

BUY (Unchanged)

TP: Bt 13.00 (From: Bt 12.00)

Change in Numbers

Upside : 25.0%

KCG Corporation Pcl. (KCG TB)

มาตรการลดต้นทุนเห็นผลต่อเนื่อง

KCG มุ่งเน้นการประหยัดต้นทุนเพื่อรับมือกับภาวะเศรษฐกิจที่อ่อนแอ และเรคาดว่า EPS จะเติบโต 14/11/9% ในปี 2026-28F ขณะที่หุ้นซื้อขายที่ PE เพียง 10/9 เท่า และคาดว่าจะให้ผลตอบแทนปันผล 5/6% ในปี 2026-27F เราจึงยังคงคำแนะนำ "ซื้อ"

การเติบโตต่อเนื่อง; คงคำแนะนำ "ซื้อ"

เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" KCG ด้วยเป็นบริษัทที่มีการบริหารจัดการที่มีประสิทธิภาพ และยังมีกำไรที่เติบโต แม้เศรษฐกิจจะอ่อนแอ 1) แม้ว่าผลของสงครามอิหร่านจะทำให้ยอดขายทรงตัวใน 2Q26F แต่เรคาดว่า KCG จะยังมี EPS โต 13% y-y หนุนโดยอัตรากำไรที่ขยายตัวจากการประหยัดต้นทุน และสัดส่วนสินค้าที่มีอัตรากำไรสูงเพิ่มขึ้น 2) KCG ได้สัญญาพัฒนาผลิตภัณฑ์ขนมขบเคี้ยวใหม่ให้กับลูกค้าองค์กร ซึ่งคาดว่าจะช่วยให้ยอดขายกลับมาเติบโตใน 2H26F 3) แม้ยังมีผลกระทบจากสงครามอิหร่านและภาวะเศรษฐกิจที่ซบเซา แต่เราปรับกำไรขึ้น 2-3% ต่อปี และคาดว่า EPS จะเติบโต 14/11/9% ในปี 2026-28F โดยมีปัจจัยหนุนหลัก ได้แก่ การขยายตัวของอัตรากำไรจากการลดต้นทุน การเพิ่มสัดส่วนผลิตภัณฑ์ใหม่ที่มีอัตรากำไรสูง และการเติบโตของยอดขายตามปกติของธุรกิจตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ และ 3) เรามองว่า KCG ยังมีมูลค่าน่าสนใจ ซื้อขายที่ PE เพียง 10/9 เท่า และคาดว่าจะให้อัตราผลตอบแทนปันผลที่ 5/6% ในปี 2026-27F นอกจากนี้เราได้ปรับมาใช้ปีฐาน 2027F และปรับราคาเป้าหมายเพิ่มขึ้นเป็น 13 บาท จากเดิม 12 บาท

ประหยัดต้นทุนมากขึ้น

EBIT Margin ของ KCG เพิ่มขึ้นจาก 5.8% ในปี 2023 เป็น 7.4% ในปี 2025 จากการดำเนินกลยุทธ์ลดต้นทุนต่อเนื่อง ซึ่งรวมถึงการเปลี่ยนมาใช้วัตถุดิบที่มีต้นทุนต่ำลงในการผลิตสินค้าสำเร็จรูป ตั้งแต่นี้เป็นต้นมา ท่ามกลางอุปสงค์ที่ยังซบเซา KCG ได้ดำเนินมาตรการลดต้นทุนเพิ่มเติม ได้แก่ การลดจำนวนพนักงานลงราว 12% y-y ใน 1Q26 และแทนที่ด้วยระบบอัตโนมัติ การเพิ่มจำนวนซัพพลายเออร์เพื่อเสริมการแข่งขันด้านราคาและช่วยลดต้นทุนวัตถุดิบ และปรับปรุงกระบวนการผลิตครั้งใหญ่เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงาน นอกจากนี้ KCG ยังให้ความสำคัญกับการผลักดันการจำหน่ายสินค้าที่มีอัตรากำไรสูงมากขึ้น เรคาดว่า EBIT Margin จะขยายตัวเป็น 8.6% ในปี 2027F จาก 7.4% ในปี 2025

