

BUY (Unchanged)

TP: Bt 11.30

(From: Bt 11.00)

Change in Numbers

Upside : 22.8%

11 FEBRUARY 2026

KCG Corporation Pcl. (KCG TB)

ผลการดำเนินงานแข็งแกร่งมาก

เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” KCG จากแนวโน้มการเติบโตของกำไรที่แข็งแกร่งที่ 11/10% ในปี 2026–27F จากความต้องการสินค้าที่เพิ่มขึ้นและการควบคุมต้นทุนต่อเนื่อง นอกจากนี้ คาดว่า 4Q25F จะออกมาดีกวาคาด โดยมีกำไรเติบโต 16% y-y ที่ 9.3 เท่า PE เรามองว่า KCG น่าสนใจ



PATTADOL BUNNAK

662-779-9119

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

เป็นหุ้นอาหารในประเทศที่แข็งแกร่ง คงคำแนะนำ “ซื้อ”

เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” KCG และปรับราคาเป้าหมายเป็น 11.3 บาท (จาก 11.0 บาท) 1) EPS ของ KCG มีแนวโน้มเติบโตแข็งแกร่งที่ 11/10/8% ในปี 2026–28F หนุนโดยการบริโภคและซีสต์ที่เพิ่มขึ้น และการลดต้นทุนอย่างต่อเนื่อง นอกจากนี้เรายังคาดว่ากำไร 4Q25F จะออกมาดีกวาคาด เติบโต 16% y-y และ 116% q-q และได้ปรับกำไรขึ้น 2–3% ในปี 2025–28F 2) แม้เศรษฐกิจจะยังอ่อนแอ แต่เราคาดว่ายอดขายของ KCG จะเติบโตเฉลี่ย 5-8% ต่อปี ในปี 2026–28F ความต้องการซีสต์และเนยในการเปิดตัวสินค้าใหม่ 3) มาตรการลดต้นทุนที่ดำเนินอยู่ต่อเนื่องคาดว่าจะช่วยหนุนให้ EBIT margin เพิ่มขึ้นเป็น 7.7% ในปี 2028F จาก 7.0% ในปี 2024 และ 4) เรามองว่า KCG น่าสนใจที่ 2026F PE ที่ 9.3 เท่าเทียบกับ EPS ที่เติบโต 11/10% และอัตราผลตอบแทนปันผลที่ 5.9/6.7% ในปี 2026–27F ขณะที่เงินปันผลที่เหลือ 0.5 บาท/หุ้น สำหรับ 2H25F คิดเป็นอัตราผลตอบแทน 5.3% สำหรับการถือครอง 4 เดือน

4Q25F น่าจะแข็งแกร่ง

เราคาดว่า KCG จะรายงานกำไร 4Q25F ที่ 183 ลบ. เพิ่มขึ้น 16% y-y และ 116% q-q โดยการเติบโต q-q เป็นผลจากปัจจัยฤดูกาลซึ่งเป็นช่วงเทศกาล ขณะที่การเติบโต y-y ที่แข็งแกร่ง สูงกว่าที่เราคาดไว้ก่อนหน้านี้เล็กน้อย ทั้งในด้านยอดขายและอัตรากำไร เราคาดว่ายอดขายใน 4Q25F จะเติบโต 8% y-y จากความสำเร็จในการออกสินค้าใหม่ในกลุ่ม B2C รวมถึงคำสั่งซื้อใหม่และลูกค้าใหม่ในกลุ่ม B2B EBIT margin คาดว่าจะขยายตัวเป็น 8.6% ใน 4Q25F จาก 8.0% ใน 4Q24 จากสัดส่วนสินค้าที่เพิ่มขึ้น ผลของ operating leverage และมาตรการลดต้นทุน

ยอดขายเติบโตแข็งแกร่ง

KCG เป็นบริษัทที่มีแนวโน้มการเติบโตของยอดขายที่แข็งแกร่ง แม้ท่ามกลางเศรษฐกิจที่อ่อนแอ แต่เราคาดว่ายอดขายจะเติบโตเฉลี่ย 5–8% ต่อปี หลังเติบโต 16/8/10% ในปี 2023–25F KCG ครอบคลุมแบ่งตลาดในธุรกิจซีสต์และเนยราว 50/30% และได้ขยายธุรกิจในช่วงหลายปีที่ผ่านมาจากผลิตภัณฑ์ดั้งเดิมที่วางจำหน่ายบนชั้นวางสินค้าไปสู่ FMCG และร้านอาหาร ผ่านฐานลูกค้า B2B กลยุทธ์ดังกล่าวมุ่งจับกระแสการนำเข้าเนยและซีสต์มาใช้บริโภคในชีวิตประจำวันมากขึ้น เช่น การใช้ซีสต์ในอาหารไทย เนยที่มีการผสมวัตถุดิบเฉพาะสำหรับเมนูอาหารไทย รวมถึงขนมขบเคี้ยวประเภทซีสต์สำหรับเด็ก ซึ่งถูกมองว่ามีคุณค่าทางโภชนาการมากกว่าขนมกรุบกรอบทั่วไป

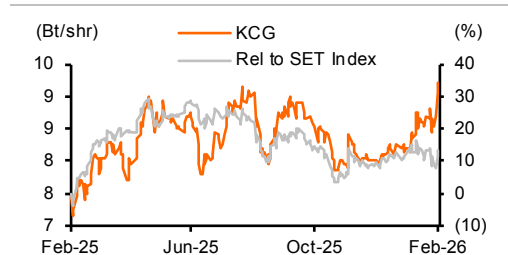
ได้ประโยชน์จาก operating leverage

EBIT margin ของ KCG อยู่ในแนวโน้มขาขึ้น โดยเราคาดว่าจะเพิ่มขึ้นจาก 7.0% ในปี 2024 เป็น 7.9% ในปี 2028F การนำระบบอัตโนมัติมาใช้มากขึ้นในกระบวนการผลิต รวมถึงการทำ R&D เพื่อปรับสูตรสินค้า ช่วยหนุนอัตรากำไรให้ปรับตัวดีขึ้น นอกจากนี้ KCG คาดว่าจะเริ่มได้ประโยชน์จาก operating leverage ตั้งแต่ปี 2026 จากสายการผลิตใหม่ และคลังสินค้าแห่งใหม่ที่แล้วเสร็จในปี 2025 บริษัทยังมีแผนลดอัตราส่วน SG&A/Sales จาก 23% ในปี 2025F ให้เข้าใกล้ค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมอาหารที่ระดับต่ำกว่า 20%

