

Alibaba Group Holding Ltd (9988 HK)

The Stock Exchange of Hong Kong Limited / Technology

26 JANUARY 2026

Alibaba กำลังก้าวจากแพลตฟอร์มอีคอมเมิร์ซสู่การเป็นบริษัทเทคโนโลยีครบวงจร โดยธุรกิจ Cloud + AI จะเป็นแรงขับเคลื่อนรายได้ระยะยาว อย่างไรก็ตาม ในระยะกลางยังเผชิญแรงกดดันจากการรุกขยายบริการ quick commerce เราคาดว่ากำไรจะหดตัว 32/17% ใน FY26-27F ก่อนจะฟื้นตัวในระยะถัดไป ด้วย PE 38x เราแนะนำ "ขาย" ด้วยราคาเป้าหมาย HK\$130

ลักษณะการประกอบธุรกิจ: บริษัท อาลีบาบา กรุ๊ป โฮลดิ้ง จำกัด ดำเนินธุรกิจในฐานะบริษัทโฮลดิ้ง โดยผ่านบริษัทในเครือ ให้บริการโครงสร้างพื้นฐานอินเทอร์เน็ต พาณิชย์อิเล็กทรอนิกส์ บริการทางการเงินออนไลน์ อีคอมเมิร์ซ ค้าปลีก และบริการคอนเทนต์ทางอินเทอร์เน็ตผ่านตลาดซื้อขายทั่วโลก รวมถึงนำเสนอโซลูชันสื่อดิจิทัล ความบันเทิง โลจิสติกส์ และคลาวด์คอมพิวติ้ง

เร่งลงทุน กดดันกำไร

- **กำไรมีความเสี่ยง– Sell:** เราเริ่มต้นแนะนำขาย Alibaba (9988.HK) ด้วยราคาเป้าหมาย 12 เดือนข้างหน้า ด้วยวิธี DCF (2026 เป็นปีฐาน) ที่ HK\$130 1) บริษัทอยู่ในช่วงรุดตลาด quick commerce โดยยอมกดดันกำไรระยะสั้นเพื่อรองรับการเติบโตระยะยาว 2) เรามองว่าท่ามกลางการแข่งขันที่รุนแรงในระยะสั้น-กลาง รายได้มีความเสี่ยงด้านราคาและค่าใช้จ่ายงบตลาดที่จะเพิ่มขึ้นเพื่อช่วงชิงส่วนแบ่งการตลาด 3) เราคาดการณ์กำไรจะหดตัว 32/17% ใน FY26-27F (งบสิ้นสุด มี.ค.) ก่อนจะฟื้นตัว 38% ใน FY28F 3) มูลค่าแพงโดย Alibaba ซื้อขายที่ FY27F PE 38 เท่า สูงกว่าค่าเฉลี่ยหุ้นกลุ่มอีคอมเมิร์ซ/เทคโนโลยีจีนที่ 20 เท่า และยังดูแพงเชิง P/BV 2.9 เท่าบน ROE เพียง 7.6%
- **E-commerce เป็นปัจจัยกดดันหลัก:** แม้ Alibaba ครองส่วนแบ่งตลาด e-commerce ราว 40% แต่ต้องเผชิญแรงกดดันจาก Pinduoduo (เน้นราคาถูก) และ Douyin (จับกลุ่ม Gen Z) จุดแข็งบริษัทยังอยู่ที่ระบบนิเวศครบวงจรและ economies of scale ด้วยความต้องการส่งด่วนที่เติบโตต่อเนื่อง บริษัทจึงเปิดตัว quick commerce เม.ย. 2025 ลงทุนหนักทั้งด้านการตลาดและระบบขนส่งส่งผลให้อัตรากำไร EBITA margin ในภาพรวมของธุรกิจ e-commerce ลดลงจาก 42% ใน 4QFY25 เหลือเพียง 8% ใน 2QFY26 เรามองว่ามีความเสี่ยงที่อัตรากำไรจะถูกกดดันต่อเนื่องท่ามกลางสภาวะการแข่งขันที่รุนแรง
- **คาดการณ์กำไรหดตัวสองปี:** เราคาดการณ์กำไรจะหดตัว 32/17% ใน FY26-27F ก่อนฟื้นตัว 38% ใน FY28F แม้รายได้มีแนวโน้มเติบโต 5/17/20% ใน FY26-28F หนุนโดยรายได้ quick commerce และรายได้ธุรกิจ Cloud+AI อย่างไรก็ตาม กำไรหดตัวในช่วง FY26-27F มาจากอัตรากำไรจากการดำเนินงานลดลงเหลือ 7.8/7.4% ในช่วงดังกล่าว จาก 14.7% ใน FY25 จากการเพิ่มค่าใช้จ่ายสำหรับ quick commerce เพื่อช่วงชิงส่วนแบ่งตลาด
- **สิ่งที่เรามองจากตลาด:** ประเมินการกำไรของเราต่ำกว่าตลาดอย่างมีนัย เพราะตลาดมองว่างบการเงินและค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่รวมถึงงบการตลาดสำหรับ quick commerce ผ่านจุดสูงสุดแล้ว ขณะที่เรามองว่าการสร้างพฤติกรรมการใช้งานของลูกค้ายังต้องใช้เวลา ส่งผลให้บริษัทไม่สามารถลดงบการตลาดได้เร็วอย่างที่ตลาดคาด ท่ามกลางการแข่งขันที่ยังรุนแรง

