

COMPANY UPDATE

OCTOBER 17, 2025



KT^X

บมจ. ออโรรา ดีไซน์

AURA

กลุ่มแฟชั่น

2026 Fair Value (Bt)

16.70

Closing Price: Bt14.70

Rating

ซื้อ

Initiation

Valuation Metrics

Current valuation

Long-term growth

Tactical

Buy

Steady

Limited Downside

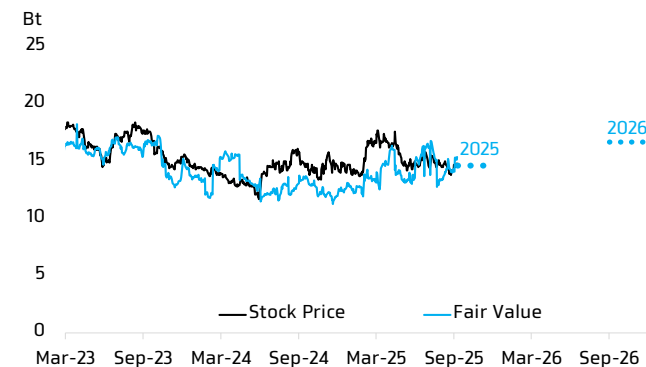
VALUATIONS

2024 2025E 2026E 2027E

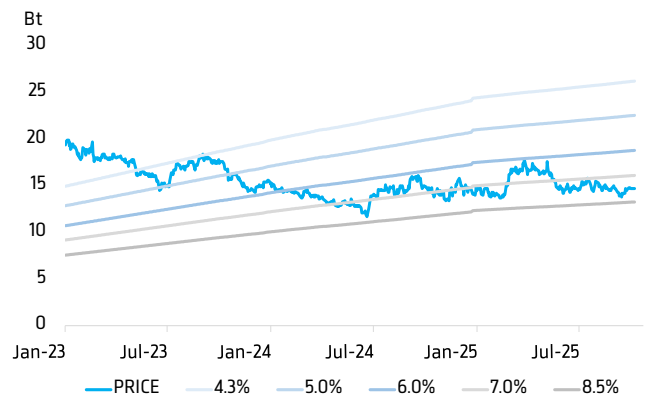
EPS estimates (Bt)	0.85	1.05	1.16	1.34
EPS growth (%)	33.50	23.28	10.51	15.52
Earnings yield (%)	5.79	7.13	7.88	9.11
Implied PER (x)	17.28	14.02	12.68	10.98
Required return (%)	5.09	6.28	6.94	8.02

Market cap (Btmn)	19,609.80
Avg. daily T/O ('000 shrs)	1,394.85
Free float (%)	35.75

VALUATIONS CHART



EARNINGS YIELD BAND



ESG PERCENTILE SCORE

No comparable data available.

FINANCIAL SUMMARY

	Sales (Btmn)	NP (Btmn)	EPS (Bt)	EPS growth (%)	DPS (Bt)	Yield (%)	ROE (%)	ROA (%)	BV (Bt)	D/E (x)
2023	29,878	850	0.64	20.08	0.25	1.70	14.97	10.34	4.26	1.36
2024	33,154	1,135	0.85	33.50	0.40	2.72	17.73	10.80	4.80	1.60
2025E	35,771	1,399	1.05	23.28	0.47	3.21	19.52	10.95	5.37	1.85
2026E	38,004	1,546	1.16	10.51	0.52	3.55	19.28	10.02	6.01	2.07
2026E	40,104	1,786	1.34	15.52	0.60	4.10	19.84	10.21	6.75	2.10

ข้อมูล ณ วันที่ 17 ตุลาคม 2565, นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์ no. 045337, pathompolt@krungthaispring.com 02-624-6257

REFER TO DISCLOSURE SECTION AT END OF THE NOTE

ร้านทองชั้นนำ ผู้เดินหน้าเจาะตลาดที่มีขนาดใหญ่

- เราเริ่มวิเคราะห์หุ้น AURA ด้วยคำแนะนำ "ซื้อ" โดยให้มูลค่าเหมาะสมปี 2026 ที่ 16.70 บาท จึงอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังที่ 6.93% ซึ่งสะท้อนค่าเป้าหมาย PER ที่ 14.4 เท่า
- Valuation Metrics บ่งชี้ว่าราคาหุ้นปัจจุบันอยู่ต่ำกว่ามูลค่าเหมาะสมราว 14% ขณะที่แนวโน้มผลการดำเนินงานเติบโตอย่างมั่นคงที่ 12% CAGR ในปี 2025-27E และปัจจัยทาง Tactical สะท้อนราคาหุ้นมี Downside ที่จำกัด
- เราชอบ AURA จากโอกาสเติบโตด้วยการเจาะตลาดที่มีขนาดใหญ่และมีการกระจายตัวของผู้เล่นขนาดเล็กจำนวนมาก ผ่านการสร้างบรรทัดฐานใหม่ในการลงทุนและปล่อยสินเชื่อขยายฝากทอง

INVESTMENT HIGHLIGHTS

- AURA เป็นผู้นำในธุรกิจค้าปลีกทองรูปพรรณ ภายใต้แบรนด์ Aurora, Seng Heng และ Aurora Diamond รวมถึงบริการด้านการเงินผ่านธุรกิจขยายฝากทองคำ "ทองมาเงินไป" ณ สิ้น 2Q25 มีสาขารวมกว่า 547 แห่งทั่วประเทศ โดยตั้งเป้าหมายสาขาให้ครบ 1,000 แห่งภายในปี 2027 และขยายพอร์ตสินเชื่อขยายฝากทองคำสู่ 2 หมื่นล้านบาท ในปี 2027 จาก 4.9 พันล้านบาท ในปี 2024
- แนวโน้มราคาทองคำแข็งแกร่งหนุนด้วยการเปลี่ยนแปลงของระบบการเงินโลก ทั้งนี้ การซื้อ AURA ก็เป็นทางเลือกการลงทุนทางฝั่งหุ้นหนึ่ง ธรรมชาติของธุรกิจร้านทองได้ผลบวกจากราคาทองที่ปรับขึ้น ขณะที่ในสถานการณ์ราคาทองปรับลดลงก็ไม่เสีย โดยจากการศึกษาราคาทองคำและผลการดำเนินงานของ AURA ในช่วง 7 ปีที่ผ่านมา การปรับลดลงของราคาทองคำเกิดขึ้นเสมอ แต่มักจะไม่กระทบผลการดำเนินงานของ AURA มากนัก หากปรับลดไม่เกิน 10% ในระยะเวลารับรองเร็ว
- ในอีกด้านหนึ่ง การปรับขึ้นของราคาทองส่งผลโดยตรงต่อความต้องการเงินทุนหมุนเวียนของร้านทอง โดยความยืดหยุ่นทางการเงินของ AURA จะสนับสนุนให้บริษัทบรรลุเป้าหมายการเติบโตผ่านความสามารถในการช่วงชิงส่วนแบ่งตลาดในสถานการณ์ปัจจุบัน
- ปัจจุบันบริษัทเป็นร้านทองอันดับ 1 ของประเทศในแง่จำนวนสาขา ทั้งนี้ สาขา 547 แห่งของบริษัท ยังคิดเป็นเพียง 5.6% ของจำนวนร้านทองทั่วประเทศ ขณะที่พอร์ตสินเชื่อขยายฝากทองคำของบริษัท ณ สิ้น 2Q25 ยังคิดเป็นเพียง 3.0% ของตลาดสินเชื่อขยายฝากทองคำรวมมูลค่า 2.2 แสนล้านบาท สะท้อนโอกาสเติบโตได้อีกมาก
- เราคาดว่าทำกำไรในช่วงปี 2024-27E จะเติบโตเฉลี่ยปีละ 16% (CAGR) หนุนจากการเติบโตรายได้ร้านทองและพอร์ตสินเชื่อขยายฝากทองคำ
- ปัจจุบันราคาหุ้นซื้อขายที่ PER เพียง 14.0 เท่า ค่อนข้างถูกเทียบกับกรอบการซื้อขายในอดีตที่ 13.1-26.0 เท่า และมีคาดการณ์การจ่ายปันผลที่ 3.2%

KTX gives high importance to the process of valuation. Our approach relies on estimating the fair Required Returns on Equity (RROE), which is then applied to our earnings or cash flow estimates. The RROE is derived from the CAPM formula, as follows:

$RROE = \text{Risk-Free Rate} + \text{Market Risk Premium (MRP)} * \text{Beta}$, where

Risk-Free Rate = Thai 10-Year Government Bond Yield (10Y TGB)

MRP = 12-Month Forward Risk Premium of the SET Index

Beta = 12-Month Forward Fundamental Beta (KTX Beta)

- Consensus view

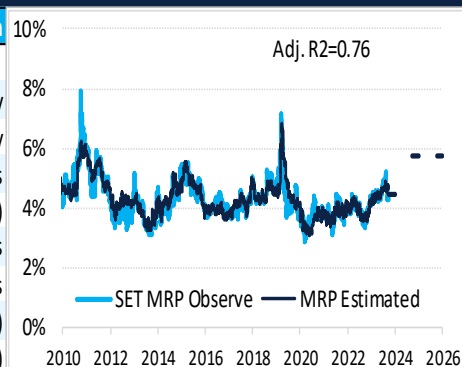
- Table ① shows the drivers and views that make up the forward MRP.