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	7,743	8,619	9,333	9,907
Net profit	406	484	538	593
Consensus NP	—	473	531	586
Diff frm cons (%)	—	2.3	1.3	1.1
Norm profit	405	484	538	593
Prev. Norm profit	—	474	529	575
Chg frm prev (%)	—	2.0	1.8	3.1
Norm EPS (Bt)	0.7	0.9	1.0	1.1
Norm EPS grw (%)	12.0	19.5	11.2	10.2
Norm PE (x)	12.4	10.4	9.3	8.5
EV/EBITDA (x)	8.6	7.6	6.9	6.2
P/BV (x)	1.7	1.6	1.5	1.4
Div yield (%)	4.5	5.3	5.9	6.7
ROE (%)	14.4	15.8	16.3	16.6
Net D/E (%)	49.6	48.0	42.9	36.7

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 11-Feb-26 (Bt)	9.20
Market Cap (US\$ m)	161.4
Listed Shares (m shares)	545.0
Free Float (%)	27.7
Avg Daily Turnover (US\$ m)	5.0
12M Price H/L (Bt)	9.15/7.15
Sector	Food & Beverage
Major Shareholder	Kim Chua Trading Co Ltd 52.2%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P7

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

Ex 1: Our Assumptions

	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Total sales growth (%)	17.4	16.2	8.2	10.9	8.3	6.1
Gross margin (%)	28.7	30.0	30.9	30.7	30.8	30.9
SG&A to sales (%)	24.0	24.1	23.9	23.4	23.3	23.2
EBIT margin (%)	4.7	5.8	7.0	7.3	7.5	7.7

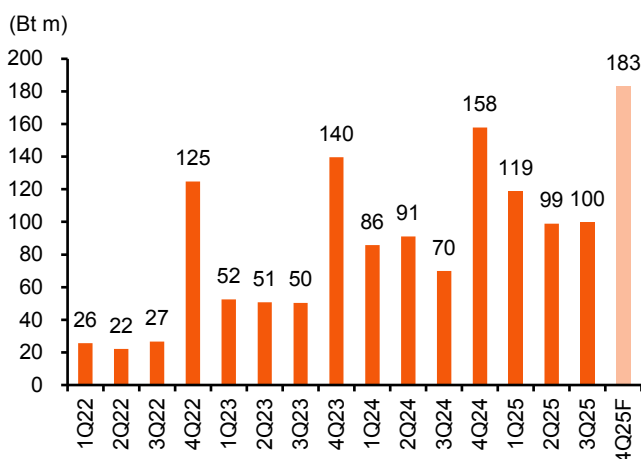
Sources: Company data, Thanachart estimates

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	947	1,028	1,104	1,152	1,194	1,238	1,260	1,296	1,332	1,370	1,409	—
Free cash flow	349	454	521	570	619	645	685	709	733	758	749	10,837
PV of free cash flow	293	350	368	370	368	352	342	325	308	292	265	3,832
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.1											
WACC (%)	9.0											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	7,604											
Net debt (2025F)	1,459											
Minority interest	(0)											
Equity value	6,145											
# of shares (m)	545											
Target price/share (Bt)	11.3											

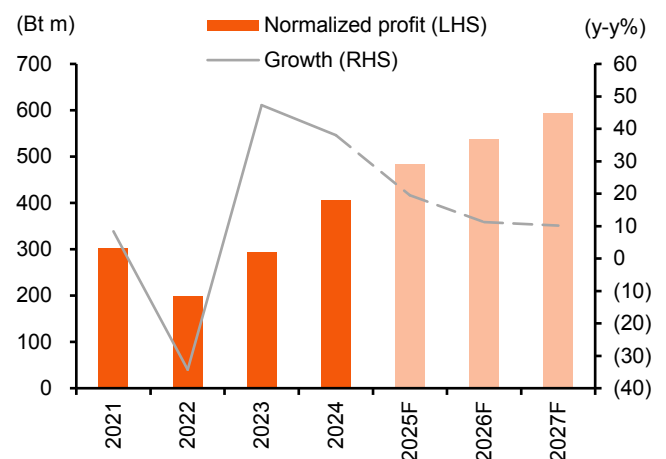
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Good Quarterly Momentum...