BUY

HOLD

SELL

COMPANY VALUATION

Y/E Mar (CNY m)	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	996,347	1,045,090	1,227,394	1,466,262
Net profit	129,470	130,860	77,452	106,272
Consensus NP	—	113,113	132,102	170,350
Diff frm cons (%)	—	15.7	(41.4)	(37.6)
Norm profit	134,880	91,852	76,123	104,943
EPS (CNY)	7.1	4.8	4.0	5.5
EPS grw (%)	49.4	(32.0)	(17.1)	37.7
Norm PE (x)	21.2	31.2	37.6	27.3
P/BV (x)	2.8	2.8	2.9	2.9
Div yield (%)	5.1	4.6	2.7	3.7
ROE (%)	13.5	9.1	7.6	10.6

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 23-Jan-26 (HK\$)	168.50
Target Price (HK\$)	130.00
Market Cap (HK\$ m)	3,212,866
Listed Shares (m shares)	19,067
12M Price H/L (HK\$)	185.10/82.90
Depository Receipt (DR)	BABA01 (Bt15.50)
	BABA06 (Bt6.70), BABA13 (Bt2.76)
	BABA23 (Bt4.52), BABA80 (Bt6.70)

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

คำเตือน: DRs มีความเสี่ยงจาก อัตราแลกเปลี่ยน และ หลักทรัพย์อ้างอิงในต่างประเทศ ซึ่งอาจทำให้มูลค่าลดลงได้ ผู้ลงทุนต้องศึกษาความเสี่ยงด้วยตนเอง ก่อนตัดสินใจลงทุน

ภาพรวมธุรกิจ

Alibaba Group (BABA / 9988.HK) ก่อตั้งขึ้นในปี 1999 โดย Jack Ma เริ่มจากการเป็นแพลตฟอร์ม B2B ออนไลน์ (Alibaba.com) เพื่อเชื่อมต่อผู้ผลิตจีนกับผู้ซื้อทั่วโลก ต่อมาได้ขยายสู่ตลาดผู้บริโภคในประเทศจีนผ่านแอป/เว็บไซต์ Taobao สำหรับผู้บริโภคทั่วไป (C2C) และแอป/เว็บไซต์ Tmall สำหรับแบรนด์และร้านค้า (B2C) ซึ่งเป็น รายได้หลักของบริษัทในปัจจุบัน ธุรกิจดังกล่าวสร้างรายได้จากหลายแหล่ง ได้แก่ ค่าธรรมเนียมและคอมมิชชันจากร้านค้า รายได้จากโฆษณาและบริการการตลาด รายได้จากโลจิสติกส์และ fulfillment รายได้จากบริการทางการเงินและการชำระเงิน รวมถึง รายได้จากบริการเสริมใน ecosystem เช่น membership

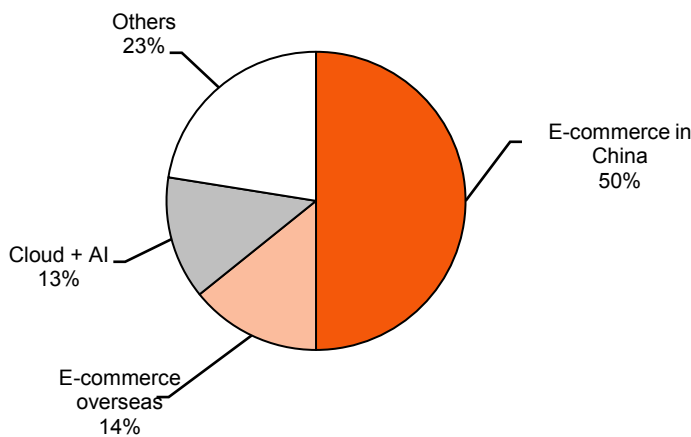
นอกจากธุรกิจ e-commerce บริษัทได้ขยายธุรกิจไปสู่ Cloud และ AI ซึ่งเป็นเครื่องยนต์การเติบโตระยะยาว บริการครอบคลุมตั้งแต่ Cloud Infrastructure, Data Services, AI Computing ไปจนถึงโมเดล AI เช่น Qwen โดยเน้นกลุ่มลูกค้า องค์กรและภาครัฐ

