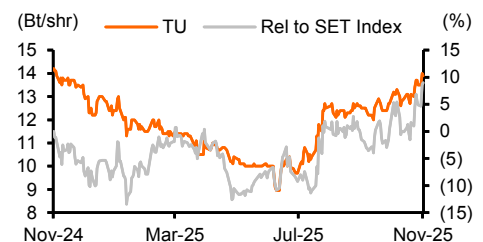
TU มีเงินสดในมือเพียงพอ และมีกระแสเงินสดอิสระต่อหุ้นที่ 2.3/1.7 บาท ในปี 2025-26F คิดเป็น FCF yields ที่ราว 16/12% อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าเงินปันผลต่อหุ้นจะอยู่ที่ 0.76/0.75 บาท หรืออัตราผลตอบแทนปันผลที่ 5.6/5.5% ภายใต้สมมติฐานอัตราการจ่ายปันผลที่ 60% โดยอัตราการจ่ายปันผลขั้นต่ำของ TU อยู่ที่ 50% อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนของ TU อยู่ที่ 1.4 เท่า ใน 3Q25 และการจ่ายเงินปันผลถูกจำกัดตามเงื่อนไขสัญญาเงินกู้ ซึ่งกำหนดไม่เกิน 70% ในปี 2020-24 TU ดำเนินกลยุทธ์บริหารทุนเชิงรุกมากขึ้น ผ่านการทำโครงการซื้อหุ้นคืนรวม 11.8 พันลบ. หรือ 19.2% ของหุ้นทั้งหมดก่อนซื้อคืน บริษัทฯ ยังไม่มีแผนทำโครงการซื้อหุ้นคืนเพิ่มเติมในเวลานี้

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้และพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลนี้ไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	138,433	131,755	130,958	130,817
Net profit	4,985	4,877	4,788	5,040
Consensus NP	—	4,393	4,815	4,799
Diff frm cons (%)	—	11.0	(0.6)	5.0
Norm profit	4,985	4,420	4,788	5,040
Prev. Norm profit	—	4,327	4,689	5,000
Chg frm prev (%)	—	2.1	2.1	0.8
Norm EPS (Bt)	1.3	1.1	1.2	1.3
Norm EPS grw (%)	(16.0)	(11.3)	8.3	5.3
Norm PE (x)	10.4	11.8	10.9	10.3
EV/EBITDA (x)	9.0	9.1	8.4	7.8
P/BV (x)	1.1	1.0	1.0	1.0
Div yield (%)	5.6	5.6	5.5	5.8
ROE (%)	9.3	8.9	9.3	9.4
Net D/E (%)	92.5	79.8	71.9	63.4

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

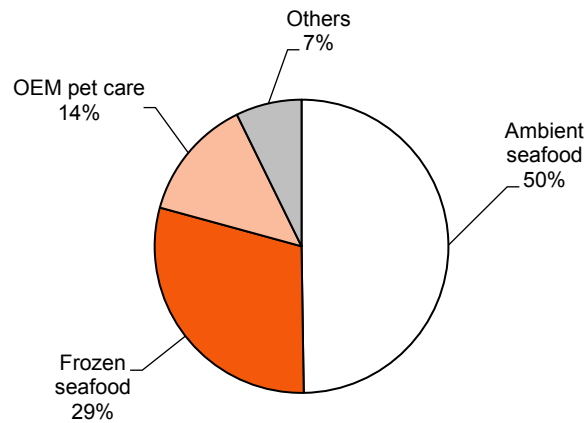
Price as of 12-Nov-25 (Bt)	13.50
Market Cap (US\$ m)	1,850.7
Listed Shares (m shares)	4,455.1
Free Float (%)	68.8
Avg Daily Turnover (US\$ m)	5.9
12M Price H/L (Bt)	14.20/8.95
Sector	FOOD
Major Shareholder	Chansiri family 25.5%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P85