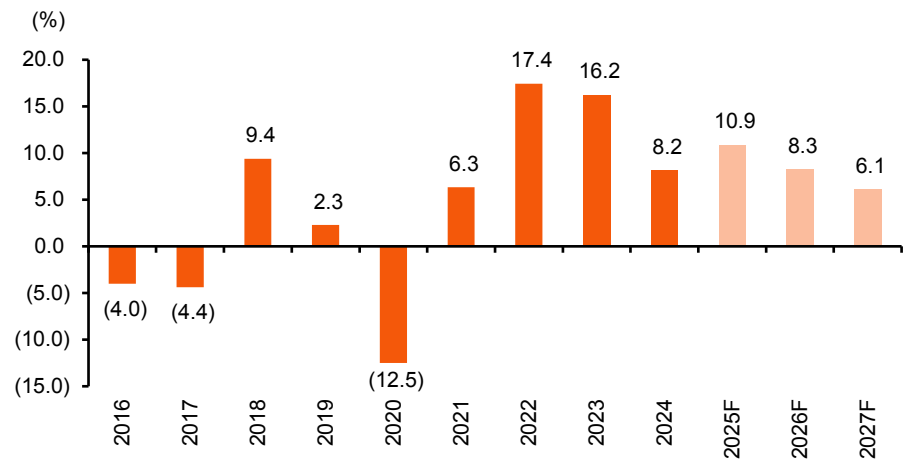


Sources: Company data, Thanachart estimates

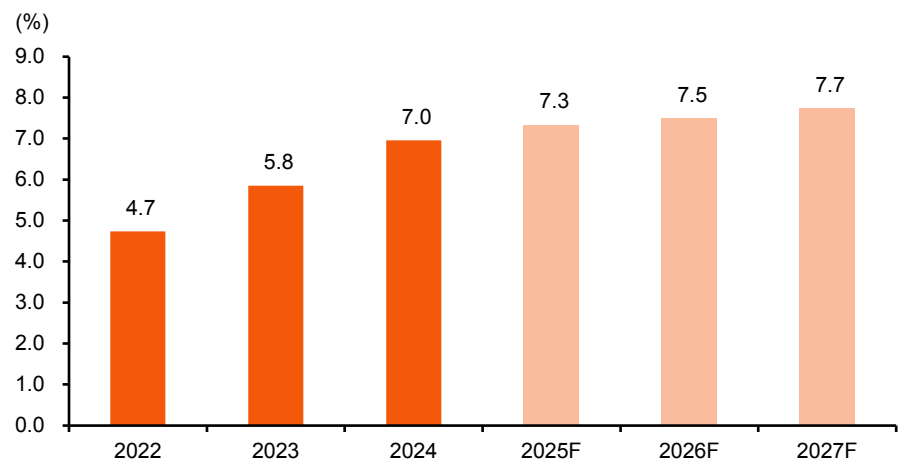
Ex 4: ...And Yearly Momentum



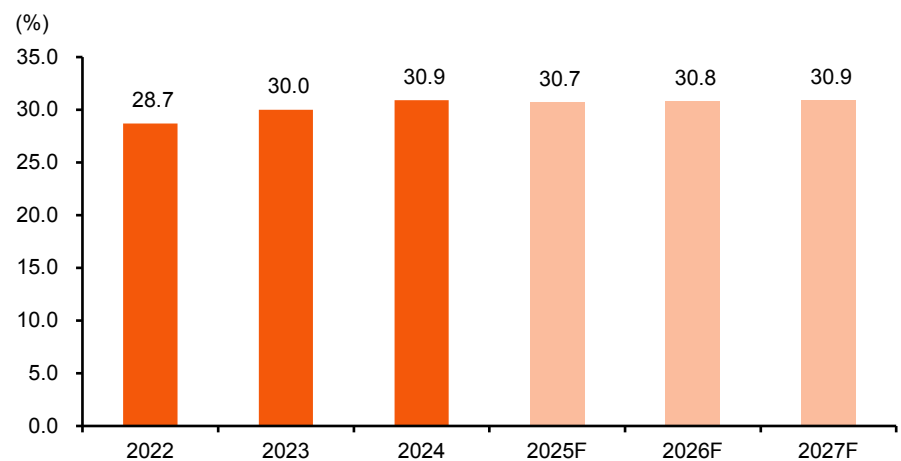
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Decent Sales Growth

