

MOSHI MOSHI RETAIL CORPORATION

THAILAND / COMMERCE

MOSHI TB

BUY

หุ้นที่มีศักยภาพการเติบโตสูงต่อเนื่อง

- MOSHI โมเดลธุรกิจโดดเด่นคล้ายกับการขยายธุรกิจร้านสะดวกซื้อ ทั้งในกทม.และต่างจังหวัด และทำให้มีศักยภาพการเติบโตที่สูงในอนาคต
- คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2024-25 เติบโต 36% y-y จากการขยายสาขาและ SSSG เพิ่มขึ้น
- ราคาเป้าหมาย 66 บาท (DCF) @ WACC 9.5%

TARGET PRICE	THB66.00
CLOSE	THB53.25
UP/DOWNSIDE	+23.9%
PRIOR TP	THB0.00
CHANGE IN TP	nm
TP vs CONSENSUS	+9.7%

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2022	2023E	2024E	2025E
Revenue	1,890	2,571	3,342	4,345
Net profit	253	391	480	632
EPS (THB)	0.84	1.19	1.45	1.92
vs Consensus (%)	-	(4.8)	(13.3)	(9.6)
EBITDA	625	810	990	1,254
Recurring net profit	253	391	480	632
Core EPS (THB)	0.84	1.19	1.45	1.92
Chg. In EPS est. (%)	nm	nm	nm	nm
EPS growth (%)	44.6	40.4	22.7	31.7
Core P/E (x)	63.1	44.9	36.6	27.8
Dividend yield (%)	5.4	0.9	1.3	1.6
EV/EBITDA (x)	25.5	21.5	17.3	13.3
Price/book (x)	9.9	9.2	8.1	6.9
Net debt/Equity (%)	(1.8)	(7.6)	(21.8)	(33.4)
ROE (%)	19.7	22.3	23.6	26.9

ผู้นำตลาดค้าปลีกสินค้าไลฟ์สไตล์ที่ขยายตลาดในเชิงรุกต่อเนื่อง

MOSHI เป็นร้านค้าปลีกที่ขายสินค้าไลฟ์สไตล์ทันสมัยในราคาขอมเยา ซึ่งเป็นโมเดลธุรกิจเน้นขายสินค้าที่ทันสมัยที่ใช้ในชีวิตประจำวัน อาทิ เครื่องใช้ในบ้าน เครื่องเขียน ตุ๊กตา ของใช้แฟชั่น เป็นต้น ทำให้รอบการซื้อหมุนเร็ว อีกทั้งยังมีแผนการขยายสาขาต่อเนื่องเพื่อเจาะตลาดใหม่จะเพิ่มส่วนแบ่งการตลาดและครอบคลุมเกือบทั้งประเทศ คล้ายกับโมเดลธุรกิจร้านโมเดลเทรดหรือร้านสะดวกซื้อ ซึ่งจะหนุนรายได้และกำไรมีอัตราการเติบโตสูงต่อเนื่องในอนาคต ปัจจุบันบริษัท มีส่วนแบ่งทางการตลาด สินค้าไลฟ์สไตล์อันดับ 1 ตั้งแต่ปี 2019 ที่สำคัญ MOSHI มีแผนขยายสาขาร้าน Moshi Moshi อย่างต่อเนื่องปีละ 20 สาขา เป็น 151 สาขา ในปี 2024 และ 171 สาขาในปี 2025 ซึ่งจะทำให้ MOSHI มีส่วนแบ่งตลาดในสินค้าไลฟ์สไตล์เพิ่มขึ้น

คาดการณ์ค่าส่งและค้าปลีกมีมูลค่าตลาดเติบโตเฉลี่ยปีละ 10.7%

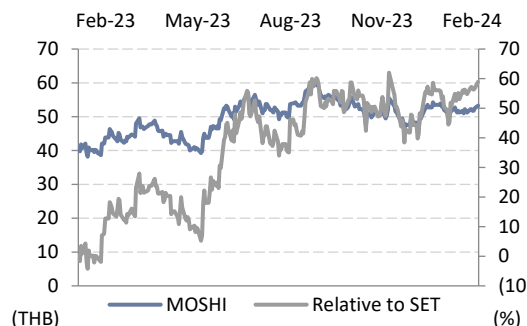
ตลาดค้าปลีกสินค้าของไทยปี 2021 มีมูลค่า 1.8 ล้านลบ. เพิ่มขึ้นจาก 1.5 ล้านลบ. ในปี 2016 หรือมีอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปีที่ 3.6% y-y ในช่วงปี 2016-2021 คาดจะขยายตัวขึ้นไปถึง 2.9 ล้านลบ. ในปี 2026 หรือมีอัตราการเติบโตเฉลี่ย 10.7% ในช่วงปี 2021-2026 โดย MOSHI มีส่วนแบ่งตลาด 40% ของสินค้าไลฟ์สไตล์ในปี 2022