มุ่งผลักดันการเติบโตของยอดขาย

หลังยอดขายเติบโต 7% y-y ใน 1Q26 เรคาดว่ายอดขายใน 2Q26F จะทรงตัวจากผลของสงครามอิหร่านและเศรษฐกิจที่อ่อนแอ อย่างไรก็ตาม บริษัทคาดว่าจะยอดขายจะกลับมาเติบโตใน 2H26F สำหรับธุรกิจ B2B บริษัทได้รับสัญญาใหม่จากลูกค้าเดิมเพื่อจัดหาผลิตภัณฑ์สำหรับใช้เป็นวัตถุดิบในการพัฒนาสินค้าใหม่ ซึ่งจะเริ่มส่งมอบในช่วง 2H26F ขณะที่ธุรกิจ B2C บริษัทมีแผนพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่ในกลุ่มชีส เนย และเบเกอรี่ เพื่อให้สอดคล้องกับกำลังซื้อของผู้บริโภคที่อ่อนตัวลง ทั้งนี้ KCG มียอดขายเติบโตเฉลี่ย 12% ต่อปี ในปี 2023-25 สูงกว่าของอุตสาหกรรมขนมขบเคี้ยวที่ 3-4% ต่อปี จากความหลากหลายของผลิตภัณฑ์และความเชี่ยวชาญที่ได้แรงหนุนจากโรงเรียนสอนทำอาหารภายในบริษัท โดยเรคาดว่ายอดขายของ KCG จะเติบโต 3-6% ในปี 2026-28F

ผลกระทบจากสงครามมีจำกัด

KCG ไม่ได้รับผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญจากสงครามในตะวันออกกลาง ทั้งด้านการขาดแคลนวัตถุดิบหรือภาวะเงินเฟ้อของต้นทุนอาหาร เนื่องจากวัตถุดิบหลักของบริษัท ได้แก่ ชีสและเนย ไม่ได้เกี่ยวกับพื้นที่ความขัดแย้ง โดยนำเข้าจากตลาดอื่นและไม่ได้พึ่งพาเส้นทางขนส่งผ่านตะวันออกกลาง เช่น ออสเตรเลีย และ นิวซีแลนด์ แม้บริษัทจะเผชิญกับต้นทุนบรรจุภัณฑ์และค่าขนส่งที่สูงขึ้น แต่ EBIT Margin ยังคงขยายตัวใน 2Q26F



PATTADOL BUNNAK

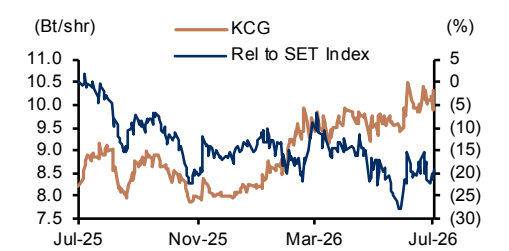
662-779-9119

pattadol.bun@ttbwealth.co.th

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	8,645	8,896	9,445	9,917
Net profit	503	569	632	692
Consensus NP	—	557	616	679
Diff frm cons (%)	—	2.3	2.7	1.8
Norm profit	497	569	632	692
Prev. Norm profit	—	560	616	671
Chg frm prev (%)	—	1.7	2.5	3.1
Norm EPS (Bt)	0.91	1.04	1.16	1.27
Norm EPS grw (%)	22.8	14.5	11.0	9.5
Norm PE (x)	11.4	10.0	9.0	8.2
EV/EBITDA (x)	7.5	6.6	5.9	5.3
P/BV (x)	1.8	1.6	1.5	1.4
Div yield (%)	4.9	5.5	6.1	7.0
ROE (%)	16.2	17.1	17.5	17.6
Net D/E (%)	27.5	18.8	12.5	6.2

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of	10-Jul-26 (Bt)	10.40
Market Cap (US\$ m)		170.1
Listed Shares (m shares)		545.0
Free Float (%)		27.4
Avg. Daily Turnover (US\$ m)		4.7
12M Price H/L (Bt)		10.50/7.85
Sector		Food & Beverage
Major Shareholder	Kim Chua Trading Co Ltd	52.2%

Sources: Bloomberg, Company data, ttb wealth estimates

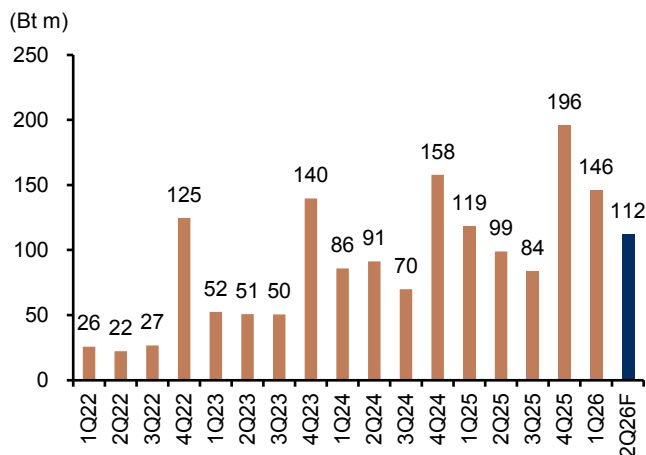
ESG Summary Report P7

Ex 1: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2027F

(Bt m)	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	2037F	Terminal value
EBITDA	1,040	1,125	1,175	1,197	1,240	1,263	1,298	1,276	1,276	1,275	1,270	—
Free cash flow	509	597	643	671	697	731	755	759	758	757	679	9,057
PV of free cash flow	508	497	488	465	440	420	396	363	331	301	246	3,288
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.2											
WACC (%)	9.6											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	7,743											
Net debt	651											
Minority interest	(0)											
Equity value	7,093											
# of shares (m)	545											
Target price/share (Bt)	13.0											