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

Ex 1: Sales Breakdown



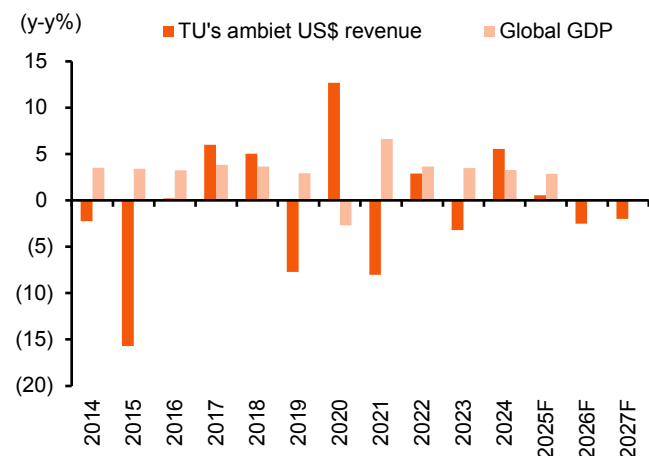
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Our Assumptions

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
US\$ sales (% growth)	(11.8)	0.3	1.5	(0.3)	(1.6)
- Ambient seafood	(3.2)	5.6	0.3	(0.7)	(2.0)
- Frozen food	(16.4)	(12.0)	0.2	(4.7)	(5.9)
- OEM pet food	(30.1)	13.9	8.9	9.4	7.0
- Others	(4.3)	3.7	2.4	2.3	0.5
Baht/US\$	34.9	35.3	33.1	33.0	33.5
Gross margin (%)	17.1	18.5	19.2	18.5	18.3
SG&A to sales (%)	12.0	13.3	14.2	13.3	13.0
Net margin	4.4	3.8	3.5	3.8	4.0

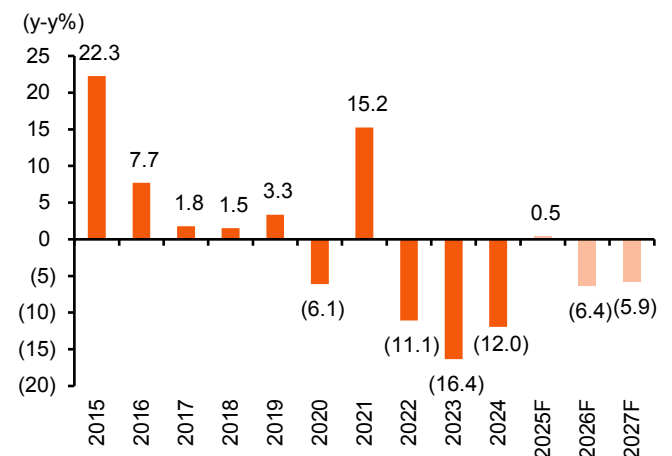
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Soft Ambient Growth...



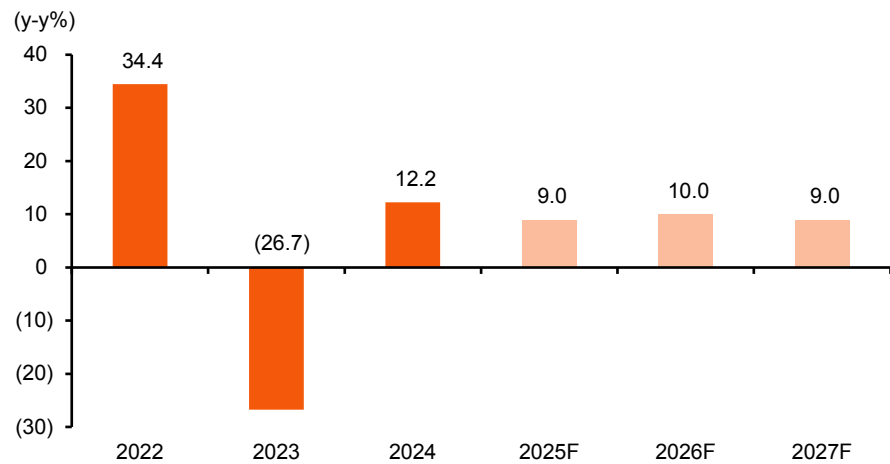
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Sluggish Frozen Seafood



