

เบอร์ลี ยุคเกอร์

บริษัท เบอร์ลี ยุคเกอร์
จำกัด (มหาชน)

BJC

Bloomberg
ReutersBJC TB
BJC.BKinnovest^x

บริษัทหลักทรัพย์ในกลุ่ม SCBX

ยอดขาย MSC อ่อนแอ & กังวลอัตราค่าไ้ Non-MS

BJC ปรับลดเป้าหมายยอดขายปี 2569F ลงสู่ระดับล่างของการเติบโตแบบ mid-single-digit เนื่องจากยอดขาย MSC อ่อนแอ ขณะเดียวกันก็ปรับลดเป้าอัตราค่าไ้ขึ้นต้นลงมาอยู่ในระดับทรงตัวหรืออาจลดลงเล็กน้อย YoY จากการเข้าซื้อธุรกิจแก๊วที่มีมาร์จิ้นต่ำและต้นทุนวัตถุดิบที่สูงขึ้นใน PSC ทั้งนี้ จากความกังวลที่เพิ่มขึ้นต่อมาร์จิ้นของ non-MS

BJC ปรับลดเป้าหมายยอดขายปี 2569F ลงเล็กน้อย BJC ได้ปรับลดเป้าหมายยอดขายปี 2569F (ไม่รวม MMVN) ลงสู่ระดับล่างของการเติบโตแบบ mid-single-digit YoY ที่เคยให้ไว้ก่อนหน้านี้ โดยมีสาเหตุหลักจากการอ่อนตัวของธุรกิจ MSC โดยบริษัทคาดว่าจะยอดขาย MSC จะหดตัวในระดับ low single digits YoY (จากเดิมที่คาดว่าจะเติบโตในระดับ low single digits YoY) ในช่วง 2Q69TD SSS ลดลง 2% YoY (เทียบกับ -3.3% YoY ใน 1Q69) โดย BJC มีแผนขยายสาขาโดยเปิดร้านค้าขนาดใหญ่ 2 สาขา และร้านค้าขนาดเล็ก 200 สาขาในปี 2569 รวมถึงรูปแบบ Big C Mini ใหม่ที่มีขนาดร้านใหญ่ขึ้น (250-300 ตร.ม.) และมีพื้นที่จอดรถ ขณะเดียวกันบริษัทคาดว่าจะยอดขาย PSC จะเติบโตราว 20% YoY โดยได้รับแรงหนุนจากการรวมธุรกิจบรรจุภัณฑ์แก๊วในต่างประเทศตั้งแต่เดือนกุมภาพันธ์ (ซึ่งมีส่วนช่วยราว 10% YoY ของอัตราค่าไ้ใน PSC) ตามด้วย H&TSC ที่คาดว่าจะเติบโตในระดับ low-teen YoY และ CSC ที่คาดว่าจะเติบโตใกล้เคียง mid-single digits YoY

BJC ปรับลดเป้าหมายมาร์จิ้นปี 2569F BJC ได้ปรับลดเป้าอัตราค่าไ้ขึ้นต้น (ไม่รวม MMVN) จากเดิมคาดขยายตัว 20-40bps YoY มาเป็นทรงตัวหรือปรับลดลงเล็กน้อย YoY การปรับลดนี้มีสาเหตุหลักจากการมาร์จิ้นที่ลดลงใน PSC หลังการรวมธุรกิจแก๊วในต่างประเทศที่มีมาร์จิ้นต่ำกว่า รวมถึงกลไก cost pass-through (การปรับราคายาให้สอดคล้องกับต้นทุนที่เพิ่มขึ้น) ซึ่งช่วยรักษาค่าไ้ในรูปเงินบาท แต่กดดันอัตราค่าไ้ในรูปแบบเปอร์เซ็นต์ อย่างไรก็ตาม บริษัทยังคาดว่าจะมาร์จิ้นจะขยายตัวใน H&TSC และ CSC จาก sales mix ที่ดีขึ้น ขณะที่มาร์จิ้นของ MSC ก็มีแนวโน้มปรับดีขึ้น จากสัดส่วนสินค้าภายใต้ private-label ที่เพิ่มขึ้น และการปรับปรุงประสิทธิภาพผ่าน AI โดยเฉพาะในการลดปัญหาสินค้าขาดสต็อก

การบริหารต้นทุนท่ามกลางความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ ต้นทุนวัตถุดิบและพลังงาน ต้นทุนก๊าซธรรมชาติ (ซึ่งเป็นต้นทุนสำคัญใน PSC) คาดว่าจะทยอยปรับเพิ่มขึ้น โดยมีระยะเวลา lag ประมาณสามเดือน ขณะที่ต้นทุนวัตถุดิบบางรายการก็ปรับตัวสูงขึ้น โดยเฉพาะน้ำมันปาล์ม ในขณะที่ราคาอะลูมิเนียมที่ปรับตัวสูงขึ้นจะถูกส่งผ่านไปยังการปรับราคายาขายสินค้า ขณะที่ราคาโซดาแอชได้ถูกล็อกไว้ในระดับที่ต่ำกว่าปีก่อน สำหรับช่วงที่เหลือของปี 2569 ทั้งนี้ เพื่อบริหารจัดการต้นทุนบรรจุภัณฑ์ที่เพิ่มขึ้น BJC ได้ปรับลดขนาดและความหนาของบรรจุภัณฑ์โดยไม่กระทบต่อคุณภาพสินค้า นอกจากนี้ บริษัทยังอยู่ระหว่างพิจารณาจัดหาวัตถุดิบทางเลือก รวมถึงการนำเข้าจากจีนที่มีต้นทุนต่ำกว่า ต้นทุนค่าขนส่งและไฟฟ้า BJC ประเมินว่าการเพิ่มขึ้นของราคาน้ำมันดีเซลทุกๆ 10บาท/ลิตร จะทำให้ต้นทุนเพิ่มขึ้นประมาณ 36 ลบ. ต่อเดือน (แบ่งเป็น 20 ลบ.ต่อเดือนจากธุรกิจ MSC และ 16 ลบ.ต่อเดือนจากธุรกิจ Non-MS) โดยบริษัทมีการเพิ่มการใช้รถบรรทุก EV และรถพ่วงขนาดใหญ่เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพด้านโลจิสติกส์เพื่อลดผลกระทบ นอกจากนี้ การติดตั้งโซลาร์รูฟท็อปอย่างต่อเนื่องคาดว่าจะช่วยลดต้นทุนค่าไฟฟ้า

