

เบอร์ลี ยุคเกอร์

บริษัท เบอร์ลี ยุคเกอร์
จำกัด (มหาชน)

BJC

Bloomberg
ReutersBJC TB
BJC.BKinnovest^x

บริษัทหลักทรัพย์ในกลุ่ม SCBX

Valuation น่าสนใจ; Upside กำไรเพิ่มขึ้นจาก MMVN

หลังจากปรับตัว underperform ในช่วงที่ผ่านมา จากความกังวลของตลาดต่อการเข้าซื้อกิจการ MMVN (มูลค่าดีสูงและกำไรจะเพิ่มขึ้นเล็กน้อย) ราคาหุ้น BJC มีแนวโน้มที่จะปรับตัวดีขึ้น โดยมีโอกาสเห็นกำไรส่วนเพิ่มจาก MMVN ที่ 8-11% ต่อปี (เทียบกับ 2-5% ก่อนหน้านี้ ซึ่งเกิดจากการไถ่ถอนของ MMVN เพียงอย่างเดียว) เมื่อรวม synergy และแผนลดภาระหนี้เข้ามา ซึ่งทั้งหมดยังไม่ได้นำมาพิจารณาในการประเมินของเรา โดยรอการอนุมัติจากที่ประชุม EGM ในวันที่ 13 ก.พ. ทั้งนี้ หุ้น BJC ซื้อขายที่ PE ปี 2569 ที่ 12 เท่า (เทียบกับกลุ่มที่ 14 เท่า) ขณะที่กำไรปี 2569 ไม่รวม MMVN คาดว่ายังคงเติบโต 6.5% โดย SSS มีแนวโน้มดีขึ้นตั้งแต่ 2Q69 เป็นต้นไปจากฐานต่ำ เราปรับคำแนะนำระยะ 3 เดือนขึ้นจาก NEUTRAL เป็น OUTPERFORM โดยคงราคาเป้าหมายกลางปี 2569 ไว้ที่ 18.5 บาท อิงวิธี DCF (WACC 7% และอัตราการเติบโตระยะยาว 1.5%)

ปัจจัยกระตุ้น #1: การปรับตัว underperform ของราคาหุ้นที่ผ่านมา สะท้อนความกังวลมูลค่าดีที่สูงและกำไรที่เพิ่มขึ้นเพียงเล็กน้อยจาก MMVN แล้ว หลังจากประกาศเข้าซื้อกิจการ MMVN เมื่อวันที่ 17 ธ.ค. 2568 ราคาหุ้น BJC ปรับตัวลดลง 9% (จากราคาปิด 15.6 บาทในวันก่อนประกาศดีล MMVN) เทียบกับหุ้นกลุ่มค่าปลีกที่ลดลงเฉลี่ย 2% และ SET ที่เพิ่มขึ้น 4% สะท้อนความกังวลของตลาดต่อราคาเข้าซื้อที่สูง (PE ปี 2568 ที่ 35.5 เท่า) และกำไรส่วนเพิ่มเพียงเล็กน้อยจาก MMVN แม้ว่าตลาดจะมีมุมมองเชิงบวกในระยะยาวต่อ MMVN ในฐานะผู้ประกอบการธุรกิจ cash & carry เพียงแห่งเดียว ที่มีกำไร ในตลาดเวียดนามที่มีแนวโน้มเติบโตสูง

ปัจจัยกระตุ้น #2: กำไรส่วนเพิ่มจาก MMVN มีแนวโน้มดีกว่าที่เราเคยประเมินไว้ก่อนหน้านี้ ในการประชุมนักวิเคราะห์เมื่อวันที่ 23 ม.ค. BJC ได้เปิดเผยมูลค่า synergy ทางธุรกิจจาก MMVN ที่บริษัทประเมินได้ไว้เบื้องต้นที่ 370-500 ลบ. ในปี 2569-2571 จากกลยุทธ์การบริหารสินค้า การรวมส่วนงาน back-office การรวมระบบ IT และรายได้อื่นๆ นอกจากนี้ BJC ยังเปิดเผยแผนการลดภาระหนี้จากการขายสินทรัพย์ที่ไม่ได้ก่อให้เกิดรายได้ (ที่ดิน 33 แปลง) เพื่อนำมาชำระคืนหนี้บางส่วน โดยมีแผนประกาศประมูลที่ดิน 33 แปลงในเร็ว ๆ นี้ สำหรับผู้ที่เสนอราคาที่ดีที่สุด ไม่ว่าจะเป็นกลุ่ม TCC (ซึ่งมีเงินจากการขาย MMVN) หรือผู้ซื้อรายอื่น โดยตั้งเป้าแล้วเสร็จในช่วงเวลาใกล้เคียงกับการเข้าซื้อ MMVN ในช่วง 2Q69 ด้วยราคาประเมินล่าสุดของที่ดิน 33 แปลงที่ประมาณ 8 พันลบ. BJC คาดว่าจะบันทึกกำไรจากการขายสินทรัพย์ (หลังภาษี) ประมาณ 1 พันลบ. โดยจะนำเงินสดสุทธิจากการขายสินทรัพย์ประมาณ 7 พันลบ. ไปชำระคืนหนี้ทั้งหมด (ต้นทุนทางการเงิน 3% ต่อปี) และจะนำไปใช้อัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อ EBITDA กลับไปอยู่ในระดับใกล้เคียงกับช่วงก่อนเข้าซื้อ MMVN

จากปัจจัยดังกล่าว เราประเมินอย่างคร่าวๆ ได้ว่า BJC จะรับรู้กำไรส่วนเพิ่มจาก MMVN ที่ดีขึ้นเป็น 8-11% ต่อปี (เทียบกับ 2-5% ที่เคยประเมินไว้ก่อนหน้านี้ที่คำนวณจากส่วนแบ่งกำไรของ MMVN หักลบต้นทุนทางการเงิน) เมื่อรวมไปถึง synergy ทางธุรกิจและแผนการลดภาระหนี้ด้วยการขายที่ดินเข้ามาด้วย ซึ่งยังไม่รวมแผนขยายสาขาเชิงรุกของบริษัท (จาก 30 สาขา ณ สิ้นปี 2568 เป็น 54 สาขา ณ สิ้นปี 2573) ทั้งนี้ เรายังไม่ได้รวมกำไรส่วนเพิ่มนี้เข้าในการประเมิน เนื่องจากดีลนี้อยู่ระหว่างรอการอนุมัติจากที่ประชุม EGM ในวันที่ 13 ก.พ.

ปัจจัยกระตุ้น #3: valuation น่าสนใจ; ผลการดำเนินงานปี 2569 หากไม่รวม MMVN ยังคงเติบโต ปัจจุบันหุ้น BJC ซื้อขายที่ PE ปี 2569 ระดับ 12 เท่า (เทียบกับกลุ่มที่ 14x) ขณะที่กำไรปี 2569 หากไม่รวม MMVN คาดว่าคงเติบโต 6.5% จาก SSS ที่ดีขึ้นตั้งแต่ 2Q69 เป็นต้นไป จากฐานที่ต่ำจากสภาพอากาศที่ไม่เอื้ออำนวย การปรับปรุงสาขา เหตุการณ์น้ำท่วม และความขัดแย้งบริเวณชายแดน สำหรับ 1Q69TD เราประเมินว่า SSS จะหดตัวน้อยลงที่ 1.5% YoY (เทียบกับ -3.3% YoY ใน 4Q68) เนื่องจากผลกระทบด้าน SSS จากความขัดแย้งชายแดนไทย-กัมพูชาและน้ำท่วมลดลงเมื่อเทียบกับช่วงเดือนพ.ย.-ธ.ค. 2568 ขณะที่ sentiment ระยะสั้นมีแนวโน้มดีขึ้นก่อนการเลือกตั้งทั่วไปของไทยในวันที่ 8 ก.พ. จากนั้นนโยบายหาเสียงของพรรคการเมืองต่างๆ โดยเฉพาะมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพื่อเพิ่มการบริโภคและลดค่าไฟฟ้า

ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ คือ การเปลี่ยนแปลงในกำลังซื้อ ต้นทุนที่สูงขึ้นจากแรงกดดันเงินเฟ้อ อัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น และนโยบายภาครัฐใหม่ๆ ความเสี่ยง ESG ที่สำคัญ คือ การบริหารจัดการพลังงาน ผลิตภัณฑ์ที่ยั่งยืน (E) และแนวปฏิบัติด้านแรงงาน/การจ้างงาน (S)

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Revenue	(Btmn)	154,672	157,727	154,093	157,634	161,250
EBITDA	(Btmn)	20,701	22,432	21,779	22,132	22,597
Core profit	(Btmn)	4,834	4,610	4,395	4,680	5,091
Reported profit	(Btmn)	4,795	4,001	4,079	4,680	5,091
Core EPS	(Bt)	1.21	1.15	1.10	1.17	1.27
DPS	(Bt)	0.80	0.71	0.70	0.70	0.76
P/E, core	(x)	11.8	12.3	12.9	12.2	11.2
EPS growth, core	(%)	(1.9)	(4.6)	(4.6)	6.5	8.8
P/BV, core	(x)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
ROE	(%)	4.1	3.8	3.6	3.8	4.1
Dividend yield	(%)	5.6	5.0	4.9	4.9	5.4
EV/EBITDA	(x)	10.5	9.5	9.7	9.4	9.1

Source: InnovestX Research

Tactical: OUTPERFORM
(3-month)

Stock data	
Last close (Jan 23) (Bt)	14.20
Target price (Bt)	18.50
Mkt cap (Btbn)	56.91

12-m high / low (Bt)	24.6 / 13.1
Avg. daily 6m (US\$m)	3.03
Foreign limit / actual (%)	49 / 8
Free float (%)	25.0
Outstanding Short Position (%)	0.98

Share price performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	(3.4)	(27.9)	(36.0)
Relative to SET	(6.6)	(28.6)	(34.6)

INVX core earnings vs consensus

Earnings vs consensus	2025F	2026F
Consensus (Bt mn)	4,321	4,724
INVX vs Consensus (%)	1.7	(0.9)

Earnings momentum	YoY	QoQ
INVX 4Q25F core earnings	Down	Up

2025 Sustainability/2023 ESG Score

SET ESG Ratings	AAA
-----------------	-----

Bloomberg ESG Score and Rank in the sector		
ESG Score and Rank	4.74	3/34
Environmental Score and Rank	2.44	7/34
Social Score and Rank	7.08	2/34
Governance Score and Rank	3.80	12/34

Source: SET, InnovestX Research, Bloomberg Finance L.P.