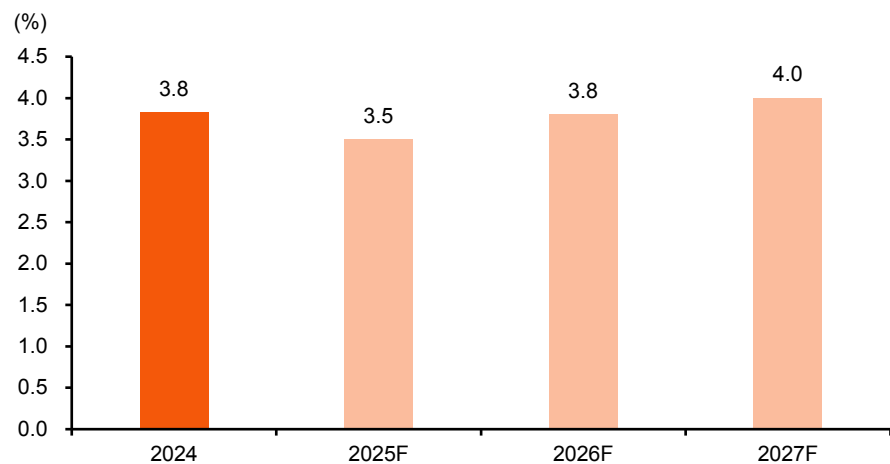
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Good Outlook For Pet Food



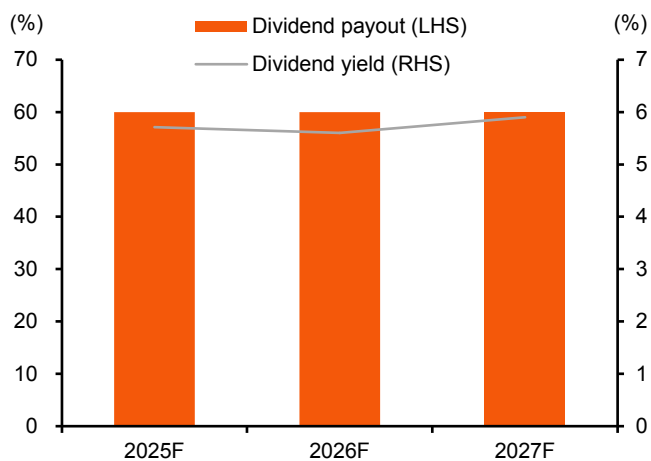
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Net Margin Improvement



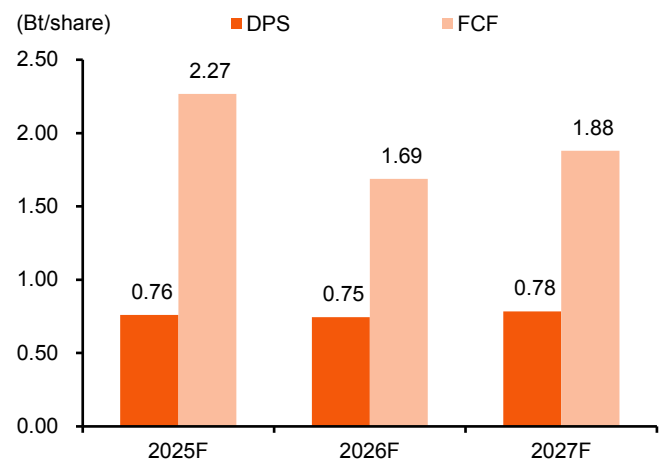
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: DPS And Dividend Payout



