

Fundamental Story

Berli Jucker Pcl (BJC TB) - Under Review

News Update

Phannarai Tiypittayarat | Email: phannarai.von@thanachartsec.co.th

เข้าซื้อหุ้นทั้งหมด 100% ในบริษัท เอ็ม เอ็ม เมก้า มาร์เก็ต ในเวียดนาม

- มูลค่าการเข้าซื้อกิจการอยู่ที่ 2.25 หมื่นลบ.
 - คิดเป็น ราคา/ยอดขาย ที่ 1.26 เท่า และ P/E ปี 2024 ที่ 40.7 เท่า
 - BJC คาดว่าจะสร้างกำไรเพิ่มเติมตั้งแต่ปีแรกของการเข้าซื้อกิจการ
 - ด้วยราคาหุ้นปัจจุบันต่ำกว่า TP อยู่ 19% เราจึงอยู่ในช่วงทบทวนคำแนะนำ
- BJC เปิดเผยว่า บริษัทมีแผนเข้าซื้อหุ้นทั้งหมด 100% ของ ทีซีซี แลนด์ อินเตอร์เนชั่นแนล (สิงคโปร์) พีทีอี แอลทีดี (TCCLI) ซึ่งเป็นบริษัทโฮลดิ้งที่มีการลงทุนเพียงแห่งเดียวใน บริษัท เอ็ม เอ็ม เมก้า มาร์เก็ต (เวียดนาม) จำกัด (MMVN)
 - รายการดังกล่าวเป็นรายการที่เกี่ยวข้องกัน เนื่องจากบริษัท ทีซีซี คอร์ปอเรชั่น จำกัด (TCCC) (ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ BJC ในสัดส่วน 45.7%) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ MMVN ด้วย โดยบริษัทจะจัดประชุมสามัญผู้ถือหุ้น (EGM) ในวันที่ 13 กุมภาพันธ์ 2026 และต้องได้รับมติไม่น้อยกว่า 3 ใน 4 ของจำนวนเสียงของผู้ถือหุ้นที่เข้าประชุม ทั้งนี้ บริษัทคาดว่าจะสามารถดำเนินการปิดดีลธุรกรรมดังกล่าวได้ภายในสิ้น 1Q26
 - เรามองว่าราคาการเข้าซื้อกิจการนั้นค่อนข้างแพงที่อัตราส่วนราคาต่อยอดขาย (Price-to-Sales ratio) ที่ 1.26 เท่า (ใช้ยอดขายในปี 2024) และ PE ที่ 40.7 เท่า ในปี 2024 และ 38.8 เท่า ในปี 2025F (โดยใช้การคาดการณ์กำไรสุทธิในปี 2025F จาก IFA) ราคาการเข้าซื้อที่สูงนี้ทำให้มีพื้นที่น้อยสำหรับข้อผิดพลาดในการประเมินกำไรของ MM Mega Market ให้ครอบคลุมต้นทุนการกู้ยืม BJC คาดว่าจะมีต้นทุนการกู้ยืมระยะสั้นอยู่ที่ 2.25% สำหรับระยะเวลา 1 ปี 2 เดือน และจะรีไฟแนนซ์ด้วยการออกหุ้นกู้ที่คาดว่าจะมีต้นทุน 2.58%
 - MMVN มีกำไรตั้งแต่ปี 2018 หลังจากที่ TCCC เข้าซื้อกิจการในปี 2015 ปัจจุบันหนี้หลักคืออัตรากำไรขั้นต้นที่ดีขึ้น (จาก 4.4% ในปี 2015 เป็น 14.9% ในปี 2024 ซึ่งทำให้มีอัตรากำไรสุทธิ 3.1% ในปีที่ผ่านมา จาก -4.9% ในปี 2015) โดยเกิดจากการเปลี่ยนแปลงสัดส่วนลูกค้า จากลูกค้า B2B 100% (ในฐานะธุรกิจขายส่ง) มาเป็น 55% ในปีที่ผ่านมา การเพิ่มส่วนแบ่งการขายสินค้าแฮนด์แบรด์เป็น 13.6% ใน 9M25 และการจัดหาสินค้าโดยตรงมากขึ้น กำไรสุทธิในปี 2024 ของบริษัทอยู่ที่ 553 ลบ.
 - จากการคาดการณ์กำไรของ IFA สำหรับ MMVN โดยมีอัตราการเติบโตของกำไรสุทธิเฉลี่ยที่ 18% ในช่วง 4 ปี จาก 580 ลบ. ในปี 2025F เป็น 1,124 ลบ. ในปี 2029F และต้นทุนทางการเงินที่แนะนำอยู่ที่ 2.25-2.58% การเพิ่มขึ้นของกำไรจะทำให้การคาดการณ์กำไรของเราในปัจจุบันเพิ่มขึ้น 7/8/9/10% ในช่วงปี 2026-29F ซึ่งจะทำให้คาดการณ์การเติบโตของกำไรต่อหุ้นเฉลี่ย 4 ปี ของเราสำหรับ BJC เพิ่มขึ้นจาก 5% เป็น 7% การประมาณการของ IFA อิงจากการขยายสาขาของ MMVN จาก 30 สาขาในปัจจุบันเป็น 54 สาขาภายในปี 2030 อย่างไรก็ตาม มีรูปแบบร้านค้า 5 รูปแบบ โดย 12 จาก 24 ร้านใหม่จะเป็นร้านขนาดเล็ก ได้แก่ food-service 7 แห่ง (ขนาด 1,000-