- Table ② shows the drivers and views that make up the forward KTX Beta.

The KTX Beta is calculated by dividing the 12M forward Equity Risk Premium of a stock (ERP) by the MRP on a daily basis going back to a full cycle. This observed beta set is then regressed with nine fundamental factors to establish their relationships. Finally, these relationships are applied to the forward estimates of the nine fundamental factors to arrive at the KTX Beta.

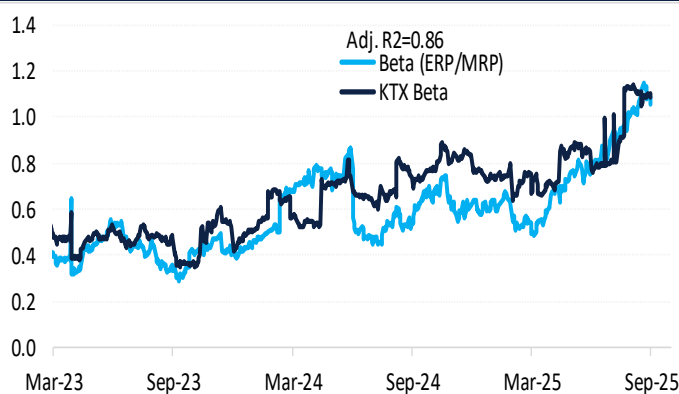
① Market Risk Premium (MRP)

FY Dec	2024	2025E	2026E	2027E	Reason
Market Risk Premium (MRP)	4.43%	5.74%	5.81%	5.84%	+0.72 SD as derived
- S&P500 MRP	1.91%	1.91%	1.91%	1.91%	Avg. 1Y Daily
- S&P500 VIX	19.61	19.61	19.61	19.61	Avg. 1Y Daily
- Thai 10Y Gov't Bond Yield	2.25%	1.04%	1.04%	1.04%	Consensus
- US 5Y BBB Credit Spread	1.46%	1.46%	1.46%	1.46%	+2SD (US eco. slowdown)
- WTI Crude Oil (USD/BBL)	65.31	65.00	60.93	65.00	Consensus
- USD/THB	34.35	31.10	29.31	28.65	Consensus
- SET50/SET Index Trading Value	78.4%	78.4%	78.4%	78.4%	+2SD (higher confidence)
- Performance SET50/SET	-12.5%	-12.5%	-12.5%	-12.5%	+2SD (broader market)

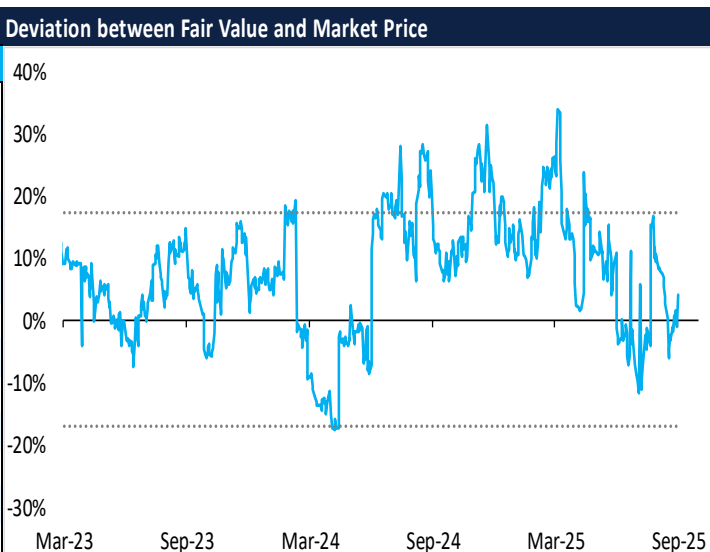


② KTX Beta

FY Dec	2024	2025E	2026E	2027E
Fundamental Beta	0.83	1.07	1.01	0.99
- Net Debt/Equity Ratio (%)	110%	151%	188%	192%
- EPS Growth Relative to SET	31%	17%	-7%	-6%
- 3Y EPS Growth	10%	12%	12%	12%
- Book Value	3.70	5.22	5.68	6.34
- ROE	17.3%	20.1%	20.4%	20.9%
- 2Y TGB	2.0%	1.0%	1.0%	1.0%
- 10Y TGB	2.3%	1.0%	1.0%	1.0%
- USD/THB	34.13	31.10	29.31	28.65
- WTI Crude Oil Price	70.99	65.00	60.93	65.00



Valuation					Deviation between Fair Value and Market Price	
FY Dec	2024	2025E	2026E	2027E		
ERP	3.7%	6.1%	5.9%	5.8%		
Rqd. ROE	5.9%	7.2%	6.9%	6.8%		
EPS (Bt)	0.85	1.05	1.16	1.32		
Fair Value (Bt)	14.3	14.6	16.7	19.3		
Implied PE Ratio (x)	16.8	13.9	14.4	14.6		
% Value Drivers		2%	14%	16%		
Specific stock factors						
- EPS estimates		23%	10%	15%		
- Fundamental Beta		-23%	4%	2%		
Market factors						
- 10Y TGB		14%	0%	0%		
- Market Risk Premium		-24%	-1%	0%		



BUSINESS DRIVERS

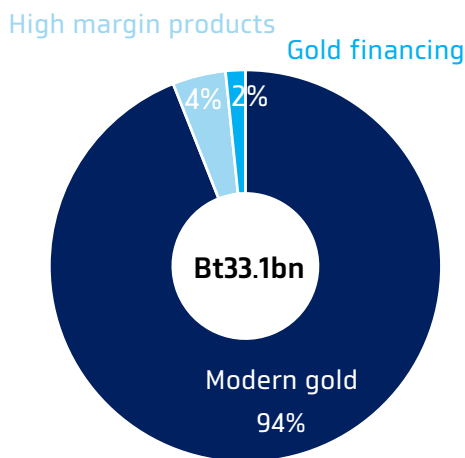
ห้างค้าทองและขายฝากทองรายใหญ่ผู้มีศักยภาพในการขยายส่วนแบ่งตลาดด้วยทักษะการจัดการและความยืดหยุ่นทางการเงิน

บริษัท ออโรรา ดีไซน์ จำกัด (มหาชน) หรือ AURA เป็นบริษัทชั้นนำในธุรกิจค้าปลีกทองรูปพรรณ ซึ่งดำเนินธุรกิจภายใต้แบรนด์ อาทิ Aurora, Seng Heng, Aurora Diamond และยังขยายบริการด้านการเงินผ่าน “ทองมาเงินไป” ธุรกิจขายฝากทองคำซึ่งเป็นสาขา Stand alone นอกเหนือไปจากการขายฝากผ่านร้านทองเต็มรูปแบบของบริษัท ณ สิ้น 2Q25 บริษัทสาขารวมมากกว่า 547 แห่งทั่วประเทศ แบ่งเป็น ร้านทอง Aurora และ เซ่งเฮง จำนวน 276 สาขา ทองมาเงินไปจำนวน 248 สาขา Aurora Diamond จำนวน 16 สาขา และของขวัญ จำนวน 7 สาขา

AURA เป็นผู้ดีสรุปวงการห้างค้าทอง โดยจุดแข็งของบริษัทอยู่ที่แบรนด์ที่แข็งแกร่ง การวางสาขาในห้างโมเดิร์นเทรด เครือข่ายร้านค้า รวมถึงมีการให้บริการครบวงจร (One-Stop Service) ตั้งแต่การซื้อขายทอง จิวเวลรี ไปจนถึงบริการขายฝาก ซึ่งมีการผนวกเทคโนโลยีดิจิทัล อาทิ แอปพลิเคชันเพื่ออำนวยความสะดวกในการต่อดอกเบี้ยและตรวจสอบสถานะสัญญา นอกจากนี้ การเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ยังส่งผลให้บริษัทมีความยืดหยุ่นทางการเงินเหนือคู่แข่งในตลาด