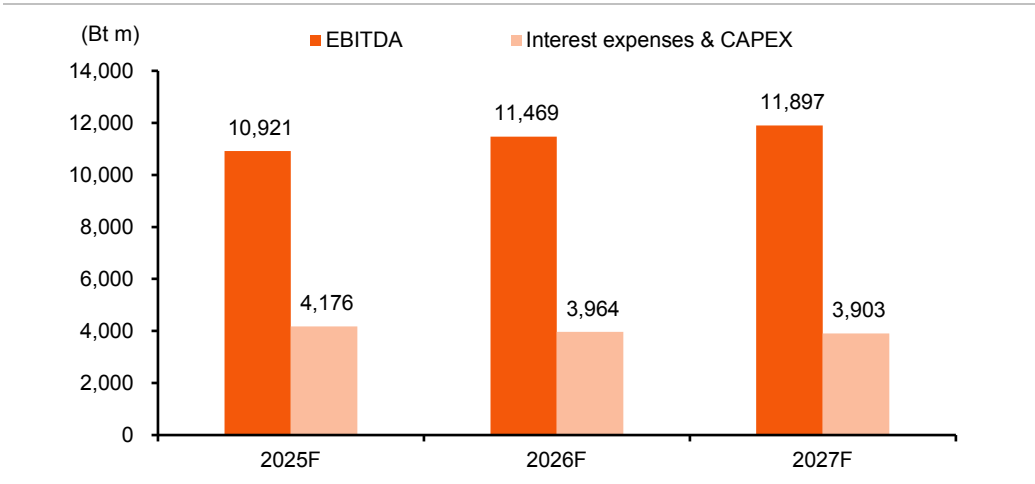
Source: Thanachart estimates

Ex 8: DPS Vs. FCF/Share



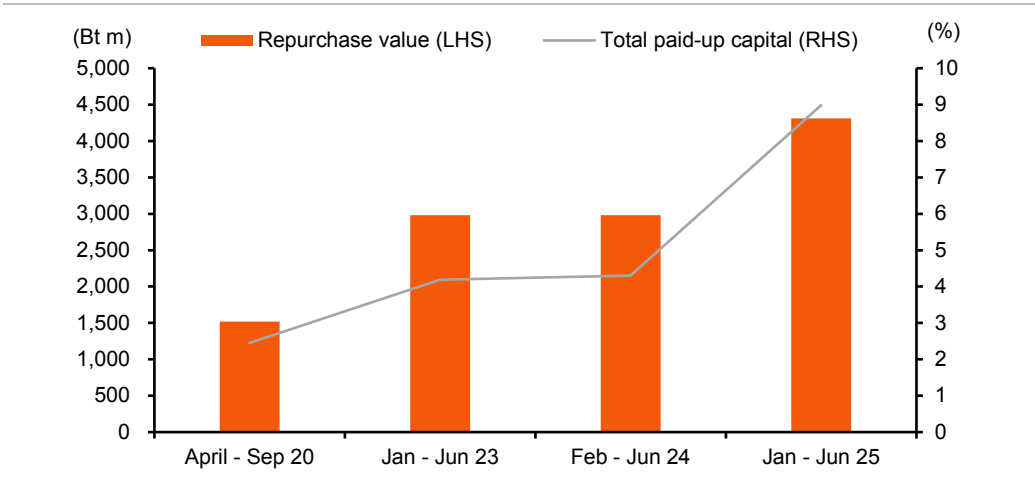
Source: Thanachart estimates

Ex 9: EBITDA Vs. Capex And Interest Expenses



Source: Thanachart estimates

Ex 10: TU's Recent Share Repurchase Programs



Source: Company data

Ex 11: Our 12-month DCF-based TP, Using a Base Year of 2026F

(Bt m)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	Terminal value
EBITDA	10,892	11,234	11,586	11,902	12,053	12,231	12,421	12,627	12,907	12,958	13,067	—
Free cash flow	6,605	6,906	7,676	8,019	7,554	7,713	7,883	7,967	8,048	8,343	6,190	111,568
PV of free cash flow	5,959	5,959	6,152	5,969	5,223	4,954	4,702	4,414	4,141	3,988	2,748	49,521
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.1											
WACC (%)	7.7											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	104,357											
Net debt (2025F)	47,159											
Minority interest	8,648											
Equity value	48,550											
# of shares (m)	3,855											
Target price/share (Bt)	12.6											

Sources: Company data, Thanachart estimates
Note: we use ex-treasury number of shares as TU plans to cancel them.

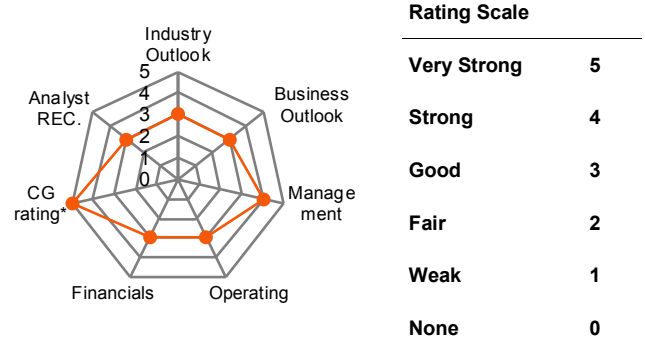
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ไทยยูเนี่ยน กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) ก่อตั้งเมื่อปี 1988 ปัจจุบันเป็นผู้นำอาหารทะเลแปรรูปและผู้ส่งออกรายใหญ่ที่สุดของโลก โดยมีแรงงานราว 26,000 คน ผลิตภัณท์หลักของบริษัท ได้แก่ หนุ่นำกระป๋อง เนื้อปลาทูน่าสุกแช่แข็ง กุ้งแช่แข็ง อาหารทะเลแช่แข็งและกระป๋อง แซลมอนแช่แข็ง ชาร์ดิน และปลาทูน่าแช่แข็ง ปลาหมึกแช่แข็ง อาหารสัตว์ อาหารปลา และอาหารกุ้ง และ TU มีสัดส่วนเป็นเจ้าของ Red Lobster ที่ 25%

