

# Fundamental Story

**CP All Pcl (CPALL TB) - BUY, Price Bt51.75, TP Bt60.00**

Results Comment

Phannarai Tiypittayarat | Email: phannarai.von@thanachartsec.co.th

## 4Q25 ทรงตัว เป็นไปตามคาด

- กำไรสุทธิ 4Q25 อยู่ที่ 7.2 พันลบ. เพิ่มขึ้นเล็กน้อย 1% y-y และ 10% q-q ซึ่งเป็นไปตามที่เราคาดการณ์ไว้ แม้ว่ากำไรสุทธิ 4Q25 ของ CPAXT ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่ CPALL ถือหุ้น 59.9% ออกมาหน้าผิดหวัง โดยลดลง 35% y-y
- กำไรสุทธิในปี 2025 คิดเป็น 101% ของการคาดการณ์ทั้งปีของเรา
- ใน 4Q25 CPAXT สร้างกำไรให้ CPALL จำนวน 1,536 ลบ. หรือ 21% ของกำไรของ CPALL
- 7-Eleven : 4Q25 ยังคงแข็งแกร่งด้วยมีกำไรสุทธิ 5.7 พันลบ. เพิ่มขึ้น 19% y-y และ 4% q-q ปัจจัยขับเคลื่อนการเติบโต ได้แก่ ยอดขายเติบโต 5% เป็น 1.46 แสนลบ. จากการเปิดสาขาใหม่ 700 แห่ง ในปี 2025 ทำให้มีสาขาทั้งหมด 15,945 แห่ง แม้ว่ายอดขายสาขาเดิมจะลดลง 1.5% แต่อัตรากำไรของผลิตภัณฑ์เพิ่มขึ้น 13bp y-y เป็น 27.7% (+10bp y-y สำหรับอัตรากำไรของสินค้าที่ไม่ใช่อาหาร เป็น 29.0% และ +13bp y-y สำหรับอัตรากำไรของอาหาร เป็น 27.3%)
- กำไรสุทธิปี 2025 เพิ่มขึ้น 11% y-y และระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 28.2 พันลบ. โดย CPAXT สร้างกำไรให้ 5.6 พันลบ. (-11% y-y) หรือคิดเป็น 20% ของกำไรทั้งหมด ธุรกิจ 7-Eleven มีกำไร 22.6 พันลบ. (+19% y-y) โดยมีอัตรากำไรเติบโตของสาขาเดิมค่อนข้างทรงตัวที่ -0.3% (จำนวนลูกค้าลดลง 2.8% y-y โดยมีลูกค้าต่อสาขาต่อวัน 951 คน ขณะที่ยอดใช้จ่ายต่อใบเสร็จเพิ่มขึ้นเป็น 88 บาท ในปี 2025 จาก 85 บาท ในปี 2024) มีการเปิดสาขา 7-Eleven ใหม่ 700 สาขา รวมเป็น 15,945 สาขาทั่วประเทศ และอัตรากำไรของผลิตภัณฑ์โดยรวมเพิ่มขึ้น 20bp และระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 27.8% (+30bp y-y สำหรับอัตรากำไรสินค้าที่ไม่ใช่อาหารเป็น 29.1% และ +20bp สำหรับอัตรากำไรของอาหารเป็น 27.4%)
- บันผลต่อหุ้นปี 2025 อยู่ที่ 1.65 บาท/หุ้น สูงกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ที่ 1.54 บาท/หุ้น แม้ว่ากำไรจะอยู่ในระดับที่สอดคล้องกับที่คาดการณ์ไว้ เนื่องจากอัตรากำไรการเงินปันผลที่เพิ่มขึ้น XD วันที่ 30 เมษายน และจ่ายปันผลวันที่ 22 พฤษภาคม 2026