เป้าหมายการรับรู้กำไรจาก MMVN ภายหลังจากการเข้าซื้อกิจการ MMVN เสร็จสิ้นและการลดหนี้บางส่วนจากเงินที่ได้จากการขายที่ดินในเดือนพฤษภาคม 2569 BJC คาดว่าการรับรู้กำไรสุทธิจาก MMVN (หลังหักดอกเบี้ยและภาษีที่เกี่ยวข้องกับการจัดหาเงินทุน) จะอยู่ที่ประมาณ 100 ลบ.ต่อไตรมาส ซึ่งเทียบเท่ากับการมีส่วนช่วยในกำไรของ BJC ราว 250 ลบ. ในปี 2569F

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

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Revenue	(Btmn)	157,727	154,020	155,944	159,282	162,665
EBITDA	(Btmn)	22,432	21,415	20,533	20,844	21,332
Core profit	(Btmn)	4,610	4,391	4,306	4,687	5,035
Reported profit	(Btmn)	4,001	4,011	7,306	4,687	5,035
Core EPS	(Bt)	1.15	1.10	1.07	1.17	1.26
DPS	(Bt)	0.71	0.51	0.54	0.58	0.63
P/E, core	(x)	12.4	13.1	13.3	12.2	11.4
EPS growth, core	(%)	(4.6)	(4.8)	(1.9)	8.9	7.4
P/BV, core	(x)	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
ROE	(%)	3.8	3.7	3.5	3.7	3.9
Dividend yield	(%)	5.0	3.6	3.8	4.1	4.4
EV/EBITDA	(x)	9.5	9.9	10.1	9.8	9.4

Source: InnovestX Research

Tactical: NEUTRAL

(3-month)

Stock data	
Last close (May 22) (Bt)	14.30
Target price (Bt)	17.00
Mkt cap (Btmn)	57.31
12-m high / low (Bt)	21.3 / 12.8
Avg. daily 6m (US\$m)	3.50
Foreign limit / actual (%)	49 / 9
Free float (%)	25.0
Outstanding Short Position (%)	0.53

Share price performance			
(%)	1M	3M	12M
Absolute	(4.7)	(12.8)	(30.6)
Relative to SET	(8.3)	(16.1)	(47.1)

INVX core earnings vs consensus		
Earnings vs consensus	2026F	2027F
Consensus (Bt mn)	4,345	4,687
INVX vs Consensus (%)	(0.9)	0.0

Earnings momentum	YoY	QoQ
INVX 2Q26F core earnings	Down	Flat/Down

2025 Sustainability/2024 ESG Score	
SET ESG Ratings	AAA

Bloomberg ESG Score and Rank in the sector		
ESG Score and Rank	3.77	9/34
Environmental Score and Rank	2.77	7/34
Social Score and Rank	3.86	8/34
Governance Score and Rank	4.71	6/34

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

นักวิเคราะห์

ศิริมา ติสสร, CFA
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2793-9009
sirima.d@innovestx.co.th

สรุปผลประกอบการ 1Q69

กำไรสุทธิ 1Q69 ออกมาตามคาดที่ 1.1 พันลบ. -3% YoY และ -18% QoQ หากหักรายการพิเศษขาดทุนสุทธิ 18 ลบ. (ค่าใช้จ่ายการด้อยค่าของสัญญาเช่าที่เหลือจากการปิดโฮเปอร์มาร์เก็ตที่ไม่ทำกำไร 1 สาขา จำนวน 123 ลบ. สูงกว่ากำไรพิเศษจากอัตราแลกเปลี่ยนที่ 105 ลบ.) กำไรปกติ 1Q69 อยู่ที่ 1.1 พันลบ. -15% YoY และ -21% QoQ โดยกำไรที่ลดลง YoY มีสาเหตุหลักจากรายได้ที่ลดลง (-1% YoY ถูกกดดันจาก MSC และ CSC ที่อ่อนแอ) และ SG&A ที่เพิ่มขึ้น ซึ่งมากกว่าการขยายตัวของอัตรากำไรขั้นต้น (+40bps YoY) ขณะที่การลดลง QoQ เป็นผลจากปัจจัยฤดูกาล