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ธุรกิจที่ครบวงจร
- มีการประหยัดจากขนาด
- ทำธุรกิจในหลายตลาด
- มีการบริหารจัดการที่แข็งแกร่ง

O — Opportunity

- ขยายธุรกิจไปยังต่างประเทศและการเข้าซื้อกิจการ
- ขยายสายการผลิตใหม่ไปยังผลิตภัณฑ์ประเภทอื่นๆ
- เจาะเข้าไปยังกลุ่ม Food Service

W — Weakness

- มีความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนสูง
- ความผันผวนของราคาวัตถุดิบ
- ธุรกิจใช้แรงงานคนสูง

T — Threat

- เงินบาทที่แข็งค่า
- การเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วของราคาน้ำมันและทูน่า
- เปลี่ยนแปลงหลักเกณฑ์ต่างๆ
- การเกิดโรคระบาดอย่างรุนแรง

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	13.45	12.60	-6%
Net profit 25F (Bt m)	4,393	4,877	11%
Net profit 26F (Bt m)	4,815	4,788	-1%
Consensus REC	BUY: 8	HOLD: 11	SELL: 3

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2026F ของเราใกล้เคียงกับประมาณการของ Bloomberg consensus ซึ่งเรามองว่าเป็นเพราะเราใช้มุมมองเชิงระยะยาวต่อผลกระทบจากภาวะเศรษฐกิจโลกชะลอตัวที่มีต่อธุรกิจอาหารของ TU

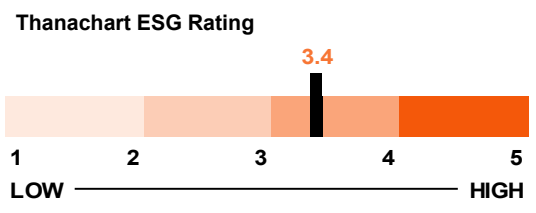
Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากผลกระทบจากภาวะเศรษฐกิจโลกชะลอตัวรุนแรงกว่าหรืออ่อนกว่าที่คาดไว้ จะเป็นความเสี่ยงด้านขาดลง/ขาดขึ้นต่อประมาณการกำไรของเรา
- หากค่าเงินบาทแข็งค่าหรืออ่อนค่าไปอยู่ในระดับที่แตกต่างไปจากสมมติฐานปัจจุบันของเรา ก็จะเป็นความเสี่ยงด้านขาดลง/ขาดขึ้นต่อประมาณการและราคาเป้าหมายของเรา

Source: Thanachart

TU เป็นผู้ผลิตทูน่ากระป๋องรายใหญ่ที่สุดของโลก และยังติดอันดับหนึ่งในห้าผู้ผลิตอาหารสัตว์เลี้ยงแบบ OEM ระดับโลกให้กับผู้ผลิตแบรนด์ชั้นนำด้วย ขณะที่ ITC มีเป้าหมายที่ชัดเจนในการลดมลพิษ และกำลังดำเนินการมาตรการต่างๆ เพื่อบรรลุเป้าหมายดังกล่าว แม้ว่าลักษณะธุรกิจที่เน้นการผลิตจะก่อให้เกิดมลพิษในปริมาณมากก็ตาม โดยเราให้อันดับคะแนน ESG อยู่ที่ 3.45