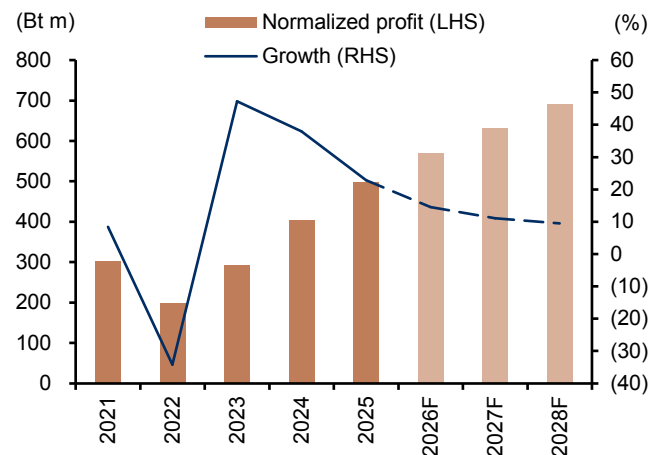
Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ex 2: Record Quarterly Earnings



Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ex 3: Good Annual Earnings Growth



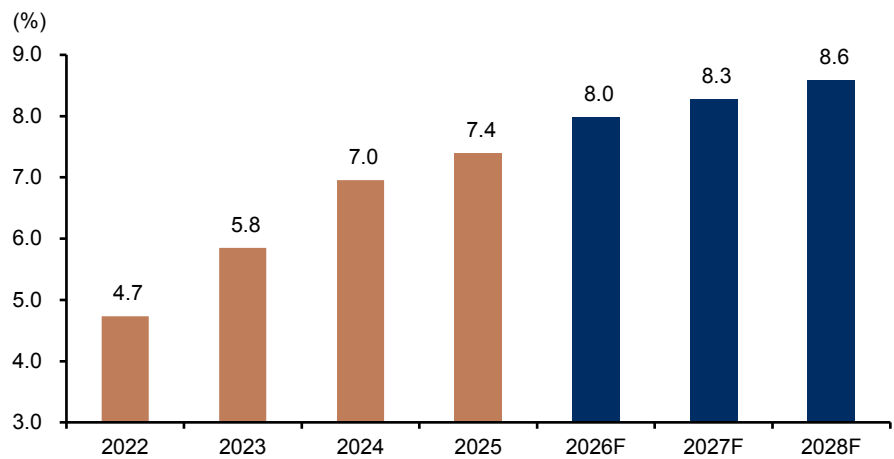
Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ex 4: Our Assumptions

	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Total sales growth (%)	17.4	16.2	8.2	11.6	2.9	6.2	5.0
Gross margin (%)	28.7	30.0	30.9	30.9	31.2	31.4	31.6
SG&A to sales (%)	24.0	24.1	23.9	23.5	23.2	23.1	23.0
EBIT margin (%)	4.7	5.8	7.0	7.4	8.0	8.3	8.6

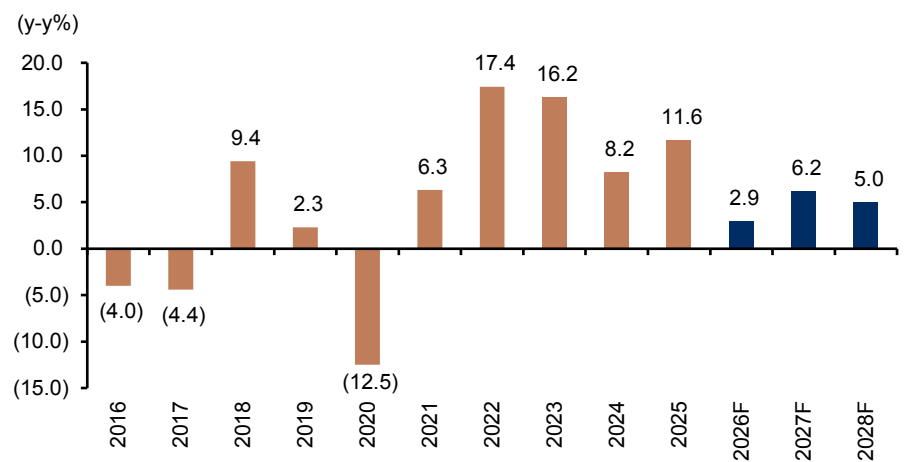
Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ex 5: We Expect EBIT To Rise