สำหรับสัดส่วนรายได้ ธุรกิจ e-commerce ในจีน ยังคงเป็นธุรกิจหลัก คิดเป็น 50% ของรายได้รวมใน FY26F ขณะที่ ธุรกิจ E-commerce ตลาดต่างประเทศ คิดเป็น 14% ธุรกิจ Cloud และ AI สร้างรายได้ 13% ของรายได้รวม ส่วนธุรกิจโลจิสติกส์ ธุรกิจสื่อ และธุรกิจอื่น ๆ รวมกันคิดเป็น 23%

Alibaba มองว่าธุรกิจ e-commerce เป็นฐานรายได้ที่มั่นคง ขณะที่ Cloud และ AI เป็นกลยุทธ์เติบโตระยะยาว บริษัทยังคงลงทุนใน โลจิสติกส์และบริการดิจิทัลอื่น ๆ เพื่อสร้าง ecosystem ครบวงจร เชื่อมผู้ค้า ผู้บริโภค และองค์กรเข้าด้วยกัน ทำให้ Alibaba ไม่ใช่เพียงแพลตฟอร์ม e-commerce แต่กลายเป็นบริษัทแพลตฟอร์มเทคโนโลยีครบวงจร ที่มีทั้งโครงสร้างพื้นฐานดิจิทัลและบริการ AI

ก้าวจากแพลตฟอร์ม
อีคอมเมิร์ซสู่การเป็นบริษัท
เทคโนโลยีครบวงจร

Ex 1: Revenue Breakdown In FY26F



Sources: Company data, Thanachart estimates

ทำไมมีความเสี่ยง – SELL

เราเริ่มต้นแนะนำขาย Alibaba (9988.HK) ด้วยราคาเป้าหมาย 12 เดือนข้างหน้า ด้วยวิธี DCF (2026 เป็นปีฐาน) ที่ HK\$130 ด้วยเหตุผลดังนี้

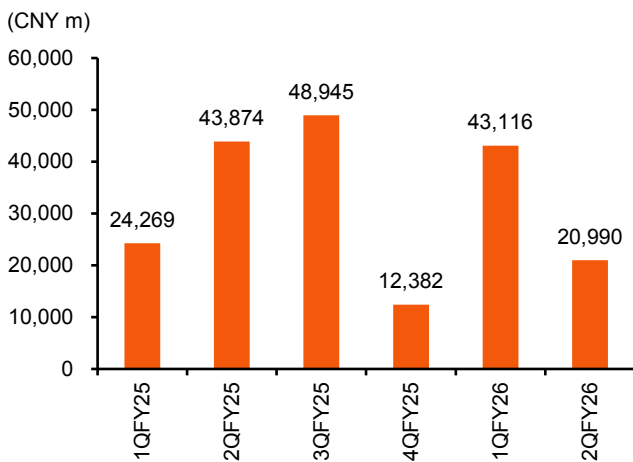
ประการแรก บริษัทอยู่ในช่วงรูกตลาด quick commerce โดยยอมกดดันกำไรระยะสั้นเพื่อรองรับการเติบโตระยะยาว Alibaba เปิดตัวบริการใหม่นี้ช่วง เม.ย. ปี 2025 และได้ลงทุนหนักทั้งด้านการขนส่งและการตลาด ไตรมาส 2QFY26 (สิ้นสุด ก.ย. 2025) แม้รายได้ยังเติบโต 5% y-y แต่กำไรลด 52% y-y ชูโดยอัตรากำไรจากการดำเนินงานลดลงเหลือ 2% (จาก 14%) สะท้อนแรงกดดันจากการขยายบริการ quick commerce

ประการที่สอง เรามองว่าท่ามกลางการแข่งขันที่รุนแรงในระยะสั้น-กลาง Alibaba จะคงต้องเพิ่มงบการตลาดและเงินสนับสนุนร้านค้า/ผู้บริโภคอย่างต่อเนื่อง ทำให้รายได้มีความเสี่ยงจากการแข่งขันด้านราคา รวมถึงค่าใช้จ่ายงบการตลาดที่จะเพิ่มขึ้นเพื่อชิงชิงส่วนแบ่งตลาด

ประการที่สาม จากสมมติฐานการลงทุนเชิงรุกดังกล่าว เราคาดการณ์กำไรจะหดตัว 32/17% ใน FY26-27F (งบสิ้นสุด มี.ค.) โดยเรามองว่าอัตรากำไรจะโดนกดดันต่อเนื่องจากทำตลาดเพื่อชิงส่วนแบ่งตลาดบริการ quick commerce อย่างไรก็ดี เราคาดว่าผลประกอบการจะเริ่มฟื้นตัวอย่างมีนัยสำคัญใน FY28F (+38% y-y) จากการชะลอการใช้จ่ายเงินอุดหนุน การเพิ่มประสิทธิภาพของแพลตฟอร์ม การเติบโตของธุรกิจ Cloud และ AI ทั้งนี้ การฟื้นตัวดังกล่าวยังขึ้นอยู่กับความสามารถของบริษัทในการรักษาส่วนแบ่งตลาดโดยไม่ต้องใช้กลยุทธ์แข่งขันด้านราคาและการเพิ่มงบการตลาดอย่างรุนแรง