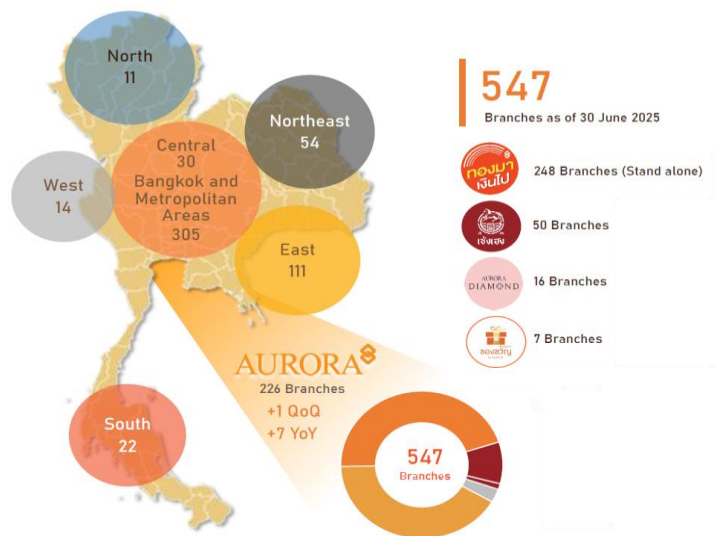
ในเชิงกลยุทธ์ บริษัทมุ่งเน้นการขยายสาขาเพื่อเพิ่มความสามารถในการครอบคลุมลูกค้า โดยตั้งเป้าเพิ่มเป็นกว่า 1,000 สาขา ภายในปี 2027 ควบคู่กับการเพิ่มสัดส่วนสินค้าที่มีอัตรากำไรสูง เช่น ทอง 18K ไข่มุก และของขวัญ รวมทั้งการขยายพอร์ตสินเชื่อขายฝากให้เติบโตต่อเนื่อง โดยตั้งเป้าหมายพอร์ตสินเชื่อ 2 หมื่นล้านบาท ในปี 2027 เพิ่มขึ้นจาก 4.9 พันล้านบาท ในปี 2024 และ 6.6 พันล้านบาท ใน 1H25

Figure 1: Revenue breakdown by business segments in 2024



Sources: Company, KTX Research

Figure 2: AURA's branches



Sources: Company

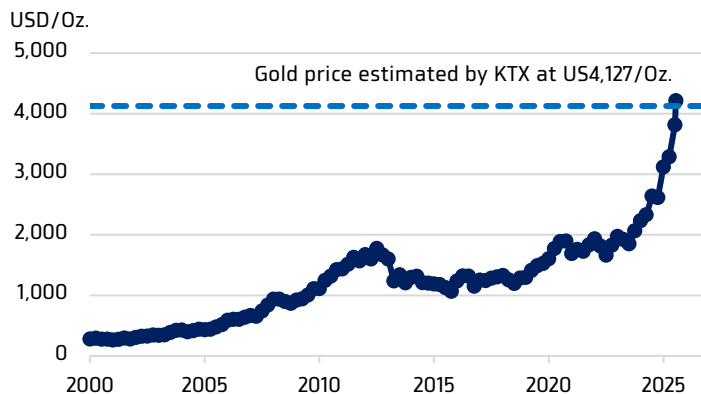
แนวโน้มราคาทองคำแข็งแกร่งหนุนด้วยการเปลี่ยนแปลงของระบบการเงินโลก โดยเราประเมินราคาเป้าหมายที่ 4,127 ดอลลาร์ต่อออนซ์ ทั้งนี้ การซื้อ AURA ก็เหมือนซื้อทองที่มีการจ่ายปันผล

KTX มีมุมมองเชิงบวกต่อราคาทองคำ โดยเราประเมินแนวโน้มราคาทองคำได้รับแรงหนุนจากภาพรวมเศรษฐกิจโลกที่อยู่ในกระแสลดการพึ่งพาดอลลาร์สหรัฐฯ ในการค้าระหว่างประเทศ (De-dollarization) ท่ามกลางความเข้มข้นของมาตรการภาษีของสหรัฐฯ โดยธนาคารกลางของประเทศต่าง ๆ มีการขยายสัดส่วนการถือสินทรัพย์ทองคำในทุนสำรองระหว่างประเทศจากราว 13% ในยุคกริมปี 1.0 (ปี 2017) มาที่ 27% ในปัจจุบัน ปัจจัยข้างต้นจะผลักดันให้ราคาทองคำปรับเพิ่มขึ้นทั้งจากความต้องการทองคำที่เพิ่มสูงขึ้นและจากการอ่อนค่าของเงินสกุลดอลลาร์ ทั้งนี้ เราประเมินราคาเป้าหมายทองคำระยะ 12 เดือนข้างหน้าไว้ที่ 4,127 ดอลลาร์ต่อออนซ์ ด้วยวิธีสมการถดถอย (Regression analysis) อ้างอิงปัจจัยเศรษฐกิจที่

เกี่ยวข้อง ได้แก่ ค่าเงินดอลลาร์ อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 30 ปี และสัดส่วนทองคำในทุนสำรองระหว่างประเทศของธนาคารกลางทั่วโลก

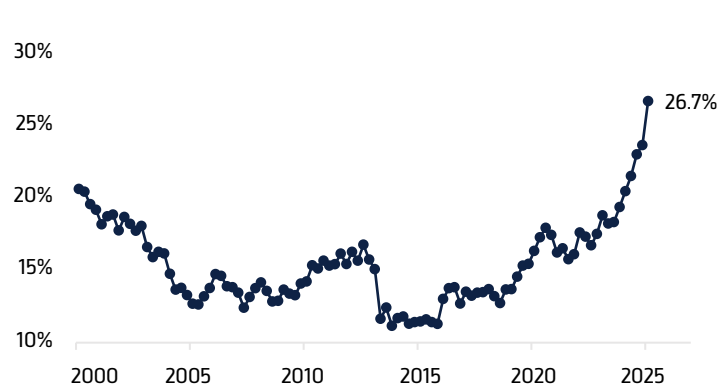
นอกจากการลงทุนในทองคำแล้ว เรามองว่า AURA ยังเป็นตัวเลือกการลงทุนในฝั่งหุ้นที่น่าสนใจ ซึ่งมีสถานะในทองคำและมีความสามารถในการเติบโตทางธุรกิจและการจ่ายปันผลอย่างสม่ำเสมอราว 3%

Figure 3: Gold price estimated by KTX



Sources: Bloomberg, KTX Research

Figure 4: Gold as percentage of Central banks' reserves



Sources: World Gold Council, IMF, KTX Research

ธรรมชาติของธุรกิจร้านทอง ทอง
ขึ้นก็ดี ทองลงก็ไม่แย่

หน้าร้านของร้านทองดำเนินกิจกรรมทางเศรษฐกิจหลัก ได้แก่

- ขายทอง มีกำไรจากค่าทำเหมืองซึ่งมักจะเป็นราคาคงที่ต่อบาททอง
- รับซื้อทอง มีกำไรจากส่วนต่างราคาซื้อกับราคาขายซึ่งมักจะซื้อลดเป็นร้อยละต่อมูลค่าทอง
- รับขายฝากทอง มีกำไรจากดอกเบี้ยให้สินเชื่อ (สาขาของทองมาเงินไป ให้บริการเฉพาะในส่วนนี้)

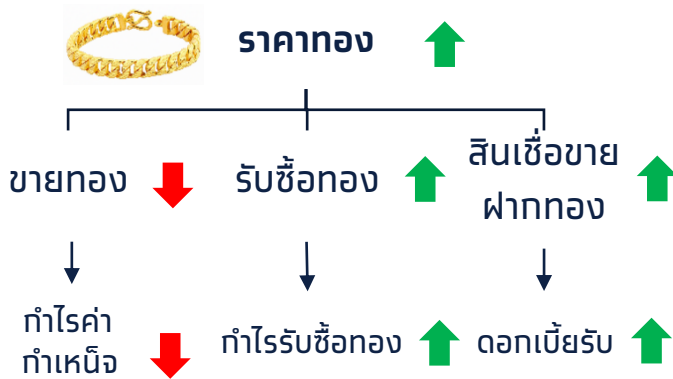
ในกรณีที่ราคาทองคำเป็นขาขึ้น ii) กำไรจากการรับซื้อทองมีโอกาสขยายตัวตามแนวโน้มการขายทองคำทำกำไรของผู้บริโภค และอัตราทำไรที่เป็นร้อยละต่อมูลค่าราคากอง ขณะที่ iii) สินเชื่อขายฝากก็มีแนวโน้มขยายตัวตามมูลค่าทอง อย่างไรก็ตาม i) ฝั่งการขายทองอาจเผชิญการลดลงของปริมาณขายทองซึ่งทำไรต่อหน่วยค่อนข้างคงที่เป็นเงินบาท แต่บริษัทก็จะมีกำไรบางส่วนจากต้นทุนสินค้าคงเหลือที่ต่ำกว่าราคาขาย