นักวิเคราะห์

ศิริมา ติสสรุ, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2793-9009

sirima.d@innovestx.co.th

สรุปดีล MMVN

แผนการเข้าซื้อกิจการ MMVN เมื่อวันที่ 17 ธ.ค. 2568 คณะกรรมการ BJC มีมติเสนอให้ที่ประชุมผู้ถือหุ้นพิจารณาอนุมัติให้ C-Distribution Asia Pte. Ltd. (“CDA” บริษัทย่อยที่ BJC ถือหุ้นทั้งหมด) เข้าซื้อหุ้นทั้งหมดใน TCC Land International (Singapore) Pte. Ltd. (“TCCLI” บริษัทที่ประกอบธุรกิจการถือหุ้นในบริษัทอื่นซึ่งถือหุ้น 100% ใน MM Mega Market (Vietnam) Company Limited หรือ “MMVN” ซึ่งประกอบธุรกิจศูนย์จำหน่ายขายส่งสินค้าอุปโภคและบริโภคที่มี 30 สาขาทั่วประเทศเวียดนาม) จาก Golden Land International Pte. Ltd. (“GLI” บุคคลที่เกี่ยวข้องกับของ BJC ซึ่งมีผู้ถือหุ้นใหญ่รายเดียวกันคือ TCC Corporation Company Limited) มูลค่ารวม 2.25 หมื่นลบ. แหล่งเงินทุนที่ BJC ใช้จะมาจากกำไรสะสมจากการเงินหรือการออกหุ้นกู้ โดยคาดว่าจะมีต้นทุนทางการเงินอยู่ที่ 2.25% สำหรับสินเชื่ระยะสั้น (1 ปี 2 เดือน) และมีแผนจะรีไฟแนนซ์ด้วยการออกหุ้นกู้ที่ต้นทุนทางการเงิน 2.58% ในภายหลัง (เทียบกับต้นทุนทางการเงินเงินเฉลี่ย 3% ต่อปี)

เงื่อนไขและระยะเวลา BJC ต้องได้รับอนุมัติจากที่ประชุม EGM (วันที่ 13 ก.พ. 2569) ในการเข้าทำธุรกรรมการซื้อหุ้น TCCLI หลังจากนั้น CDA และ GLI จะต้องได้รับหนังสืออนุมัติการรวมธุรกิจ (Economic Concentration Clearance) จากคณะกรรมการการแข่งขันแห่งชาติเวียดนาม (Vietnam National Competition Commission) ในการเข้าทำธุรกรรมการซื้อหุ้น TCCLI ทั้งนี้ที่ประชุม EGM จะต้องอนุมัติธุรกรรมการซื้อหุ้น TCCLI ด้วยคะแนนเสียงไม่น้อยกว่า 3 ใน 4 ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียงลงคะแนน โดยไม่นับคะแนนเสียงของผู้ถือหุ้นที่มีส่วนได้เสีย โดย BJC คาดว่าธุรกรรมการซื้อหุ้น TCCLI จะเสร็จสมบูรณ์ภายใน 2Q69

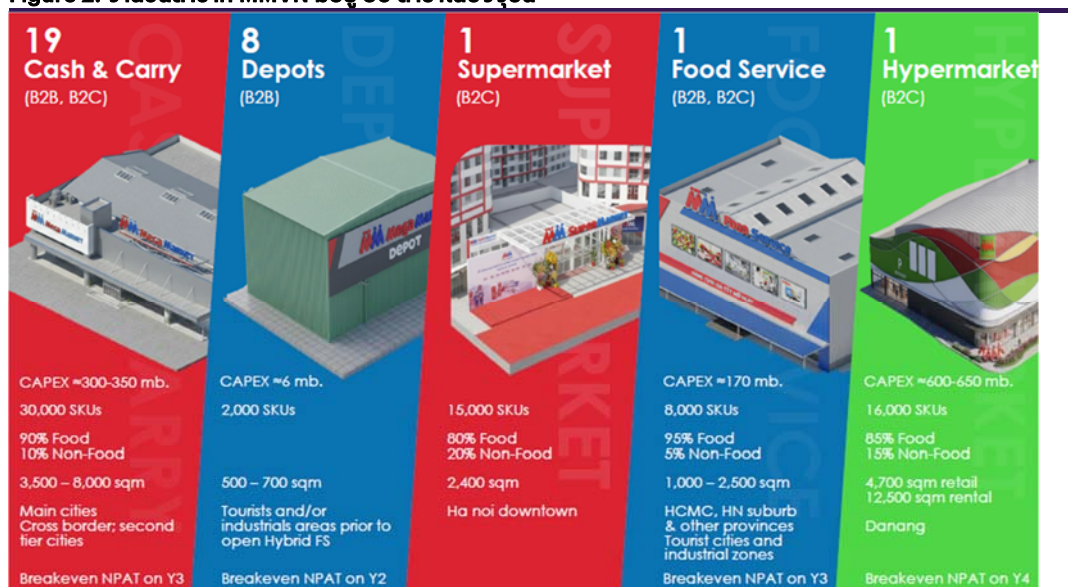
เหตุผลในการลงทุนของ BJC 1) เพื่อขยายธุรกิจในตลาดเวียดนามที่มีศักยภาพสูง โดยมี GDP เติบโตคงที่ 6-7% การขยายตัวของความเป็นเมืองที่เพิ่มขึ้น และอัตราการเข้าถึงของธุรกิจค้าปลีกสมัยใหม่ (modern trade) ยังอยู่ในระดับต่ำที่ 38% (เทียบกับ 60% ในประเทศไทย) 2) ข้อได้เปรียบด้านจังหวะเวลาเชิงกลยุทธ์เพื่อโอกาสในการเร่งขยายธุรกิจ จากการปฏิรูปเขตการปกครองของเวียดนามในปี 2568 (กล่าวคือ การลดจำนวนหน่วยการปกครองระดับจังหวัดของเวียดนามจาก 63 เหลือ 34 จังหวัด และการบังคับใช้การจดทะเบียน VAT สำหรับธุรกิจขนาดเล็กและครัวเรือนที่มีขนาดใหญ่ขึ้น ซึ่งกำหนดให้ธุรกิจที่มีรายได้ต่อปีตั้งแต่ 1 พันล้านดองขึ้นไปต้องจดทะเบียน VAT) ซึ่งช่วยลดความล่าช้าของระบบราชการ ปรับเปลี่ยนเศรษฐกิจนอกระบบให้เข้าสู่ระบบมากขึ้น และช่วยเพิ่มกำลังซื้อในระดับภูมิภาค 3) การเพิ่มมูลค่าให้แก่บริษัทได้ทันที เนื่องจากส่วนแบ่งกำไรจาก MMVN จะสามารถลดหย่อนค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย (หลังหักภาษี) จากการใช้เงินกู้ 100% ในการทำดีลนี้ได้ และ 4) เพิ่ม synergy ทางธุรกิจระหว่าง BJC และ MMVN

Figure 1: MMVN มีแผนเพิ่มจำนวนสาขาจาก 30 สาขา ณ สิ้นปี 2568 เป็น 54 สาขา ณ สิ้นปี 2573 โดยมี CAPEX ปีละ 0.5-1 พันลบ. ซึ่งจะใช้เงินทุนจากกระแสเงินสดภายในของ MMVN

Store type	Stores, ending		New store expansion plan				Stores, ending		% change
	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2030F	2030F vs 2025	
Cash & Carry	19		1	3	3	2	29		53%
Supercenter	1			1		1	3		200%
Supermarket	1						1		0%
Food service	1	1	2	1	2	2	8		700%
Depot	8	3	2				13		63%
Total	30	4	5	5	5	5	54		80%
Retail sales area (sq.m.)	112,868						202,868		80%
Rental area (sq.m.)	42,311						76,311		80%

Source: Company data and InnovestX Research

Figure 2: จำนวนสาขาที่ MMVN มีอยู่ 30 สาขาในปัจจุบัน



Source: Company data and InnovestX Research

สรุปประเด็นใหม่เกี่ยวกับดีล MMVN

หลังจากการประชุมนักวิเคราะห์ของ BJC เมื่อวันที่ 23 ม.ค. เราสรุปประเด็นสำคัญที่เกี่ยวข้องกับดีล MMVN ได้ดังนี้

กำไรปกติปี 2568 ของ MMVN สูงกว่าที่ BJC เคยประเมินไว้ก่อนหน้านี้ โดยจะมีการบันทึกค่าใช้จ่ายพิเศษใน 4Q68
ในปี 2568 BJC ประเมินกำไรปกติจาก MMVN ได้ที่ 630 ลบ. ซึ่งสูงกว่าระดับ 580 ลบ. ที่เคยประเมินไว้เมื่อเดือนธ.ค. 2568 เล็กน้อย ในด้านมูลค่ากิจการ (valuation) ราคาเข้าซื้อเทียบเท่ากับ PE ปี 2568 ที่ 35.5 เท่า เทียบกับหุ้นกลุ่มเดียวกันในเวียดนาม ได้แก่ Masan (PE ปี 2568 ที่ 32 เท่า) และ MWG (PE 20 เท่า) หากพิจารณาจาก EV/EBITDA ราคาเข้าซื้อจะเทียบเท่ากับ EV/EBITDA ปี 2568 ที่ 21 เท่า เทียบกับ Masan (12.7 เท่า) และ MWG (13.5 เท่า)

จากความเห็นของผู้สอบบัญชี คาดว่าใน 4Q68 MMVN จะมีการบันทึกรายการพิเศษค่าใช้จ่ายสำรองจำนวน 1.38 พันลบ. จากลูกหนี้การค้าของ B'smart ซึ่งเป็นร้านค้าขนาดเล็กในเวียดนามที่ดำเนินงานโดยพันธมิตร และกำลังอยู่ระหว่างการปรับลดขนาดและเตรียมปิดกิจการในอนาคต ทั้งนี้ หากได้รับชำระเงินจากลูกหนี้การค้าของ B'smart ในอนาคต จะบันทึกเป็นกำไรจากรายการโอนกลับค่าใช้จ่ายสำรองของ MMVN (และของ BJC หากกลายเป็นผู้ถือหุ้นรายใหม่ของ MMVN) ส่วนค่าใช้จ่ายที่เกิดจาก B'smart ตั้งแต่วันที่ 1 ม.ค. 2569 เป็นต้นไป กลุ่ม TCC จะเป็นผู้รับผิดชอบทั้งหมด

Figure 3: ผลการดำเนินงานปี 2558-2568E ของ MMVN

MMVN	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
											Dec-25 Jan-26
(VND bn)											
Sales	12,596	11,767	11,949	13,091	14,011	13,756	13,590	14,672	14,273	14,848	
Gross profit	554	765	813	1,492	1,779	1,775	1,780	2,054	2,127	2,212	
NPAT	(613)	(110)	(7)	59	145	173	237	295	367	460	
(Bt mn)**											
Sales	15,158	14,160	14,379	15,754	16,861	16,554	16,354	17,650	17,170	17,862	
Gross profit	667	920	978	1,796	2,141	2,135	2,142	2,472	2,561	2,660	
Core profit	(738)	(132)	(8)	71	174	208	285	355	442	553	580
One-off items***											(1,380)
NPAT	(738)	(132)	(8)	71	174	208	285	355	442	553	633
GPM (%)	4.4%	6.5%	6.8%	11.4%	12.7%	12.9%	13.1%	14.0%	14.9%	14.9%	
NPAT margin (%)	-4.9%	-0.9%	-0.1%	0.5%	1.0%	1.3%	1.7%	2.0%	2.6%	3.1%	

Source: Company data and InnovestX Research

หมายเหตุ: *ปี 2568 ประเมินโดย BJC

** เพื่อความระมัดระวัง BJC ใช้สมมติฐานอัตราแลกเปลี่ยน VND (:1000)/THB ที่ 1.2 (spot rate) ในการคำนวณรายได้และกำไรในอดีตเป็นสกุลเงินบาท