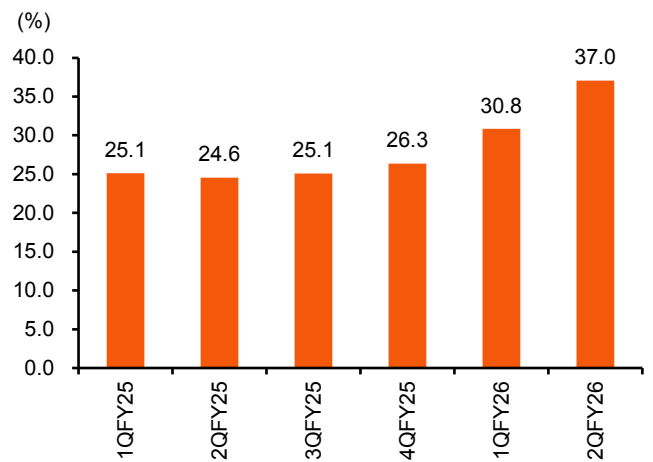
ประการที่สี่ เรามองว่ามูลค่าแพง โดย Alibaba ซื้อขายที่ FY27F PE 38 เท่า สูงกว่าค่าเฉลี่ยหุ้นกลุ่มอีคอมเมิร์ซ/เทคโนโลยีจีนที่ 20 เท่า และยังคงแพงเชิง P/BV 2.9 เท่าบน ROE เพียง 7.6%

Ex 2: 2QFY26 Earnings Dropped Significantly



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 3: SG&A/Sales Rose As Quick Commerce Launched



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

E-commerce เป็นปัจจัยกดดันหลัก

แม้ Alibaba จะครอง ส่วนแบ่งตลาด e-commerce ประมาณ 40% แต่บริษัทก็ยังคงเผชิญแรงกดดันจากคู่แข่งหลายด้าน ตัวอย่างเช่น Pinduoduo เน้นแข่งขันด้วยราคาที่ถูกลง ทำให้ผู้บริโภคบางส่วนย้ายไปซื้อสินค้าบนแพลตฟอร์มนี้มากขึ้น Douyin (TikTok เวอร์ชันจีน) เน้นจับกลุ่ม Gen Z ด้วยการผสมผสานคอนเทนต์สั้นและ e-commerce ทำให้เกิดช่องทางขายใหม่และดึงดูดลูกค้ารุ่นใหม่ออกจาก Alibaba

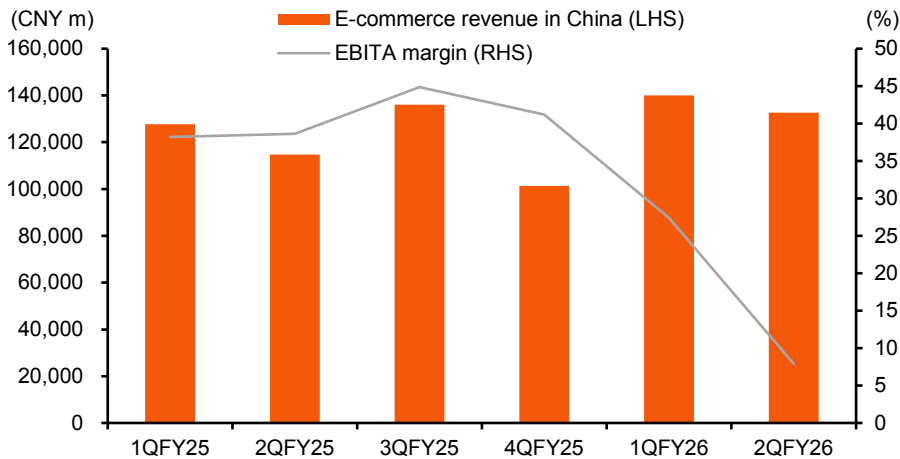
แม้จะมีแรงกดดัน แต่จุดแข็งของ Alibaba ยังคงอยู่ที่ระบบนิเวศครบวงจร (ecosystem) เช่น AI ระบบขนส่งและบริการทางการเงิน ทำให้บริษัทสามารถใช้ economies of scale ลดต้นทุนและบริหารจัดการได้มีประสิทธิภาพ