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
TU	YES	A	YES	A	64.88	78.95	85.00	41.0	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "terms of use" in the following back page.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก การบริหารจัดการน้ำ การบริหารจัดการของเสีย	เราให้คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) ของ TU ในระดับ 4.0 ซึ่งถือว่าสูง TU เป็นผู้ผลิตทูน่ากระป๋องรายใหญ่ที่สุดในโลก และยังเป็นหนึ่งในห้าอันดับผู้ผลิตอาหารสัตว์เลี้ยงแบบ OEM ระดับโลกที่มีลูกค้าเป็นผู้ผลิตแบรนด์ชั้นนำ บริษัทมีระบบวัดปริมาณการปล่อยมลพิษและมีแผนการเฉพาะเพื่อบรรลุเป้าหมายด้าน ESG TU ลดการใช้พลังงานจากถ่านหินลง 46% ในปี 2024 เพิ่มการใช้พลังงานแสงอาทิตย์ขึ้น 257% และลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) ลง 21% เมื่อเทียบกับฐานปี 2021 TU บรรลุเป้าหมาย “zero discharge” ได้ 100% จากหนึ่งในโรงงานหลักในปี 2024 และในปีเดียวกัน โรงงาน 23 แห่งจากทั้งหมด 32 แห่งสามารถบรรลุ “zero waste to landfill” ได้สำเร็จ
ด้านสังคม (SOCIAL) การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน การดูแลพนักงาน สุขอนามัยและความปลอดภัย ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	เราให้คะแนนด้านสังคม (S) ของ TU ที่ 3.5 ธุรกิจหลักของ TU ได้รับการรับรองมาตรฐาน ISO 14001 เพื่อให้มั่นใจว่าได้พยายามลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก TU ได้ติดตั้งถังเก็บน้ำฝนไว้ภายในเพื่อใช้น้ำสาธาณณะน้อยลง จึงทำให้ชุมชนมีน้ำใช้มากขึ้น TU ให้การสนับสนุนอย่างจริงจังในเรื่อง การบริจาคให้กับโรงเรียนของรัฐ และให้ความช่วยเหลืออื่นๆ แก่ผู้ที่ต้องการความช่วยเหลือ โดยมีมูลค่าการบริจาครวม 250 ลบ. หรือคิดเป็น 1.8% ของกำไรปี 2024
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท จริยธรรมและความโปร่งใส ความยั่งยืนของธุรกิจ การบริหารความเสี่ยง นวัตกรรม	เราให้คะแนนด้านบรรษัทภิบาล (G) ของ TU ที่ 3.0 TU มีคณะกรรมการบริหาร (BOD) 11 คน ซึ่งเรามองว่าเหมาะสมกับขนาดธุรกิจ ในจำนวนกรรมการ 11 ท่าน มีกรรมการอิสระ 5 ท่าน TU มีผลิตภัณฑ์อาหารที่มีความหลากหลายสูง เช่น ทูน่ากระป๋อง อาหารแช่แข็ง และอาหารสัตว์เลี้ยง TU มีความกระตือรือร้นในการพัฒนาระบบอัตโนมัติเพื่อลดจำนวนพนักงาน แม้ว่ากระบวนการจะค่อยเป็นค่อยไป

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	136,153	138,433	131,755	130,958	130,817
Cost of sales	112,928	112,809	106,446	106,764	106,850
Gross profit	23,225	25,624	25,309	24,194	23,967
% gross margin	17.1%	18.5%	19.2%	18.5%	18.3%
Selling & administration expenses	16,313	18,401	18,769	17,384	17,006
Operating profit	6,912	7,222	6,539	6,810	6,961
% operating margin	5.1%	5.2%	5.0%	5.2%	5.3%
Depreciation & amortization	4,189	4,365	4,382	4,659	4,936
EBITDA	11,101	11,587	10,921	11,469	11,897
% EBITDA margin	8.2%	8.4%	8.3%	8.8%	9.1%
Non-operating income	760	1,003	726	514	453
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(2,302)	(2,492)	(2,144)	(1,843)	(1,656)
Pre-tax profit	5,369	5,733	5,122	5,480	5,758
Income tax	(620)	430	502	493	518
After-tax profit	5,989	5,303	4,620	4,987	5,240
% net margin	4.4%	3.8%	3.5%	3.8%	4.0%
Shares in affiliates' Earnings	679	771	771	771	771
Minority interests	(733)	(1,089)	(970)	(970)	(970)
Extraordinary items	(19,869)	0	457	0	0
NET PROFIT	(13,933)	4,985	4,877	4,788	5,040
Normalized profit	5,936	4,985	4,420	4,788	5,040
EPS (Bt)	(3.6)	1.3	1.3	1.2	1.3
Normalized EPS (Bt)	1.5	1.3	1.1	1.2	1.3