*** จากความเห็นของผู้สอบบัญชี คาดว่า MMVN จะมีการบันทึกรายการพิเศษค่าใช้จ่ายสำรองจำนวน 1.38 พันลบ. จากลูกหนี้การค้าของ B'smart ซึ่งเป็นร้านค้าขนาดเล็กในเวียดนามที่ดำเนินงานโดยพันธมิตร และกำลังอยู่ระหว่างการปรับลดขนาดและเตรียมปิดกิจการในอนาคต ทั้งนี้ หากได้รับชำระเงินจากลูกหนี้การค้าของ B'smart ในอนาคต จะบันทึกเป็นกำไรจากรายการโอนกลับค่าใช้จ่ายสำรองของ MMVN (และของ BJC หากกลายเป็นผู้ถือหุ้นรายใหม่ของ MMVN) ส่วนค่าใช้จ่ายที่เกิดจาก B'smart ตั้งแต่วันที่ 1 ม.ค. 2569 เป็นต้นไป กลุ่ม TCC จะเป็นผู้รับผิดชอบทั้งหมด

Figure 4: Valuation ของ MMVN (อิงกับราคาเข้าซื้อ) เทียบกับหุ้นกลุ่มเดียวกันในเวียดนามในปี 2567-2568E

Companies	PE (x)		EV/EBITDA (x)		EBITDA margin (%)		NPAT margin (%)		NPAT growth (%)	
	2024	2025E	2024	2025E	2024	2025E	2024	2025E	2024	2025E
MMVN	40.7	35.5	22.1	21.0	6.0	5.9	3.1	3.3	25.1	14.6
Masan	50.2	32.0	15.3	12.7	12.4	16.0	2.4	4.1	25.9	2,119.8
MWG	24.0	20.4	11.8	13.5	5.2	5.9	2.8	4.2	29.1	68.3

Source: Company data and InnovestX Research

มูลค่า synergy ทางธุรกิจจาก MMVN BJC ประเมินว่าบริษัทจะสามารถรับรู้มูลค่า synergy จากการผนึกกำลังทางธุรกิจ (รับรู้ทั้งหมดผ่านงบกำไรขาดทุน) จาก MMVN ที่ 370-500 ลบ. ในปี 2569-2571 โดย 200-240 ลบ. จะมาจากกลยุทธการบริหารสินค้า (การจัดซื้อทั่วโลกผ่านซัพพลายเออร์ร่วมกัน และความหลากหลายของสินค้าที่เพิ่มขึ้นจากการนำเข้า/ส่งออกสินค้าระหว่างไทยและเวียดนาม โดยยังไม่รวมผลจากการปรับเงื่อนไขทางการค้าให้สอดคล้องกัน), 80-130 ลบ. จากการรวมส่วนงาน back-office, 30-50 ลบ. จากการรวมระบบไอที และ 60-80 ลบ. จากรายได้อื่น (เช่น การนำแพลตฟอร์มรายได้สื่อโฆษณาในร้านค้าปลีกจากไทยไปปรับใช้ในเวียดนาม) ทั้งนี้ ในปี 2569 BJC คาดว่าจะรับรู้ synergy อย่างน้อย 120 ลบ. ซึ่งส่วนใหญ่มาจากกลยุทธ์ด้านสินค้าและการรวมระบบไอที

Figure 5: มูลค่า synergy ทางธุรกิจที่ BJC ประเมินได้จาก MMVN ในปี 2569-2571F

Synergy value (Bt mn)	2026-2028F	% contribution
- Merchandising synergies	200-240	48-54%
- Back-office consolidation	80-130	22-26%
- IT integration	30-50	8-10%
- Other income synergies	60-80	16%
Total	370-500	100%

Source: Company data and InnovestX Research

แผนการลดภาระหนี้ภายหลังการเข้าซื้อกิจการ MMVN เสร็จสมบูรณ์ สำหรับประเด็นเรื่องการหนี้ที่เพิ่มสูงขึ้นเล็กน้อย หลังจากการเข้าซื้อ MMVN นั้น BJC ได้วางแผนการลดภาระหนี้ผ่านการขายสินทรัพย์ที่ไม่ใช่ธุรกิจหลักและสินทรัพย์ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ ซึ่งได้แก่ ที่ดินจำนวน 33 แปลงที่บริษัทถือครองอยู่ในปัจจุบัน โดยในจำนวนนี้มีที่ดิน 9 แปลงที่เกี่ยวข้องกับสาขาของ Big C ซึ่งสร้างผลขาดทุนในระดับ EBIT ประมาณ 120 ลบ. ต่อปี (คิดเป็น 1% ของ EBIT ของ BJC) ซึ่งการปิดสาขาที่ขาดทุนเหล่านี้คาดว่าจะช่วยจัดผลกระทบเชิงลบต่อกำไรของ BJC ส่วนที่ดินที่เหลือเป็นสินทรัพย์ที่ไม่ได้ใช้ในการดำเนินงานจึงไม่มีผลกระทบต่อภาระหนี้ในปัจจุบัน ทั้งนี้ BJC มีแผนที่จะเปิดประมูลที่ดินทั้ง 33 แปลงในระยะอันใกล้นี้ โดยจะขายให้กับผู้ที่เสนอราคาที่ดีที่สุด ไม่ว่าจะเป็นกลุ่ม TCC ซึ่งอาจจะใช้เงินสดที่ได้อาจจากการขายกิจการ MMVN หรือผู้ซื้อรายอื่น โดย BJC ตั้งเป้าที่จะดำเนินการขายสินทรัพย์ให้แล้วเสร็จในช่วงเวลาที่ใกล้เคียงกับการเข้าซื้อ MMVN ในช่วง 2Q69

จากราคาประเมินล่าสุดซึ่งมีมูลค่าประมาณ 8 พันลบ. BJC คาดว่าจะบันทึกกำไรจากการขายสินทรัพย์ (หลังหักภาษี) ประมาณ 1 พันลบ. และจะนำเงินสดสุทธิจากการขายสินทรัพย์จำนวน 7 พันลบ. ไปชำระคืนหนี้ที่มีต้นทุนทางการเงินสูงถึง 3% ต่อปี

มุมมองของเรา

กำไรส่วนเพิ่มสูงกว่าที่เราเคยประเมินไว้ก่อนหน้านี้; ยังไม่ได้รวมอยู่ในประมาณการของเรา จากข้อมูลเพิ่มเติมเกี่ยวกับ synergy ทางธุรกิจที่อาจเกิดขึ้นและแผนการลดภาระหนี้ เราประเมินในเบื้องต้นว่ากำไรส่วนเพิ่มจากดีล MMVN จะเพิ่มขึ้นเป็น 8-11% ต่อปี จากเดิมที่ประเมินไว้ที่ 2-5% โดยคำนวณจากกำไรปกติของ MMVN หลังหักค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยสำหรับเงินกู้ที่ 2-5% (สมมติฐานต้นทุนทางการเงินที่ 2.25% ต่อปีจากสินเชื่อระยะสั้นในปีแรก และ 2.58%-3% ต่อปีสำหรับหุ้นกู้ในภายหลัง), synergy ทางธุรกิจ 2-3% และกำไรส่วนเพิ่มอีก 4% จากค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยที่ลดลงตามแผนการลดภาระหนี้ ทั้งนี้ยังไม่ได้รวมแผนการขยายสาขาเชิงรุก (จาก 30 สาขา ณ สิ้นปี 2568 เป็น 54 สาขา ณ สิ้นปี 2573) โดยกำไรส่วนเพิ่มที่เราประเมินได้อย่างคร่าวๆ นี้ยังไม่ได้รวมอยู่ในประมาณการของเรา เนื่องจากอยู่ระหว่างรอการอนุมัติจากที่ประชุม EGM ในวันที่ 13 ก.พ.

ไม่มีผลกระทบต่อสถานะทางการเงินอย่างมีนัยสำคัญ BJC ประเมินว่าอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนจะเพิ่มขึ้นจากปัจจุบันที่ 1.3 เท่า เป็น 1.5 เท่า (ภายหลังการเข้าซื้อ MMVN) จากนั้นจะลดลงเหลือ 1.4 เท่า (ภายหลังแผนการลดภาระหนี้) ซึ่งยังคงต่ำกว่า debt covenant ที่ 2 เท่า ในขณะที่อัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อ EBITDA จะเพิ่มขึ้นจากปัจจุบันที่ 7.4 เท่า เป็น 8.3 เท่า

Figure 6: เราคงประมาณการกำไรไว้ตามเดิม โดยมีโอกาสปรับเพิ่มขึ้นจากดีล MMVN ซึ่งอยู่ระหว่างรอการอนุมัติจากที่ประชุม EGM ในวันที่ 13 ก.พ.

	กำไรปกติของ BJC (กรณีฐานของเรา)	กำไรส่วนเพิ่มจาก MMVN (เฉลี่ยต่อปี)	% upside	กำไรส่วนเพิ่มจาก MMVN (time-weighted)*	% upside
2026F	4,680	360-529	8-11%	270-397	6-8%
2027F	5,091			360-530	7-10%

Source: Company data and InnovestX Research (*Earnings accretive on time-weight basis is based on deal completion in mid-2Q26, closing to BJC's estimates)

Figure 7: กำไรส่วนเพิ่มที่เราประเมินว่า BJC จะได้รับจากการเข้าซื้อกิจการ MMVN

Earnings accretive (annualized) (Bt mn)						
1. Earnings accretion from MMVN earnings, minus BJC's cost of funds for the acquisition						
MMVN 2025 earnings	MMVN price	BJC's cost of funds to buy MMVN	Int expenses (after tax)	MMVN earnings after int exp	BJC 2026F earnings	% upside
633	22,500	2.25%	(405)	228	4,680	4.9%
633	22,500	2.58%	(464)	169	4,680	3.6%
633	22,500	3.00%	(540)	93	4,680	2.0%
				93-228		2.0-4.9%
2. Earnings accretion from business synergy with MMVN						
3-yr synergy	1-yr synergy	1-yr synergy (after tax)			BJC 2026F earnings	% upside
370	123	99			4,680	2.1%
500	167	133			4,680	2.8%
		99-133				2.1-2.8%
3. Earnings accretion from debt deleveraging						
Debt repayment: land sales	BJC's cost of funds	Int expenses (after tax)			BJC's 2026F earnings	% upside
7,000	3%	168			4,680	3.6%

Source: Company data and InnovestX Research

จุดเด่น

นับตั้งแต่ก่อตั้งขึ้นเมื่อปี 2425 BJC ได้เปลี่ยนจากบริษัทที่ประกอบกิจการการค้ามาเป็นบริษัทที่ประกอบธุรกิจค้าปลีกครบวงจรชั้นนำในอาเซียนที่มีพร้อมด้วยความสามารถด้านการผลิตและการกระจายสินค้า โครงสร้างผู้ถือหุ้น: ในปี 2544 กลุ่มไทยเจริญคอร์ปอเรชั่น (TCC Group) ได้เข้าซื้อหุ้นของ BJC และกลายเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ TCC Group เป็นกลุ่มที่มีความหลากหลายในการลงทุนที่ใหญ่ที่สุดในภูมิภาค โดยมีธุรกิจครอบคลุมตั้งแต่อาหารและเครื่องดื่ม (บมจ.ไทยเบฟเวอเรจ จดทะเบียนใน SGX) อสังหาริมทรัพย์ (TCC land Co. Ltd) ประกันภัยและโลจิสติกส์ และอุตสาหกรรมเกษตร ในปี 2559 BJC ได้เข้าซื้อธุรกิจค้าปลีกในประเทศไทย โดยซื้อหุ้น 97.94% ใน BIGC ผ่านทางการซื้อหุ้น 58.55% ในเดือนมี.ค. และซื้อหุ้นเพิ่มอีก 39.39% ผ่านทางการทำ tender offer ในเดือนพ.ค. ต่อมาในเดือนก.ค. 2560 BJC ได้ยื่นทำ tender offer หุ้น BIGC ส่วนที่เหลืออีก 2.06%