Sources: Company data, Thanachart estimates

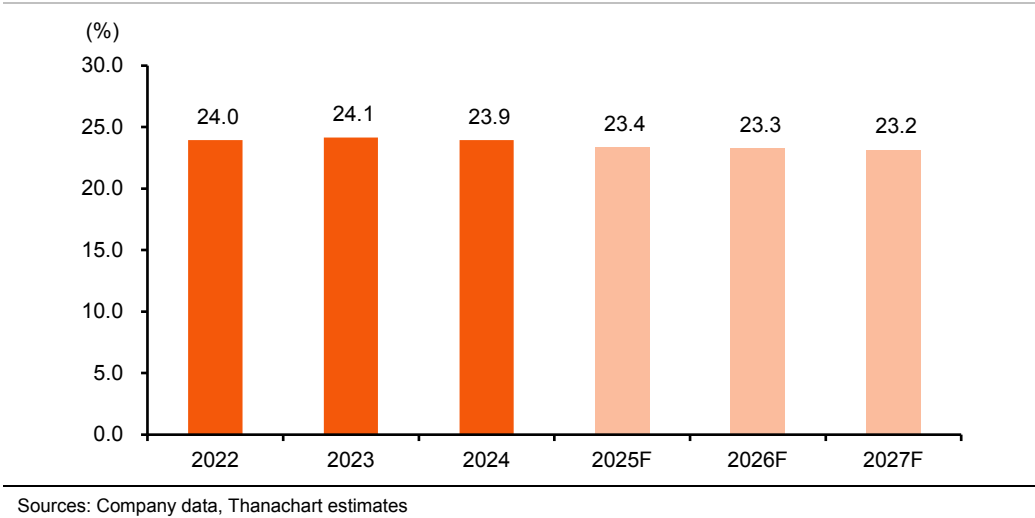
Ex 6: EBIT Margin Improvement

Sources: Company data, Thanachart estimates

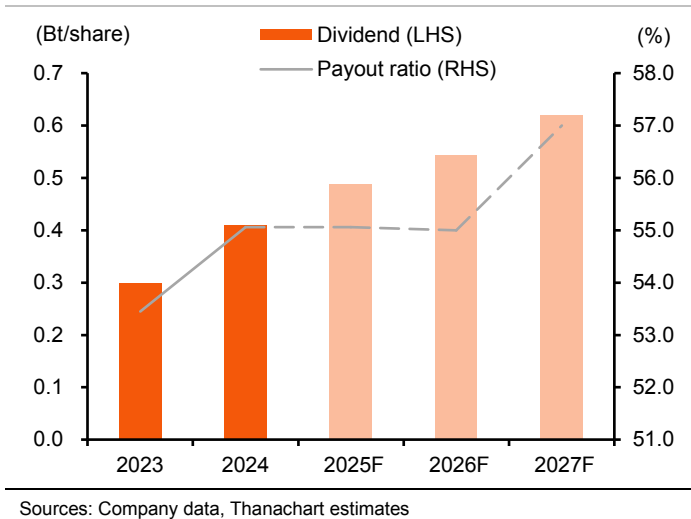
Ex 7: Gross Margin Is Also Expanding

Sources: Company data, Thanachart estimates

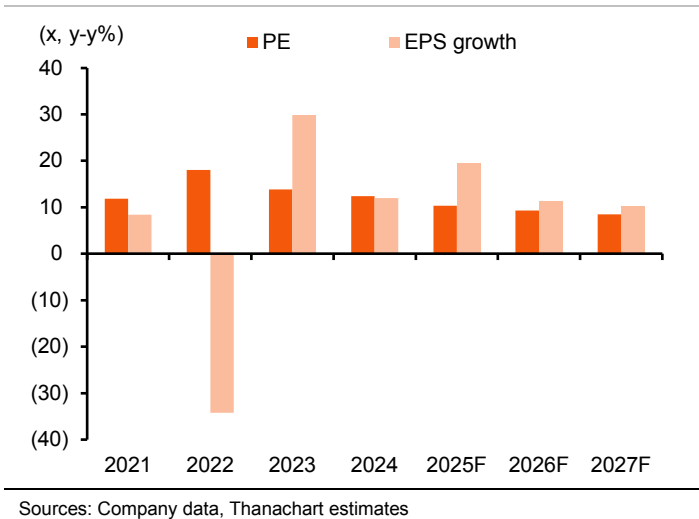
Ex 8: Falling SG&A Trend



Ex 9: Our Dividend Yield Forecasts



Ex 10: PE Vs. EPS Growth



Valuation Comparison

Ex 11: 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)	(%)	(%)
Fonterra Co-operative	FSF NZ	New Zealand	(18.9)	1.4	13.8	13.6	2.1	2.1	8.0	7.7	5.3	5.7
Unilever Pcl	ULVR LN	UK	(10.2)	5.8	20.3	19.2	6.6	6.1	13.7	13.7	3.0	3.2
Saputo Inc	SAPIF US	US	33.6	15.8	21.2	18.3	2.6	2.5	11.0	10.3	1.9	2.1
Kraft Heinz	KHC US	US	(17.3)	(1.3)	9.8	10.0	0.7	0.7	8.3	8.5	6.4	6.5
NSL Foods Pcl	NSL TB	Thailand	11.1	9.1	11.8	10.8	3.2	2.7	7.5	6.6	3.6	3.5
Exotic Food Pcl	XO TB	Thailand	(33.5)	5.7	12.0	11.3	3.3	2.8	8.9	8.6	na	na
KCG Corporation Pcl	KCG TB*	Thailand	19.5	11.2	10.4	9.3	1.6	1.5	7.6	6.9	5.3	5.9
Srinanaporn Mkt. Pcl	SNNP TB*	Thailand	(9.3)	(6.8)	11.7	12.5	2.1	2.0	8.9	8.9	7.1	6.6
Taokaenoi Food & Mkt.	TKN TB*	Thailand	(49.4)	(5.7)	14.2	15.1	2.6	2.6	8.8	9.0	5.9	5.6
Average			(8.3)	3.9	13.9	13.3	2.8	2.6	9.2	8.9	4.8	4.9

Source: Bloomberg
Note: *Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS
Based on 11 February 2026 closing prices

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

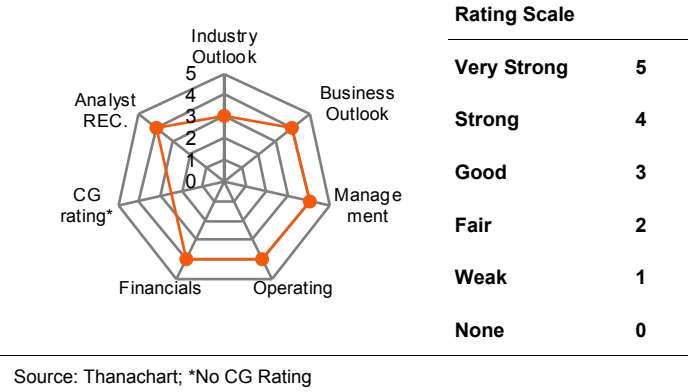
S — Strength

- เป็นผู้ผลิตชั้นนำของผลิตภัณฑ์หลักในประเทศไทย
- มี SKU ของผลิตภัณฑ์มากกว่าคู่แข่งในประเทศ
- ให้บริการแบบครบวงจร

O — Opportunity

- เจาะกลุ่มลูกค้าใหม่
- การควบรวมกิจการ

COMPANY RATING



W — Weakness

- ตลาดอาหารในประเทศไทยมีแนวโน้มการเติบโตระดับปกติของธุรกิจเท่านั้น
- พึ่งพาลูกค้าที่ทำธุรกิจอาหารที่มีอำนาจต่อรองสูงอย่างมาก

T — Threat

- ความผันผวนของค่าเงิน
- การบริโภคภายในประเทศและภาวะเศรษฐกิจ

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	11.00	11.30	3%
Net profit 25F (Bt m)	473	484	2%
Net profit 26F (Bt m)	531	538	1%
Consensus REC	BUY: 4	HOLD: 0	SELL: 0

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การเติบโตของกลุ่มอุตสาหกรรมอาหารในตลาดหลักของ KCG ที่ต่ำกว่าคาดอาจก่อให้เกิดความเสี่ยงด้านลบต่อตัวเลขของเรา
- การไม่ได้รับคำสั่งซื้อและลูกค้าใหม่ อาจเป็นความเสี่ยงด้านลบอีกประการหนึ่งต่อการคาดการณ์กำไรของเรา