ยอดขาย 1Q69 ยอดขายลดลง 1% YoY จากยอดขายที่อ่อนตัวใน MSC และ CSC โดยรายได้ MSC ลดลง 4% YoY จาก SSS ที่หดตัว 3.3% YoY จากฐานสูงในปีก่อนจากแคมเปญ Easy E-Receipt รวมถึงผลกระทบเชิงลบต่อ SSS ราว 1% จากเหตุการณ์ความไม่สงบชายแดนไทย-กัมพูชา และกลยุทธ์ลดการขายสินค้าบุหรี่ยอดนิยมที่มีมาร์จิ้นต่ำ ในแง่ sales mix ใน 1Q69 ยอดขายอาหารสดและอาหารแห้ง (88% ของยอดขาย) ลดลงในระดับ low-single digits YoY ขณะที่ยอดขาย non-food (12% ของยอดขาย) ลดลงในระดับ mid- ถึง high-teens YoY จำแนกตามรูปแบบร้าน ยอดขายโฮเปอร์มาร์เก็ตลดลง 5% YoY ขณะที่ซูเปอร์มาร์เก็ตเติบโต 2% YoY และ Big C Mini เติบโต 1% YoY รายได้ CSC ลดลง 3% YoY จากยอดขายที่อ่อนตัวในธุรกิจ non-food (กลุ่ม personal care) และธุรกิจต่างประเทศจากผลกระทบ FX ซึ่งลบจากค่าเงินบาทแข็งค่า รายได้ PSC เติบโต 15% YoY จากยอดขายบรรจุภัณฑ์แก้วที่เพิ่มขึ้น (+9% YoY) จากการรวมรายได้ธุรกิจบรรจุภัณฑ์แก้วในมาเลเซียและเวียดนามหลังจากการเข้าซื้อกิจการเสร็จสิ้นในช่วงต้นเดือนกุมภาพันธ์ ขณะที่ยอดขายธุรกิจแก้วในไทยทรงตัว (ราคาปรับลดลงตามต้นทุนวัตถุดิบหลักที่ลดลง ขณะที่ปริมาณขายเพิ่มเล็กน้อย) และยอดขายบรรจุภัณฑ์กระป๋องอะลูมิเนียมดีขึ้น (+21% YoY) จากยอดขายที่เพิ่มขึ้นทั้งในไทยและเวียดนาม โดยได้รับแรงหนุนจากการขยายฐานลูกค้าและการเพิ่มส่วนแบ่งการตลาดในหลายกลุ่มสินค้า รวมถึงฐานต่ำปีก่อนจากการที่ลูกค้ากาแฟรายหนึ่งหยุดสั่งซื้อชั่วคราวใน 1Q68 รายได้ H&TSC เติบโต 6% YoY จากยอดขายที่ดีขึ้นในธุรกิจเวชภัณฑ์และธุรกิจ specialty

อัตรากำไรและรายการอื่น ๆ ใน 1Q69 อัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้น 40bps YoY จากทุกธุรกิจยกเว้น PSC ทั้งนี้ margin ของ MSC เพิ่มขึ้น 10bps YoY จากการเปลี่ยนแปลง sales mix (สัดส่วนยอดขายบุหรี่ยอดนิยมที่ลดลง และไม่มีการขายสินค้าบุหรี่ยอดนิยมเหมือนช่วงแคมเปญ Easy E-Receipt ในปีก่อน) ขณะที่ margin ของ CSC และ H&TSC เพิ่มขึ้น 90bps YoY และ 180bps YoY ตามลำดับ จาก product mix ที่ดีขึ้น ในทางกลับกัน margin ของ PSC ลดลง 100bps YoY จากการรวมธุรกิจแก้วในต่างประเทศที่มีมาร์จิ้นต่ำ และ margin ของธุรกิจกระป๋องที่ลดลงเล็กน้อยเพื่อขยายปริมาณขายและเพิ่มส่วนแบ่งตลาด EBIT margin ลดลง 60bps YoY จาก SG&A ต่อรายได้ที่สูงขึ้น (+100bps YoY จาก SG&A ที่เพิ่มขึ้น +4% YoY ท่ามกลางรายได้ที่ลดลง) โดยรายได้ค่าเช่าและรายได้อื่นทรงตัว YoY แม้อัตราค่าเช่าจะลดลงจาก tenant mix ที่ด้อยลงและผลกระทบจากการปรับปรุงสาขา อัตราภาษีที่แท้จริงอยู่ที่ 24.5% (เทียบกับ 22% ใน 1Q68)

การเสร็จสิ้นการเข้าซื้อ MMVN และการขายที่ดิน

การเสร็จสิ้นการเข้าซื้อ MMVN และการขายที่ดิน BJC ได้ดำเนินการเข้าซื้อหุ้น 100% ใน MMVN มูลค่า 22.5 พันลบ. โดยใช้เงินกู้ระยะสั้น 2 ปี (bridging loan) ที่มีต้นทุนทางการเงิน 2% ต่อปี และเริ่มรวมงบกำไรขาดทุน (P&L) ของ MMVN เข้ามาอยู่ภายใต้ธุรกิจ modern supply chain (MSC) ของ BJC ตั้งแต่วันที่ 15 พฤษภาคม

ในขณะเดียวกัน BJC ยังได้ดำเนินการขายที่ดินจำนวน 20 แปลง (19 แปลงให้กับกลุ่ม TCC และอีก 1 แปลงให้กับบุคคลภายนอก) มูลค่ารวม 11.7 พันลบ. ซึ่งสอดคล้องกับมูลค่าประเมินตลาด โดยในจำนวนนี้มี 9 แปลงที่เป็นที่ตั้งของสาขาโฮเปอร์มาร์เก็ตที่มีผลประกอบการไม่ดี ซึ่งจะถูกปิดหลังการขายที่ดิน โดยมีการปิดแล้ว 3 สาขาในช่วง 1Q69-2Q69 และอีก 6 สาขาที่เหลือมีแผนจะปิดใน 3Q69 การปิดสาขาดังกล่าวจะทำให้ยอดขาย Big C ลดลงประมาณ 0.7% แต่จะช่วยเพิ่ม EBIT ของ Big C รว 2% ในปี 2569F นอกจากนี้ BJC จะรับรู้กำไรพิเศษสุทธิ (หลังภาษี) จากการขายที่ดินจำนวน 3 พันลบ. ใน 2Q69 โดยเงินสดสุทธิจากการขายที่ดินจำนวน 9.3 พันลบ. ถูกนำไปชำระหนี้ ส่งผลให้มีการก่อหนี้สุทธิเพิ่มขึ้น 13 พันลบ. หลังรวมทั้งดีลการเข้าซื้อ MMVN และการขายที่ดินใน 2Q69