| Income Statement         |               | (consolidated) |               |               |               |  |
|--------------------------|---------------|----------------|---------------|---------------|---------------|--|
| Yr-end Dec (Bt m)        | 4Q24          | 1Q25           | 2Q25          | 3Q25          | 4Q25          |  |
| Revenue                  | 257,380       | 252,690        | 256,426       | 250,396       | 262,076       |  |
| <b>Gross profit</b>      | <b>64,750</b> | <b>63,005</b>  | <b>64,256</b> | <b>63,037</b> | <b>65,744</b> |  |
| SG&A                     | 50,646        | 48,951         | 51,115        | 51,004        | 52,208        |  |
| Operating profit         | 14,104        | 14,054         | 13,141        | 12,033        | 13,536        |  |
| <b>EBITDA</b>            | <b>22,708</b> | <b>22,249</b>  | <b>21,452</b> | <b>20,525</b> | <b>22,120</b> |  |
| Other income             | 121           | 166            | 148           | 123           | 118           |  |
| Other expense            | 0             | 0              | 0             | 0             | 0             |  |
| Interest expense         | 3,854         | 3,769          | 3,803         | 3,592         | 3,730         |  |
| <b>Profit before tax</b> | <b>10,371</b> | <b>10,451</b>  | <b>9,486</b>  | <b>8,564</b>  | <b>9,923</b>  |  |
| Income tax               | 1,910         | 1,955          | 1,724         | 1,522         | 1,843         |  |
| Equity & invest. income  | 177           | 106            | 144           | 170           | 160           |  |
| Minority interests       | (1,571)       | (1,042)        | (901)         | (724)         | (1,002)       |  |
| Extraordinary items      | 112           | 25             | (237)         | 109           | 18            |  |
| <b>Net profit</b>        | <b>7,179</b>  | <b>7,585</b>   | <b>6,768</b>  | <b>6,597</b>  | <b>7,256</b>  |  |
| <b>Normalized profit</b> | <b>7,067</b>  | <b>7,560</b>   | <b>7,006</b>  | <b>6,488</b>  | <b>7,238</b>  |  |
| EPS (Bt)                 | 0.79          | 0.83           | 0.74          | 0.72          | 0.79          |  |
| Normalized EPS (Bt)      | 0.77          | 0.83           | 0.77          | 0.71          | 0.79          |  |

| Balance Sheet               |                | (consolidated) |                |                |                |  |
|-----------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|--|
| Yr-end Dec (Bt m)           | 4Q24           | 1Q25           | 2Q25           | 3Q25           | 4Q25           |  |
| Cash & ST investment        | 54,628         | 49,168         | 38,071         | 40,550         | 53,561         |  |
| A/C receivable              | 3,856          | 3,253          | 3,409          | 4,460          | 5,241          |  |
| Inventory                   | 61,269         | 62,373         | 62,318         | 63,692         | 74,143         |  |
| Other current assets        | 17,399         | 15,741         | 16,819         | 17,066         | 19,612         |  |
| Investment                  | 18,570         | 18,800         | 18,054         | 18,260         | 17,992         |  |
| Fixed assets                | 216,589        | 216,141        | 216,005        | 218,839        | 223,119        |  |
| Other assets                | 571,809        | 572,054        | 577,097        | 584,239        | 589,145        |  |
| <b>Total assets</b>         | <b>944,120</b> | <b>937,529</b> | <b>931,772</b> | <b>947,105</b> | <b>982,814</b> |  |
| S-T debt                    | 53,401         | 56,323         | 84,452         | 76,359         | 64,066         |  |
| A/C payable                 | 128,294        | 120,646        | 115,612        | 115,711        | 134,424        |  |
| Other current liabilities   | 50,682         | 47,603         | 46,168         | 49,538         | 52,089         |  |
| L-T debt                    | 263,132        | 254,703        | 231,699        | 244,837        | 262,205        |  |
| Other liabilities           | 129,002        | 129,822        | 134,346        | 135,642        | 138,486        |  |
| Minority interest           | 192,750        | 193,823        | 192,474        | 192,476        | 193,403        |  |
| <b>Shareholders' equity</b> | <b>126,860</b> | <b>134,609</b> | <b>127,021</b> | <b>132,542</b> | <b>138,141</b> |  |
| Working capital             | (63,169)       | (55,020)       | (49,886)       | (47,559)       | (55,039)       |  |
| Total debt                  | 316,532        | 311,026        | 316,150        | 321,196        | 326,271        |  |
| <b>Net debt</b>             | <b>261,904</b> | <b>261,858</b> | <b>278,079</b> | <b>280,646</b> | <b>272,710</b> |  |