ในทางกลับกันเมื่อราคาทองเป็นขาลง i) กำไรการขายทองมีโอกาสขยายตัวตามปริมาณการขายที่เพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม บริษัทอาจเผชิญความเสี่ยงจากต้นทุนสินค้าคงเหลือที่อยู่ในช่วงราคาทองสูงก่อนหน้า ด้าน ii) การรับซื้อทองมีกำไรลดลงในทิศทางเดียวกับราคาทองที่ปรับลง และ iii) สินเชื่อขายฝากก็จะถูกปรับมูลค่าสัญญาลง

อนึ่ง ตลอดช่วง 7 ปีที่ผ่านมา ราคาขายทองรูปพรรณภายในประเทศปรับตัวเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง เฉลี่ยราว 18% CAGR ในช่วงปี 2019–25E สอดคล้องกับกำไรสุทธิของ AURA ที่เติบโตเฉลี่ย 18% CAGR ในช่วงเวลาเดียวกัน อย่างไรก็ตาม ผลการดำเนินงานของ AURA ชะลอตัวลงในปี 2021 โดยกำไรสุทธิลดลงประมาณ 21% YoY สาเหตุหลักมาจากอัตราทำไรขั้นต้นที่อ่อนตัวลงสู่ระดับ 8.9% จาก 10.9% ในปี 2020 แม้รายได้จะยังเติบโตได้ราว 15% YoY ก็ตาม ทั้งนี้ ในช่วงเวลาดังกล่าว ราคาขายทองรูปพรรณในประเทศปรับตัวลดลงประมาณ 18% จากจุดสูงสุดที่ 30,500 บาทต่อบาททองในเดือน ส.ค. 2020 สู่ระดับ 25,150 บาทต่อบาททองในเดือน มี.ค. 2021 ซึ่งส่งผลให้อัตราทำไรขั้นต้นของบริษัทใน 1Q21 ลดลงมาอยู่ที่ 6.5% จากระดับฐานปกติราว 9–10% เมื่อพิจารณาในรูปแบบดังกล่าวตลอดช่วง 7 ปีที่ผ่านมา (Figure 7) พบว่า การปรับฐานของราคาทองคำจากจุดสูงสุด (drawdown) เป็นเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นเป็นระยะ แต่ไม่ได้ส่งผลกระทบต่อความสามารถในการเติบโตของกำไรในระยะยาวของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ ทั้งนี้ สังเกตได้ว่าการปรับลดของราคาทองคำจะเริ่มส่งผลกระทบต่อการทำงานของธุรกิจก็ต่อเมื่อราคาทองปรับตัวลงจากจุดสูงสุดแรง ๆ เกินกว่า 10%

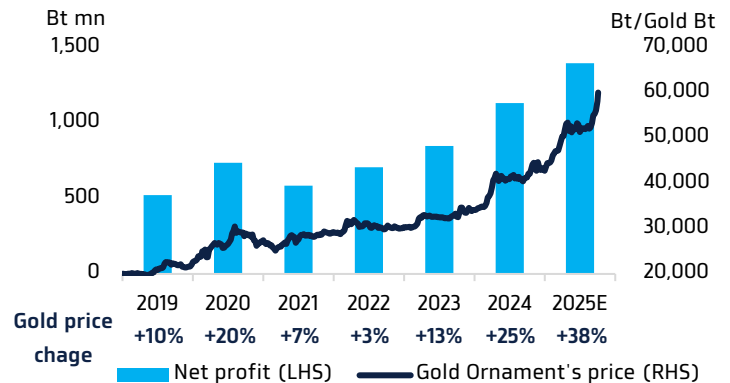
เช่นเดียวกับกรณีที่เกิดขึ้นในช่วงต้นปี 2021 ซึ่งราคาทองคำลดลงราว 18% จากระดับสูงสุดเดิม ด้านการวิเคราะห์ความผันผวนของราคาทองคำจากการคำนวณค่า Volatility ย้อนหลัง 90 วัน พบว่า ระดับความผันผวนของราคาทองคำไม่ได้เป็นความท้าทายต่อการเติบโตของกำไรบริษัท ทั้งนี้ ในช่วงภาวะราคาทองคำขาขึ้นระหว่างปี 2023–25E ซึ่งความผันผวนของราคาทองคำเพิ่มสูงขึ้นเช่นกัน บริษัทก็ยังสามารถรักษาการเติบโตของผลการดำเนินงานได้อย่างต่อเนื่อง

Figure 5: Gold price scenario: Gold price increase



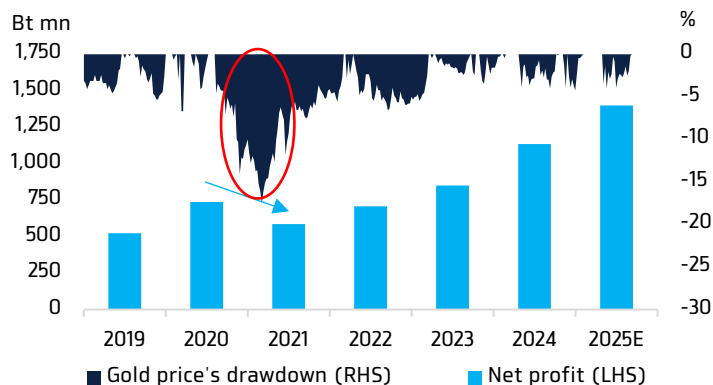
Sources: KTX Research

Figure 6: AURA's net profit and gold price



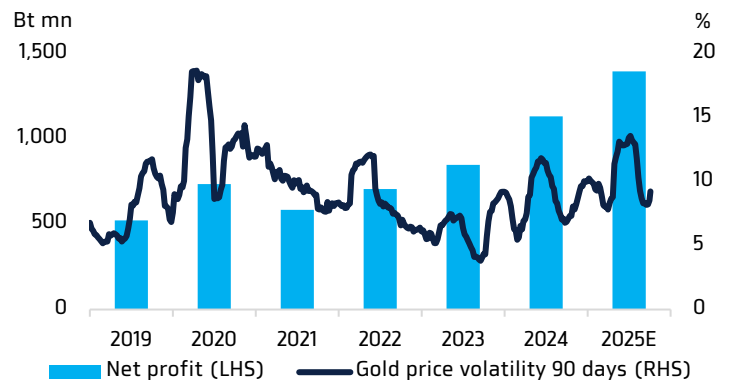
Sources: KTX Research

Figure 7: AURA's net profit and gold price's drawdown



Sources: Bloomberg, KTX Research

Figure 8: AURA's net profit and gold price's volatility



Sources: Bloomberg, KTX Research

ความยืดหยุ่นทางการเงิน ความสามารถในการเจาะตลาด

กลไกการส่งผ่านของราคาทองคำไปสู่ผลการดำเนินงานของบริษัทที่กล่าวถึงข้างต้น ถือเป็นปัจจัยขับเคลื่อนในระยะสั้นระดับรายไตรมาส ขณะที่ในเชิงพื้นฐานระยะยาว เรามองว่าการปรับฐานราคาทองคำขึ้นอย่างต่อเนื่องในช่วง 2–3 ปีที่ผ่านมา เป็นแรงสนับสนุนต่อการขยายตลาดของบริษัท โดยเฉพาะอย่างยิ่งจากคามยืดหยุ่นทางการเงินที่เหนือกว่าคู่แข่ง เนื่องจากสถานะการเป็นผู้เล่นรายใหญ่และบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

การปรับขึ้นของราคาทองคำส่งผลโดยตรงต่อความต้องการเงินทุนหมุนเวียนของร้านทอง เนื่องจากต้องใช้เงินเพิ่มสำหรับการสต็อกทองคำ และหากมีบริการขายฝาก ก็จะต้องเพิ่มเงินทุนเพื่อรองรับการปล่อยสินเชื่อที่สูงขึ้นต่อบาททองเช่นกัน

ตัวอย่างเช่น ร้านทองที่ถือสต็อกทอง 10 กิโลกรัม ณ ราคาทองรูปพรรณ 42,900 บาท/บาททอง (31 ธ.ค. 2024) จะใช้เงินทุนหมุนเวียนราว 28.1 ล้านบาท และหากมีบริการขายฝากอีก 20% ของมูลค่าสต็อก จะต้อง

ใช้เงินทุนรวมประมาณ 33.8 ล้านบาท ขณะที่ภายใต้ราคาทองรูปพรรณปัจจุบันที่ 59,800 บาท/บาททอง ร้านทองเดียวกันต้องใช้เงินทุนหมุนเวียนเพิ่มขึ้นเป็น 47.1 ล้านบาท