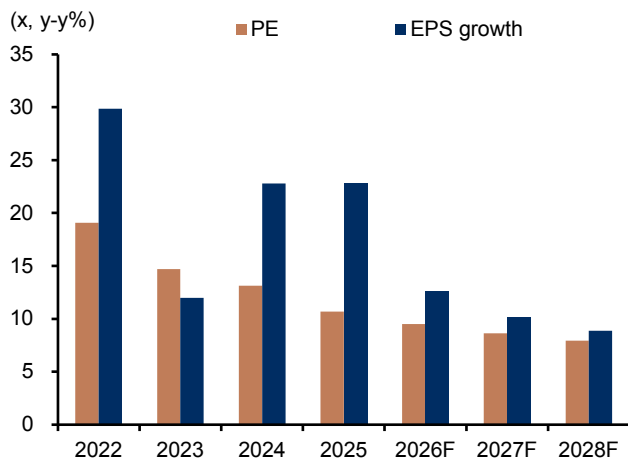
Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ex 6: Still A Decent Sales Growth



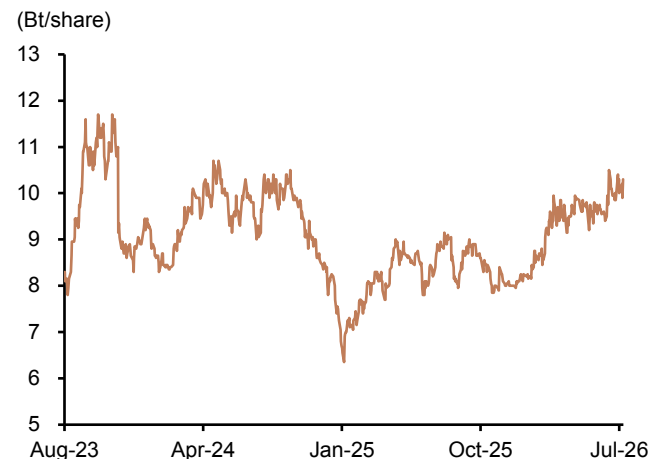
Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ex 7: PE Vs. EPS Growth



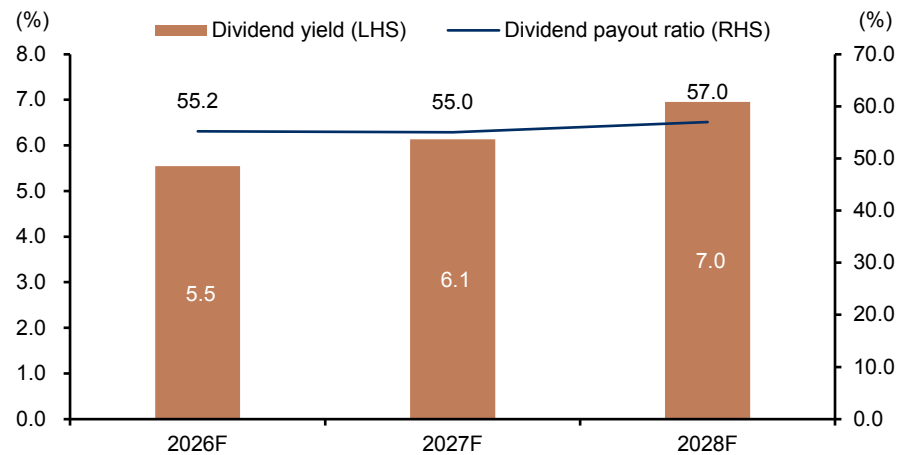
Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ex 8: Share Price Since Listing



Source: Bloomberg

Ex 9: Dividend Yield And Payout



Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ex 10: Earnings Revisions

	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Sales (Bt m)						
- New	7,157	7,743	8,645	8,896	9,445	9,917
- Old				9,362	9,940	10,437
- Change (%)				(5.0)	(5.0)	(5.0)
Gross margin (%)						
- New	30.0	30.9	30.9	31.2	31.4	31.6
- Old				31.1	31.2	31.2
- Change (ppt)				0.1	0.2	0.4
SG&A to sales (%)						
- New	24.1	23.9	23.5	23.2	23.1	23.0
- Old				23.3	23.1	23.1
- Change (ppt)				(0.1)	(0.0)	(0.1)
Normalized profit (Bt m)						
- New	293	405	497	569	632	692
- Old				560	616	671
- Change (%)				1.7	2.5	3.1