Soft sales, but falling costs help

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	85,829	79,649	68,710	65,715	65,728
Cash & cash equivalent	16,451	15,487	8,000	5,000	5,000
Account receivables	16,031	16,876	16,062	15,965	15,948
Inventories	50,482	43,626	41,165	41,288	41,321
Others	2,866	3,659	3,483	3,462	3,459
Investments & loans	9,935	9,263	9,263	9,263	9,263
Net fixed assets	30,031	29,513	29,733	29,762	29,599
Other assets	39,655	36,488	36,316	36,058	35,714
Total assets	165,450	154,912	144,022	140,797	140,303
LIABILITIES:					
Current liabilities:	50,473	50,588	44,355	41,673	40,228
Account payables	18,798	18,522	17,477	17,529	17,543
Bank overdraft & ST loans	8,587	16,991	13,869	12,452	11,619
Current LT debt	19,716	12,650	10,326	9,270	8,650
Others current liabilities	3,372	2,425	2,683	2,422	2,415
Total LT debt	38,518	37,934	30,964	27,799	25,940
Others LT liabilities	10,442	10,078	9,626	9,390	9,138
Total liabilities	99,433	98,600	84,945	78,863	75,306
Minority interest	7,389	7,678	8,648	9,618	10,588
Preferreds shares	5,950	0	0	0	0
Paid-up capital	1,164	1,114	964	964	964
Share premium	19,948	19,948	19,948	19,948	19,948
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	12,526	9,322	9,322	9,322	9,322
Retained earnings	19,040	18,251	20,195	22,083	24,175
Shareholders' equity	58,628	48,635	50,429	52,317	54,409
Liabilities & equity	165,450	154,912	144,022	140,797	140,303

Strong balance sheet, based on our estimates

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	5,369	5,733	5,122	5,480	5,758
Tax paid	623	(419)	(529)	(496)	(519)
Depreciation & amortization	4,189	4,365	4,382	4,659	4,936
Chg In working capital	414	5,735	2,230	26	(2)
Chg In other CA & CL / minorities	1,819	(1,830)	1,231	533	768
Cash flow from operations	12,416	13,584	12,437	10,203	10,942
Capex	(4,766)	(2,875)	(3,700)	(3,700)	(3,700)
Right of use	(385)	(319)	(319)	(319)	(319)
ST loans & investments	(21)	87	0	0	0
LT loans & investments	18,401	672	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(21,703)	2,112	(405)	(647)	(663)
Cash flow from investments	(8,473)	(323)	(4,425)	(4,666)	(4,682)
Debt financing	7,560	754	(12,416)	(5,638)	(3,311)
Capital increase	(29)	(6,000)	(150)	0	0
Dividends paid	(3,385)	(2,389)	(2,933)	(2,900)	(2,948)
Warrants & other surplus	(4,667)	(6,589)	0	0	0
Cash flow from financing	(521)	(14,224)	(15,499)	(8,537)	(6,260)
Free cash flow	7,650	10,709	8,737	6,503	7,242

Strong cash flows**VALUATION**

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	8.8	10.4	11.8	10.9	10.3
Normalized PE - at target price (x)	8.2	9.7	11.0	10.1	9.6
PE (x)	na	10.4	10.7	10.9	10.3
PE - at target price (x)	na	9.7	10.0	10.1	9.6
EV/EBITDA (x)	9.2	9.0	9.1	8.4	7.8
EV/EBITDA - at target price (x)	8.9	8.7	8.8	8.1	7.5
P/BV (x)	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0
P/BV - at target price (x)	0.9	1.0	1.0	0.9	0.9
P/CFO (x)	4.2	3.8	4.2	5.1	4.8
Price/sales (x)	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
Dividend yield (%)	4.8	5.6	5.6	5.5	5.8
FCF Yield (%)	14.7	20.6	16.8	12.5	13.9
(Bt)					
Normalized EPS	1.5	1.3	1.1	1.2	1.3
EPS	(3.6)	1.3	1.3	1.2	1.3
DPS	0.7	0.8	0.8	0.7	0.8
BV/share	13.7	12.6	13.1	13.6	14.1
CFO/share	3.2	3.5	3.2	2.6	2.8
FCF/share	2.0	2.8	2.3	1.7	1.9