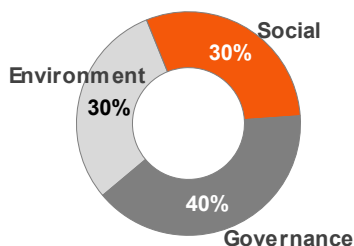
HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรและราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด ซึ่งเรามองว่าในเชิงรุกมากกว่าต่อความสำเร็จของ KCG ในการเปิดตัวผลิตภัณฑ์ใหม่

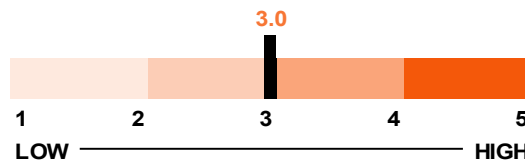
Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

ESG Weighting



Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	Thanachart ESG Rating (1.0-5.0)	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	CG Rating (0-5)
KCG	-	AAA	-	3.01	0	-	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI)

MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Thai IOD (CG rating)

Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

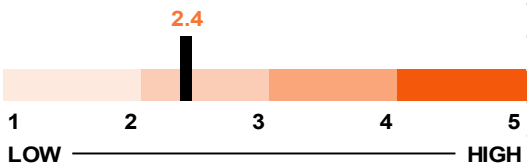


ESG Summary

- KCG เป็นผู้ผลิตชีสและเนยรายใหญ่ที่สุดในประเทศไทย โดยจำหน่ายสินค้าให้กับทั้งลูกค้าปลีกและลูกค้าธุรกิจ บริษัทมีโรงงานผลิต 2 แห่ง คลังสินค้า 1 แห่ง และศูนย์กระจายสินค้า 3 แห่งในประเทศไทย
- เราให้คะแนน ESG ของ KCG อยู่ในระดับปานกลางที่ 3.0 และยังไม่มองว่า KCG เป็นหุ้นเด่นด้าน ESG โดยปัจจัยที่กดดันคะแนนหลักมาจากด้านสิ่งแวดล้อม (E) ขณะที่จุดแข็งของ KCG อยู่ที่ด้านบรรษัทภิบาล (G) ส่วนด้านสังคม (S) ได้รับคะแนนในระดับปานกลางเช่นกัน
- เราให้คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) ในระดับต่ำที่ 2.4 การปล่อยก๊าซ CO₂ ของ KCG เพิ่มขึ้นในช่วงหลายปีที่ผ่านมา ขณะที่บริษัทยังไม่มีเป้าหมายการลดการปล่อยก๊าซในระยะยาว อย่างไรก็ตาม มีการบริหารจัดการน้ำและของเสียที่มีประสิทธิภาพ
- เราให้คะแนนด้านสังคม (S) ในระดับปานกลางที่ 3.0 โดยแม้บริษัทจะมีผลการดำเนินงานที่ดีในด้านสวัสดิการพนักงานและคุณภาพสินค้า แต่ยังคงขาดแผนความรับผิดชอบต่อสังคมที่มีความชัดเจนและเป็นระบบ
- เราให้คะแนนด้านบรรษัทภิบาล (G) ในระดับค่อนข้างดีที่ 3.5 โดยบริษัทแสดงให้เห็นถึงแนวปฏิบัติที่ดีด้านความยั่งยืนทางธุรกิจและนวัตกรรม และสามารถปฏิบัติตามมาตรฐานที่กำหนดในด้านอื่นๆ ได้ แม้ยังไม่ถึงระดับแนวปฏิบัติที่ดีที่สุด

We assign KCG a low E score of 2.4, compared with the sector average of 3.2. KCG’s carbon emissions have increased over the years, and it lacks a clear roadmap for environmental improvement. However, it has established effective water and waste management systems.

Thanachart Environment (E) Rating

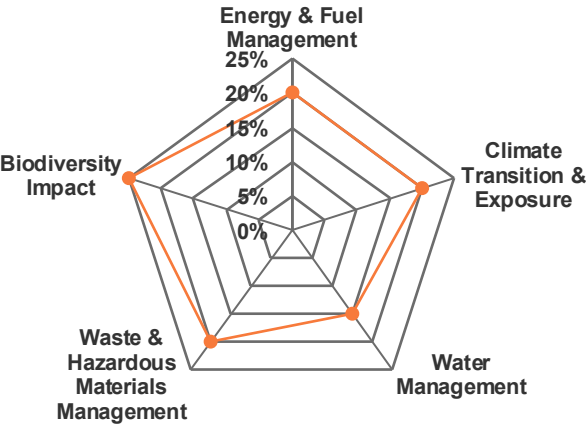


ENVIRONMENT

Our Comments

- Energy & Fuel Management
- Climate Transition & Exposure
- Water Management
- Waste & Hazardous Materials Management
- Biodiversity Impact