Sources: Company data, ttb wealth estimates

Valuation Comparison

Ex 11: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG Code	Market	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		Div Yield	
			26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Fonterra Co-operative	FSF NZ	New Zealand	7.0	(13.7)	9.5	11.0	2.0	1.9	6.2	7.6	9.1	7.1
Unilever Pcl	ULVR LN	UK	3.7	4.9	16.7	15.9	7.1	6.6	12.0	11.6	3.6	3.8
Saputo Inc	SAPIF US	US	15.8	13.8	19.6	17.2	2.4	2.3	10.8	10.2	2.1	2.2
Kraft Heinz	KHC US	US	(20.7)	1.8	12.0	11.8	0.7	0.7	9.3	9.3	6.5	6.5
NSL Foods Pcl	NSL TB	Thailand	4.2	10.7	10.8	9.8	2.7	2.4	8.0	6.6	5.0	5.6
Exotic Food Pcl	XO TB	Thailand	5.1	7.3	15.4	14.4	3.9	3.5	12.6	10.8	na	na
KCG Corporation Pcl	KCG TB*	Thailand	14.5	11.0	10.0	9.0	1.6	1.5	6.6	5.9	5.5	6.1
Srinanaporn Mkt. Pcl	SNNP TB*	Thailand	5.2	2.5	11.4	11.1	2.6	2.6	9.8	9.4	9.1	9.3
Taokaenoi Food & Mkt.	TKN TB*	Thailand	(1.0)	8.3	14.3	13.2	2.6	2.5	8.6	8.0	5.9	6.4
Average			3.8	5.2	13.3	12.6	2.8	2.7	9.3	8.8	5.9	5.9

Source: Bloomberg
Note: * ttb wealth estimates, using ttb wealth normalized EPS
Based on 10 July 2026 closing prices

กรุณารออ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บมจ.เคซีจี คอร์ปอเรชั่น (KCG) ผลิตและจำหน่ายซีสและเนย ผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับการประกอบอาหารและเบเกอรี่ และบิสกิตแบรนด์ต่างๆ เพื่อรองรับลูกค้าครัวเรือนและร้านอาหารในประเทศไทย

Source: ttb wealth

TTB WEALTH'S SWOT ANALYSIS

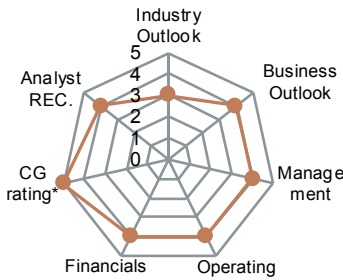
S — Strength

- เป็นผู้ผลิตชั้นนำของผลิตภัณฑ์หลักในประเทศไทย
- มี SKU ของผลิตภัณฑ์มากกว่าคู่แข่งในประเทศ
- ให้บริการแบบครบวงจร

O — Opportunity

- เจาะกลุ่มลูกค้าใหม่
- การควบรวมกิจการ

COMPANY RATING



Rating Scale

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

Source: ttb wealth; *CG Rating

W — Weakness

- ตลาดอาหารในประเทศไทยอิ่มตัวด้วยการเติบโตระดับปกติของธุรกิจเท่านั้น
- ฟังพาลูกค้าที่ทำธุรกิจอาหารที่มีอำนาจต่อรองสูงอย่างมาก

T — Threat

- ความผันผวนของค่าเงิน
- การบริโภคภายในประเทศและภาวะเศรษฐกิจ

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	ttb wealth	Diff
Target price (Bt)	11.84	13.00	10%
Net profit 26F (Bt m)	557	569	2%
Net profit 27F (Bt m)	616	632	3%
Consensus REC	BUY: 5	HOLD: 0	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- การคาดการณ์กำไรของเราสำหรับปี 2026-27F สูงกว่าตัวเลขของตลาดเล็กน้อย ซึ่งเราเชื่อว่าเป็นผลมาจากการที่เราได้คำนึงถึงการประหยัดต้นทุนที่มากขึ้น ส่งผลให้กำไรขึ้นต้นเพิ่มขึ้น

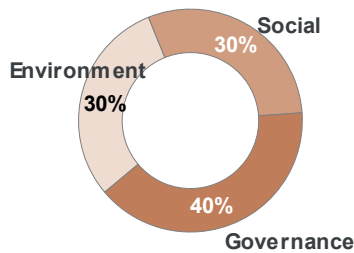
Sources: Bloomberg consensus, ttb wealth estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

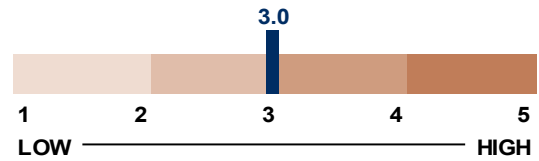
- การเติบโตของกลุ่มอุตสาหกรรมอาหารในตลาดหลักของ KCG ที่ต่ำกว่าคาดอาจก่อให้เกิดความเสี่ยงด้านลบต่อตัวเลขของเรา
- การไม่ได้รับคำสั่งซื้อและลูกค้าใหม่ อาจเป็นความเสี่ยงด้านลบอีกประการหนึ่งต่อการคาดการณ์กำไรของเรา

Source: ttb wealth

ESG Weighting



ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	ttb wealth 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)

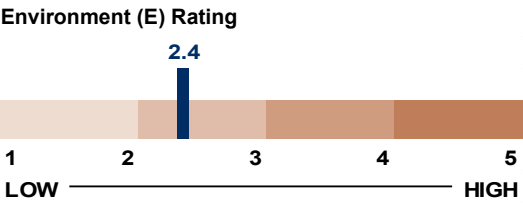
Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.