กลุ่ม MSC ของ BJC เป็นหนึ่งในสามผู้ประกอบการค้าปลีกสมัยใหม่ชั้นนำของประเทศไทย กลุ่ม PSC ของบริษัทเป็นผู้ผลิตบรรจุภัณฑ์แก้วรายใหญ่ที่สุดในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้และเป็นผู้ผลิตกระป๋องอลูมิเนียมรายใหญ่ที่สุดในประเทศไทย กลุ่ม CSC ของบริษัทมีส่วนแบ่งการตลาดมากที่สุดสำหรับข้าวเกรียบข้าว สบู่ก้อน กระดาษชำระแบบ medium & economy และมีส่วนแบ่งการตลาดมากเป็นอันดับสองในประเทศไทยสำหรับมันฝรั่งทอดกรอบ กระดาษชำระแบบพรีเมียม และกระดาษเช็ดมือ

ทั้งนี้จากยอดขายทั้งหมดในปี 2567 นั้น 65% ได้มาจากกลุ่มสินค้าและบริการทางการค้าปลีกสมัยใหม่ (MSC; Big C), 16% มาจากกลุ่มสินค้าและบริการทางบรรจุภัณฑ์ (PSC), 13% มาจากกลุ่มสินค้าและบริการทางอุปโภคบริโภค (CSC) และ 6% มาจากกลุ่มสินค้าและบริการทางเวชภัณฑ์และทางเทคนิค (H&TSC) ขณะที่เมื่อดูจากกำไรทั้งหมด 46% ได้มาจากกลุ่ม MSC ตามมาด้วย 26% จากกลุ่ม PSC, 16% จากกลุ่ม CSC และ 11% จากกลุ่ม H&TSC

แนวโน้มธุรกิจ

สำหรับเป้าหมายระยะกลางในกลุ่ม MSC BJC ตั้งเป้าสัดส่วนยอดขายสินค้า private label เพิ่มขึ้นจาก 14% ในปี 2567 มาอยู่ที่ 15% ในปี 2568 และ 30% ในปี 2573 โดยมีอัตรากำไรขั้นต้น 40% ในเวลานั้น จากการเพิ่มหมวดหมู่สินค้าใหม่ การออกแบบและยกระดับคุณภาพสินค้า การจัดหาสินค้าจากทั่วโลกมากขึ้น และการแยกสินค้าตามลำดับชั้นผลิตภัณฑ์ที่ดีกว่าเดิม และดีที่สุด บริษัทตั้งเป้าเพิ่มยอดขายนอกร้าน (ผ่านเว็บไซต์ช้อปปิ้งออนไลน์, แอปพลิเคชันมือถือ, การสั่งซื้อผ่านแท็บเล็ต, party platforms, B2B, ร้านโดนใจ, Depot, และการจัดส่ง Food Services) จาก 14% ในปี 2567 เป็น 15% ในปี 2568 และ 30% ในปี 2573

Bullish views	Bearish views
1. กิจกรรมภายในประเทศเพิ่มขึ้นด้วยแรงหนุนจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาล	1. กำลังซื้ออ่อนแอเนื่องจากเศรษฐกิจเปราะบาง
2. รายได้ค่าเช่าจะฟื้นตัวโดยได้รับการสนับสนุนจากอัตราค่าเช่าและอัตราการเช่าที่สูงขึ้น เนื่องจากเศรษฐกิจฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป	2. กำลังซื้อที่เปราะบางจะทำให้อัตราค่าเช่ากลับคืนสู่ระดับก่อนเกิด COVID ลำช้า
3. การเดินทางภายในประเทศและระหว่างประเทศมากขึ้นจะช่วยสนับสนุน SSS	3. จำนวนนักท่องเที่ยวที่ฟื้นตัวช้า (โดยเฉพาะจากจีน) จะส่งผลทำให้ SSS ฟื้นตัวกลับสู่ระดับก่อนเกิด COVID ลำช้า

ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ

ปัจจัย	อิทธิพล	ผลกระทบ	ความคิดเห็น
กำไรปกติ 1Q69	SSS แคลง และมาร์จิ้น ในกลุ่ม MSC หดตัวลง	ทรงตัว/เพิ่มขึ้น YoY; ลดลง QoQ	หลังจากคาดว่ารายได้จะลดลง 4Q68 ที่อ่อนแอ (ลดลง YoY แต่เพิ่มขึ้น QoQ) เราประเมินว่ากำไร 1Q69 จะค่อนข้างทรงตัวหรือปรับตัวดีขึ้น YoY โดยได้รับแรงหนุนจาก SSS ที่หดตัวน้อยลง (-1.5% YoY ใน 1Q69TD เทียบกับ 4Q68 ที่ -3.3% YoY เนื่องจากได้รับผลกระทบจากปัญหาน้ำท่วมและความขัดแย้งบริเวณชายแดนลดลง)
กำไรปกติปี 2569	SSS และมาร์จิ้นดีขึ้น	เพิ่มขึ้น YoY	ด้วยฐาน SSS ที่ต่ำในช่วง 2Q68-4Q68 ซึ่งได้รับผลกระทบจากสภาพอากาศที่ไม่เอื้ออำนวย การปรับปรุงสาขา ผลกระทบจากน้ำท่วม และความขัดแย้งบริเวณชายแดน ประกอบกับมุมมองเชิงอนุรักษ์นิยมของเราต่ออัตรากำไรที่คาดว่าจะทรงตัว เราจึงคาดว่ากำไรปกติปี 2569 จะเติบโต 6.5% YoY
การเข้าซื้อกิจการ MMVN และแผนลดภาระหนี้ (คาดแล้วเสร็จใน 2Q69)	Valuation สูง แต่ช่วยให้กำไรเพิ่มขึ้นเล็กน้อย	กำไรเพิ่มขึ้น YoY (ยังไม่ได้นำมารวมไว้ในประมาณการของเรา)	เราคาดว่ามูลค่าการเข้าซื้อกิจการ MMVN ที่ PE ปี 2568 ระดับ 35.5 เท่า สูงเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ย PE ปี 2568 ที่ 15 เท่าของหุ้นค้าปลีกที่เราวิเคราะห์ ทั้งนี้ภายหลังการเข้าซื้อกิจการ เราประเมินได้ว่า BJC จะรับรู้กำไรส่วนเพิ่มจาก MMVN ที่ 8-11% ต่อปี (ยังไม่ได้รวมกำไรส่วนเพิ่มนี้เข้าในประมาณการ เนื่องจากติดขัดอยู่ระหว่างรอการอนุมัติจากที่ประชุม EGM ในวันที่ 13 ก.พ.) โดยคำนวณจากกำไรปกติของ MMVN หลังหักค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยสำหรับเงินกู้ที่ 2-5%, synergy ทางธุรกิจ 2-3% และกำไรส่วนเพิ่มอีก 4% จากค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยที่ลดลงตามแผนการลดภาระหนี้ ไม่รวมแผนการขยายสาขาเชิงรุก

การวิเคราะห์ความอ่อนไหว

ปัจจัย	ผลกระทบต่อกำไร	ผลกระทบต่อราคาเป้าหมาย
การเปลี่ยนแปลง 1% ใน SSS	1-2%	0.5-1 บาท/หุ้น

มุมมองของเราเกี่ยวกับ ESG

ความเสี่ยง ESG ที่สำคัญ คือ การบริหารจัดการพลังงานและของเสีย ผลิตภัณฑ์ที่ยั่งยืน (E) และการบริหารจัดการคุณภาพผลิตภัณฑ์ แนวทางปฏิบัติด้านแรงงาน และความเป็นส่วนตัวของข้อมูล (S) สำหรับประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม เรามองว่า BJC แสดงให้เห็นถึงความมุ่งมั่นในระยะยาวจากนโยบายรับมือการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศ (ตั้งเป้าปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์) ควบคู่ไปกับการกำหนดเป้าหมายในระยะกลางพร้อมกับความคืบหน้าด้านการบริหารจัดการพลังงานและของเสีย อย่างไรก็ตาม เป้าหมายด้านผลิตภัณฑ์ที่ยั่งยืนของบริษัทยังตามหลังบริษัทอื่นๆ ในกลุ่มเดียวกัน สำหรับประเด็นด้านสังคม เรามองว่า BJC อยู่ในตำแหน่งผู้ตามเมื่อเทียบกับบริษัทอื่นๆ ในกลุ่มเดียวกันในด้านการบริหารจัดการคุณภาพผลิตภัณฑ์ เราสังเกตเห็นพัฒนาขึ้น YoY ในด้านแนวทางปฏิบัติด้านการจ้างงาน โดยอัตราการลาออกของพนักงานลดลงในปี 2566

ESG Ratings and Indices

Bloomberg ESG Financial Materiality Score	4.74 (2023)
Rank in Sector	3/34

	CG Rating	DJSI	SETESG	SET ESG Ratings
BJC	5	Yes	Yes	AAA

Source: Thai Institute of Directors and SET

ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม (E)

- BJC มุ่งมั่นที่จะบรรลุเป้าหมายความเป็นกลางทางคาร์บอนภายในปี 2573 และปล่อยก๊าซเรือนกระจก สุทธิเป็นศูนย์ (ขอบเขต 1 และ 2) ภายในปี 2593
- ภายในปี 2575 BJC ตั้งเป้าลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (ขอบเขต 1 และ 2) ลง 15% (จาก baseline ปี 2564) ลดการใช้พลังงานไม่หมุนเวียน (MWh) ลง 15% และปลูกต้นไม้ 150,000 ต้น (เทียบกับ 28,711 ต้นในปี 2566 และ 41,645 ต้นในปี 2564-2566)
- ภายในปี 2575 BJC ตั้งเป้าลดปริมาณขยะอาหาร (ตัน) ลง 15% บริหารจัดการขยะในชุมชน 1,500 ตัน (เทียบกับ 87 ตันในปี 2566 และ 259 ตันในปี 2564-2566)
- ภายในปี 2575 BJC ตั้งเป้าลดปริมาณบรรจุภัณฑ์ (ตัน) ลง 15%
- BJC แสดงให้เห็นถึงความมุ่งมั่นในระยะยาวจากนโยบายรับมือการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศ (ตั้งเป้าปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์) ควบคู่ไปกับการกำหนดเป้าหมายในระยะกลางพร้อมกับความคืบหน้าด้านการบริหารจัดการพลังงานและของเสีย อย่างไรก็ตาม เป้าหมายด้านผลิตภัณฑ์ที่ยั่งยืนของบริษัทยังตามหลังบริษัทอื่นๆ ในกลุ่มเดียวกัน

ประเด็นด้านสังคม (S)