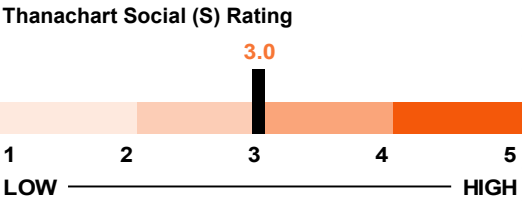
SCALE WEIGHTING



- We assign a low E score of 2.4 for KCG. KCG has set a net-zero target by 2050. However, its pollution emissions and energy usage have increased over the years, while KCG lacks a clear environmental roadmap for carbon and energy management. These are crucial factors for the E pillar and more than offset KCG’s strengths in water and waste management.
- **Carbon management:** KCG’s CO₂ emissions in 2024 increased by 17% from the 2022 base year. We see challenges for KCG in meeting its long-term reduction target. Breaking down, KCG has low Scope 1 emissions (direct emissions from combustion), accounting for 9% of total CO₂ emissions, due to its business nature, which relies more on electricity than combustion processes. However, Scope 2 emissions (from electricity usage), which account for 11% of total emissions, have increased as KCG consumes a large amount of electricity, while renewable power accounted for only 7% of total electricity consumption in 2024. Scope 3 emissions are the KCG’s largest contributor, accounting for 80% of total emissions and have also increased . This reflects KCG’s reliance on third-party suppliers for raw materials used in cheese and butter production, as well as third-party temperature-controlled transportation for its products. As many of these suppliers are non-listed companies, we see KCG’s challenges IN controlling and reducing Scope 3 emissions.
- **Energy management:** This is another area of weakness. Total electricity usage increased by 20% in 2024 from the 2022 base year. Electricity usage per ton of production also increased by 7%, implying higher energy intensity in KCG’s production process. We believe this is mainly due to KCG’s production lines remaining relatively outdated, requiring higher power input and generating more production waste, although KCG is in the process of replacing equipment with newer machinery. Renewable energy (e.g., solar rooftop) was only 7.4% in 2024, which remains insignificant. KCG does not have a clear plan to materially increase renewable electricity usage.
- **Water and waste management:** This is a strong area for KCG. Water withdrawal declined by 10% in 2024 compared with 2022, while water discharged fell by 74%, indicating lower water usage in production and reduced wastewater discharge due to its closed-loop water recycling system. KCG has established recycling technology for, and its recycling rate improved from 82% in 2022 to 84% in 2024.

Sources: Thanachart, Company data

We assign a moderate S score of 3.0 to KCG, vs. the sector average of 3.2. While KCG demonstrates strengths in employee well-being, talent management, and product quality, it lacks a strong commitment to the broader social impact.



SOCIAL

Our Comments

- Human Rights & Community Relations
- Access & Affordability
- Customer Welfare
- Product Quality & Safety
- Fair Product Marketing & Labelling
- Social Supply Chain Management
- Labor Relations
- Fair Labor Practices
- Health, Safety & Well-being
- Diversity & Inclusion
- Recruitment, Development & Retention

- We assign a decent S score of 3.0, vs. sector average of 3.2. KCG focuses on improving employee well-being and training, even as it increases automation. However, its monetary contribution to society remains limited and insufficient to drive meaningful social impact, in our view.
- **Employee well-being and management:** This is KCG's strongest social area. KCG integrates employee well-being into its remuneration structure, with explicit targets related to healthcare improvement for its workforce. KCG also increased employee training hours to 16 hours per annum in 2024, above its target of 12 hours. Despite its focus on automation, KCG does not pursue workforce reductions, with employee turnover declining to 25% in 2024 from 40% in 2022.
- **Product safety and quality:** This is another strong area for KCG. KCG is the largest provider of butter and cheese products in Thailand, commanding over 50% and 30% market share, with operations spanning over 60 years. KCG also supplies milk-based raw materials to leading restaurants in Thailand. KCG focuses on cost efficiency by developing alternative raw materials through a thorough R&D process, without compromising product quality.
- **Social responsibility:** In our view, KCG does not demonstrate a strong commitment to social support. KCG provides some mandatory initiatives, such as knowledge-sharing activities and limited flood relief support. However, total monetary donations amounted to only Bt2.5m in 2024, representing just 0.03% of total revenue.

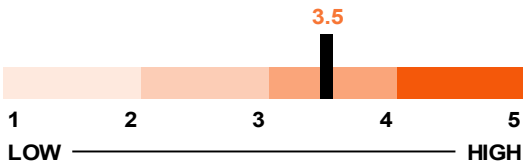
SCALE WEIGHTING



Sources: Thanachart, Company data

We assign a good G score of 3.5 to KCG, vs. the sector average of 2.8 KCG receives a high score for business sustainability, and business risk management. It also meets required standards in other governance areas, although these do not reach best-practice levels.

Thanachart Governance (G) Rating



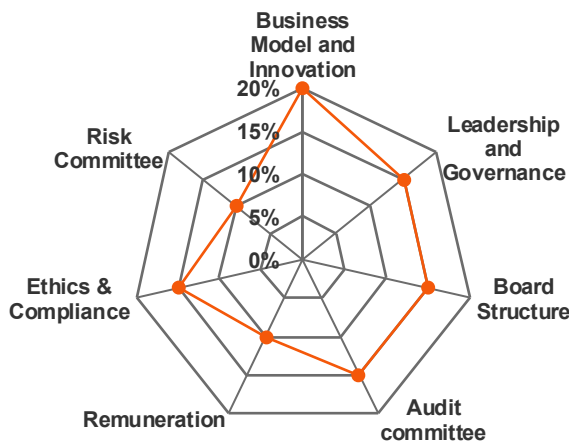
GOVERNANCE & SUSTAINABILITY

Our Comments

- Business Model and Innovation
- Leadership and Governance
- Board Structure
- Audit committee
- Remuneration
- Ethics & Compliance
- Risk Committee

- We assign a decent G score of 3.5, higher than the sector average of 2.8 The score reflects KCG’s active efforts to improve its product portfolio, which supports customer base expansion. In other areas, KCG meets governance standards, though not yet at best-practice levels.
- **Business sustainability and innovation:** This is KCG’s strongest governance area. KCG commands the largest market share in cheese, butter, and festive-focused biscuit products in Thailand, with nationwide distribution across modern and traditional trade channels. While traditional cheese and butter consumption continues to grow faster than the Thailand food average due to a low base, KCG has expanded into FMCG cheese and butter products, such as cheese snacks. KCG has also successfully expanded into business customers, including restaurant chains, by developing customized food and snack formulations, leveraging its in-house certified culinary food school.
- **Risk management:** This area is closely linked to business sustainability. While overall consumption of Western-based food products that require cheese and butter remains relatively low in Thailand, new revenue streams from FMCG cheese and butter products, as well as KCG’s expansion into business customers, help reduce overall business risk.
- **Board structure:** KCG’s board structure is not ideal but not weak, in our view. The board chairman is an independent director and is separate from the CEO role. However, only 42% of its 12-member board are independent directors, below the ideal ratio of two-thirds.
- **Committees:** KCG has the required committees in place, including audit, risk management, and remuneration committees.
- **Ethics and transparency:** KCG has a clean compliance record, with zero reported cases of corruption, conflicts of interest, or code of conduct violations in 2024. The Audit Committee identified no internal control deficiencies, and external auditors raised no concerns.