Key Valuations

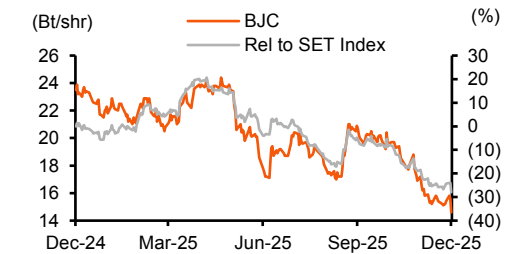
Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Revenue	157,727	159,768	159,380	162,093
Net profit	4,001	4,329	4,738	4,934
Norm net profit	4,610	4,571	4,738	4,934
Norm EPS (Bt)	1.2	1.1	1.2	1.2
Norm EPS gr (%)	(2.1)	(0.8)	3.7	4.1
Norm PE (x)	12.6	12.7	12.3	11.8
EV/EBITDA (x)	8.8	8.7	8.5	8.4
P/BV (x)	0.5	0.5	0.5	0.5
Div. yield (%)	4.9	5.2	5.7	5.9
ROE (%)	3.8	3.8	3.9	4.0
Net D/E (%)	110.4	107.9	106.6	107.0

Source: Thanachart estimates

Stock Data

Closing price (Bt)	14.60
Target price (Bt)	18.00
Market cap (US\$ m)	1,858
Avg daily turnover (US\$ m)	2.9
12M H/L price (Bt)	24.40/15.10

Price Performance



Source: Bloomberg

Fundamental Story

2,500 ตร.ม. ต่อร้าน) และ 5 ร้าน Depot (ขนาด 500-700 ตร.ม. ต่อร้าน) เมื่อเทียบกับขนาดร้านเฉลี่ยที่ 3,500-8,000 ตร.ม. สำหรับร้านประเภท Cash and Carry

- เนื่องจากความสามารถในการทำกำไรของ MMVN ปัจจุบันได้เพิ่มขึ้นใกล้เคียงกับระดับ BIGC Thailand ของ BJC (อัตรากำไรขั้นต้น 17.8%, อัตรากำไรสุทธิ 2.7% ใน 9M25, และสัดส่วนการขายสินค้าแฮนด์แบรนด์ 16.4%) และ MMVN ยังคงขยายร้านรูปแบบ Cash and Carry โดยตั้งเป้าหมายยอดขาย B2B ที่ 60% ภายในปี 2030 การขยายอัตรากำไรขั้นต้นของบริษัทจึงเป็นเรื่องที่ท้าทาย (บริษัทตั้งเป้าเพิ่มอัตรากำไรขั้นต้นอีก 50-75bps ในปี 2026) หากเราสมมติกำไรสุทธิเติบโตเฉลี่ย 4 ปีที่ 10% สำหรับ MMVN การสร้างกำไรเพิ่มแก่คาดการณ์กำไรของ BJC ในปัจจุบันของเราจึงน่าจะค่อนข้างน้อยที่ 2/2/4/5% ในปี 2026-29F
- แม้เรามองว่าราคาเข้าซื้อกิจการที่สูงจะปัจจัยลบ แต่ราคาหุ้นของ BJC ได้ปรับตัวลงแล้ว 6% เมื่อวานนี้ และต่ำกว่าราคาเป้าหมายของเราในปัจจุบันที่ 18.0 บาท/หุ้น ถึง 19% เราจึงอยู่ในช่วงทบทวนคำแนะนำของเรา (จากปัจจุบันที่แนะนำ “ขาย”)

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนาชาติเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลงแก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) which is owned 99.97% by TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) as a resource only for clients of TNS, TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an “Overweight” sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. “Underweight” is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. “Neutral” is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

Disclosures:

หมายเหตุ: ธนาคารทหารไทยธนาชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ:* “บริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็น Joint Lead Underwriter ให้กับบริษัท บริษัท ยูโรเอเชีย โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน) Euroasia Total Logistics Pcl (ETL) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ:* “บริษัทหลักทรัพย์ ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย “หุ้นกู้ของบริษัท แอดวานซ์อินโฟร์เซอร์วิส จำกัด (มหาชน) (ADVANC) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1” ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

หมายเหตุ:* “บริษัทหลักทรัพย์ ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย “หุ้นกู้ของบริษัท พีทีที โกลบอล เคมิคอล จำกัด (มหาชน) (PTTGC) ครั้งที่1/2568” ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”