ผลการดำเนินงาน MMVN ใน 2569TD สำหรับ MMVN ยอดขาย 1Q69 อยู่ที่ VND4.5tn (+20% YoY) โดยได้แรงหนุนจาก SSS ที่เติบโตแข็งแกร่งในสกุลเงิน VND ที่ 17.8% YoY อัตรากำไรขั้นต้นทรงตัวที่ 15.3% และ EBIT อยู่ที่ VND249bn (+32% YoY) สำหรับ 2Q69F BJC คาดว่ายอดขาย MMVN จะเติบโตในระดับ double-digit YoY ในสกุลเงิน VND และเติบโตในระดับ high single-digit YoY ในสกุลเงินบาท

Guidance ของ BJC ต่อ MMVN BJC คาดว่ายอดขายของ MMVN จะเพิ่มขึ้น 12% YoY จาก 15 พันลบ. ในปี 2025 เป็น 17 พันลบ. ในปี 2569 โดยตั้งเป้าหมายส่วนแบ่งกำไรสุทธิจาก MMVN (หลังหักดอกเบี้ยและภาษีที่เกี่ยวข้องกับการจัดหาเงินทุน) ที่ประมาณ 100 ลบ. ต่อไตรมาส หรือคิดเป็นการมีส่วนร่วมช่วยในกำไรของ BJC รว 250 ลบ. ในปี 2569F

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) ประกันภัยและลิซซิ่ง 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 สุกก่อน กระดาษชำระแบบ medium & economy และมีส่วนแบ่งการตลาดมากเป็นอันดับสองในประเทศไทยสำหรับมันฝรั่งทอดกรอบ กระดาษชำระแบบพรีเมียม และกระดาษเช็ดมือ

ทั้งนี้จากยอดขายทั้งหมดในปี 2568 นั้น 65% ได้มาจากกลุ่มสินค้าและบริการทางการค้าปลีกสมัยใหม่ (MSC; Big C), 15% มาจากกลุ่มสินค้าและบริการทางบรรจุภัณฑ์ (PSC), 14% มาจากกลุ่มสินค้าและบริการทางอุปโภคบริโภค (CSC) และ 6% มาจากกลุ่มสินค้าและบริการทางเวชภัณฑ์และทางเทคนิค (H&TSC) ขณะที่เมื่อดูจากกำไรทั้งหมด 37% ได้มาจากกลุ่ม MSC ตามมาด้วย 32% จากกลุ่ม PSC, 19% จากกลุ่ม CSC และ 12% จากกลุ่ม H&TSC

แนวโน้มธุรกิจ

ในปี 2569F BJC ตั้งเป้าหมาย (ไม่รวม MMVN) ให้เติบโตใกล้เคียงระดับ mid-single-digit YoY โดยการหดตัวในระดับ low single digits YoY ของ MSC จะถูกชดเชยด้วยการเติบโตของ PSC (+20% YoY จากการรวมธุรกิจบรรจุภัณฑ์แก้วในต่างประเทศตั้งแต่เดือนกุมภาพันธ์ ซึ่งมีสัดส่วนช่วยราว +10% YoY) H&TSC (เติบโตในระดับ low-teen YoY) และ CSC (เติบโตในระดับ mid-single digits YoY) โดย BJC ตั้งเป้าอัตรากำไรขั้นต้น (ไม่รวม MMVN) ให้ทรงตัวหรือปรับลดลงเล็กน้อย YoY จากมาร์จิ้นของ PSC ที่ลดลงซึ่งจะถูกชดเชยด้วยมาร์จิ้นที่ดีขึ้นจากหน่วยธุรกิจอื่น

ภายหลังการเข้าซื้อ MMVN เสร็จสิ้นและการลดหนี้บางส่วนจากเงินที่ได้จากการขายที่ดินในเดือนพฤษภาคม 2569 BJC คาดว่าการมีส่วนร่วมของกำไรสุทธิจาก MMVN (หลังหักดอกเบี้ยและภาษีที่เกี่ยวข้องกับการจัดหาเงินทุน) จะอยู่ที่ประมาณ 100 ลบ. ต่อไตรมาส ซึ่งคิดเป็นประมาณการมีส่วนร่วมช่วยต่อกำไรของ BJC ที่ 250 ลบ. ในปี 2569F

ทั้งนี้ เมื่อวันที่ 24 ก.พ. 2569 คณะกรรมการของ BJC ได้อนุมัติให้บริษัท BJC International Co. Ltd (BJIHC ซึ่งเป็นบริษัทย่อย) เข้าทำสัญญาซื้อหุ้นเพื่อเข้าถือหุ้นส่วนที่เหลืออีก 50% ในบริษัท BJC-OI Glass Pte Ltd. (BJCOI ซึ่งเป็นบริษัทร่วมทุนที่ลงทุนในธุรกิจกระจกในประเทศมาเลเซียและเวียดนาม) จาก Owens-Illinois ด้วยมูลค่า 156 ลบ. ส่งผลให้ BJC เข้าถือหุ้นใน BJCOI เต็ม 100% เราประเมินว่าการเข้าซื้อกิจการครั้งนี้จะช่วยเพิ่มยอดขายรวมของ BJC ประมาณ 1.5-2% และเพิ่มกำไรรวมเล็กน้อยราว 0.5%

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, การส่งชื่อผ่านแชท, 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. รายได้ค่าเช่าจะฟื้นตัวโดยได้รับการสนับสนุนจากอัตราค่าเช่าและอัตราค่าเช่าที่สูงขึ้น เนื่องจากเศรษฐกิจฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป	2. กำลังซื้อที่เปราะบางจะทำให้อัตราค่าเช่ากลับคืนสู่ระดับก่อนเกิด COVID ลำช้า
3. การเดินทางภายในประเทศและระหว่างประเทศมากขึ้นจะช่วยสนับสนุน SSS	3. จำนวนนักท่องเที่ยวที่ฟื้นตัวช้า (โดยเฉพาะจากจีน) จะส่งผลทำให้ SSS ฟื้นตัวกลับสู่ระดับก่อนเกิด COVID ลำช้า

ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ

ปัจจัย	อิเวนต์	ผลกระทบ	ความคิดเห็น
ความผันผวนของวัตถุดิบและต้นทุนก๊าซธรรมชาติที่สูงขึ้น	แรงกดดันต่อกำไร	มาร์จิ้น non-MSC ที่อ่อนแอลง	ท่ามกลางความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ที่ยังคงดำเนินอยู่ ความผันผวนของวัตถุดิบและต้นทุนก๊าซธรรมชาติที่สูงขึ้นจะส่งผลลบต่อมาร์จิ้นของธุรกิจ non-MSC
การเข้าซื้อกิจการ MMVN และแผนลดภาระหนี้ (เสร็จสิ้นพ.ค. 2569)	กำไรเพิ่มขึ้น	รายได้และกำไรเพิ่มขึ้น	ในปี 2569 เราได้รวมการมีส่วนร่วมของกำไรจาก MMVN ให้กับ BJC จำนวน 250 ลบ. (ใกล้เคียงกับเป้าหมายของ BJC) หลังจากเริ่มรวมงบตั้งแต่เดือนพฤษภาคม ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนประมาณ 6% ของกำไรของ BJC ในปี 2569

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 เราสังเกตเห็นพัฒนาขึ้นของ YoY ในด้านแนวทางปฏิบัติด้านการจ้างงาน โดยอัตราการลาออกของพนักงานลดลงในปี 2566

ESG Ratings and Indices

Bloomberg ESG Financial Materiality Score	3.77 (2024)
Rank in Sector	9/34

	CG Rating	DJBIC	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 ตั้งเป้าหมายให้พนักงาน 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 เราสังเกตเห็นพัฒนาขึ้นของ 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 ซึ่งอาจทำให้โครงสร้างคณะกรรมการมีความเป็นอิสระน้อยกว่าบริษัทอื่นๆ ในกลุ่ม
- ในปี 2566 มีการประชุมคณะกรรมการบริษัท 5 ครั้ง การประชุมไม่สม่ำเสมออาจทำให้ประสิทธิภาพในการกำกับดูแลการบริหารจัดการธุรกิจมีจำกัดเทียบกับบริษัทอื่นๆ ในกลุ่ม
- ในแง่ประเด็นด้านภาษี ใน 1Q67 BJC มีการบันทึกค่าใช้จ่ายทางภาษีที่เกิดขึ้นครั้งเดียว จำนวน 586 ลบ. ซึ่งเกิดจากการดำเนินงานในธุรกิจค้าปลีกในปี 2562-2566 เนื่องจากค่าใช้จ่ายภาษีภายใต้การประเมินของบริษัท มีความแตกต่างจากการประเมินจากกรมสรรพากร

ESG Financial Materiality Score and Disclosure

	2024	2025
ESG Financial Materiality Score	3.77	—
Environment Financial Materiality Score	2.77	—
GHG Scope 1 ('000 metric tonnes)	580	—
GHG Scope 2 Location-Based ('000 metric tonnes)	645	—
GHG Scope 3 ('000 metric tonnes)	7,804	—
Total Energy Consumption ('000 MWh)	2,941	—
Renewable Energy Use ('000 MWh)	114	—
Total Waste ('000 metric tonnes)	78	38
Waste Recycled ('000 metric tonnes)	35	—
Social Financial Materiality Score	3.86	—
Quality Assurance and Recall Policy	Yes	Yes
Consumer Data Protection Policy	Yes	Yes
Community Spending (millions)	33	—
Women in Workforce (%)	57	59
Employee Turnover (%)	27	—
Employee Training (hours)	6,072,450	6,264,730
Governance Financial Materiality Score	4.71	—
Company Conducts Board Evaluations	Yes	Yes
Board Size (persons)	13	13
Number of Non Executive Directors on Board (persons)	11	10
Number of Board Meetings for the Year (times)	6	6
Number of Women on Board (persons)	3	3
Number of Independent Directors (persons)	6	6

Source: Bloomberg Finance L.P.

Disclaimer

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

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	Unit	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Total revenue	(Btmn)	138,465	150,338	154,672	157,727	154,020	155,944	159,282	162,665
Cost of goods sold	(Btmn)	(112,448)	(122,707)	(124,628)	(125,764)	(122,572)	(124,181)	(126,745)	(129,320)
Gross profit	(Btmn)	26,017	27,631	30,043	31,963	31,448	31,762	32,537	33,345
SG&A	(Btmn)	(27,675)	(29,891)	(31,600)	(32,073)	(31,846)	(33,080)	(33,549)	(33,969)
Other income	(Btmn)	11,552	13,122	13,273	13,153	12,603	12,641	12,647	12,747
Interest expense	(Btmn)	(5,120)	(4,752)	(5,338)	(5,669)	(5,427)	(5,051)	(5,061)	(5,131)
Pre-tax profit	(Btmn)	4,774	6,110	6,379	7,374	6,778	6,272	6,574	6,992
Corporate tax	(Btmn)	(507)	(435)	(500)	(1,691)	(1,584)	(1,443)	(1,512)	(1,608)
Equity a/c profits	(Btmn)	(130)	44	(128)	(84)	100	379	529	555
Minority interests	(Btmn)	(652)	(790)	(917)	(989)	(903)	(903)	(904)	(904)
Core profit	(Btmn)	3,485	4,928	4,834	4,610	4,391	4,306	4,687	5,035
Extra-ordinary items	(Btmn)	100	82	(40)	(608)	(380)	3,000	0	0
Net Profit	(Btmn)	3,585	5,010	4,795	4,001	4,011	7,306	4,687	5,035
EBITDA	(Btmn)	18,936	19,872	20,701	22,432	21,415	20,533	20,844	21,332
Core EPS (Bt)	(Btmn)	0.87	1.23	1.21	1.15	1.10	1.07	1.17	1.26
Net EPS (Bt)	(Bt)	0.89	1.25	1.20	1.00	1.00	1.82	1.17	1.26
DPS (Bt)	(Bt)	0.66	0.80	0.80	0.71	0.51	0.54	0.58	0.63

