16 July 2025

Company Note

Rating

BUY

(Upgraded from HOLD)

Company

After You

Bloomberg	SET	Exchange	Sector
AU TB	AU	SET	Mai Industry

2Q25F มีโอกาสเป็นจุดต่ำสุดของปี

12mth price target (THB)	8.10 from 9.95
Current price (15/07/2025)	6.85
Upside/Downside	18.25%
CG rating	na.
ESG rating	n/a
Thai CAC	n/a

Share summary

Issue shares :	(m shrs)	815
Market capitalization:	(THB bn)	5.6
	(USDbn)	0.2
Avg. Daily Turnover:	(THBm)	14
	(USDm)	0
Foreign Limit/Actual	(%)	25/2
Free Float:	(%)	32
NVDR:	(%)	3

Share price / rel. to SET

Source: Bloomberg Finance LP

Performance (%)	1m	3m	12m
AU	-0.7	-27.1	-15.9
SET	4.2	6.4	-30.0

Major Shareholders	%
MISS Gulapat Kanokwatanawan	27.79
Mr.Maetup T.Suwan	25.35
BTS GROUP HOLDINGS PLC.	5.45

Source: SET

Sontanawoot Ratchatrakul
ID: 53288
(66) 2633 6524
sontanawoo@tisco.co.th

คาดกำไร 2Q25F เป็นจุดต่ำสุดของปี มองสินค้าใหม่จะช่วยขับเคลื่อนผลประกอบการใน 3Q25F

เราคาดกำไรสุทธิ 60 ล้านบาท (-18% YoY, -8% QoQ) จาก SSSG ของ Dine in Café ที่คาดหดตัวแรง -20% จากกำลังซื้อผู้บริโภคที่อ่อนแอและนักท่องเที่ยว (สัดส่วน 30-35% ของรายได้รวม) ที่ชะลอตัวลง ในขณะที่จำนวนสาขาไม่ได้เพิ่มขึ้นมากนัก เราปรับประมาณการกำไรสุทธิลง 18%/11% ในปี 2025/26F เพื่อสะท้อนภาพยอดขายที่เติบโตต่ำกว่าคาด เรามองแนวโน้ม SSSG ในช่วงที่เหลือของปีคาดจะยังหดตัวในระดับ Double-Digit โดยคาดฟื้นตัวในช่วง 4Q24F ที่เป็นช่วง High season ดังนั้นการเติบโตหลักจะถูกขับเคลื่อนจากการออก SKUs ใหม่สำหรับ 7-11 (ซึ่งยังเป็น Segment ที่เติบโตได้ดี) ที่เพิ่งออกในช่วงปลาย 2Q25F (ขนมปังนมโสดและ Mud cake) และ อีก 6-7 SKUs ในช่วง 3Q25F (โดยมี 1 SKUs จะเป็น Highlight คาดจะปิดในเดือนก.ย.ที่ใช้เวลาเตรียมการมากกว่า 2 ปี) เป็นต้นไป เราปรับคำแนะนำเป็น “ซื้อ” ด้วยราคาเป้าหมายใหม่ที่ 8.10 บาท โดยมองว่าผลประกอบการ 2Q25F เป็นจุดต่ำสุดของปี

ธุรกิจ Non-café ช่วยพยุงยอดขายจาก SSSG ที่อ่อนแอ

เราคาดรายได้อยู่ที่ 402 ล้านบาท เติบโต 7% YoY จากธุรกิจ Non-Café ทั้งค้าปลีกและ Catering สำหรับสายการบินที่คาดจะเติบโตก้าวกระโดด 4 เท่า YoY เป็น 115 ล้านบาทจากการเพิ่มจำนวน SKUs เป็น 2 ครบทุกสาขาตั้งแต่ช่วง มี.ค. ช่วยชดเชยธุรกิจร้าน After You ที่คาดหดตัวลง 20% YoY เป็น 269 ล้านบาท จากกำลังซื้อและนักท่องเที่ยวที่ชะลอตัวลงรวมถึงการปิด Renovate สาขาหลักอย่าง Central World, Pinklao ขณะที่มีการเปิดสาขาใหม่ยังเป็นไปอย่างระมัดระวังคาดมีเพิ่มเพียง 1 สาขาที่ One Bangkok ส่วน GPM คาดลดลงเป็น 63.0% จาก 66.4% ใน 2Q24 เพราะ Product mix ที่มีสัดส่วนรายได้จากธุรกิจ Non-café เพิ่มขึ้นเป็น 33% ของยอดขาย รวมถึงต้นทุนวัตถุดิบบางชนิดที่ปรับตัวสูงขึ้นอาทิเช่น โกโก้

ปรับประมาณการลง 18%/11% ในปี 2025/26F ตามลำดับ เพื่อสะท้อน SSSG ที่อ่อนแอกว่าคาด

เราปรับกำไรสุทธิปี 2025-26F ลงเป็น 262-322 ล้านบาท หดตัว 12% YoY ในปี 2025F ก่อนจะกลับมาเติบโต 23% ในปี 2026F จากธุรกิจ Café คาดจะกลับมาเติบโตตามนักท่องเที่ยวและธุรกิจ Non-Cafe ที่จะทยอยออกสินค้าเพิ่มขึ้น โดยเราปรับกำไรลงจาก 1)สมมติฐาน SSSG ลงเหลือ -15.0 และ 5.0% (จากเดิมคาดโต 1.0-2.5%), 2)ปรับ GPM ลงเป็น 61.8-61.3% จากสัดส่วนธุรกิจ Non-café ที่จะเร่งตัวขึ้นใน 2H25F (เราคาดที่ 32% ของรายได้รวมในปี 2025F) ในขณะที่แนวโน้มราคาต้นทุนวัตถุดิบคาดจะเริ่มชะลอตัวลงในช่วง 2H25F อาทิเช่นโกโก้และผลไม้บางชนิดที่ใช้ออกตามฤดูกาลมากขึ้น

ปรับคำแนะนำเป็น “ซื้อ”

เราปรับคำแนะนำเป็น “ซื้อ” โดยปรับไปใช้มูลค่าเหมาะปี 2026F ที่ 8.10 บาท (จากเดิม 9.95 บาท) ด้วยการประเมินมูลค่าด้วยวิธี DCF อิงจาก WACC 8.6% โดยมีปัจจัยเสี่ยงจาก 1) การใช้จ่ายที่ฟื้นตัวช้ากว่าที่เราคาดไว้ซึ่งจะกระทบต่อการเติบโตของรายได้และผลประกอบการ 2) การขยายสาขาที่ต่ำกว่าคาดทั้งสาขา After You, Luggaw และ Mikka 3) การแข่งขันที่สูงของธุรกิจขนมหวาน

Forecasts and ratios

Year Ended December 31	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Sales (THBm)	1,217	1,577	1,678	1,911	2,029
EBITDA (THBm)	394	554	576	599	619
Net profit (THBm)	178	296	262	322	346
Net Profit (% chg from prev)	*0 %*	*0 %*	*-18 %*	*-11 %*	*-12 %*
EPS (THB)	0.22	0.36	0.32	0.39	0.42
EPS (% YoY)	20.8	66.3	-11.7	23.1	7.5
EPS vs Cons (%)	*nm*	*nm*	*nm*	*nm*	*nm*
PER (X)	48.0	25.3	21.4	17.4	16.1
Yield (%)	2.6	4.2	4.2	5.2	5.6
P/BV (X)	5.7	5.0	5.1	4.7	4.5
EV/EBITDA (X)	20.8	12.7	8.8	8.1	7.6
ROE (%)	22.5	37.4	33.1	40.7	43.8