เนื่องจาก ความต้องการส่งด่วนเติบโตอย่างต่อเนื่อง Alibaba จึงเปิดให้บริการ quick commerce ในเดือนเม.ย. 2025 เพื่อให้บริการส่งสินค้าในพื้นที่ใกล้เคียงภายในเวลา 30-60 นาที สินค้าที่ให้บริการประกอบด้วยของใช้ประจำวัน ของสด/อาหารสด ยา เครื่องดื่ม สินค้าแฟชั่น และอิเล็กทรอนิกส์ขนาดเล็ก

บริษัทลงทุนอย่างหนักทั้งใน ระบบขนส่ง, ระบบ fulfillment และคลังสินค้าท้องถิ่น ซึ่งเก็บสินค้าเพื่อรองรับการส่งภายในเวลาที่กำหนด นอกจากนี้ Alibaba ยังทุ่มงบการตลาดเพื่อดึงดูดทั้งลูกค้าและร้านค้าเข้าร่วมแพลตฟอร์ม สำหรับตลาดนี้ คู่แข่งหลักคือ Meituan และ JD.com ซึ่งมีระบบจัดส่งในเมืองที่แข็งแกร่ง

เรามองว่าผลขาดทุนจากบริการ quick commerce ทำให้อัตรากำไร EBITA margin ในภาพรวมของธุรกิจ e-commerce ลดลงจาก 42% ใน 4QFY25 เหลือเพียง 8% ใน 2QFY26 และเนื่องจากบริษัทยังต้องลงทุนงบการตลาดอย่างต่อเนื่องเพื่อเพิ่มส่วนแบ่งตลาด เราจึงมองว่า quick commerce จะยังคงขาดทุนต่อเนื่องและยังคงกดดันกำไรโดยรวมของทั้งบริษัท

Ex 4: Launch Of Quick Commerce Pressure Overall EBITA Margin



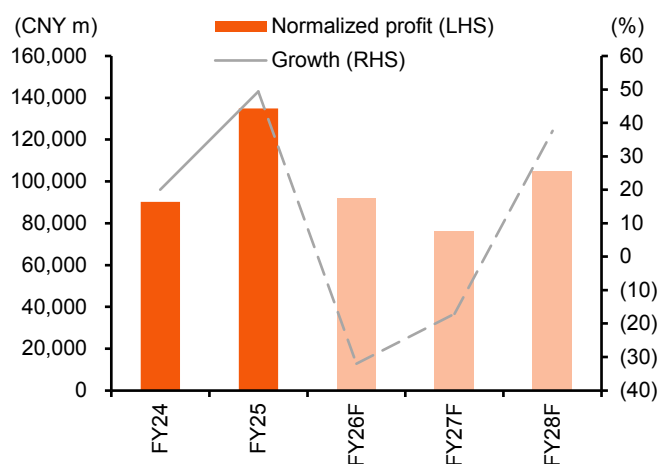
Sources: Company data, Thanachart estimates

คาดการณ์หัวสองปี

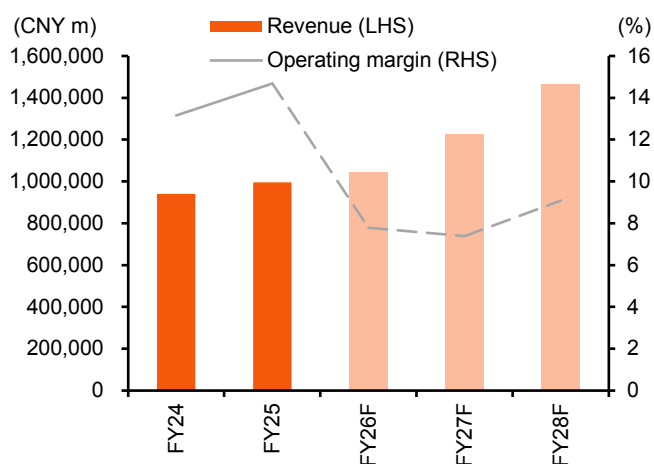
เราคาดว่ากำไรของ Alibaba จะหดตัว 32% ใน FY26F และ 17% ใน FY27F ก่อนฟื้นตัว 38% ใน FY28F แม้รายได้รวมยังมีแนวโน้มเติบโตที่ 5/17/20% ใน FY26-28F หนุนโดย 1) ธุรกิจ e-commerce ที่เราคาดการณ์ว่ารายได้จะเติบโตแข็งแกร่งที่เฉลี่ยปีละ 25% จากการที่รายได้บริการ quick commerce เร่งตัวขึ้นจากการอัดงบการตลาด และ 2) ธุรกิจ Cloud และ AI ที่เราคาดว่ารายได้จะเติบโตปีละ 30% ในช่วง FY25-FY27F