SSSG และเปิดสาขาใหม่เพิ่ม หนุนกำไรปี 2024-25 เติบโต 36% y-y

เราคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2023-25 เติบโตเฉลี่ยปีละ +36% y-y ปัจจัยหนุนหลักมาจาก SSSG ที่เพิ่มขึ้น 17%/10%/10% y-y ตามลำดับ รวมถึงแผนขยายสาขาเฉลี่ยปีละ 15-20% CAGR หรือปีละ 20 สาขา จากสิ้นปี 2023 ที่ 131 แห่ง ซึ่งในปี 2023 มีเปิดร้าน Moshi Moshi เพิ่ม 22 สาขา ร้าน Garlic 3 สาขา และ The OK 1 สาขา สำหรับปี 2024 มีแผนเปิดเพิ่ม 20 สาขา เป็น 151 สาขา และปี 2025 จะมีสาขาทั้งหมด 171 สาขา อีกทั้งยังมีแผนออกสินค้าใหม่หรือ Collection ใหม่เพิ่มเพื่อเพิ่ม SSSG

แนะนำ ซื้อ ราคาเป้าหมาย 66 บาท DCF@WACC 9.5%

เริ่มต้นด้วยคำแนะนำ "ซื้อ" และประเมินมูลค่าหุ้น MOSHI ด้วยวิธี DCF เนื่องจากเป็นธุรกิจค้าปลีกที่รับเป็นเงินสดและมีกระแสเงินสดการดำเนินงานที่ชัดเจน มีแผนขยายสาขาและรายได้เติบโตอย่างต่อเนื่อง ฐานะการเงินมั่นคง อีกทั้งการประเมินมูลค่าหุ้นกลุ่มค้าปลีกส่วนใหญ่มักจะใช้วิธี DCF เราคำนวณได้ราคาเหมาะสม 66 บาท หรือคิดเป็น 2024 PE ที่ 45.5 เท่า แม้สูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่ม แต่ MOSHI มี SSSG ดีสุดในกลุ่มและ ROE ที่สูงกว่ากลุ่ม



Share price performance	1 Month	3 Month	12 Month
Absolute (%)	2.4	2.9	30.2
Relative to country (%)	5.7	5.6	58.8
Mkt cap (USD m)	491		
3m avg. daily turnover (USD m)	1.3		
Free float (%)	27		
Major shareholder	Boonsongkroh Family (57%)		
12m high/low (THB)	62.00/36.36		
Issued shares (m)	330.00		

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



Songklod Wongchai

Fundamental Investment Analyst on Securities; License no. 018086
songklod.won@fssia.com, +66 2646 9970

Investment thesis

บริษัท โมชิ โมชิ รีเทล คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) หรือ "MOSHI MOSHI" ก่อตั้งขึ้นในปี 2016 โดยกลุ่มครอบครัวบุญสงเคราะห์ เริ่มประกอบธุรกิจร้านค้าปลีกสินค้าประเภทเครื่องเขียน สินค้ากีฬาช้อปภายใต้ชื่อร้านพร้อมกันที่ต่อมได้เล็งเห็นโอกาสในการขยายธุรกิจ จึงเริ่มจำหน่ายสินค้าที่มีการออกแบบโดยเฉพาะและจำหน่ายสินค้า นำเข้าจากญี่ปุ่น เพื่อจำหน่ายให้แก่ห้างสรรพสินค้าชั้นนำและร้านค้า ต่างๆ จนปัจจุบันบริษัท เป็นผู้นำร้านค้าปลีกสินค้าไลฟ์สไตล์ (Lifestyle) ในประเทศไทยที่มีส่วนแบ่งทางการตลาดอันดับ 1 ตั้งแต่ปี 2019 มีส่วนแบ่งทางการตลาด 40% ในปี 2022 บริษัท ขยายสาขาร้าน Moshi Moshi เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยตั้งเป้าขยายสาขา 20 สาขาต่อปี เป็น 151 สาขาในปี 2024 และเป็น 171 สาขาในปี 2025

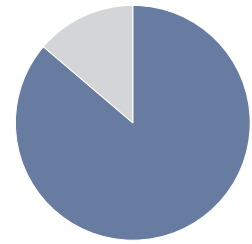
Company profile

MOSHI ทำธุรกิจค้าปลีกสินค้าที่ตอบสนองต่อลักษณะการใช้ชีวิตประจำวัน ("สินค้าไลฟ์สไตล์") ที่มีความหลากหลาย ทันสมัย เน้นคุณภาพ ในราคาที่ย่อมเยาเป็นหลัก ภายใต้ชื่อทางการค้า "Moshi Moshi" โดยสินค้าที่จำหน่ายส่วนใหญ่เป็นสินค้าภายใต้ตราสินค้า ของบริษัท ซึ่งมีการออกแบบเพื่อจำหน่ายในร้าน Moshi Moshi โดยเฉพาะ ทั้งนี้ บริษัทมีสินค้าหลากหลายเพื่อตอบสนองความต้องการ ของลูกค้ากว่า 12 กลุ่ม อาทิ เครื่องใช้ในบ้าน กระเป๋า เครื่องเขียน ตุ๊กตา ของใช้แฟชั่น เป็นต้น โดยมีจำนวนสินค้ารวมกว่า 200,000 SKUs

www.moshimoshi.co.th

Principal activities (revenue, 2022)