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	Unit	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Total current assets	(Btmn)	43,987	47,985	47,416	47,094	44,077	46,921	47,636	48,015
Total fixed assets	(Btmn)	285,892	288,060	291,554	289,918	290,413	290,235	290,081	289,927
Total assets	(Btmn)	329,879	336,045	338,970	337,012	334,491	337,156	337,717	337,942
Total loans	(Btmn)	164,280	164,137	165,557	160,309	159,376	156,154	153,154	149,654
Total current liabilities	(Btmn)	56,323	62,468	71,445	68,634	70,686	69,076	71,356	61,141
Total long-term liabilities	(Btmn)	152,252	149,428	141,629	142,176	137,188	136,203	131,949	139,698
Total liabilities	(Btmn)	208,575	211,896	213,074	210,810	207,874	205,279	203,305	200,838
Paid-up capital	(Btmn)	4,008	4,008	4,008	4,008	4,008	4,008	4,008	4,008
Total equity	(Btmn)	121,304	124,149	125,896	126,202	126,616	131,878	134,412	137,104
BVPS (Bt)	(Bt)	28.91	29.52	29.86	29.94	30.02	31.34	31.97	32.64

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	Unit	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Core Profit	(Btmn)	3,485	4,928	4,834	4,610	4,391	4,306	4,687	5,035
Depreciation and amortization	(Btmn)	9,042	9,009	8,984	9,389	9,209	9,209	9,209	9,209
Operating cash flow	(Btmn)	16,636	18,173	19,856	22,111	19,959	16,533	14,072	14,420
Investing cash flow	(Btmn)	(3,865)	(6,215)	(9,412)	(5,702)	(8,905)	(9,032)	(9,055)	(9,055)
Financing cash flow	(Btmn)	(11,776)	(12,208)	(9,650)	(15,968)	(11,738)	(5,169)	(5,153)	(5,844)
Net cash flow	(Btmn)	995	(250)	795	442	(684)	2,332	(135)	(479)

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Gross margin	(%)	18.8	18.4	19.4	20.3	20.4	20.4	20.4	20.5
Operating margin	(%)	(1.2)	(1.5)	(1.0)	(0.1)	(0.3)	(0.8)	(0.6)	(0.4)
EBITDA margin	(%)	13.7	13.2	13.4	14.2	13.9	13.2	13.1	13.1
EBIT margin	(%)	7.1	7.2	7.6	8.3	7.9	7.3	7.3	7.5
Net profit margin	(%)	2.6	3.3	3.1	2.5	2.6	4.7	2.9	3.1
ROE	(%)	3.0	4.2	4.1	3.8	3.7	3.5	3.7	3.9
ROA	(%)	1.1	1.5	1.4	1.4	1.3	1.3	1.4	1.5
Net D/E	(x)	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0
Interest coverage	(x)	3.7	4.2	3.9	4.0	3.9	4.1	4.1	4.2
Debt service coverage	(x)	0.6	0.6	0.5	0.6	0.5	0.6	0.5	0.8
Payout Ratio	(%)	73.8	64.0	66.9	71.1	51.0	50.0	50.0	50.0

Main Assumptions

FY December 31	Unit	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
SSS growth (MSC)	(%)	(11.0)	2.0	2.2	(0.8)	(2.1)	(1.3)	1.0	1.0
New stores, all formats (MSC)	(Stores)	142	96	147	44	(103)	97	105	104
Ending stores, all formats (MSC)	(Stores)	1,714	1,810	1,957	2,001	1,898	1,995	2,100	2,204

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26
Total revenue	(Btmn)	39,739	38,534	40,821	38,500	38,561	37,024	39,935	38,191
Cost of goods sold	(Btmn)	(31,679)	(30,923)	(32,237)	(30,659)	(30,786)	(29,649)	(31,478)	(30,255)
Gross profit	(Btmn)	8,060	7,610	8,584	7,841	7,775	7,375	8,458	7,936
SG&A	(Btmn)	(8,070)	(8,029)	(8,157)	(7,730)	(7,948)	(7,980)	(8,188)	(8,064)
Other income	(Btmn)	3,320	3,241	3,347	3,108	3,245	3,090	3,160	3,103
Interest expense	(Btmn)	(1,433)	(1,419)	(1,391)	(1,336)	(1,340)	(1,421)	(1,330)	(1,299)
Pre-tax profit	(Btmn)	1,877	1,403	2,383	1,883	1,732	1,064	2,099	1,676
Corporate tax	(Btmn)	(411)	(315)	(527)	(418)	(406)	(252)	(508)	(411)
Equity a/c profits	(Btmn)	18	2	(59)	2	29	25	44	32
Minority interests	(Btmn)	(276)	(208)	(284)	(208)	(208)	(209)	(278)	(222)
Core profit	(Btmn)	1,208	883	1,513	1,259	1,147	628	1,357	1,075
Extra-ordinary items	(Btmn)	20	(181)	131	(168)	(157)	9	(63)	(18)
Net Profit	(Btmn)	1,228	701	1,645	1,091	990	637	1,293	1,057
EBITDA	(Btmn)	5,667	5,180	6,122	5,485	5,362	4,805	5,763	5,299
Core EPS (Bt)	(Btmn)	0.30	0.22	0.38	0.31	0.29	0.16	0.34	0.27
Net EPS (Bt)	(Bt)	0.31	0.17	0.41	0.27	0.25	0.16	0.32	0.26