สำหรับ ธุรกิจ Cloud และ AI Alibaba ครองส่วนแบ่งตลาดประมาณ 36% ซึ่งมากกว่าส่วนแบ่งรวมของผู้เล่นอันดับ 2-4 (ByteDance, Huawei, Tencent) ความต้องการจากลูกค้าองค์กรเติบโตแข็งแกร่ง ทำให้รายได้เติบโต +26% y-y และ +34% y-y ใน 1Q-2QFY25 โดยมี EBITA margin ประมาณ 9%

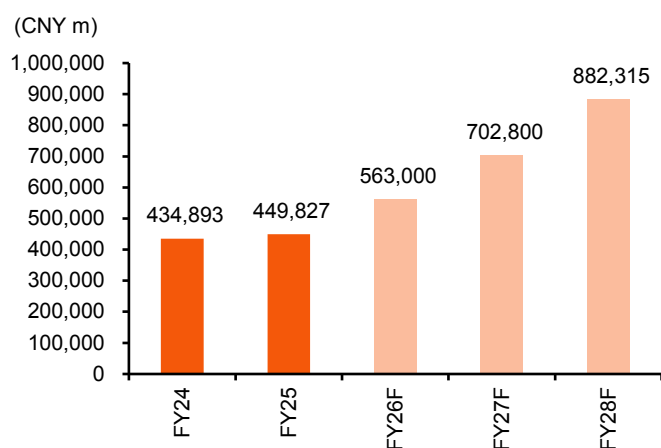
อย่างไรก็ดี การหดตัวของกำไรใน FY26-27F มาจากอัตรากำไรจากการดำเนินงานลดลงเหลือ 7.8% และ 7.4% ในช่วงดังกล่าว จาก 14.7% ใน FY25 เนื่องจากเรามองว่าบริษัทยังต้องใช้จ่ายงบการตลาดเชิงรุกสำหรับบริการ quick commerce เพื่อช่วงชิงส่วนแบ่งตลาด

Ex 5: We Expect Two Years Earnings Contraction

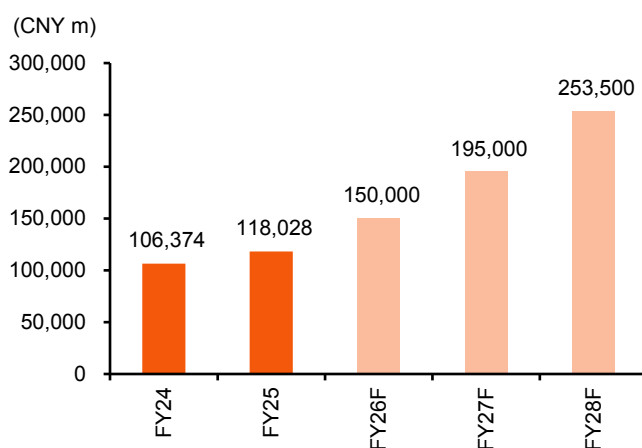
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 6: Revenue And Operating Margin Forecast

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 7: E-commerce Revenue Forecast

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 8: Cloud + AI Revenue Forecast

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 9: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		— EV/EBITDA —		— Div yield —	
			25F (%)	26F (%)	25F (x)	26F (x)	25F (x)	26F (x)	25F (x)	26F (x)	25F (%)	26F (%)
PDD Holdings Inc	PDD US	USA	(7.4)	15.4	9.9	8.5	2.5	1.9	6.3	5.1	0.0	0.0
JD.com Inc	9618 HK	China	(38.8)	21.3	11.6	9.6	1.2	1.1	9.0	5.9	3.0	2.9
Trip.com Group Ltd	9961 HK	China	72.6	(34.9)	9.6	14.7	1.7	1.5	13.4	11.5	0.4	0.4
Tencent Holdings Ltd	700 HK	China	33.2	13.3	19.1	16.8	4.1	3.5	16.5	14.6	0.9	1.1
Baidu Inc	9888 HK	China	na	4.8	21.4	20.4	1.4	1.4	14.5	11.5	0.0	0.0
Xiaomi Corp	1810 HK	China	72.5	12.4	19.7	17.7	3.4	2.8	14.6	13.3	0.0	0.0
Meituan *	3690 HK	China	na	na	na	na	3.5	3.5	na	70.8	0.0	0.0
Alibaba Group Holding Ltd *	9988 HK	China	49.4	(32.0)	21.2	31.2	2.8	2.8	14.1	21.6	5.1	4.6
Average			30.3	0.02	16.1	17.0	2.6	2.3	12.6	19.3	1.2	1.1

Source: Bloomberg, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS, 9988 HK using 2025 actual