- ภายในปี 2575 BJC ตั้งเป้าหมายให้นักเรียน 15,000 คนได้รับสวัสดิการด้านการศึกษา (เทียบกับ 3,000 คน ในปี 2566 และ 9,540 คน ในปี 2564-2566) และประชาชน 1.5 ล้านคนได้รับอาหารส่วนเกิน (เทียบกับ 0.12 ล้านคน ในปี 2566 และ 0.73 ล้านคน ในปี 2564-2566) สนับสนุนผลผลิตทางการเกษตร 150,000 ตัน (เทียบกับ 3,657 ตัน ในปี 2566 และ 32,525 ตัน ในปี 2564-2566) กิจกรรมสนับสนุนสุขภาพและความเป็นอยู่ที่ดีของชุมชน 1,500 กิจกรรม (เทียบกับ 163 กิจกรรม ในปี 2566 และ 166 กิจกรรม ในปี 2564-2566) และกิจกรรมสนับสนุนศาสนาและวัฒนธรรม 1,500 กิจกรรม (เทียบกับ 383 กิจกรรม ในปี 2566 และ 457 กิจกรรม ในปี 2564-2566)
- ในปี 2566 สัดส่วนพนักงานผู้หญิงอยู่ที่ 60% (ไม่เปลี่ยนแปลงเมื่อเทียบกับปี 2565) และอัตราการลาออกของพนักงานอยู่ที่ 28% (เทียบกับ 46% ในปี 2565)
- ในปี 2566 บริษัทมีนโยบายคุ้มครองข้อมูลลูกค้า
- เรามองว่า BJC อยู่ในตำแหน่งผู้ตามเมื่อเทียบกับบริษัทอื่นๆ ในกลุ่มเดียวกันในด้านการบริหารจัดการคุณภาพผลิตภัณฑ์ เราสังเกตเห็นพัฒนาขึ้น YoY จากอัตราการลาออกของพนักงานในปี 2566

ประเด็นด้านบรรษัทภิบาล (G)

- ในปี 2566 คณะกรรมการ BJC ประกอบด้วยกรรมการจำนวน 15 คน โดยในจำนวนนี้ 3 คน เป็นกรรมการผู้หญิง (20% ของกรรมการทั้งหมด) 8 คน เป็นกรรมการอิสระ (53% ของกรรมการทั้งหมด) และ 13 คน เป็นกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร (86% ของกรรมการทั้งหมด) เรามองว่าองค์ประกอบคณะกรรมการของ BJC มีความหลากหลายมากกว่าบริษัทอื่นๆ ในกลุ่มเดียวกัน โดยประกอบด้วยบุคลากรที่มีความเชี่ยวชาญและประสบการณ์สูง มีความหลากหลายทางเพศ และมีเสียงข้างมากที่พึงพาได้
- ในปี 2566 ประธานกรรมการไม่ใช่ผู้บริหารระดับสูงสุด อย่างไรก็ตาม ประธานกรรมการและผู้บริหารระดับสูงมาจากครอบครัวเดียวกัน ซึ่งอาจทำให้โครงสร้างคณะกรรมการมีความเป็นอิสระน้อยกว่าบริษัทอื่นในกลุ่ม
- ในปี 2566 มีการประชุมคณะกรรมการบริษัท 5 ครั้ง การจัดการประชุมไม่สม่ำเสมออาจทำให้ประสิทธิภาพในการกำกับดูแลการบริหารจัดการธุรกิจมีจำกัดเทียบกับบริษัทอื่นในกลุ่ม
- ในแง่ประเด็นด้านภาษี ในปี 1Q67 BJC มีการบันทึกค่าใช้จ่ายทางภาษีที่เกิดขึ้นครั้งเดียว จำนวน 586 ลบ. ซึ่งเกิดจากการดำเนินงานในธุรกิจค้าปลีกในปี 2562-2566 เนื่องจากค่าใช้จ่ายภาษีภายใต้การประเมินของบริษัท มีความแตกต่างจากการประเมินจากกรมสรรพากร

ESG Financial Materiality Score and Disclosure

	2023	2024
ESG Financial Materiality Score	4.74	—
Environment Financial Materiality Score	2.44	—
GHG Scope 1 ('000 metric tonnes)	623	580
GHG Scope 2 Location-Based ('000 metric tonnes)	618	645
GHG Scope 3 ('000 metric tonnes)	7,735	7,804
Total Energy Consumption ('000 MWh)	2,898	2,941
Renewable Energy Use ('000 MWh)	68	114
Total Waste ('000 metric tonnes)	76	78
Waste Recycled ('000 metric tonnes)	26	35
Social Financial Materiality Score	7.08	—
Quality Assurance and Recall Policy	Yes	Yes
Consumer Data Protection Policy	Yes	Yes
Community Spending (millions)	29	33
Women in Workforce (%)	61	60
Employee Turnover (%)	28	27
Employee Training (hours)	4,264,250	7,649,210
Governance Financial Materiality Score	3.80	—
Company Conducts Board Evaluations	Yes	Yes
Board Size (persons)	15	13
Number of Non Executive Directors on Board (persons)	13	11
Number of Board Meetings for the Year (times)	5	6
Number of Women on Board (persons)	3	3
Number of Independent Directors (persons)	8	6

Source: Bloomberg Finance L.P.

Disclaimer

การให้คะแนน ESG ของ Bloomberg จะประเมินบริษัทตามระดับการจัดการ ESG ที่สำคัญทางการเงินเฉพาะอุตสาหกรรม โดยมีคะแนนที่สำคัญทางการเงิน 4 ด้าน คือ คะแนนรวม ESG คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล โดยอาศัยอยู่ในช่วง 0 ถึง 10 โดย 10 คือดีที่สุด หากต้องการดูวิธีการเพิ่มเติมดูได้ที่หัวข้อ ESG ใน Bloomberg

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Total revenue	(Btmn)	144,732	138,465	150,338	154,672	157,727	154,093	157,634	161,250
Cost of goods sold	(Btmn)	(117,253)	(112,448)	(122,707)	(124,628)	(125,764)	(122,722)	(125,411)	(128,171)
Gross profit	(Btmn)	27,479	26,017	27,631	30,043	31,963	31,371	32,223	33,079
SG&A	(Btmn)	(29,135)	(27,675)	(29,891)	(31,600)	(32,073)	(31,731)	(32,088)	(32,452)
Other income	(Btmn)	12,888	11,552	13,122	13,273	13,153	12,562	12,420	12,393
Interest expense	(Btmn)	(5,273)	(5,120)	(4,752)	(5,338)	(5,669)	(5,491)	(5,481)	(5,421)
Pre-tax profit	(Btmn)	5,960	4,774	6,110	6,379	7,374	6,711	7,074	7,599
Corporate tax	(Btmn)	(800)	(507)	(435)	(500)	(1,691)	(1,510)	(1,592)	(1,710)
Equity a/c profits	(Btmn)	(156)	(130)	44	(128)	(84)	85	89	94
Minority interests	(Btmn)	(551)	(652)	(790)	(917)	(989)	(891)	(891)	(892)
Core profit	(Btmn)	4,454	3,485	4,928	4,834	4,610	4,395	4,680	5,091
Extra-ordinary items	(Btmn)	(452)	100	82	(40)	(608)	(316)	0	0
Net Profit	(Btmn)	4,001	3,585	5,010	4,795	4,001	4,079	4,680	5,091
EBITDA	(Btmn)	20,136	18,936	19,872	20,701	22,432	21,779	22,132	22,597
Core EPS (Bt)	(Btmn)	1.11	0.87	1.23	1.21	1.15	1.10	1.17	1.27
Net EPS (Bt)	(Bt)	1.00	0.89	1.25	1.20	1.00	1.02	1.17	1.27
DPS (Bt)	(Bt)	0.78	0.66	0.80	0.80	0.71	0.70	0.70	0.76

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	Unit	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Total current assets	(Btmn)	37,708	43,987	47,985	47,416	47,094	46,204	47,180	48,097
Total fixed assets	(Btmn)	288,449	285,892	288,060	291,554	289,918	289,274	288,763	288,254
Total assets	(Btmn)	326,157	329,879	336,045	338,970	337,012	335,478	335,943	336,351
Total loans	(Btmn)	164,848	164,280	164,137	165,557	160,309	158,743	156,243	153,243
Total current liabilities	(Btmn)	65,363	56,323	62,468	71,445	68,634	78,687	77,474	79,781
Total long-term liabilities	(Btmn)	141,257	152,252	149,428	141,629	142,176	129,355	129,166	124,984
Total liabilities	(Btmn)	206,621	208,575	211,896	213,074	210,810	208,042	206,640	204,765
Paid-up capital	(Btmn)	4,008	4,008	4,008	4,008	4,008	4,008	4,008	4,008
Total equity	(Btmn)	119,536	121,304	124,149	125,896	126,202	127,436	129,303	131,586
BVPS (Bt)	(Bt)	28.62	28.91	29.52	29.86	29.94	30.25	30.72	31.28

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	Unit	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Core Profit	(Btmn)	4,454	3,485	4,928	4,834	4,610	4,395	4,680	5,091
Depreciation and amortization	(Btmn)	8,904	9,042	9,009	8,984	9,389	9,577	9,577	9,577
Operating cash flow	(Btmn)	16,631	16,636	18,173	19,856	22,111	13,380	14,436	14,852
Investing cash flow	(Btmn)	(5,778)	(3,865)	(6,215)	(9,412)	(5,702)	(8,932)	(9,066)	(9,067)
Financing cash flow	(Btmn)	(13,907)	(11,776)	(12,208)	(9,650)	(15,968)	(4,346)	(5,313)	(5,808)
Net cash flow	(Btmn)	(3,054)	995	(250)	795	442	102	57	(23)

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Gross margin	(%)	19.0	18.8	18.4	19.4	20.3	20.4	20.4	20.5
Operating margin	(%)	(1.1)	(1.2)	(1.5)	(1.0)	(0.1)	(0.2)	0.1	0.4
EBITDA margin	(%)	13.9	13.7	13.2	13.4	14.2	14.1	14.0	14.0
EBIT margin	(%)	7.8	7.1	7.2	7.6	8.3	7.9	8.0	8.1
Net profit margin	(%)	2.8	2.6	3.3	3.1	2.5	2.6	3.0	3.2
ROE	(%)	3.9	3.0	4.2	4.1	3.8	3.6	3.8	4.1
ROA	(%)	1.4	1.1	1.5	1.4	1.4	1.3	1.4	1.5
Net D/E	(x)	1.4	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2	1.1
Interest coverage	(x)	3.8	3.7	4.2	3.9	4.0	4.0	4.0	4.2
Debt service coverage	(x)	0.5	0.6	0.6	0.5	0.6	0.4	0.5	0.5
Payout Ratio	(%)	78.1	73.8	64.0	66.9	71.1	64.0	60.0	60.0

Main Assumptions

FY December 31	Unit	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
SSS growth (MSC)	(%)	(15.3)	(11.0)	2.0	2.2	(0.8)	(2.1)	1.5	1.5
New stores, all formats (MSC)	(Stores)	198	142	96	147	44	(131)	108	105
Ending stores, all formats (MSC)	(Stores)	1,572	1,714	1,810	1,957	2,001	1,870	1,978	2,083