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	Unit	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26
Total current assets	(Btmn)	46,094	43,525	47,094	45,261	42,261	41,158	44,077	44,822
Total fixed assets	(Btmn)	290,423	289,423	289,918	289,361	289,760	289,955	290,413	290,578
Total assets	(Btmn)	336,517	332,948	337,012	334,621	332,021	331,113	334,491	335,399
Total loans	(Btmn)	165,128	162,878	160,309	159,590	159,259	160,908	159,376	160,189
Total current liabilities	(Btmn)	54,756	67,979	68,634	67,747	73,402	75,151	70,686	75,297
Total long-term liabilities	(Btmn)	156,437	140,420	142,176	139,698	133,315	130,657	137,188	131,097
Total liabilities	(Btmn)	211,192	208,399	210,810	207,445	206,716	205,807	207,874	206,394
Paid-up capital	(Btmn)	4,008	4,008	4,008	4,008	4,008	4,008	4,008	4,008
Total equity	(Btmn)	125,325	124,549	126,202	127,177	125,305	125,305	126,616	129,005
BVPS (Bt)	(Bt)	29.68	29.55	29.94	30.17	29.77	29.75	30.02	30.45

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	Unit	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26
Core Profit	(Btmn)	1,228	701	1,645	1,091	990	637	1,293	1,057
Depreciation and amortization	(Btmn)	2,357	2,357	2,348	2,266	2,290	2,320	2,334	2,324
Operating cash flow	(Btmn)	5,930	4,141	7,174	4,628	5,545	4,329	5,457	5,189
Investing cash flow	(Btmn)	(1,131)	(1,449)	(1,471)	(1,536)	(2,636)	(1,632)	(3,101)	(1,583)
Financing cash flow	(Btmn)	(4,753)	(3,282)	(4,280)	(3,754)	(3,384)	(3,107)	(1,493)	(3,694)
Net cash flow	(Btmn)	46	(590)	1,422	(661)	(476)	(410)	863	(88)

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26
Gross margin	(%)	20.3	19.7	21.0	20.4	20.2	19.9	21.2	20.8
Operating margin	(%)	(0.0)	(1.1)	1.0	0.3	(0.4)	(1.6)	0.7	(0.3)
EBITDA margin	(%)	14.3	13.4	15.0	14.2	13.9	13.0	14.4	13.9
EBIT margin	(%)	8.3	7.3	9.2	8.4	8.0	6.7	8.6	7.8
Net profit margin	(%)	3.1	1.8	4.0	2.8	2.6	1.7	3.2	2.8
ROE	(%)	4.0	3.0	5.1	4.2	3.8	2.1	4.5	3.5
ROA	(%)	1.4	1.1	1.8	1.5	1.4	0.8	1.6	1.3
Net D/E	(x)	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2	1.3	1.2	1.2
Interest coverage	(x)	4.0	3.6	4.4	4.1	4.0	3.4	4.3	4.1
Debt service coverage	(x)	0.8	0.5	0.7	0.6	0.5	0.4	0.6	0.5

Main Assumptions

FY December 31	Unit	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26
SSS growth (MSC)	(%)	(4.0)	(0.4)	2.2	2.1	(3.2)	(3.8)	(3.3)	(3.3)
New stores, all formats (MSC)	(Stores)	1	11	11	20	(27)	(105)	9	n.a.
Ending stores, all formats (MSC)	(Stores)	1,979	1,990	2,001	2,021	1,994	1,889	1,898	n.a.

Appendix

Figure 1: Earnings review

P & L (Btmn)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	% Chg YoY	% Chg QoQ
Total revenue	38,500	38,561	37,024	39,935	38,191	(0.8)	(4.4)
Gross profit	7,841	7,775	7,375	8,458	7,936	1.2	(6.2)
SG&A expense	(7,730)	(7,948)	(7,980)	(8,188)	(8,064)	4.3	(1.5)
Net other income/expense	3,108	3,245	3,090	3,160	3,103	(0.2)	(1.8)
Interest expense	(1,336)	(1,340)	(1,421)	(1,330)	(1,299)	(2.8)	(2.3)
Pre-tax profit	1,883	1,732	1,064	2,099	1,676	(11.0)	(20.2)
Corporate tax	(418)	(406)	(252)	(508)	(411)	(1.8)	(19.2)
Equity a/c profits	2	29	25	44	32	1,427.3	(27.4)
EBITDA	5,485	5,362	4,805	5,763	5,299	(3.4)	(8.0)
Core profit	1,259	1,147	628	1,357	1,075	(14.6)	(20.7)
Extra. Gain (Loss)	(168)	(157)	9	(63)	(18)	(89.4)	(71.9)
Net Profit	1,091	990	637	1,293	1,057	(3.1)	(18.2)
Net EPS	0.27	0.25	0.16	0.32	0.26	(3.1)	(18.2)
B/S (Btmn)							
Total assets	334,621	332,021	331,113	334,491	335,399	0.2	0.3
Total liabilities	207,445	206,716	205,807	207,874	206,394	(0.5)	(0.7)
Total equity	127,177	125,305	125,305	126,616	129,005	1.4	1.9
BVPS (Bt)	30.2	29.8	29.8	30.0	30.4	0.9	1.4
Financial ratio (%)							
Gross margin	20.4	20.2	19.9	21.2	20.8	0.4	(0.4)
EBITDA margin	14.2	13.9	13.0	14.4	13.9	(0.4)	(0.6)
Net profit margin	2.8	2.6	1.7	3.2	2.8	(0.1)	(0.5)
SG&A expense/Revenue	20.1	20.6	21.6	20.5	21.1	1.0	0.6