Based on 23 January 2026 closing prices

INCOME STATEMENT

FY ending Mar (CNY m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	941,168	996,347	1,045,090	1,227,394	1,466,262
Cost of sales	586,323	598,285	620,888	726,740	865,241
Gross profit	354,845	398,062	424,202	500,654	601,021
% gross margin	37.7%	40.0%	40.6%	40.8%	41.0%
Selling & administration expenses	230,974	251,747	342,790	409,950	467,738
Operating profit	123,871	146,315	81,413	90,704	133,283
% operating margin	13.2%	14.7%	7.8%	7.4%	9.1%
Depreciation & amortization	44,504	42,459	46,031	58,071	74,411
EBITDA	168,375	188,774	127,443	148,775	207,694
% EBITDA margin	17.9%	18.9%	12.2%	12.1%	14.2%
Non-operating income	(3,807)	24,146	31,239	6,927	7,166
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(7,947)	(9,596)	(9,875)	(15,315)	(23,156)
Pre-tax profit	112,117	160,865	102,776	82,317	117,293
Income tax	22,529	35,445	20,555	16,463	23,459
After-tax profit	89,588	125,420	82,221	65,853	93,835
% net margin	9.5%	12.6%	7.9%	5.4%	6.4%
Shares in affiliates' Earnings	(7,735)	5,966	5,966	5,966	5,966
Minority interests	8,409	3,494	3,665	4,304	5,142
Extraordinary items	(10,521)	(5,410)	39,008	1,329	1,329
NET PROFIT	79,741	129,470	130,860	77,452	106,272
Normalized profit	90,262	134,880	91,852	76,123	104,943
EPS (Bt)	4.2	6.8	6.9	4.1	5.6
Normalized EPS (Bt)	4.7	7.1	4.8	4.0	5.5

BALANCE SHEET

FY ending Mar (CNY m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
ASSETS:					
Current assets:	752,864	674,049	679,508	724,078	782,478
Cash & cash equivalent	571,029	428,093	424,000	424,000	424,000
Account receivables	143,536	202,175	211,881	248,842	297,270
Inventories	0	0	0	0	0
Others	38,299	43,781	43,627	51,237	61,208
Investments & loans	424,073	566,987	574,987	574,987	574,987
Net fixed assets	185,161	203,348	270,516	405,644	544,433
Other assets	402,731	359,843	377,447	443,289	529,559
Total assets	1,764,829	1,804,227	1,902,458	2,147,999	2,431,456
LIABILITIES:					
Current liabilities:	421,507	435,346	467,063	555,566	670,601
Account payables	297,883	332,537	345,100	403,935	480,916
Bank overdraft & ST loans	29,001	22,562	29,924	48,907	64,323
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	94,623	80,247	92,038	102,725	125,361
Total LT debt	141,775	208,141	276,059	451,180	593,401
Others LT liabilities	88,948	70,634	74,090	87,014	103,948
Total liabilities	652,230	714,121	817,211	1,093,760	1,367,950
Minority interest	126,055	80,248	76,583	72,279	67,137
Retained earnings	612,630	661,414	654,446	627,743	642,152
Shareholders' equity	986,544	1,009,858	1,008,664	981,960	996,370
Liabilities & equity	1,764,829	1,804,227	1,902,458	2,147,999	2,431,456

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Mar (CNY m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Earnings before tax	112,117	160,865	102,776	82,317	117,293
Tax paid	(26,004)	(32,875)	(21,055)	(13,893)	(21,166)
Depreciation & amortization	44,504	42,459	46,031	58,071	74,411
Chg In working capital	15,469	(23,985)	2,857	21,874	28,553
Chg In other CA & CL / minorities	(16,161)	(59,216)	17,552	5,666	16,338
Cash flow from operations	129,926	87,248	148,162	154,035	215,430
Capex	(211,801)	(47,447)	(100,000)	(180,000)	(200,000)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	29,044	(142,914)	(8,000)	0	0
Chg In other assets & liabilities	(3,263)	6,406	11,190	(65,310)	(82,535)
Cash flow from investments	(186,019)	(183,955)	(96,810)	(245,310)	(282,535)
Debt financing	9,422	59,927	76,610	195,432	158,967
Capital increase	(18,881)	(16,620)	5,773	0	0
Dividends paid	17,946	29,077	(137,828)	(104,156)	(91,862)
Warrants & other surplus	(92,385)	(118,613)	0	0	0
Cash flow from financing	(83,898)	(46,229)	(55,445)	91,276	67,105
Free cash flow	(81,876)	39,801	48,162	(25,965)	15,430