ดังนั้น ร้านทองเดิมจำเป็นต้องเสริมสภาพคล่องเพื่อรองรับภาระเงินทุนที่สูงขึ้นจากราคาทอง และร้านทองใหม่ก็จะเผชิญความต้องการเงินทุนที่สูงกว่าที่ผ่านมาอย่างมีนัยสำคัญ ขณะที่ AURA ซึ่งมีความยืดหยุ่นทางการเงินสูงทั้งจากวงเงินกับสถาบันการเงิน และการออกหุ้นกู้ ยิ่งเป็นโอกาสในวัฏจักรทองคำขาขึ้น โดยในปี 2025 บริษัทมีเป้าหมายสาขาเพิ่ม 156 สาขา เป็น 644 สาขา และขยายวงเงินสินเชื่อขยายฝากเพิ่มกว่า 3.1 พันล้านบาท สู่ระดับ 8 พันล้านบาท

Figure 9: Gold shop's working cap scenario

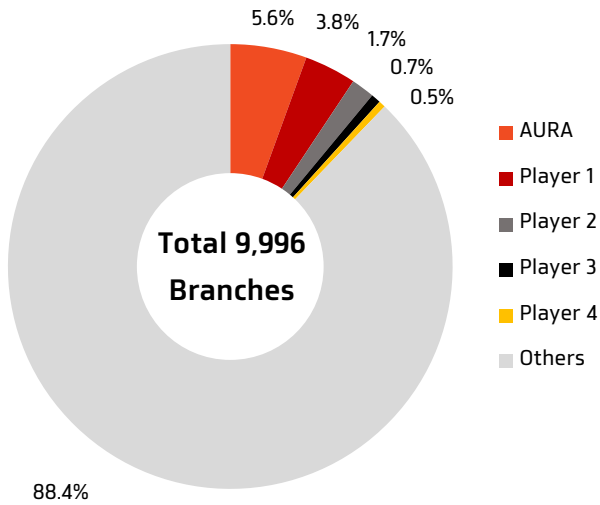


Source: KTX Research

ใช้ความสามารถทางการจัดการ การตลาด เทคโนโลยี และความ ยืดหยุ่นทางการเงินเจาะตลาดที่มี ขนาดใหญ่

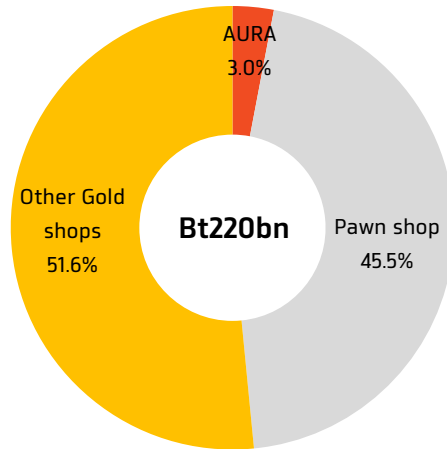
ความสามารถในการสร้างการเติบโตของผลการดำเนินงาน และจำนวนสาขาของ AURA สะท้อนจุดแข็งด้านการบริหารจัดการ การตลาด และเทคโนโลยี ควบคู่กับความยืดหยุ่นทางการเงิน โดยปัจจุบัน บริษัทเป็นร้านทองอันดับ 1 ของประเทศ หากนับด้วยจำนวนสาขา ทั้งนี้ บริษัทยังมีโอกาสเติบโตในตลาดอีกมาก จากการที่จำนวนสาขา 547 แห่งของบริษัท (สาขารวมทั้งร้านทอง และร้านรับขายฝากทอง) ณ สิ้น 2Q25 ยังคิดเป็นเพียง 5.6% ของจำนวนร้านทองในประเทศ เรามองว่าขนาดของบริษัทที่ยังเล็กเทียบกับตลาดเป็นเหตุผลที่บริษัทสามารถขยายสาขาได้มากถึง 35% จาก 406 แห่ง ณ สิ้นปี 2023 และเป้าหมายการขยายสาขาของบริษัท สู่ระดับ 1,000 สาขา ภายในปี 2027 มีความเป็นไปได้ ด้านโอกาสในตลาดขายฝากทองคำก็ยังมีพื้นที่ให้เติบโตอีกมากเช่นเดียวกัน โดยยอดสินเชื่อขายฝากของบริษัท ณ สิ้น 2Q25 ยังคิดเป็นเพียง 3.0% ของตลาดสินเชื่อขายฝากทองคำมูลค่า 2.2 แสนล้านบาท ซึ่งเป็นตลาดที่ประกอบไปด้วยผู้เล่นทั้งร้านทอง และโรงรับจำนำราวอย่างละครึ่ง ที่มีการกระจายตัวของผู้เล่นรายเล็ก (Fragmented) ค่อนข้างมาก

Figure 10: Market share by number of branches



Sources: Company, DBD / As of 30 June 2025

Figure 11: Market share of gold financing



Source: Company

ทำไมเติบโตต่อเนื่องแต่ราคาหุ้นดูจะยังไม่รับรู้

ทำไมหุ้นของ AURA มีการเติบโตต่อเนื่องราว 26% CAGR จากระดับ 708 ล้านบาท ในปี 2022 ซึ่งเป็นปีที่เข้าจดทะเบียนในตลาดฯ มาที่ 1,135 ล้านบาท ในปี 2024 และ 1,399 ล้านบาท ในปี 2025E หรือขึ้นเป็นการเติบโตราวสองเท่าในสามปี ด้านราคาหุ้นดูจะไม่ตอบรับกับการเติบโตทำไรของบริษัท โดยราคาหุ้นปัจจุบันอยู่ที่ 14.70 บาท เทียบกับราคาเปิดการซื้อขายวันแรกช่วงปลายปี 2022 ที่ 13.90 บาท และราคาสูงสุดที่ทำไว้ช่วงต้นปี 2023 ที่ 20.30 บาท ซึ่งในเชิง Valuation ราคาหุ้นจะค่อนข้างถูกเทียบกับอดีต (Figure 13) ซื้อขายที่ PER เพียง 14.0 เท่า เทียบกับกรอบการซื้อขายในอดีตที่ 13.1-26.0 เท่า PBV ที่ 2.7 เท่า เทียบกับกรอบการซื้อขายในอดีตที่ 2.5-4.6 เท่า และ EV/EBITDA 11.3 เท่า เทียบกับกรอบการซื้อขายในอดีตที่ 10.1-17.2 เท่า ขณะที่มีความสามารถในการจ่ายปันผลที่ 3.2%

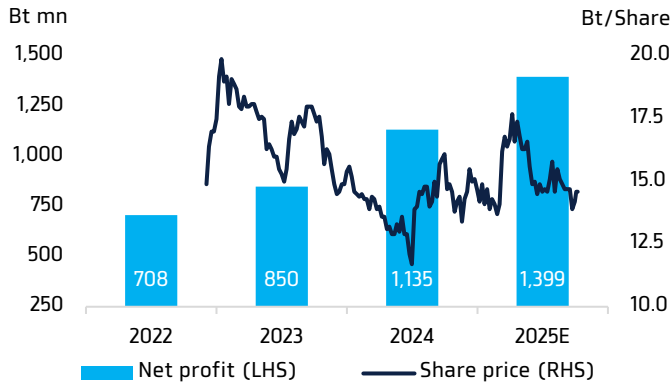
ทั้งนี้ เรามองปัจจัยสองประการที่อาจเป็นปัจจัยกดดัน Valuation ของหุ้น AURA ได้แก่ 1) ความกังวลด้านความเสี่ยงราคาทองที่ลดลง และ 2) กระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่เป็นลบต่อเนื่อง

ประเด็นแรกด้านราคาทอง เรามองว่าหากไม่เกิดการปรับตัวลงอย่างรวดเร็วเกิน 10% จะไม่น่ากังวล โดยการปรับขึ้นของราคาทองคำในรอบปัจจุบันมีปัจจัยหลักมาจากการสะสมทองคำเข้าทุนสำรองของนานาประเทศ จึงเป็นการปรับขึ้นที่ค่อนข้างมีเสถียรภาพ ขณะเดียวกันการปรับขึ้นของราคาทองคำที่ผ่านมา ก็ยังไม่ผลักดันราคาหุ้น AURA มากนัก สะท้อนความคาดหวังของตลาดฯ ต่อหุ้นจากประเด็นราคาทองคำที่ยังไม่สูง