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
Total revenue	(Btmn)	39,849	38,633	39,739	38,534	40,821	38,500	38,561	37,024
Cost of goods sold	(Btmn)	(31,804)	(30,924)	(31,679)	(30,923)	(32,237)	(30,659)	(30,786)	(29,649)
Gross profit	(Btmn)	8,046	7,710	8,060	7,610	8,584	7,841	7,775	7,375
SG&A	(Btmn)	(8,042)	(7,817)	(8,070)	(8,029)	(8,157)	(7,730)	(7,948)	(7,980)
Other income	(Btmn)	3,412	3,245	3,320	3,241	3,347	3,108	3,245	3,090
Interest expense	(Btmn)	(1,447)	(1,427)	(1,433)	(1,419)	(1,391)	(1,336)	(1,340)	(1,421)
Pre-tax profit	(Btmn)	1,968	1,711	1,877	1,403	2,383	1,883	1,732	1,064
Corporate tax	(Btmn)	33	(439)	(411)	(315)	(527)	(418)	(406)	(252)
Equity a/c profits	(Btmn)	(59)	(45)	18	2	(59)	2	29	25
Minority interests	(Btmn)	(277)	(221)	(276)	(208)	(284)	(208)	(208)	(209)
Core profit	(Btmn)	1,666	1,006	1,208	883	1,513	1,259	1,147	628
Extra-ordinary items	(Btmn)	(28)	(578)	20	(181)	131	(168)	(157)	9
Net Profit	(Btmn)	1,638	428	1,228	701	1,645	1,091	990	637
EBITDA	(Btmn)	5,755	5,463	5,667	5,180	6,122	5,485	5,362	4,805
Core EPS (Bt)	(Btmn)	0.42	0.25	0.30	0.22	0.38	0.31	0.29	0.16
Net EPS (Bt)	(Bt)	0.41	0.11	0.31	0.17	0.41	0.27	0.25	0.16

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	Unit	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
Total current assets	(Btmn)	47,416	45,957	46,094	43,525	47,094	45,261	42,261	41,158
Total fixed assets	(Btmn)	291,554	290,531	290,423	289,423	289,918	289,361	289,760	289,955
Total assets	(Btmn)	338,970	336,488	336,517	332,948	337,012	334,621	332,021	331,113
Total loans	(Btmn)	165,557	165,502	165,128	162,878	160,309	159,590	159,259	160,908
Total current liabilities	(Btmn)	71,445	62,927	54,756	67,979	68,634	67,747	73,402	75,151
Total long-term liabilities	(Btmn)	141,629	146,827	156,437	140,420	142,176	139,698	133,315	130,657
Total liabilities	(Btmn)	213,074	209,755	211,192	208,399	210,810	207,445	206,716	205,807
Paid-up capital	(Btmn)	4,008	4,008	4,008	4,008	4,008	4,008	4,008	4,008
Total equity	(Btmn)	125,896	126,733	125,325	124,549	126,202	127,177	125,305	125,305
BVPS (Bt)	(Bt)	29.86	30.02	29.68	29.55	29.94	30.17	29.77	29.75

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	Unit	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
Core Profit	(Btmn)	1,638	428	1,228	701	1,645	1,091	990	637
Depreciation and amortization	(Btmn)	2,339	2,326	2,357	2,357	2,348	2,266	2,290	2,320
Operating cash flow	(Btmn)	6,748	4,867	5,930	4,141	7,174	4,628	5,545	4,329
Investing cash flow	(Btmn)	(3,208)	(1,651)	(1,131)	(1,449)	(1,471)	(1,536)	(2,636)	(1,632)
Financing cash flow	(Btmn)	(1,874)	(3,652)	(4,753)	(3,282)	(4,280)	(3,754)	(3,384)	(3,107)
Net cash flow	(Btmn)	1,667	(437)	46	(590)	1,422	(661)	(476)	(410)

Key Financial Ratios

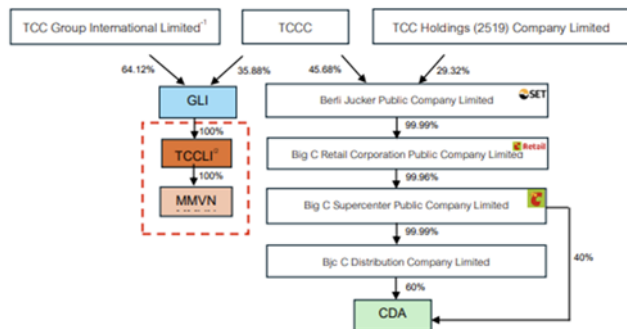
FY December 31	Unit	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
Gross margin	(%)	20.2	20.0	20.3	19.7	21.0	20.4	20.2	19.9
Operating margin	(%)	0.0	(0.3)	(0.0)	(1.1)	1.0	0.3	(0.4)	(1.6)
EBITDA margin	(%)	14.4	14.1	14.3	13.4	15.0	14.2	13.9	13.0
EBIT margin	(%)	8.6	8.1	8.3	7.3	9.2	8.4	8.0	6.7
Net profit margin	(%)	4.1	1.1	3.1	1.8	4.0	2.8	2.6	1.7
ROE	(%)	5.6	3.4	4.0	3.0	5.1	4.2	3.8	2.1
ROA	(%)	2.0	1.2	1.4	1.1	1.8	1.5	1.4	0.8
Net D/E	(x)	1.3	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2	1.3
Interest coverage	(x)	4.0	3.8	4.0	3.6	4.4	4.1	4.0	3.4
Debt service coverage	(x)	0.6	0.6	0.8	0.5	0.7	0.6	0.5	0.4

Main Assumptions

FY December 31	Unit	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
SSS growth (MSC)	(%)	(0.4)	(1.1)	(4.0)	(0.4)	2.2	2.1	(3.2)	(3.8)
New stores, all formats (MSC)	(Stores)	76	21	1	11	11	20	(27)	(105)
Ending stores, all formats (MSC)	(Stores)	1,957	1,978	1,979	1,990	2,001	2,021	1,994	1,889

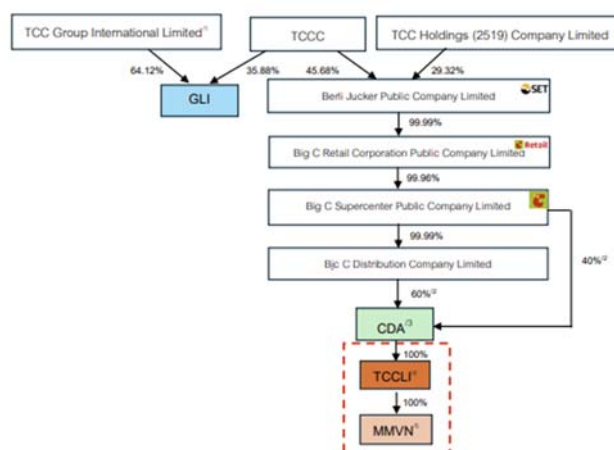
Appendix

Figure 8: โครงสร้างการถือหุ้นก่อนการเข้าทำธุรกรรมการซื้อหุ้น TCCLI



Source: Company data and InnovestX Research

Figure 9: โครงสร้างการถือหุ้นหลังการเข้าทำธุรกรรมการซื้อหุ้น TCCLI



Source: Company data and InnovestX Research

Figure 10: ภาพรวมตลาดค้าปลีกในประเทศเวียดนาม

Player	MMVN	Go! (CRC)	Co.op (Saigon union)	Aeon Group	LOTTE Corporation	WIN Commerce	Mobile World	Saigon Trading Group
Logo		 	 	 		 		
Format / No. of stores	Cash&Carry: 19* Hypermarket: 1* Food Service/Depots: 10*	Go!: Supermarket 52* Lanchi: Small Format 25*	Co.op Mart: Supermarket 120* Co.op Smile: Small Format 125* Co.op Food: Food Service 571*	Aeon: Supermarket 15* Aeon Citi / Max Value Mart: Small Format 45*	Lotte: Hypermarket 15*	WinMart / WinMart+: Supermarket / Small Format 4146**	Bach Hoa Xanh: Small Format 2,290**	Satra Food: Small Format 217*
%Market Share to LTF	18%	32%	24%	9%	8%	N/A	N/A	N/A

Source: LTF = Large Trading Format (Hypermarket/Supermarket).

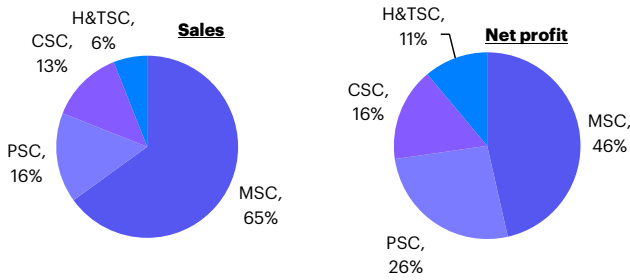
* Data as of 2025.

** Data from Masan group as of 2024.

*** Rebranding to Big C Vietnam from Cora-Dong Nai.

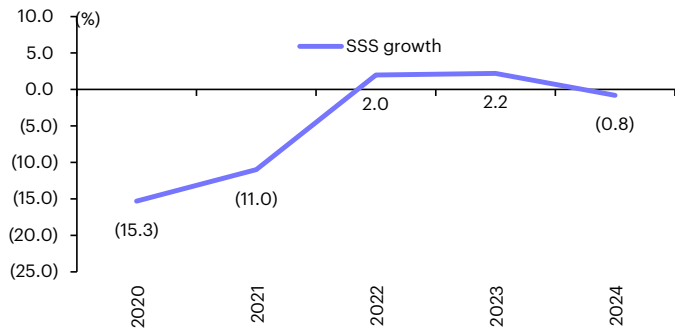
Source: Company data and InnovestX Research

Figure 11: รายได้และกำไรของ BJC แยกตามกลุ่มธุรกิจปี 2567



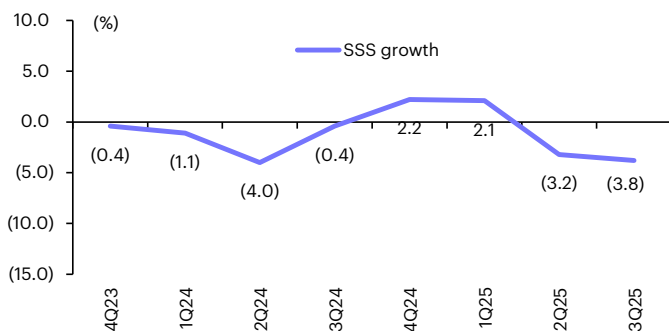
Source: Company data and InnovestX Research

Figure 12: SSS growth รายปีของ BJC



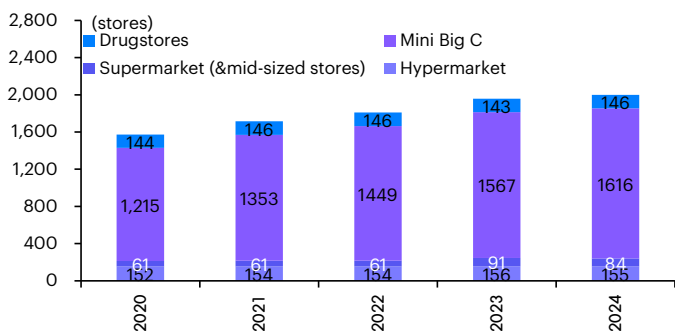
Source: Company data and InnovestX Research

Figure 13: SSS growth รายไตรมาสของ BJC



Source: Company data and InnovestX Research

Figure 14: จำนวนสาขาแยกตามรูปแบบของ BJC



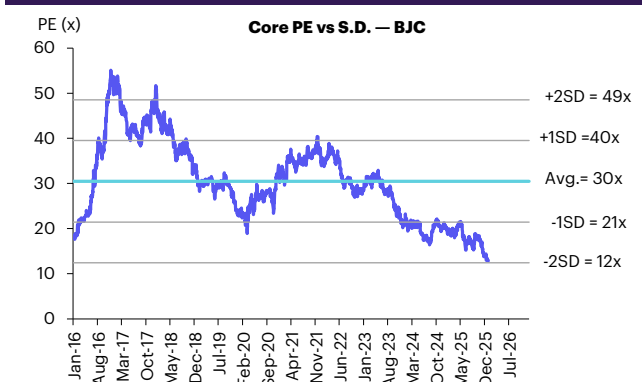
Source: Company data and InnovestX Research