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.



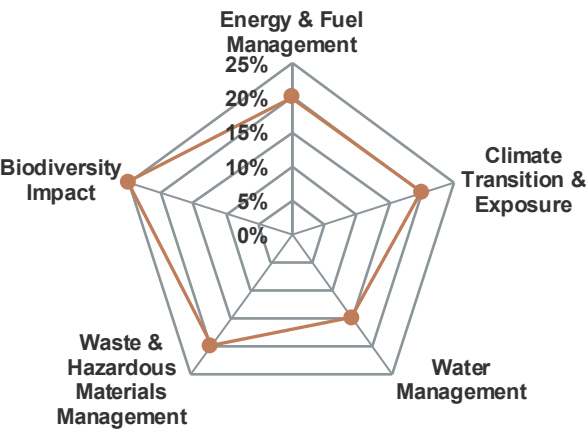
ENVIRONMENT

Our Comments

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

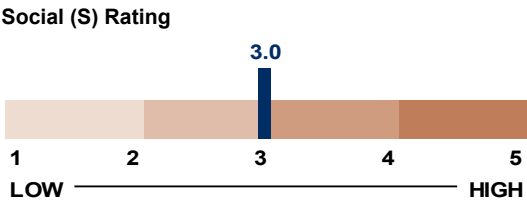
- We assign KCG a low E score of 2.4. KCG has set a net-zero target by 2050. However, its emissions and energy use have increased over the years, and it lacks a clear environmental roadmap for carbon and energy management. These are crucial factors for the E pillar and more than offset KCG’s strengths 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 it 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 challenges for KCG in controlling and reducing Scope 3 emissions.
- **Energy management:** This is an area of weakness. Total electricity usage increased by 20% in 2024 from the 2022 base year. Electricity usage per tonne of production increased by 7%, implying higher energy intensity in KCG’s production process. We believe this was mainly due to KCG’s production lines remaining 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 rooftops) stood at only 7.4% of usage 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, and its recycling rate improved from 82% in 2022 to 84% in 2024.

SCALE WEIGHTING



Sources: ttb wealth, 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, we believe it lacks a strong commitment to the broader social impact.



SOCIAL

Our Comments

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

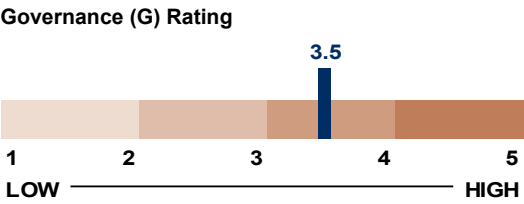
SCALE WEIGHTING



Sources: ttb wealth, Company data

- We assign a decent S score of 3.0, vs. the 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 p.a. in 2024, above its target of 12 hours.
- **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 shares, 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.

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.



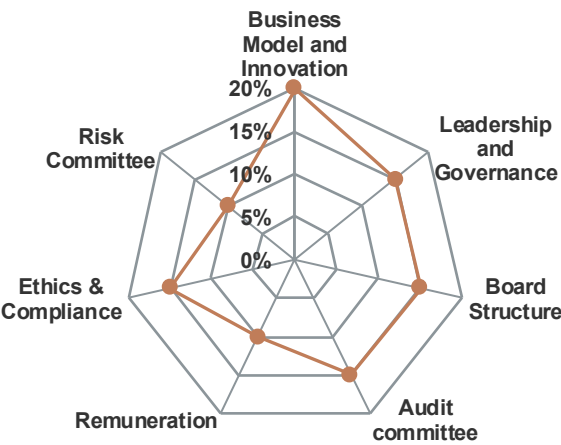
GOVERNANCE & SUSTAINABILITY

Our Comments

- Audit committee
- Board Structure
- Business Model and Innovation
- Ethics & Compliance
- Leadership and Governance
- Remuneration
- 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 it is 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.
- **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: ttb wealth, Company data

INCOME STATEMENT

*Decent sales growth**Margin expansion*

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	7,743	8,645	8,896	9,445	9,917
Cost of sales	5,351	5,978	6,125	6,479	6,783
Gross profit	2,392	2,668	2,771	2,966	3,134
% gross margin	30.9%	30.9%	31.2%	31.4%	31.6%
Selling & administration expenses	1,854	2,028	2,061	2,185	2,283
Operating profit	538	640	710	781	851
% operating margin	7.0%	7.4%	8.0%	8.3%	8.6%
Depreciation & amortization	213	235	244	259	274
EBITDA	751	875	954	1,040	1,125
% EBITDA margin	9.7%	10.1%	10.7%	11.0%	11.3%
Non-operating income	25	26	30	30	30
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(53)	(43)	(28)	(20)	(15)
Pre-tax profit	510	623	713	791	866
Income tax	105	126	144	160	175
After-tax profit	405	497	569	632	692
% net margin	5.2%	5.7%	6.4%	6.7%	7.0%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	0	(0)	(0)	(0)	(0)
Extraordinary items	1	6	0	0	0
NET PROFIT	406	503	569	632	692
Normalized profit	405	497	569	632	692
EPS (Bt)	0.7	0.9	1.0	1.2	1.3
Normalized EPS (Bt)	0.7	0.9	1.0	1.2	1.3

BALANCE SHEET

A solid balance sheet, in our view

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
ASSETS:					
Current assets:	3,175	3,465	3,590	3,800	3,980
Cash & cash equivalent	64	68	100	100	100
Account receivables	1,866	1,912	1,968	2,089	2,193
Inventories	1,174	1,423	1,458	1,543	1,615
Others	70	62	64	68	71
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	2,618	2,648	2,705	2,746	2,769
Other assets	201	202	134	134	134
Total assets	5,994	6,316	6,428	6,679	6,882
LIABILITIES:					
Current liabilities:	2,808	2,829	2,665	2,601	2,472
Account payables	1,141	1,722	1,764	1,866	1,954
Bank overdraft & ST loans	1,518	947	751	572	352
Current LT debt	6	0	0	0	0
Others current liabilities	143	160	150	163	166
Total LT debt	0	0	0	0	0
Others LT liabilities	245	291	294	307	319
Total liabilities	3,052	3,119	2,959	2,908	2,791
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	1,673	1,670	1,670	1,670	1,670
Retained earnings	723	982	1,255	1,556	1,877
Shareholders' equity	2,941	3,197	3,470	3,771	4,091
Liabilities & equity	5,994	6,316	6,428	6,679	6,882

Sources: Company data, ttb wealth estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Earnings before tax	510	623	713	791	866
Tax paid	(77)	(113)	(145)	(154)	(172)
Depreciation & amortization	213	235	244	259	274
Chg In working capital	35	285	(48)	(104)	(89)
Chg In other CA & CL / minorities	43	56	(11)	3	(3)
Cash flow from operations	724	1,086	753	796	876
Capex	(477)	(265)	(300)	(300)	(298)
Right of use	(5)	(2)	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	(62)	3	72	14	12
Cash flow from investments	(544)	(264)	(228)	(286)	(286)
Debt financing	(292)	(570)	(196)	(179)	(219)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(163)	(223)	(296)	(331)	(371)
Warrants & other surplus	5	(25)	0	0	0
Cash flow from financing	(451)	(818)	(492)	(510)	(590)
Free cash flow	180	822	525	510	590

Passed its heavy capex cycle

VALUATION

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Normalized PE (x)	14.00	11.4	10.0	9.0	8.2
Normalized PE - at target price (x)	17.51	14.3	12.5	11.2	10.2
PE (x)	13.97	11.3	10.0	9.0	8.2
PE - at target price (x)	17.46	14.1	12.5	11.2	10.2
EV/EBITDA (x)	9.5	7.5	6.6	5.9	5.3
EV/EBITDA - at target price (x)	11.4	9.1	8.1	7.3	6.5
P/BV (x)	1.9	1.8	1.6	1.5	1.4
P/BV - at target price (x)	2.4	2.2	2.0	1.9	1.7
P/CFO (x)	7.8	5.2	7.5	7.1	6.5
Price/sales (x)	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
Dividend yield (%)	3.9	4.9	5.5	6.1	7.0
FCF Yield (%)	3.2	14.5	9.3	9.0	10.4
(Bt)					
Normalized EPS	0.74	0.91	1.04	1.16	1.27
EPS	0.74	0.92	1.04	1.16	1.27
DPS	0.41	0.51	0.58	0.64	0.72
BV/share	5.40	5.87	6.37	6.92	7.51
CFO/share	1.33	1.99	1.38	1.46	1.61
FCF/share	0.33	1.51	0.96	0.94	1.08

Sources: Company data, ttb wealth estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Growth Rate					
Sales (%)	8.2	11.6	2.9	6.2	5.0
Net profit (%)	32.7	24.0	13.1	11.0	9.5
EPS (%)	7.7	24.0	13.1	11.0	9.5
Normalized profit (%)	38.0	22.8	14.5	11.0	9.5
Normalized EPS (%)	12.0	22.8	14.5	11.0	9.5
Dividend payout ratio (%)	55.1	55.2	55.2	55.0	57.0
Operating performance					
Gross margin (%)	30.9	30.9	31.2	31.4	31.6
Operating margin (%)	7.0	7.4	8.0	8.3	8.6
EBITDA margin (%)	9.7	10.1	10.7	11.0	11.3
Net margin (%)	5.2	5.7	6.4	6.7	7.0
D/E (incl. minor) (x)	0.5	0.3	0.2	0.2	0.1
Net D/E (incl. minor) (x)	0.5	0.3	0.2	0.1	0.1
Interest coverage - EBIT (x)	10.1	14.7	25.8	39.5	58.0
Interest coverage - EBITDA (x)	14.2	20.2	34.6	52.7	76.7
ROA - using norm profit (%)	6.8	8.1	8.9	9.6	10.2
ROE - using norm profit (%)	14.4	16.2	17.1	17.5	17.6
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	14.4	16.2	17.1	17.5	17.6
- asset turnover (x)	1.3	1.4	1.4	1.4	1.5
- operating margin (%)	7.3	7.7	8.3	8.6	8.9
- leverage (x)	2.1	2.0	1.9	1.8	1.7
- interest burden (%)	90.6	93.5	96.3	97.6	98.3
- tax burden (%)	79.3	79.8	79.8	79.8	79.8
WACC (%)	9.6	9.6	9.6	9.6	9.6
ROIC (%)	10.2	11.6	13.9	15.1	16.0
NOPAT (Bt m)	427	511	567	624	679
invested capital (Bt m)	4,401	4,076	4,120	4,242	4,344