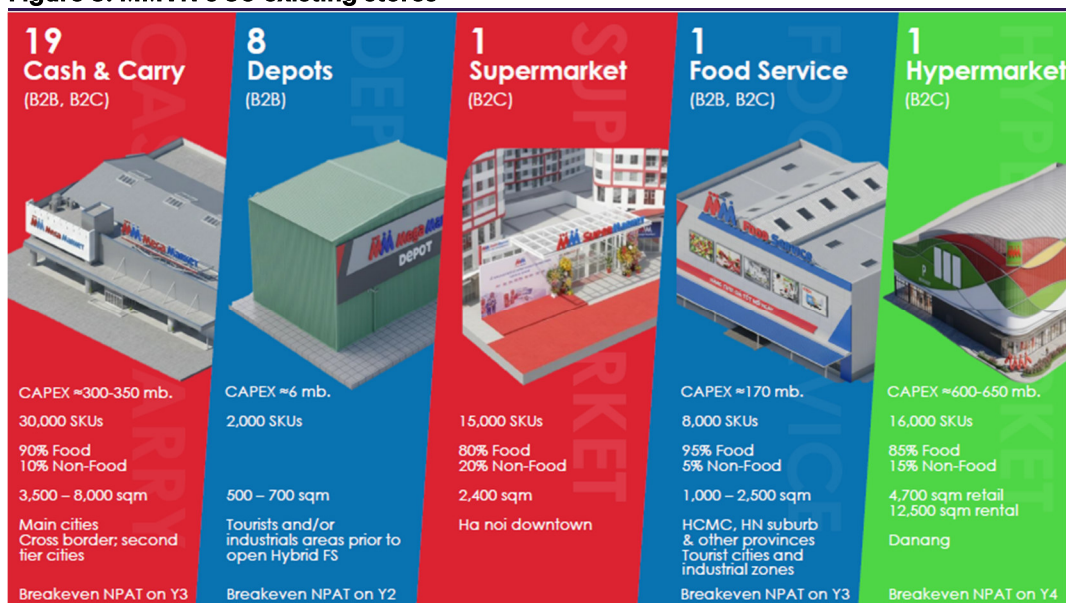
Source: InnovestX Research

Figure 2: Breakdown by business

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	% Chg YoY	% Chg QoQ
Sales (Bt mn)	38,500	38,561	37,024	39,935	38,191	(0.8)	(4.4)
- PSC	5,699	5,744	5,654	6,577	6,527	14.5	(0.8)
- CSC	5,666	5,638	5,552	5,701	5,486	(3.2)	(3.8)
- H&TSC	2,121	2,289	2,037	2,259	2,247	5.9	(0.5)
- MSC	25,483	25,327	24,277	25,938	24,436	(4.1)	(5.8)
GPM (%)	20.4	20.2	19.9	21.2	20.8	0.4	(0.4)
- PSC	22.6	22.3	23.2	23.0	21.6	(1.0)	(1.4)
- CSC	19.5	19.4	19.5	20.7	20.4	0.9	(0.3)
- H&TSC	35.0	31.5	35.4	38.7	36.8	1.8	(1.9)
- MSC	18.1	18.1	17.2	18.6	18.3	0.2	(0.3)
EBIT margin (%)	8.4	8.0	6.7	8.6	7.8	(0.6)	(0.8)
- PSC	15.7	16.5	18.1	19.7	14.6	(1.1)	(5.1)
- CSC	8.7	9.3	7.0	9.2	8.9	0.2	(0.3)
- H&TSC	7.4	14.5	16.0	21.7	18.3	10.9	(3.4)
- MSC	5.8	4.4	3.3	4.5	5.0	(0.8)	0.5

Source: InnovestX Research

Figure 3: MMVN's 30 existing stores



Source: Company data and InnovestX Research

Figure 4: Our projection on MMVN has not yet factored in planned MMVN store expansion to 54 stores at end-2030 from 30 at end-2025

2030 from 30 at end-2025

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 5: Valuation summary (price as of May 22, 2569)

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					25A	26F	27F	25A	26F	27F	25A	26F	27F	25A	26F	27F	25A	26F	27F	25A	26F	27F
BJC	Neutral	14.30	17.00	22.6	13.1	13.3	12.2	(5)	(2)	9	0.5	0.4	0.4	3	3	4	3.6	3.8	4.1	9.9	10.1	9.8
CPALL	Outperform	46.50	65.00	43.7	15.0	13.6	12.4	12	10	10	3.0	2.7	2.4	21	21	21	3.5	3.9	4.3	8.7	8.4	7.9
CPAXT	Neutral	15.10	17.00	17.2	16.8	15.8	14.6	(16)	6	9	0.5	0.5	0.5	3	3	4	4.7	4.6	4.8	9.2	8.7	8.3
CRC	Neutral	20.30	24.00	21.2	15.1	14.6	13.9	(7)	3	6	1.9	1.9	1.8	11	12	13	8.9	2.9	3.1	6.6	6.5	6.1
GLOBAL	Outperform	7.45	8.90	21.8	20.8	19.1	17.4	(17)	9	10	1.6	1.6	1.5	8	8	9	2.4	2.4	2.3	13.0	12.0	11.0
HMPRO	Outperform	6.00	8.00	39.6	13.1	12.8	11.8	(8)	2	8	3.0	2.9	2.7	23	23	24	6.3	6.2	6.8	8.5	8.3	7.8
Average					15.6	14.9	13.7	(7)	5	8	1.8	1.7	1.6	12	12	12	4.9	4.0	4.2	9.3	9.0	8.5

Source: InnovestX Research

ข้อสงวนสิทธิ์:

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

บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) เป็นบริษัทย่อยที่บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ แต่เพียงผู้เดียว และธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) 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) (“ธนาคาร”) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของ กรัสด์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเข้าซื้อหุ้นสามัญ แอล เอช โฮเทล ความเห็น ข่าวกวีจัย ขววิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่ได้รับผิดต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้อข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาถึงความเสี่ยงของการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

INVX สงวนสิทธิ์ในการใช้ดุลพินิจของตนเองแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นเพื่อให้เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พืชมซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับความยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX ก่อน

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

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

© สงวนลิขสิทธิ์ 2569 บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด