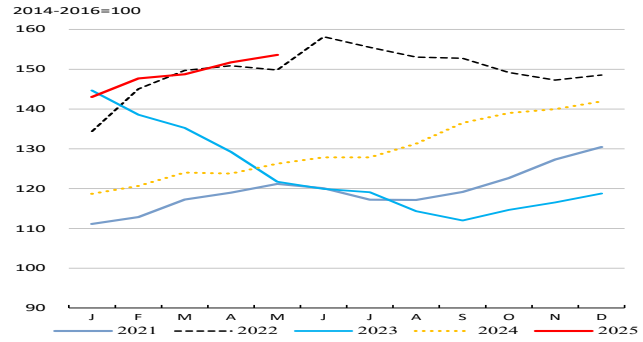
Source: Company data, TISCO estimates

Figure 1. Earnings preview 2Q25F

Bt, m	2Q25F	2Q24	%YoY	1Q25	% QoQ
Sales revenue	402	376	6.8	421	(4.6)
Gross Profit	**253**	**250**	**1.3**	**268**	**(5.5)**
Non Core Income	4	5	(13.2)	5	(18.6)
SG&A	180	162	11.1	180	0.1
EBIT	**77**	**93**	**(16.6)**	**93**	**(17.0)**
EBITDA	**123**	**136**	**(9.5)**	**139**	**(11.1)**
Net Profit before Tax	**75**	**90**	**(17.5)**	**91**	**(17.5)**
Income tax expenses	15	18	(16.9)	18	(17.6)
Net profit (loss) before extra items	**60**	**73**	**(17.7)**	**73**	**(17.5)**
Net profit	**60**	**73**	**(17.7)**	**65**	**(8.4)**
EPS (Bt)	**0.07**	**0.09**	**(17.7)**	**0.08**	**(8.4)**
Gross Margin (%)	63.0	66.4		63.6	
EBITDA Margin (%)	30.6	36.2		32.9	
Operating Margin (%)	19.2	24.6		22.1	
Net Profit Margin (%)	14.9	19.3		15.5	
SG&A to sales ratio (%)	44.8	43.1		42.7	
Revenue (Bt, m)			**% YoY**		**% QoQ**
Dessert Café	269	336	(20.0)	295	(8.9)
Sale of goods	115	23	400.0	109	5.5
Catering, Events, Pop-up	13	12	8.3	13	-
Franchise	5	5	-	4	25.0

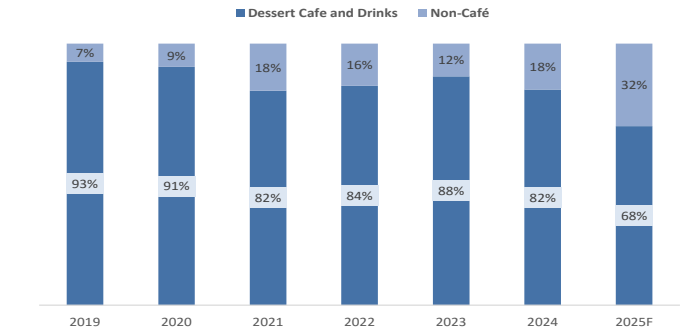
Source: TISCO Research estimates

Figure 2. FAO Dairy Price Index



Source: FAO

Figure 3. Non-Café revenue to account for 32% in 2025F



Source: TISCO Research estimates

Figure 4. Changes to key assumption

	2025F			2026F		
Bt,m	Current	Previous	% Chg	Current	Previous	% Chg
Sale Revenue	1,678	1,789	-6.2	1,911	1,994	-4.2
% YoY	*6%*	*13%*		*14%*	*11%*	
EBITDA	576	641	-10.2	599	660	-9.2
% YoY	*4%*	*16%*		*4%*	*3%*	
Net profit	262	319	-18.0	322	364	-11.4
% YoY	*-12%*	*8%*		*23%*	*14%*	
EPS (Bt)	0.32	0.39	-18.0	0.39	0.45	-11.4
% YoY	*-12%*	*8%*		*23%*	*14%*	
SG&A	711	740	-3.8	785	815	-3.7
% YoY	*4%*	*8%*		*10%*	*10%*	
Change in key assumptions						
Gross margin (%)	61.8	62.9	-1.9	61.4	62.9	-2.4
S&A expenses/Sales (%)	42.4	41.3	2.6	41.1	40.9	0.5
EBITDA margin (%)	34.3	35.8	-4.2	31.4	33.1	-5.2
Net margin (%)	15.6	17.8	-12.6	16.9	18.2	-7.5

Source: TISCO Research estimates