SCALE WEIGHTING



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	8,619	9,333	9,907
Cost of sales	5,010	5,351	5,973	6,458	6,846
Gross profit	2,147	2,392	2,646	2,875	3,061
% gross margin	30.0%	30.9%	30.7%	30.8%	30.9%
Selling & administration expenses	1,728	1,854	2,014	2,175	2,295
Operating profit	418	538	632	700	767
% operating margin	5.8%	7.0%	7.3%	7.5%	7.7%
Depreciation & amortization	181	213	230	247	262
EBITDA	600	751	862	947	1,028
% EBITDA margin	8.4%	9.7%	10.0%	10.1%	10.4%
Non-operating income	35	25	25	25	25
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(80)	(53)	(47)	(46)	(44)
Pre-tax profit	374	510	610	678	747
Income tax	80	105	126	140	154
After-tax profit	293	405	484	538	593
% net margin	4.1%	5.2%	5.6%	5.8%	6.0%
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	484	538	593
Normalized profit	293	405	484	538	593
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	3,666	3,951	4,180
Cash & cash equivalent	334	64	200	200	200
Account receivables	1,623	1,866	2,077	2,249	2,387
Inventories	1,288	1,174	1,311	1,417	1,502
Others	61	70	78	85	90
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	2,354	2,618	2,789	2,842	2,877
Other assets	211	201	131	131	131
Total assets	5,872	5,994	6,586	6,924	7,188
LIABILITIES:					
Current liabilities:	2,925	2,808	3,142	3,206	3,178
Account payables	977	1,141	1,274	1,377	1,460
Bank overdraft & ST loans	1,826	1,518	1,719	1,668	1,557
Current LT debt	6	6	6	6	3
Others current liabilities	116	143	143	155	158
Total LT debt	5	0	0	0	2
Others LT liabilities	248	245	264	281	295
Total liabilities	3,178	3,052	3,406	3,487	3,475
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	962	1,219	1,495
Shareholders' equity	2,694	2,941	3,180	3,437	3,713
Liabilities & equity	5,872	5,994	6,586	6,924	7,188

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	374	510	610	678	747
Tax paid	(67)	(77)	(134)	(128)	(155)
Depreciation & amortization	181	213	230	247	262
Chg In working capital	(238)	35	(215)	(175)	(141)
Chg In other CA & CL / minorities	105	43	(1)	(7)	(1)
Cash flow from operations	354	724	490	615	712
Capex	(654)	(477)	(400)	(300)	(297)
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)	88	17	14
Cash flow from investments	(619)	(544)	(312)	(283)	(283)
Debt financing	(980)	(292)	202	(51)	(112)
Capital increase	155	0	0	0	0
Dividends paid	(125)	(163)	(245)	(281)	(317)
Warrants & other surplus	1,174	5	0	0	0
Cash flow from financing	225	(451)	(43)	(332)	(429)
Free cash flow	(299)	247	90	315	415

Passed its heavy capex cycle

VALUATION

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	13.9	12.4	10.4	9.3	8.5
Normalized PE - at target price (x)	17.0	15.2	12.7	11.4	10.4
PE (x)	13.3	12.4	10.4	9.3	8.5
PE - at target price (x)	16.3	15.2	12.7	11.4	10.4
EV/EBITDA (x)	9.3	8.6	7.6	6.9	6.2
EV/EBITDA - at target price (x)	10.8	10.1	8.9	8.1	7.3
P/BV (x)	1.9	1.7	1.6	1.5	1.4
P/BV - at target price (x)	2.3	2.1	1.9	1.8	1.7
P/CFO (x)	11.5	6.9	10.2	8.1	7.0
Price/sales (x)	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
Dividend yield (%)	3.3	4.5	5.3	5.9	6.7
FCF Yield (%)	(7.4)	4.9	1.8	6.3	8.3
(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	0.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	16.2	8.2	11.3	8.3	6.1
Net profit (%)	26.9	32.7	19.2	11.2	10.2
EPS (%)	11.9	7.7	19.2	11.2	10.2
Normalized profit (%)	47.3	38.0	19.5	11.2	10.2
Normalized EPS (%)	29.9	12.0	19.5	11.2	10.2
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	7.3	7.5	7.7
EBITDA margin (%)	8.4	9.7	10.0	10.1	10.4
Net margin (%)	4.1	5.2	5.6	5.8	6.0
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	13.4	15.1	17.4
Interest coverage - EBITDA (x)	7.5	14.2	18.3	20.5	23.3
ROA - using norm profit (%)	5.1	6.8	7.7	8.0	8.4
ROE - using norm profit (%)	15.1	14.4	15.8	16.3	16.6
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	15.1	14.4	15.8	16.3	16.6
- asset turnover (x)	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4
- operating margin (%)	6.3	7.3	7.6	7.8	8.0
- leverage (x)	2.9	2.1	2.1	2.0	2.0
- interest burden (%)	82.4	90.6	92.8	93.6	94.4
- 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	12.4
NOPAT (Bt m)	328	427	502	555	608
invested capital (Bt m)	4,197	4,401	4,706	4,911	5,075

Sources: Company data, Thanachart estimates

ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com

SETTRADE: You acknowledge that the use of data, information or service displayed and/or contained in this website may require third party's data, content or software which is subject to the terms of third party provider. By accessing and/or using of such certain data, you acknowledge and agree to comply with and be bound by the applicable third party terms specified below.