Sources: Company data, Thanachart estimates

**Valuation looks fairly
priced to us at 11x 2026F
PE**

FINANCIAL RATIOS

Stable dividend policy

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	(12.5)	1.7	(4.8)	(0.6)	(0.1)
Net profit (%)	na	na	(2.2)	(1.8)	5.3
EPS (%)	na	na	(2.2)	(1.8)	5.3
Normalized profit (%)	(25.9)	(16.0)	(11.3)	8.3	5.3
Normalized EPS (%)	(25.9)	(16.0)	(11.3)	8.3	5.3
Dividend payout ratio (%)	(18.0)	59.0	60.0	60.0	60.0
Operating performance					
Gross margin (%)	17.1	18.5	19.2	18.5	18.3
Operating margin (%)	5.1	5.2	5.0	5.2	5.3
EBITDA margin (%)	8.2	8.4	8.3	8.8	9.1
Net margin (%)	4.4	3.8	3.5	3.8	4.0
D/E (incl. minor) (x)	1.0	1.2	0.9	0.8	0.7
Net D/E (incl. minor) (x)	0.8	0.9	0.8	0.7	0.6
Interest coverage - EBIT (x)	3.0	2.9	3.1	3.7	4.2
Interest coverage - EBITDA (x)	4.8	4.6	5.1	6.2	7.2
ROA - using norm profit (%)	3.4	3.1	3.0	3.4	3.6
ROE - using norm profit (%)	8.5	9.3	8.9	9.3	9.4
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	8.6	9.9	9.3	9.7	9.8
- asset turnover (x)	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
- operating margin (%)	5.6	5.9	5.5	5.6	5.7
- leverage (x)	2.5	3.0	3.0	2.8	2.6
- interest burden (%)	70.0	69.7	70.5	74.8	77.7
- tax burden (%)	111.5	92.5	90.2	91.0	91.0
WACC (%)	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7
ROIC (%)	6.1	6.1	5.9	6.4	6.5
NOPAT (Bt m)	7,710	6,681	5,898	6,197	6,334
invested capital (Bt m)	108,999	100,722	97,588	96,838	95,619

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาติเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุน และใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) which is owned 99.97% by TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) as a resource only for clients of TNS, TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

Disclosures:

หมายเหตุ: ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็น Joint Lead Underwriter ให้กับบริษัท บริษัท ยูโรเอเชีย โทเทิล โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน) Euroasia Total Logistics Pcl (ETL) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท แอดวานซ์อินโฟร์เซอร์วิสเซอ จำกัด (มหาชน) (ADVANC) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท พีทีที โกลบอล เคมิคอล จำกัด (มหาชน) (PTTGC) ครั้งที่ 1/2568" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy พิมพ์ภา นิการุณ, CFA pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ pattarawan.wan@thanachartsec.co.th
สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์ nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th	อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ พัทธดนย์ บุณนาค pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ phannarai.von@thanachartsec.co.th
ยานยนต์, หิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง รตา ลิ้มสุทธีวันภูมิ rata.lim@thanachartsec.co.th	ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน รวิสรา สุวรรณอำไพ rawisara.suw@thanachartsec.co.th	ขนส่ง, รับเหมา ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์ saksid.pha@thanachartsec.co.th
Small Cap, การแพทย์, โรงแรม ศิริพร อรุโณทัย siriporn.aru@thanachartsec.co.th	พลังงาน , วิโตรเคมี ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ yupapan.pol@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพยมณฑล lapinee.dib@thanachartsec.co.th
วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง witchanan.tam@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์ sittichet.run@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน นริภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA nariporn.kla@thanachartsec.co.th		

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุล kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัต sunset.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราชญ์ suksawat.lim@thanachartsec.co.th	สุจินตนา สภาพร sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

Research Team
18 Floor, MBK Tower
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330
Tel: 662 -779-9119
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th