Sources: Company data, ttb wealth 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 tracks 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 บริษัทหลักทรัพย์ ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาตเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by ttb wealth securities public company limited (ttbwealth) which is owned 99.97% by TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) as a resource only for clients of ttbwealth, TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) and its group companies. Copyright © ttb wealth 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 ttb wealth 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 ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) (“บล.ทีทีบี เบลู”) โดยใช้ข้อมูลจาก แนวโน้มธุรกิจ, ประมาณการทางการเงิน, Bloomberg และแหล่งอื่น ๆ บริษัทไม่ได้เป็นผู้ออกตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศ (DRs) จึงไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์”

คำเตือน: DRs มีความเสี่ยงจาก อัตราแลกเปลี่ยน และ หลักทรัพย์อ้างอิงในต่างประเทศ ซึ่งอาจทำให้มูลค่าลดลงได้ ผู้ลงทุนต้องศึกษาความเสี่ยงด้วยตนเอง ก่อนตัดสินใจลงทุน นักวิเคราะห์ของ บล. ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) ได้ขึ้นทะเบียนโดย ก.ล.ด. และขอรับรองว่าความเห็นในบทวิเคราะห์นี้เป็น ความเห็นที่เป็นอิสระ มีเหตุผลการรับ และ นักวิเคราะห์ ไม่มีส่วนได้เสีย ในหลักทรัพย์ที่นำเสนอ ณ วันที่จัดทำ

"This analysis was prepared by ttb wealth securities public company limited ("ttb wealth") 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.

ttb wealth 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) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) (ttb wealth) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้นร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: "บริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน)" (ttb wealth) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท ไออาร์พีซี จำกัด (มหาชน) (IRPC) ครั้งที่ 1/2569" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: "บริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน)" (ttb wealth) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท เบิร์ท ซีพีเอฟ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (CPPTH) ครั้งที่ 1/2569" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: "บริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน)" (ttb wealth) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท แอสสิริ จำกัด (มหาชน) (MTC) ครั้งที่ 3/2569" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หัวหน้าฝ่าย, Strategy

พิมพ์ผกา นิการุณ, CFA

pimpaka.nic@ttbwealth.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์

nuttapop.Pra@ttbwealth.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

รวิสร่า สุวรรณอำไพ

rawisara.suw@ttbwealth.co.th

พลังงาน , ปิโตรเคมี

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ

yupapan.pol@ttbwealth.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

ณลิภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA

nariporn.kla@ttbwealth.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์

sittichet.run@ttbwealth.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พัฒนทรัพย์กุล, CFA

adisak.phu@ttbwealth.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, ค้าปลีก

พัทธดนย์ บุณนาค

pattadol.bun@ttbwealth.co.th

ขนส่ง, รับเหมา

ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์

saksid.pha@ttbwealth.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

โชติ เจริญกิตติวัฒน์, CFA

chod.rea@ttbwealth.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล

thaloengsak.kuc@ttbwealth.co.th

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ

pattarawan.wan@ttbwealth.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง

รตา ลิมสุทธีวันภูมิ

rata.lim@ttbwealth.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุณทัย

siriporn.aru@ttbwealth.co.th

นักวิเคราะห์, แพล

ลาภินี ทิพยมณฑล

lapinee.dib@ttbwealth.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชรัตน์ ธรรมบำรุง

witchanan.tam@ttbwealth.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงสกุล

monrudee.pet@ttbwealth.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล

kasemrat.jit@ttbwealth.co.th

วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

varathip.run@ttbwealth.co.th

สุนทร รักษาวัต

sunet.rak@ttbwealth.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราวณี

suksawat.lim@ttbwealth.co.th

สุจินตนา สดภาพร

sujintana.sth@ttbwealth.co.th

ttb wealth securities public co. ltd.

Research Team

18 Floor, MBK Tower

444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330

Tel: 662 -779-9119

Email:research@ttbwealth.co.th