Sources: Company data, Thanachart estimates

| Income Statement         |           | 12M as     |            |                |                |  |
|--------------------------|-----------|------------|------------|----------------|----------------|--|
| (Bt m)                   | q-q%      | y-y%       | % 2025F    | 2025A          | 2026F          |  |
| Revenue                  | 5         | 2          | 99         | 1,021,588      | 1,085,171      |  |
| <b>Gross profit</b>      | <b>4</b>  | <b>2</b>   | <b>100</b> | <b>256,042</b> | <b>273,729</b> |  |
| SG&A                     | 2         | 3          | 100        | 203,279        | 215,772        |  |
| Operating profit         | 12        | (4)        | 99         | 52,764         | 57,957         |  |
| <b>EBITDA</b>            | <b>8</b>  | <b>(3)</b> | <b>99</b>  | <b>86,347</b>  | <b>94,320</b>  |  |
| Other income             | (4)       | (3)        | 99         | 555            | 630            |  |
| Other expense            |           |            | na         | 0              | 0              |  |
| Interest expense         | 4         | (3)        | 100        | 14,894         | 14,997         |  |
| <b>Profit before tax</b> | <b>16</b> | <b>(4)</b> | <b>99</b>  | <b>38,425</b>  | <b>43,590</b>  |  |
| Income tax               | 21        | (3)        | 100        | 7,045          | 7,933          |  |
| Equity & invest. income  | (6)       | (10)       | 105        | 580            | 565            |  |
| Minority interests       | na        | na         | 90         | (3,669)        | (4,397)        |  |
| Extraordinary items      | (84)      | (84)       | 83         | (86)           | 0              |  |
| <b>Net profit</b>        | <b>10</b> | <b>1</b>   | <b>101</b> | <b>28,206</b>  | <b>31,825</b>  |  |
| <b>Normalized profit</b> | <b>12</b> | <b>2</b>   | <b>101</b> | <b>28,292</b>  | <b>31,825</b>  |  |
| EPS (Bt)                 | 10        | 1          | 101        | 3.09           | 3.49           |  |
| Normalized EPS (Bt)      | 12        | 2          | 101        | 3.10           | 3.49           |  |

| Financial Ratios        |      | 12M as |      |      |       |  |
|-------------------------|------|--------|------|------|-------|--|
| (%)                     | 4Q24 | 1Q25   | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25  |  |
| Sales growth            | 7.1  | 4.9    | 3.5  | 3.8  | 1.8   |  |
| Operating profit growth | 16.4 | 15.1   | 9.2  | 0.7  | (4.0) |  |
| EBITDA growth           | 11.0 | 9.1    | 7.3  | 2.5  | (2.6) |  |
| Norm profit growth      | 30.4 | 25.5   | 13.8 | 4.8  | 2.4   |  |
| Norm EPS growth         | 31.1 | 26.1   | 14.1 | 4.9  | 2.5   |  |
| Gross margin            | 25.2 | 24.9   | 25.1 | 25.2 | 25.1  |  |
| Operating margin        | 5.5  | 5.6    | 5.1  | 4.8  | 5.2   |  |
| EBITDA margin           | 8.8  | 8.8    | 8.4  | 8.2  | 8.4   |  |
| Norm net margin         | 2.7  | 3.0    | 2.7  | 2.6  | 2.8   |  |
| D/E (x)                 | 1.0  | 0.9    | 1.0  | 1.0  | 1.0   |  |
| Net D/E (x)             | 0.8  | 0.8    | 0.9  | 0.9  | 0.8   |  |
| Interest coverage (x)   | 5.9  | 5.9    | 5.6  | 5.7  | 5.9   |  |
| Interest rate           | 4.9  | 4.8    | 4.9  | 4.5  | 4.6   |  |
| Effective tax rate      | 18.4 | 18.7   | 18.2 | 17.8 | 18.6  |  |
| ROA                     | 5.4  | 5.3    | 5.0  | 4.6  | 5.0   |  |
| ROE                     | 22.9 | 23.1   | 21.4 | 20.0 | 21.4  |  |

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนาชาติเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ตัดแปลงแก้ไข 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.

"บทวิเคราะห์นี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) ("บล.ธนาชาติ") โดยใช้ข้อมูลจาก แนนโม่ธุรกิจ, ประมาณการทางการเงิน, Bloomberg และแหล่งอื่น ๆ บริษัทไม่ได้เป็นผู้ออกตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศ (DRs) จึงไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์"

**คำเตือน:** DRs มีความเสี่ยงจาก อัตราแลกเปลี่ยน และ หลักทรัพย์อ้างอิงในต่างประเทศ ซึ่งอาจทำให้มูลค่าลดลงได้ ผู้ลงทุนต้องศึกษาความเสี่ยงด้วยตนเอง ก่อนตัดสินใจลงทุน

นักวิเคราะห์ของบล. ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) ได้ขึ้นทะเบียนโดย ก.ล.ต. และขอรับรองว่าความเห็นในบทวิเคราะห์นี้เป็น ความเห็นที่เป็นอิสระ มีเหตุผลการรับ และ นักวิเคราะห์ ไม่มีส่วนได้เสีย 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:** ธนาคารทหารไทยธนาชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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