Figure 15: สัดส่วนยอดขายแยกตามกลุ่มธุรกิจ

	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	% Chg YoY	% Chg QoQ
Sales (Bt mn)	38,534	40,821	38,500	38,561	37,024	(3.9)	(4.0)
- PSC	5,876	6,828	5,699	5,744	5,654	(3.8)	(1.6)
- CSC	5,311	5,266	5,666	5,638	5,552	4.5	(1.5)
- H&TSC	2,429	2,326	2,121	2,289	2,037	(16.1)	(11.0)
- MSC	25,388	26,935	25,483	25,327	24,277	(4.4)	(4.1)
GPM (%)	19.7	21.0	20.4	20.2	19.9	0.2	(0.2)
- PSC	22.0	21.3	22.6	22.3	23.2	1.2	0.9
- CSC	19.4	20.4	19.5	19.4	19.5	0.1	0.1
- H&TSC	31.3	34.1	35.0	31.5	35.4	4.1	3.9
- MSC	17.5	19.4	18.1	18.1	17.2	(0.3)	(0.9)
EBIT margin (%)	7.3	9.2	8.4	8.0	6.7	(0.6)	(1.3)
- PSC	15.8	15.8	15.7	16.5	18.1	2.3	1.6
- CSC	6.8	10.9	8.7	9.3	7.0	0.2	(2.3)
- H&TSC	12.1	10.9	7.4	14.5	16.0	3.9	1.5
- MSC	4.0	6.9	5.8	4.4	3.3	(0.7)	(1.1)

Source: Company data and InnovestX Research

Figure 16: Historical core PE band ของ BJC



Source: Company data and InnovestX Research

Figure 17: Valuation summary (price as of Jan 23, 2026)

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					24A	25F	26F	24A	25F	26F	24A	25F	26F	24A	25F	26F	24A	25F	26F	24A	25F	26F
BJC	Outperform	14.20	18.50	35.2	12.3	12.9	12.2	(5)	(5)	6	0.5	0.4	0.4	4	3	4	5.0	4.9	4.9	9.5	9.7	9.4
CPALL	Outperform	42.75	58.00	39.2	15.5	14.0	12.6	39	11	11	3.0	2.7	2.4	21	21	20	3.2	3.5	4.0	8.4	8.2	7.6
CPAXT	Neutral	14.80	18.50	29.6	13.9	15.2	14.1	28	(8)	8	0.5	0.5	0.5	4	3	4	4.8	4.6	4.9	7.8	8.0	7.6
CRC	Neutral	19.10	22.00	21.5	13.2	15.0	14.8	11	(11)	1	1.7	1.5	1.5	12	10	9	3.1	6.3	5.7	7.1	6.9	6.9
GLOBAL	Outperform	6.65	8.80	34.6	14.8	17.8	16.0	(10)	(17)	11	1.5	1.4	1.3	10	8	8	2.7	2.2	2.5	10.4	10.9	9.9
HMPRO	Outperform	6.70	8.20	28.1	13.5	14.9	13.7	1	(9)	9	3.3	3.2	3.1	25	22	23	6.4	5.8	5.8	8.6	9.2	8.6
Average					13.9	15.0	13.9	11	(7)	8	1.7	1.6	1.5	13	11	11	4.2	4.6	4.6	8.6	8.8	8.3

Source: InnovestX Research

ข้อสงวนสิทธิ์:

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“บริษัท”) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่ผู้ลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในทุกกรณี ดังนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใดๆ กับบริษัทใดๆ ที่ถูกกล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) เป็นบริษัทย่อยที่บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว และธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) เป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวข้องกับธนาคารฯ มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) ซึ่งมี บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของ บริษัทเพื่อการลงทุนในสิทธิการเข้าซื้อหลักทรัพย์ แอล เอช โอเทล ความเห็น ข่าวกวีจัย บกวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่จำเป็นต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาเนื้อหาของตนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

INVX สงวนสิทธิ์ในการใช้ดุลพินิจของตนแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX ก่อน

การซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น (Futures and Options) มีความเสี่ยงสูงที่อาจก่อให้เกิดผลขาดทุนอย่างมีนัยสำคัญ จึงไม่เหมาะสมกับบุคคลทุกคน ทั้งนี้ ก่อนการตัดสินใจซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น ท่านควรพิจารณาถึงฐานะทางการเงิน วัตถุประสงค์ในการลงทุน ประสบการณ์ในการลงทุนของท่าน ตลอดจนความเสี่ยงที่ท่านสามารถยอมรับได้อย่างรอบคอบ เนื่องจากมีความเป็นไปได้ที่ท่านอาจสูญเสียเงินลงทุนมากกว่าเงินลงทุนเริ่มแรก ท่านควรพิจารณาถึงความเสี่ยงทั้งหมดที่อาจเกิดขึ้นจากการซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น และท่านควรตัดสินใจลงทุนด้วยตนเอง และ/หรือ ในกรณีที่มิใช่ข้อสงสัย ท่านควรขอคำแนะนำจากที่ปรึกษาทางการลงทุน

เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนด (intended recipient) เท่านั้น และห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ไปทำซ้ำ ส่งต่อ เผยแพร่ ขาย จำหน่าย คัดลอก นำออกแสดง หรือนำไปแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ ไม่ว่าด้วยวิธีการใด ๆ โดยมิได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX เป็นการล่วงหน้า

© สงวนลิขสิทธิ์ 2569 บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด

CG Rating 2025 Companies with CG Rating

Companies with Excellent CG Scoring

AAI, AAV, ACE, ADB, ADVANC, AEONTS, AF, AGE, AIRA, AJ, AKP, AKR, ALLA, ALT, AMA, AMARIN, AMATA, AMATAV, AOT, AP, ARIP, ASIAN, ASIMAR, ASK, ASP, ASW, AUCT, AURA, AWC, B, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, BBL, BCH, BCPG, BDMS, BEC, BEM, BEYOND, BGC, BGRIM, BH, BIZ, BJC, BKIH, BLA, BLC, BOL, BPP, BRI, BRR, BSRC, BTG, BTS, BWG, CBG, CENTEL, CFRESH, CGH, CHASE, CHEWA, CHG, CHOW, CIMBT, CIVIL, CK, CKP, CMC, CNT, COLOR, COM7, CPALL, CPAXT, CPF, CPL, CPN, CPW, CRC, CREDIT, DCC, DDD, DELTA, DEMCO, DITTO, DMT, DOHOME, DRT, DUSIT, EASTW, EGCO, EPG, ERW, ETC, ETE, FLOYD, FN, FORTH, FPI, FPT, FSMART, FSX, FTI, GABLE, GC, GCAP, GFC, GFPT, GGC, GLAND, GLOBAL, GPSC, GRAMMY, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HENG, HMPRO, HPT, HTC, ICC, ICHI, III, ILINK, ILM, IND, INET, INSET, INSURE, IP, IRC, IRPC, IT, ITC, ITEL, ITTHI, IVL, J, JAS, JMART, JMT, JTS, KBANK, KCAR, KCC, KCE, KCG, KEX, KJL, KKP, KSL, KTB, KTC, KUMWEL, LH, LHFG, LIT, LOXLEY, LRH, LST, M, MAJOR, MALEE, MBK, MC, MEGA, MFC, MFEC, MGC, MINT, MODERN, MONO, MOONG, MOSHI, MSC, MST, MTC, MTI, NEP, NER, NKI, NOBLE, NRF*, NV, NVD, NYT, OCC, ONEE, OR, ORI, ORN, OSP, PAP, PB, PCC, PCSGH, PDJ, PG, PHOL, PIMO, PJW, PL, PLANB, PLAT, PLUS, PM, PMC, PORT, PPP, PPS, PQS, PR9, PRG, PRM, PRTR, PSH, PSL, PSP, PTC, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, Q-CON, QH, QTC, RABBIT, RATCH, RBF, ROCTEC, RS, RT, S, S&J, SA, SAAM, SABINA, SAK, SAMART, SAMTEL, SAT, SAV, SAWAD, SC, SCAP, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGD, SCGP, SCM, SDC, SE, SEAFCO, SEAOL, SELIC, SENA, SENX, SFLEX, SGC, SGF, SGP, SHR, SICT, SIRI, SIS, SITHAI, SJWD, SKR, SKY, SMP, SNC, SNNP, SNP, SO, SONIC, SPALI, SPC, SPCG, SPI, SPRC, SR, SSF, SSP, SSSC, STA, STARM, STECON, STGT, STI, SUC, SUN, SUSCO, SUTHA, SVOA, SYMC, SYNEX, SYNTec, TACC, TAN, TASCO, TBN, TCAP, TCMC, TEAMG, TEGH, TEKA, TFG, TFMAMA, TGE, TGH, THANA, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIPH, TISCO, TKS, TKT, TLI, TM, TMD, TMILL, TMT, TNDT, TNITY, TNL, TOA, TOG, TOP, TPAC, TPBI, TQM, TRUBB, TRUE, TSC, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TTW, TU, TVDH, TVH, TVO, TWPC, UAC, UBE, UBIS, UP, UPF, UPOIC, UV, VGI, VIBHA, VIH, VNG, WACOAL, WGE, WHA, WHAUP, WICE, WINMED, WINNER, WP, WPH, ZEN

Companies with Very Good CG Scoring

2S, A5, ABM, ACG, ADD, AE, AH*, AIT, ALUCON, AMC, ANAN, APCO, APCS, ATP30, BA, BBIK, BC, BCP, BE8, BIG, BPS, BR, BSBM, BTC, BTW, BVG, BYD*, CFARM, CH, CIG, CM, CMAN, CMO*, COCOCO, COMAN*, CPI, CRD, CSC, DEXON, DTCENT, EAST, EKH, ESTAR, EURO, EVER, FE, FVC, GEL, HUMAN, ICN, IFS, JDF, JPARK, JSP, JUBILE, K, KGI*, KTIS, KTMS, KUN, LALIN, LANNA, LEO, LHK, LPN*, MAGURO, MATCH, MBAX, M-CHAI, MCOT, METCO, MICRO, MVP*, NC, NCH, NCL, NDR, NEO, NL, NSL, NTSC, NTV, OKJ, PATO, PDG, PEACE, PEER, PREB, PRI, PRIME, PRIN, PRINC*, PROUD, PSG, PSTC, PT, QLT, RCL, READY, RPH, SAMCO, SANKO, SAPPE, SCI, SCN, SECURE, SFT, SINO, SKE, SMT, SPA, SPVI, SRS, SUPER, SVI*, SWC, TAE, TFM, TIDLOR*, TIPCO, TITLE, TK, TKN*, TMC, TMI, TNP, TNR, TPA, TPCS, TPIPL*, TPIPP, TPS, TQR, TRP, TRT, TURTLE, TVT, UBA, UREKA, VCOM, VRANDA, WARRIX, WAVE*, WIN, XO, XPG, XYZ, ZIGA