ประเด็นที่สองด้านกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน เรามองเป็นสถานการณ์กระแสเงินสดติดลบตามธรรมชาติ เพราะโดยปกติของธุรกิจร้านทอง และธุรกิจการให้สินเชื่อ จะต้องการเงินทุนหมุนเวียนเพิ่มขึ้นในช่วงเติบโต สำหรับการสต็อกสินค้าคงเหลือทองในสาขาใหม่ และขยายลูกหนี้การค้าสำหรับการขยายพอร์ตสินเชื่อขายฝากทอง โดยเฉพาะอย่างยิ่งในปัจจุบันที่มีปัจจัยเร่งจากราคาทองคำที่ปรับเพิ่มสูงขึ้น ทั้งนี้ แหล่งเงินทุนหลักสำหรับการขยายธุรกิจของบริษัท คือ เงินกู้ โดยช่วงการเติบโตอย่างรวดเร็วของบริษัทที่ผ่านมาอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนมีการเพิ่มขึ้นปีละ 0.2 เท่า จาก 1.2 เท่า ในปี 2022 สู่คาดการณ์ 1.8 เท่า ในปี 2025E ซึ่งหากอ้างอิงเงื่อนไขสัญญาเงินกู้ (Debt covenant) ในส่วนหนี้กู้ของบริษัทปัจจุบันที่ 2.5 เท่า บริษัทจะยังสามารถขยายธุรกิจไปอีกราว 3 ปี (2028E) จากการออกหุ้นกู้ ทั้งนี้ บริษัทยังมีแผนปรับโครงสร้างธุรกิจและการจัดการเพื่อปลดล็อกศักยภาพการเติบโตและข้อจำกัดสัญญาเงินกู้เพิ่มเติม โดยเรามองโอกาสหาก AURA แยกโครงสร้างธุรกิจสินเชื่อขายฝากออกมา จะมีโอกาสขยายเงื่อนไขสัญญาเงินกู้

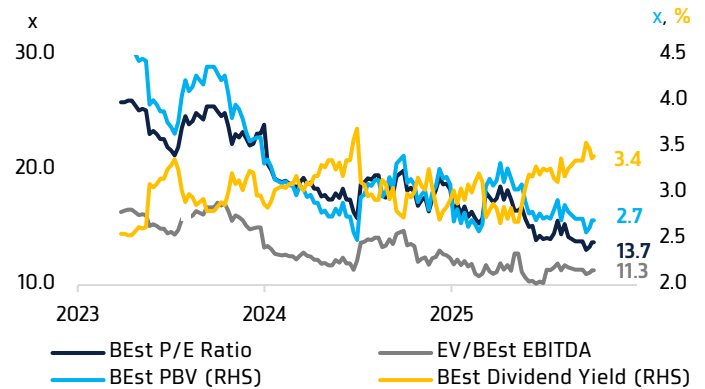
(สัดส่วนหนี้สินต่อทุน) ของบริษัทที่แยกออกมาได้ตั้ง 3.0-4.0 เท่า อ้างอิงอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนของผู้ประกอบการโรงรับจำนำของไทยที่อยู่ที่ราว 4.0 เท่า

Figure 12: Net profit and Share price



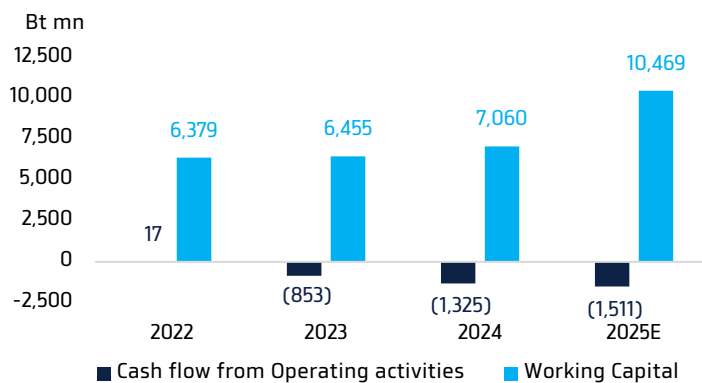
Sources: Company, KTX Research

Figure 13: AURA's PER PBV EV/EBITDA and Dividend Yield



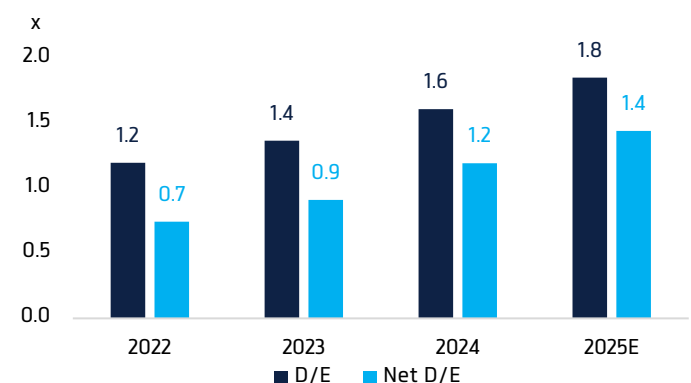
Sources: Company, KTX Research

Figure 14: CFO and Working Capital



Sources: Company, KTX Research

Figure 15: D/E and Net D/E



Sources: Company, KTX Research

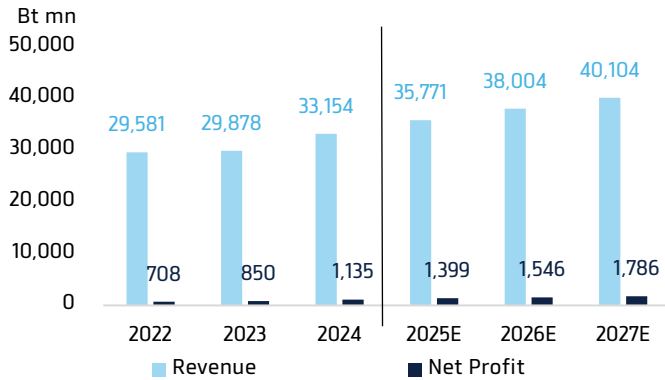
Financial projections

คาดการณ์เติบโต 16% CAGR ในปี 2024-27E พลิกผันโดยการขยายธุรกิจอย่างต่อเนื่อง

เราคาดว่าจะทำกำไรในช่วงปี 2024-27E จะเติบโตเฉลี่ยปีละ 16% (CAGR) โดยทำกำไรคาดอยู่ที่ 1.4 พันล้านบาท ในปี 2025E ตามด้วย 1.5 พันล้านบาท ในปี 2026E และ 1.8 พันล้านบาท ในปี 2027E หนุนจากการขยายตัวของรายได้ร้านทองและพอร์ตสินเชื่อยานพาหนะ เราคาดว่าจะรายได้ในปี 2025-27E จะอยู่ที่ 35.8 พันล้านบาท (+8% YoY) 38.0 พันล้านบาท (+6% YoY) และ 40.1 พันล้านบาท (+6% YoY) ตามลำดับ ซึ่งผลักดันหลักโดยยอดขายทองรูปพรรณที่เติบโต 6% CAGR และ รายได้ดอกเบี้ยขายฝากทองที่เติบโต 48% CAGR จาก 538 ล้านบาท ในปี 2024 สู่ 947 1,320 1,746 ล้านบาท ในปี 2025-27E ตามลำดับ สะท้อนการขยายพอร์ตสินเชื่อยานพาหนะจาก 4.9 พันล้าน ในปี 2024 สู่ 7.8 พันล้านบาท 11.6 พันล้านบาท 14.0 พันล้านบาท ในปี 2025-27E ตามลำดับ ด้านความสามารถในการทำกำไร คาดว่า GPM จะปรับตัวดีขึ้นจาก 11.1% ในปี 2024 เป็น 12.0% ในปี 2025E ตามด้วย 12.6% ในปี 2026E และ 13.2% ในปี 2027E โดยเพิ่มขึ้นตามรายได้ดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้น ขณะที่คาดการณ์ต้นทุนธุรกิจทองรูปพรรณที่ 8.5% 8.2% และ 8.1% ในปี 2025-27E ตามลำดับ เทียบกับระดับ 8.1% ในปี 2024 ทั้งนี้ เราประเมินค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายจะเพิ่มขึ้นเล็กน้อยจาก 5.7% ในปี 2024 มาที่ 5.8% ในปี 2025-27E อนึ่ง ด้วยการก่อหนี้เพื่อรองรับการขยายตัวของเงินทุนหมุนเวียน เราคาดว่าค่าใช้จ่ายทางการเงินจะเพิ่มขึ้นจาก 400 ล้านบาท ในปี 2024 มาที่ 563 ล้านบาท 729 ล้านบาท และ 842 ล้านบาท ในปี 2025-27E ตามลำดับ อนึ่ง เรามอง AURA มีความสามารถในการ