ESG Scores by Third Party data from www.SETTRADE.com

1. MSCI (CCC- AAA)
2. ESG Book (0-100)
3. SET ESG Rating (BBB-AAA)

SETESG Index (SETESG)

The SETESG Index reflects the price movement of stock of companies that have sustainable business practices which consider environmental, social and governance (ESG) aspect.

SET Index, SET50 Index, SET100 Index and all indices calculated by the Stock Exchange of Thailand ("SET") (collectively called "SET Index Series") are the registered trademarks/service marks solely owned by, and proprietary to SET. Any unauthorized use of SET Index Series is strictly prohibited. All information provided is for information purposes only and no warranty is made as to its fitness for purpose, satisfactory quality or otherwise. Every effort has been made to ensure that all information given is accurate, but no responsibility or liability (including in negligence) can be accepted by SET for errors or omissions or for any losses arising from the use of this information.

SET ESG Index (SET ESG)

Currently, long-term investment guidelines abroad are beginning to focus on investing in companies that have sustainable business practices. which considers environmental, social and governance factors (Environmental, Social and Governance or ESG) of the company in making investment decisions along with analyzing the company's financial data.

Stock Exchange Has prepared the results of evaluating sustainable stocks which are stocks of listed companies (SETESG Rating) as an alternative for investors who want to invest in stocks of listed companies that are outstanding in ESG, including to support listed companies with operations. sustainable business Taking into account all stakeholders in both social and environmental aspects. There is a management process to create sustainability for the organization, such as risk management. Supply chain management and innovation development. Therefore, the SETESG index was created to be an index that reflects the price movement of a group of securities. of companies with sustainable business operations that meet the required size and liquidity criteria

ESG Book's Disclaimer

Arabesque S-Ray GmbH, also trading as "ESG Book", is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organised under the laws of Germany with registered number HRB 113087 in the commercial register of the local court with its seat and business address at Zeppelinallee 15, 60325 Frankfurt am Main, Germany (hereinafter "ESG Book"). ESG Book, with its UK branch and local subsidiaries, is a provider of sustainability data and advisory services and operates the sustainability data platform ESG Book. ESG Book does not offer any regulated financial services nor products. This document is provided on a confidential basis by ESG Book and is for information purposes only; accordingly, it is not a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in any trading activities nor should it be construed as a recommendation or advice on the merits of investing in any financial product. THIRD PARTY INFORMATION. Certain information contained in this document has been obtained from sources outside ESG Book. While such information is believed to be reliable for the purposes used herein, no representations are made as to the accuracy or completeness thereof and neither ESG Book nor its affiliates take any responsibility for such information. To the extent this document contains any links to third party websites, such links are provided as a convenience and for informational purposes only; they do not constitute an endorsement or an approval by ESG Book of any of the products, services or opinions of the corporations or organization or individual operating such third party websites. ESG Book bears no responsibility for the accuracy, legality or content of the external site or for that of subsequent links. RELIANCE – ESG Book makes no representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the information contained herein, and accepts no liability for any loss, of whatever kind, howsoever arising, in relation thereto, and nothing contained herein should be relied upon. CONFIDENTIALITY. This document contains highly confidential information regarding ESG Book's strategy and organization. Your acceptance of this document constitutes your agreement to keep confidential all the information contained in this document, as well as any information derived by you from the information contained in this document and not disclose any such information to any other person. This document may not be copied, reproduced, in any way used or disclosed or transmitted, in whole or in part, to any other person.

MSCI ESG Research LLC

"Certain information @2021 MSCI ESG Research LLC. Reproduced by permission"

"Although information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages."

Score range	Description
CCC - B	LAGGARD: A company lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
BB - BBB - A	AVERAGE : A company with a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers
AA - AAA	LEADER: A company leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) are a family of best-in-class benchmarks for investors who have recognized that sustainable business practices are critical to generating long-term shareholder value and who wish to reflect their sustainability convictions in their investment portfolios. The family was launched in 1999 as the first global sustainability benchmark and tracks the stock performance of the world's leading companies in terms of economic, environmental and social criteria. Created jointly by S&P Dow Jones Indices and SAM, the DJSI combine the experience of an established index provider with the expertise of a specialist in Sustainable Investing to select the most sustainable companies from across 61 industries. The indices serve as benchmarks for investors who integrate sustainability considerations into their portfolios, and provide an effective engagement platform for investors who wish to encourage companies to improve their corporate sustainability practices.

CG Report : by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD), Established in December 1999, the Thai IOD is a membership organization that strives to promote professionalism in directorship. The Thai IOD offers directors certification and professional development courses, provides a variety of seminars, forums and networking events, and conducts research on board governance issues and practices. Membership comprises board members from companies ranging from large publicly listed companies to small private firms.

90-100	▲▲▲▲▲	Excellent
80-89	▲▲▲▲	Very Good
70-79	▲▲▲	Good
60-69	▲▲	Satisfactory
50-59	▲	Pass
Below		N/A

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาตเป็นธนาคารพาณิชย์ 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.

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

คำเตือน: DRs มีความเสี่ยงจาก อัตราแลกเปลี่ยน และ หลักทรัพย์อ้างอิงในต่างประเทศ ซึ่งอาจทำให้มูลค่าลดลงได้ ผู้ลงทุนต้องศึกษาความเสี่ยงด้วยตนเอง ก่อนตัดสินใจลงทุน

นักวิเคราะห์ของบล. ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ได้ขึ้นทะเบียนโดย ก.ล.ต. และขอรับรองว่าความเห็นในบทวิเคราะห์นี้เป็น ความเห็นที่เป็นอิสระ มีเหตุผลรองรับ และนักวิเคราะห์ 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: ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ 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 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, หินคมฯ, Property Fund, REITs, บันทึ 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, วิโทรเคมี 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 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