Companies with Good CG Scoring

AHC, AIE, AMANAH, AMR, ANI, APURE, ARIN, ARROW, ASIA, ASN, AYUD, BIOTEC, BIS, BJCHI, BLAND, CAZ, CEN, CHAO, CHARAN*, CHAYO, CHIC, CHOTI, CI, CITY, CSP, CSS, CWT, DIMET*, DOD, DPAINT, DV8, EA*, EASON, ECF*, EFORL, FNS, FTE, GBX, GPI, GTB, GYT, IMH, IRCP, ITNS, IVF, JCK, KBS, KISS, KK, KWC, KWM, L&E, LDC, LEE, MCA, MEB, MEDEZE, MENA, MILL*, MITSIB, MK, MPJ, NAM, NATION, NCAP, NEX, NOVA, NPK, OGC, PACO, PANEL, PCE, PHG, PICO*, PIN, PIS, PLANET, POLY, PRAKIT, PRAPAT, PROEN, PROS, PTECH, PYLON, RAM, RJH, RML, ROCK, RPC, SAFE, SALEE, SE-ED, SIAM, SINGER, SISB, SK, SKN, SMD100, SNPS, SORKON, SUPREME, SST, STANLY, STC, STPI, STX, SVR, SVT, TAKUNI, TATG, TFI, THG*, TMAN, TOPP, TPLAS, TPOLY, TRC*, TRU, TSE, TSR*, UKEM, UOBKH, VARO, VL, WFX, WIILK, WORK, YUASA, ZAA

Corporate Governance Report

The material contained in this publication is for general information only and is not intended as advice on any of the matters discussed herein. Readers and others should perform their own independent analysis as to the accuracy or completeness or legality of such information. The Thai Institute of Directors, its officers, the authors and editor make no representation or warranty as to the accuracy, completeness or legality of any of the information contained herein. By accepting this document, each recipient agrees that the Thai Institute of Directors Association, its officers, the authors and editor shall not have any liability for any information contained in, or for any omission from, this publication.

The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. InnovestX Securities Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข้อมูลเกี่ยวกับการทำผิดกฎหมายหรือการฉ้อโกง 1 ข้อจะคะแนน เช่น การกระทำผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรระมัดระวัง ข้อควรระวัง

* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข้อมูลเกี่ยวกับการทำผิดกฎหมาย เช่น กรณีที่มีการฝ่าฝืนหรือละเลยการปฏิบัติตามกฎหมาย ข้อบังคับ ระเบียบ ประกาศ คําสั่ง มติคณะกรรมการ หรือข้อตกลงการจดทะเบียนหลักทรัพย์

Anti-corruption Progress Indicator

Certified (ได้รับรับรอง)

2S, AAI, ACE, ADB, ADVANC, AE, AF, AH, AI, AIE, AIRA, AJ, AKP, AMA, AMANAH, AMATA, AMATAV, AP, APCS, AS, ASIAN, ASK, ASP, ASW, AWC, AYUD, B, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, BBL, BCH, BCP, BCPG, BE8, BEC, BEYOND, BGC, BGRIM, BLA, BPP, BPS, BRI, BRR, BSBM, BTC, BTG, BTS, BWG, CAZ, CBG, CEN, CENTEL, CFRESH, CGH, CHASE, CHEWA, CHOTI, CHOW, CI, CIG, CIMBT, CM, CMC, COM7, CPALL, CPAXT, CPF, CPI, CPL, CPN, CPW, CRC, CREDIT, CSC, CV, DCC, DELTA, DEMCO, DEXON, DIMET, DMT, DOHOME, DRT, DUSIT, EASTW, ECF, EGCO, EP, EPG, ERW, ETC, ETE, FNS, FPI, FPT, FSMART, FSX, FTE, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GLOBAL, GPI, GPSC, GUNKUL, HANA, HARN, HEALTH, HENG, HMPRO, HTC, ICC, ICHI, ICN, IFS, III, ILINK, ILM, INET, INOX, INSURE, IRPC, ITC, ITEL, IVL, JAS, JMART, JR, JTS, K, KASET, KBANK, KCAR, KCE, KGEN, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, L&E, LANNA, LH, LHFG, LHK, LPN, LRH, M, MAJOR, MALEE, MATCH, MBAX, MBK, MC, MCOT, MEGA, MENA, META, MFC, MFEC, MINT, MODERN, MONO, MOONG, MSC, MST, MTC, MTI, NATION, NCAP, NEP, NER, NKI, NOBLE, NRF, OCC, OGC, OR, ORI, OSP, PAP, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDJ, PG, PHOL, PIMO, PK, PL, PLANB, PLANET, PLAT, PLUS, PM, PMC, PPP, PPM, PPS, PQS, PR9, PREB, PRG, PRIME, PRINC, PRM, PROS, PRTR, PSH, PSL, PSTC, PT, PTECH, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, PYLON, Q-CON, QH, QLT, QTC, RABBIT, RATCH, RBF, RML, RS, RWI, S&J, SA, SAAM, SABINA, SAK, SAPPE, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGD, SCGP, SCM, SCN, SEAOL, SE-ED, SELIC, SENA, SENX, SFLEX, SGC, SGP, SIRI, SIS, SITHAI, SJWD, SKR, SMIT, SMP, SNC, SNNP, SNP, SORKON, SPACK, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SRICHA, SSF, SSP, SSSC, SST, STA, STARM, STGT, STOWER, SUSCO, SVI, SVOA, SVT, SYMC, SYNTec, TAE, TAKUNI, TASCO, TCAP, TCMC, TEGH, TFG, TFI, TFMAMA, TGE, TGH, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIPCO, TIPH, TISCO, TKN, TKS, TKT, TMD, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TOG, TOP, TOPP, TPA, TPAC, TPCS, TPLAS, TRT, TRU, TRUE, TSC, TSI, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TU, TURTLE, TVDH, TVO, TWPC, UBE, UBIS, UEC, UKEM, UPF, UV, VCOM, VGI, VIBHA, VIH, WACOAL, WHA, WHAUP, WICE, WIILK, WPH, XO, YUASA, ZEN, ZIGA

Declared (ประกาศเจตนารมณ์)

AMARIN, ANI, APCO, ASAP, ASEFA, AUCT, AURA, B52, BKIH, CHG, DITTO, EA, EAST, EMC, ESTAR, EVER, FLOYD, GABLE, GFC, GREEN, GULF, HL, HUMAN, IP, IT, J, JDF, JMT, KCC, KJL, LDC, LIT, M-CHAI, MEDEZE, MGC, MJD, MOSHI, NSL, NTSC, PCC, PCE, PLE, PROEN, PROUD, PTC, S, SANKO, SAWAD, SCAP, SFT, SHR, SINGER, SINO, SKE, SKY, SOLAR, SONIC, SUPER, TBN, TEAMG, TMC, TMI, TPP, TQM, UOBKH, UP, UREKA, VL, VNG, WARRIX, WELL, WIN, WP

N/A

88TH, A, A5, AAV, ABM, ACC, ACG, ADD, ADVICE, AEONTS, AFC, AGE, AHC, AIT, AJA, AKR, AKS, ALLA, ALPHAX, ALT, ALUCON, AMAR, AMC, AMR, ANAN, AOT, APO, APP, APURE, AQUA, ARIN, ARIP, ARROW, ASIA, ASIMAR, ASN, ATLAS, ATP30, AU, BA, BBIK, BC, BCT, BDMS, BEAUTY, BEM, BGT, BH, BIG, BIOTEC, BIS, BIZ, BJC, BJCHI, BKA, BKD, BKGI, BLAND, BLC, BLESS, BLISS, BM, BOL, BR, BROCK, BSM, BTNC, BTW, BUI, BVG, BYD, CCET, CCP, CEYE, CFARM, CGD, CH, CHAO, CHARAN, CHAYO, CHIC, CHC, CITY, CIVIL, CK, CKP, CMAN, CMO, CMR, CNT, COCOCO, COLOR, COMAN, CPANEL, CPH, CPR, CPT, CRANE, CRD, CSP, CSR, CSS, CTW, CWT, D, DCON, DDD, DHOUSE, DOD, DPAINT, DTCENT, DTCL, DV8, EASON, EFORL, EKH, EMPIRE, ETL, EURO, F&D, FANCY, FE, FM, FMT, FN, FORTH, FTI, FVC, GENCO, GJS, GLAND, GLORY, GRAMMY, GRAND, GSTEEL, GTB, GTV, GYT, HANN, HFT, HPT, HTECH, HYDRO, I2, IDG, IHL, IIG, IMH, IND, INGRS, INSET, IRC, IRCP, IROYAL, ITD, ITNS, ITTHI, IVF, JAK, JCK, JCT, JPARK, JSP, JUBILE, KAMART, KBS, KC, KCG, KCM, KDH, KIAT, KISS, KK, KKC, KLINIQ, KOOL, KTIS, KTMS, KUMWEL, KUN, KWC, KWI, KWM, KYE, LALIN, LEE, LEO, LOXLEY, LPH, LST, LTMH, LTS, MADAME, MAGURO, MANRIN, MASTEC, MASTER, MATI, MCA, MCS, MDX, MEB, METCO, MGI, MGT, MICRO, MIDA, MILL, MITSIB, MK, ML, MVM, MORE, MOTHER, MPJ, MRDIYT, MTW, MUD, MVP, NAM, NAT, NC, NCH, NCL, NCP, NDR, NEO, NETBAY, NEW, NEWS, NEX, NFC, NKT, NL, NNCL, NOVA, NPK, NTF, NTV, NUT, NV, NVD, NWR, NYT, OHTL, OKJ, ONEE, ONSENS, ORN, PACO, PAF, PANEL, PEACE, PEER, PERM, PF, PHG, PICO, PIN, PIS, PJW, PLT, PMTA, POLY, PORT, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRI, PRIN, PSGC, PSP, PTL, QDC, QTCG, RAM, RCL, READY, RICHY, RJH, ROCK, ROCTEC, ROH, ROJNA, RP, RPC, RPH, RSP, RT, S11, SAF, SAFE, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SAUCE, SAV, SAWANG, SCI, SCL, SCP, SDC, SE, SEAFCCO, SECURE, SEI, SGF, SHANG, SIAM, SICT, SIMAT, SISB, SK, SKIN, SKN, SLP, SMART, SMD100, SMO, SMT, SNPS, SO, SPA, SPCG, SPG, SUPREME, SPVI, SQ, SR, SRS, STANLY, STC, STECH, STECON, STELLA, STI, STP, STPI, STX, SUC, SUN, SUTHA, SVR, SWC, SYNEX, TACC, TAN, TAPAC, TATG, TC, TCC, TCJ, TCOAT, TEAM, TEKA, TERA, TFM, TGPRO, TH, THAI, THANA, THE, THG, THMUI, TIDLOR, TIGER, TITLE, TK, TKC, TL, TLI, TM, TMAN, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TOA, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPL, TPOLY, TPS, TQR, TR, TRC, TRITN, TRP, TRUBB, TRV, TSE, TSR, TTI, TTT, TTW, TURBO, TVH, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UBA, UMI, UMS, UNIQ, UPOIC, UTP, UVAN, VARO, VPO, VRANDA, VS, WASH, WAVE, WFX, WGE, WINDOW, WINMED, WINNER, WORK, WSOL, XBIO, XPG, XYZ, YGG, YONG, ZAA

Explanations

Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of May 2, 2025) are categorised into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.