VALUATION

FY ending Mar	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Normalized PE (x)	31.7	21.2	31.2	37.6	27.3
Normalized PE - at target price (x)	24.4	16.4	24.0	29.0	21.1
PE (x)	35.9	22.1	21.9	37.0	27.0
PE - at target price (x)	27.7	17.0	16.9	28.5	20.8
EV/EBITDA (x)	14.6	14.1	21.6	19.8	14.9
EV/EBITDA - at target price (x)	10.7	10.6	16.4	15.4	11.8
P/BV (x)	2.9	2.8	2.8	2.9	2.9
P/BV - at target price (x)	2.2	2.2	2.2	2.3	2.2
P/CFO (x)	22.0	32.8	19.3	18.6	13.3
Price/sales (x)	3.0	2.9	2.7	2.3	2.0
Dividend yield (%)	5.1	5.1	4.6	2.7	3.7
FCF Yield (%)	(2.9)	1.4	1.7	(0.9)	0.5
(Bt)					
Normalized EPS	4.7	7.1	4.8	4.0	5.5
EPS	4.2	6.8	6.9	4.1	5.6
DPS	7.6	7.6	6.9	4.1	5.6
BV/share	51.9	53.1	52.9	51.5	52.3
CFO/share	6.8	4.6	7.8	8.1	11.3
FCF/share	(4.3)	2.1	2.5	(1.4)	0.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Mar	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Growth Rate					
Sales (%)	8.3	5.9	4.9	17.4	19.5
Net profit (%)	10.0	62.4	1.1	(40.8)	37.2
EPS (%)	10.0	62.4	0.9	(40.8)	37.0
Normalized profit (%)	20.0	49.4	(31.9)	(17.1)	37.9
Normalized EPS (%)	20.0	49.4	(32.0)	(17.1)	37.7
Dividend payout ratio (%)	181.4	111.8	100.0	100.0	100.0
Operating performance					
Gross margin (%)	37.7	40.0	40.6	40.8	41.0
Operating margin (%)	13.2	14.7	7.8	7.4	9.1
EBITDA margin (%)	17.9	18.9	12.2	12.1	14.2
Net margin (%)	9.5	12.6	7.9	5.4	6.4
D/E (incl. minor) (x)	0.2	0.2	0.3	0.5	0.6
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.4)	(0.2)	(0.1)	0.1	0.2
Interest coverage - EBIT (x)	15.6	15.2	8.2	5.9	5.8
Interest coverage - EBITDA (x)	21.2	19.7	12.9	9.7	9.0
ROA - using norm profit (%)	5.4	7.6	5.0	3.8	4.6
ROE - using norm profit (%)	9.1	13.5	9.1	7.6	10.6

Sources: Company data, Thanachart estimates

DISCLAIMER

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาตเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลงแก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ 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.

“บทวิเคราะห์นี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) (“บล.ธนชาต”) โดยใช้ข้อมูลจาก แนวโน้มธุรกิจ, ประมาณการทางการเงิน, Bloomberg และแหล่งอื่น ๆ บริษัทไม่ได้เป็นผู้ออกตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศ (DRs) จึงไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์”

คำเตือน: DRs มีความเสี่ยงจาก อัตราแลกเปลี่ยน และ หลักทรัพย์อ้างอิงในต่างประเทศ ซึ่งอาจทำให้มูลค่าลดลงได้ ผู้ลงทุนต้องศึกษาความเสี่ยงด้วยตนเอง ก่อนตัดสินใจลงทุน

นักวิเคราะห์ของบล.ธนชาต จำกัด (มหาชน) ได้ขึ้นทะเบียนโดย ก.ล.ด. และขอรับรองว่าความเห็นในบทวิเคราะห์นี้เป็น ความเห็นที่เป็นอิสระ มีเหตุผลรองรับ และนักวิเคราะห์ไม่มีส่วนได้เสีย ในหลักทรัพย์ที่นำเสนอ ณ วันที่จัดทำ

"This analysis was prepared by Thanachart Securities Public Company Limited ("TNS") using data from business trends, financial forecasts, Bloomberg, and other sources. The Company is not an issuer of rights in foreign securities (DRs), so there is no conflict of interest."

WARNING: DRs involve risks from foreign exchange rates and underlying securities, which may result in devaluation. Investors must study the risks themselves before making any investment decision.

Thanachart analyst registered with the SEC and certifies that the views in this analysis are as follows: Independent opinions are justified and analysts have no interest in the offered securities as of the date of issuance.

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: ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน) (CPF) ครั้งที่ 1/2569 ชุดที่ 1-3" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy

พิมพ์ผกา นิजारณ, CFA
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒน์หิรัญกุล, CFA
adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมีงมาศ
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรอ

พัทธดนย์ บุนนาค
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชยกรรม

พรรณารายณ์ ตียะพิทยารัตน์
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, หินผา, Property Fund, REITs, บันทึกร

รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ
rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

รวีสรา 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, ปิโตรเคมี

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพลตฟอร์ม

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

นลินกรณ คลังเปรมจิตต์, CISA
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงไสลกุล

monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล

kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

varathip.run@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต

sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุสวัตต์ ลิมาวงษ์ปราณี

suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สถาพร

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