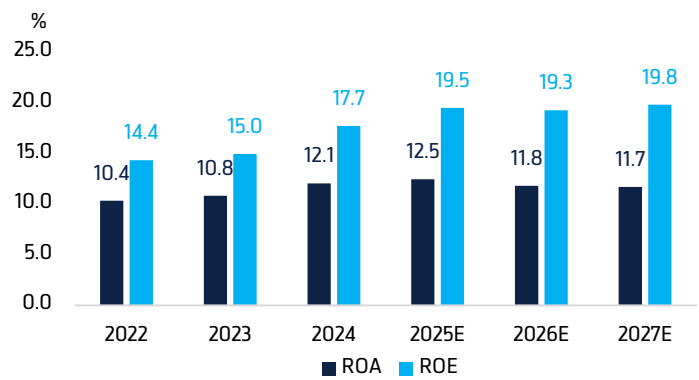
สร้างกำไรที่แข็งแกร่งด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ที่ราว 12% และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้นที่ราว 19-20%

Figure 16: Revenue and Net profit



Sources: Company, KTX Research

Figure 17: ROA and ROE



Sources: Company, KTX Research

VALUATION & RECOMMENDATION

เริ่มวิเคราะห์หุ้น AURA ด้วยคำแนะนำ "ซื้อ" โดยให้มูลค่าเหมาะสมปี 2026E ที่ 16.70 บาท อิงอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังที่ 6.93% ซึ่งสะท้อนค่าเป้าหมาย PER ที่ 14.4 เท่า โดย Valuation Metrics บ่งชี้ว่าราคาหุ้นปัจจุบันอยู่ต่ำกว่ามูลค่าเหมาะสมราว 14% ขณะที่แนวโน้มผลการดำเนินงานเติบโตอย่างมั่นคงที่ 12% CAGR ในปี 2025-27E และปัจจัยทาง Tactical สะท้อนราคาหุ้นมี Downside ที่จำกัด

เราชอบ AURA ที่เป็นร้านทองชั้นนำซึ่งมีวิสัยทัศน์ในการใช้ความสามารถทางการจัดการ การตลาด เทคโนโลยี และความยืดหยุ่นทางการเงินเจาะตลาดที่มีขนาดใหญ่และมีการกระจายตัวของผู้เล่นขนาดเล็กจำนวนมาก โดยบริษัทยังมีโอกาสเติบโตอีกมากจากจำนวนสาขาที่ยังคิดเป็นเพียงไม่ถึง 6% ของอุตสาหกรรม และยอดสินเชื่อขยายฝากที่คิดเป็นเพียง 3 % ของการปล่อยสินเชื่อขยายฝากทองรวมของอุตสาหกรรม

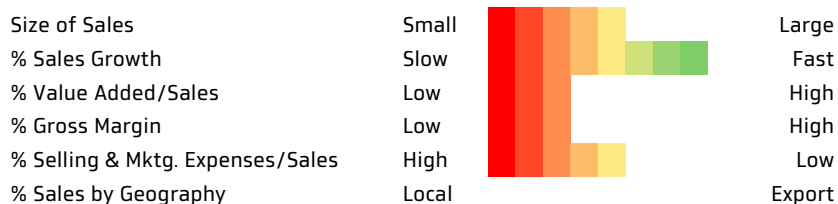
COMPANY VISIT HIGHLIGHTS

DATE	HIGHLIGHTS
22 ก.ย. 2025	บริษัทสามารถรักษาการเติบโตได้อย่างต่อเนื่อง โดยมีแผนขยายสาขา 156 แห่งในปี 2025E ซึ่งมุ่งเน้นไปที่สาขาในรูปแบบ "ทองมาเงินไป" ซึ่งให้บริการสินเชื่อขยายฝากทองคำ พร้อมกันนี้ บริษัทได้ปรับเป้าหมายการปล่อยสินเชื่อปลายปี 2025E ขึ้นจาก 7.5 พันล้านบาทเป็น 8.0 พันล้านบาท ทั้งนี้ ในระยะยาวบริษัทตั้งเป้าหมายเครือข่ายสาขาเกิน 1,000 แห่ง และเพิ่มพอร์ตสินเชื่อขยายฝากทองคำเป็น 2 หมื่นล้านบาท ภายในปี 2027 จากระดับ 644 สาขาและพอร์ตสินเชื่อ 8.0 พันล้านบาท ณ สิ้นปี 2025E

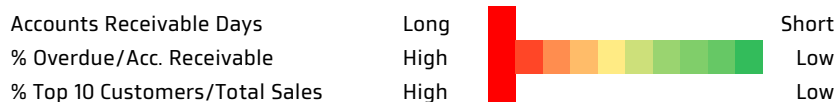
COMPETITIVENESS

Score 4.3

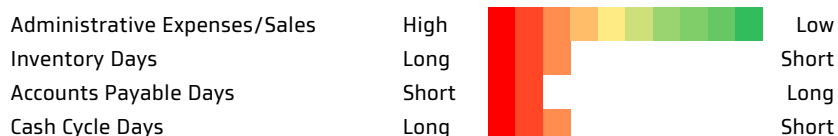
MARKET POSITION



CUSTOMER QUALITY



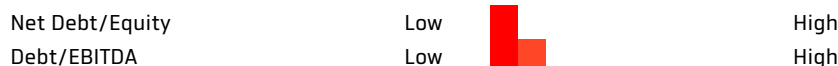
OPERATING EFFICIENCY



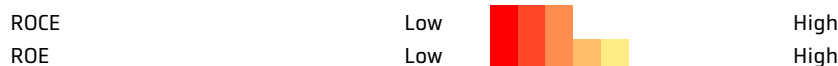
FINANCIALS & PROFITABILITY

Score 2.9

FINANCIAL STRENGTH



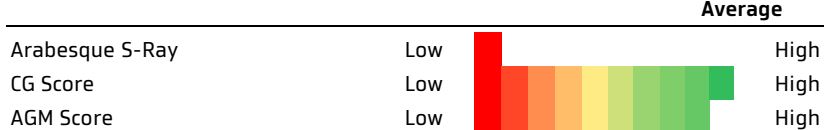
PROFITABILITY



SUSTAINABILITY (SEC)

Score 4.4

ESG Score



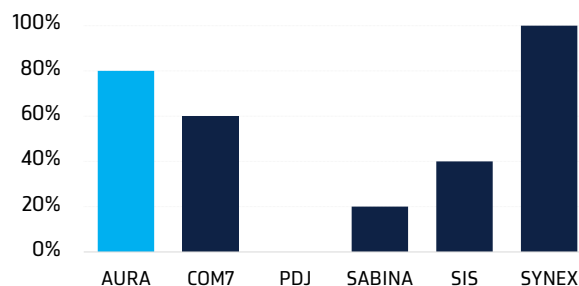
Source: Bloomberg

SOME ESG MATERIAL FACTORS

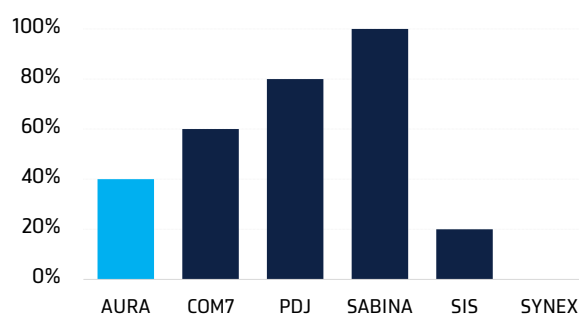
No comparable data available.

PERCENTILE RANK

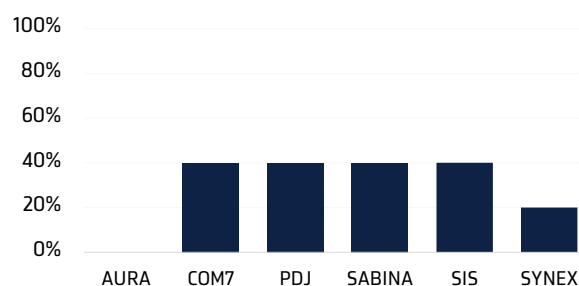
SALES GROWTH (%)



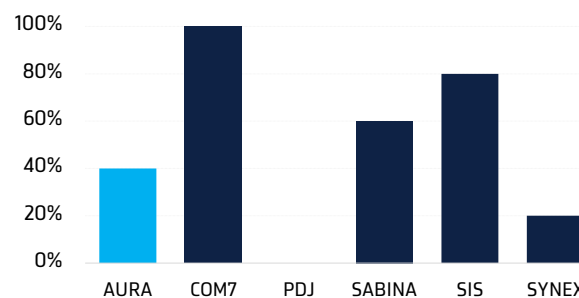
GROSS PROFIT MARGIN (%)



NET DEBT TO EQUITY RATIO (x)



ROCE (%)



FINANCIAL SUMMARY

PROFIT & LOSS (Btmn)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Revenues	29,878	33,154	35,771	38,004	40,104
Cost of sales and services	(27,025)	(29,485)	(31,462)	(33,226)	(34,792)
Gross profit	2,853	3,669	4,309	4,779	5,311
SG&A	(1,588)	(1,890)	(2,075)	(2,204)	(2,326)
EBITDA	1,719	2,300	2,830	3,190	3,613
Depreciation & amortization	406	487	520	530	541
EBIT	1,313	1,813	2,310	2,659	3,072
Interest expenses	(263)	(400)	(563)	(729)	(842)
Equity income	0	0	0	0	0
Other income/exp.	47	35	75	85	87
EBT	1,050	1,413	1,747	1,930	2,230
Corporate tax	(212)	(281)	(348)	(384)	(444)
Extra Items	0	0	0	0	0
Non-controlling interest	12	3	0	0	0
Net profit	850	1,135	1,399	1,546	1,786
Reported EPS	0.64	0.85	1.05	1.16	1.34
Fully diluted EPS	0.64	0.85	1.05	1.16	1.34
Core net profit	838	1,132	1,399	1,546	1,786
Core EPS	0.63	0.85	1.05	1.16	1.34
Dividend (Bt)	0.25	0.40	0.47	0.52	0.60

BALANCE SHEET (Btmn)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Cash and equivalents	460	575	757	504	842
Account receivable	2,859	4,991	7,868	11,725	14,131
Inventories	8,369	9,479	10,114	10,681	11,185
Investment	0	0	0	0	0
PP&E-net	209	253	273	278	284
Total assets	13,412	16,669	20,399	24,590	27,859
ST debt & current portion	3,932	6,709	6,700	7,500	7,500
Account payable	2,138	2,928	2,760	3,436	3,504
Long-term debt	1,684	1,480	4,363	6,826	9,044
Total liabilities	7,734	10,270	13,230	16,572	18,858
Minority interests	0	0	0	0	0
Shareholder equity	5,678	6,399	7,169	8,019	9,001
Total liab. & shareholder equity	13,412	16,669	20,399	24,590	27,859

CASH FLOW (Btmn)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Net profit	850	1,135	1,399	1,546	1,786
Depreciation & amortization	406	487	520	530	541
Change in working capital	(2,117)	(3,232)	(3,427)	(4,347)	(2,842)
FX, non-cash adjustment & others	8	285	(3)	(3)	(3)
Cash flow from operations	(853)	(1,325)	(1,511)	(2,274)	(517)
Capex (Invest)/Divest	(125)	(137)	(540)	(536)	(547)
Others	0	0	(12)	(13)	(13)
Cash flow from investing	(125)	(136)	(552)	(548)	(559)
Debt financing (repayment)	1,388	2,388	2,875	3,265	2,219
Equity financing	0	0	0	0	0
Dividend payment	(107)	(414)	(630)	(696)	(804)
Others	(262)	(399)	(1)	(1)	(1)
Cash flow from financing	1,019	1,575	2,245	2,569	1,415
Net change in cash	42	114	182	(253)	338
Free cash flow	(977)	(1,462)	(2,063)	(2,822)	(1,077)
FCF per share (Bt)	(0.73)	(1.10)	(1.55)	(2.12)	(0.81)

PROFITABILITY	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Sales & services revenue growth (%)	1.0	11.0	7.9	6.2	5.5
EBITDA growth (%)	17.7	33.8	23.0	12.7	13.3
EPS growth (%)	20.1	33.5	23.3	10.5	15.5
Gross margin (%)	9.5	11.1	12.0	12.6	13.2
EBITDA margin (%)	5.8	6.9	7.9	8.4	9.0
Operating margin (%)	4.4	5.5	6.5	7.0	7.7
Net margin (%)	2.8	3.4	3.9	4.1	4.5
Core profit margin (%)	2.8	3.4	3.9	4.1	4.5
Effective tax rate (%)	20.2	19.9	19.9	19.9	19.9

FINANCIAL QUALITY	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Total debt (Btmn)	5,616	8,189	11,063	14,326	16,544
Net debt (Cash) (Btmn)	5,156	7,614	10,306	13,822	15,701
Net debt to equity (x)	0.91	1.19	1.44	1.72	1.74
Interest coverage (x)	5.0	4.5	4.1	3.6	3.6

หมายเหตุ:

Krungthai XSpring มีผู้ถือหุ้นใหญ่เป็น ธนาคารกรุงไทย จำกัด (มหาชน) (KTB) และ บมจ. เอ็กซ์สปริง แคปปิตอล (XPG) ลูกคำโปรดใช้วิจารณ์ฐานในการตัดสินใจก่อนการลงทุนในหลักทรัพย์ KTB และ XPG

มีกรรมการของบริษัทเป็นกรรมการใน VNG, MAJOR, XPG, NVD, KTC, IVL, SAWAD, CI, HMPRO, SCAP

เป็นที่ปรึกษาทางการเงินใน NWR, PREB, MK, SPCG, SCAP, UNIQ

เป็นผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ใน INET

Disclaimer

เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ต่อสาธารณะ โดยอยู่บนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เราพิจารณาแล้วมีความน่าเชื่อถือ แต่ทั้งนี้ มิอาจรับรองความถูกต้องของข้อมูลดังกล่าวได้ บทวิเคราะห์ และความคิดเห็นที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการ และอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า จึงมีอาจถือเป็นการชักชวน หรือเสนอแนะในการซื้อ/ขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด ดังนั้น นักลงทุนควรใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการพิจารณาลงทุน อนึ่ง บริษัทสงวนลิขสิทธิ์ในการนำข้อมูลในเอกสารนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปใช้ประโยชน์ ทำซ้ำ ดัดแปลง หรือเผยแพร่ต่อสาธารณชน เว้นแต่ได้รับหนังสืออนุญาตจากบริษัทฯ เป็นการล่วงหน้า ทั้งนี้ การกล่าวอ้างต้องไม่ก่อให้เกิดความเข้าใจผิด หรือสร้างความเสียหายแก่บริษัทฯ รวมถึงต้องอ้างอิงถึงวันที่ในเอกสารของบริษัทฯ อย่างชัดเจนด้วย

คำแนะนำการลงทุน**การประเมินมูลค่าหุ้น**

การประเมินมูลค่าที่เหมาะสมของหุ้นในรายงานฉบับนี้ คำนวณจากประมาณการผลการดำเนินงานของบริษัทในรอบระยะเวลา 12 เดือนข้างหน้า เทียบกับอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ อ้างอิงจาก Capital Asset Pricing Model (CAPM) ทั้งนี้ ค่าเบต้าที่ใช้ในการคำนวณหาส่วนต่างผลตอบแทนการลงทุนในหุ้น เป็นการประมาณการจากตัวเลขเศรษฐกิจมหภาค และปัจจัยเฉพาะของบริษัท

คำแนะนำของกลุ่มอุตสาหกรรม

มากกว่าตลาด: คาดอุตสาหกรรมจะให้ผลตอบแทนสูงกว่าตลาดอย่างน้อย 10% ในระยะ 12 เดือนข้างหน้า

เท่ากับตลาด: คาดอุตสาหกรรมจะให้ผลตอบแทนใกล้เคียงกับตลาดในระยะ 12 เดือนข้างหน้า

คำแนะนำการลงทุน

คำแนะนำการลงทุน จะพิจารณาประกอบกันทั้งในเชิงประเมินมูลค่า และแนวโน้มผลการดำเนินงานในอนาคต ได้แก่

- 1) ความน่าสนใจในเชิงประเมินมูลค่า พิจารณาส่วนต่างราคาหุ้นเทียบกับมูลค่าที่เหมาะสมทางปัจจัยพื้นฐาน ตามเกณฑ์การประเมินมูลค่าหุ้นที่กล่าวไว้ข้างต้น
- 2) การเคลื่อนไหวของราคาหุ้นระยะสั้น พิจารณาจากกรอบการเคลื่อนไหวของส่วนต่างระหว่างราคาหุ้นเทียบกับราคาเหมาะสม
- 3) การเติบโตของกำไรต่อหุ้น (EPS) ระยะ 24 เดือนข้างหน้า เพื่อสะท้อนแนวโน้มผลการดำเนินงานในอนาคต

ทั้งนี้ แต่ละเกณฑ์ จะมีการกำหนดช่วงคะแนนระหว่าง -5 ถึง +5 โดยประเมินเทียบกับเกณฑ์อ้างอิงที่กำหนด ยกเว้นการเติบโตของกำไรต่อหุ้น จะเปรียบเทียบกับค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้อง หลังจากนั้น คะแนนรวมของทั้งสามเกณฑ์ จะไปกำหนดคำแนะนำการลงทุนในหลักทรัพย์นั้นต่อไป

ต่ำกว่าตลาด: คาดอุตสาหกรรมจะให้ผลตอบแทนต่ำกว่าตลาดในระยะ 12 เดือนข้างหน้า