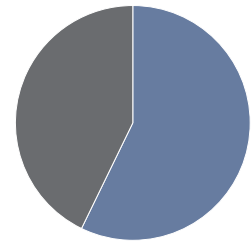
- Retail - 86.2 %
- Wholesale - 13.8 %



Source: Moshi Moshi Retail Corporation

Major shareholders

- Boonsongkorh Family - 57.2 %
- Others - 42.8 %



Source: Moshi Moshi Retail Corporation

Catalysts

บริษัท ขยายสาขาร้าน Moshi Moshi เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยตั้งเป้าขยายสาขา 20 สาขาต่อปี ในปี 2024 เป็น 151 สาขา และเป็น 171 สาขาในปี 2025 สูงกว่าแผนเดิมที่ตั้งไว้ ก่อนหน้านี้ ซึ่งส่งผลให้ MOSHI มีส่วนแบ่งการตลาดเพิ่มขึ้นอีกมาก จาก 40% ในปี 2022 ทั้งในกรุงเทพและต่างจังหวัด รวมถึงอัตราการเติบโตของสาขาเดิมมีโอกาสเพิ่มขึ้นเป็นเลขสองหลัก ตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ

Risks to our call

ความเสี่ยงที่อาจส่งผลกระทบต่อประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายของเรา คือ บริษัทไม่สามารถขยายสาขาร้าน Moshi Moshi เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยตั้งเป้าขยายสาขา 20 สาขาต่อปี ในปี 2024 เป็น 151 สาขา และเป็น 171 สาขาในปี 2025 ตามแผนที่ตั้งเป้าไว้ เกิดวิกฤติเศรษฐกิจ เกิดโรคระบาดรอบใหม่

Event calendar

Date	Event
22 February 2024	4Q23 earnings results

Key assumptions

	2022	2023E	2024E	2025E
Retail	1,630	2,217	2,882	3,746
Wholesale	260	354	460	598
Total revenues	1,890	2,571	3,342	4,345
Revenue growth	50.5%	36.0%	30.0%	30.0%
Gross profit margin	52.4%	53.5%	52.5%	52.5%
OPEX/sales	34.6%	33.5%	33.5%	33.5%
Net profit margin	13.4%	14.4%	14.3%	14.5%
Same Store Sales Growth (y-y)	40.5%	17.0%	5.0%	5.0%
New branch	11	25	20	20

Source: FSSIA estimates

Earnings sensitivity

	-1%	2024E	1%
Gross profit margin (%)	51.50	52.50	53.50
Net profits (THB m)	432	480	528
Change (%)	-10%	-	10%

Source: FSSIA estimates

ร้านค้าปลีกค้าส่งสินค้าไลฟ์สไตล์ที่ทันสมัย ราคาเยี่ยมเยา

MOSHI ดำเนินธุรกิจร้านค้าปลีกสินค้าที่ตอบสนองต่อลักษณะการใช้ชีวิตประจำวัน (สินค้าไลฟ์สไตล์) ที่มีความหลากหลาย ทันสมัย เน้นคุณภาพ ในราคาที่เยี่ยมเยา เป็นหลัก ภายใต้ชื่อทางการค้า “Moshi Moshi” โดยเฉพาะ ทั้งนี้ บริษัทฯ มีสินค้าหลากหลายเพื่อตอบสนองความต้องการของลูกค้ามากถึง 12 กลุ่ม ได้แก่ เครื่องใช้ในบ้าน กระเป๋า เครื่องเขียน ตุ๊กตา ของใช้แฟชั่น (Fashion) อุปกรณ์เสริมความงาม เครื่องนุ่งห่ม เครื่องสำอาง อุปกรณ์ด้านไอที ของเล่น อาหารและเครื่องดื่ม และหมวดอื่นๆ เช่น หน้ากากผ้า พวงกุญแจ เป็นต้น โดยมีจำนวนหน่วยเก็บสินค้า (SKUs) รวมกว่า 22,000 SKUs (ณ 30 ก.ย. 2022) ทั้งนี้ MOSHI จำหน่ายสินค้าผ่านช่องทางที่หลากหลาย ได้แก่ (1) เครือข่ายสาขาของบริษัทฯ ซึ่งครอบคลุมทุกภูมิภาค (2) การขายสินค้าผ่านออนไลน์แพลตฟอร์ม (Online Platform) ที่เป็นที่ยอมรับ ได้แก่ Shopee และ Lazada และ (3) ร้านป๊อปอัพ สโตร์ (Pop-up Store)

Exhibit 1: ตัวอย่างสินค้าและหน้าร้าน Moshi Moshi



Source: MOSHI

Exhibit 2: ตัวอย่างสินค้า



Source: MOSHI

Exhibit 3: ตัวอย่างสินค้าและหน้าร้าน Moshi Moshi



Source: MOSHI

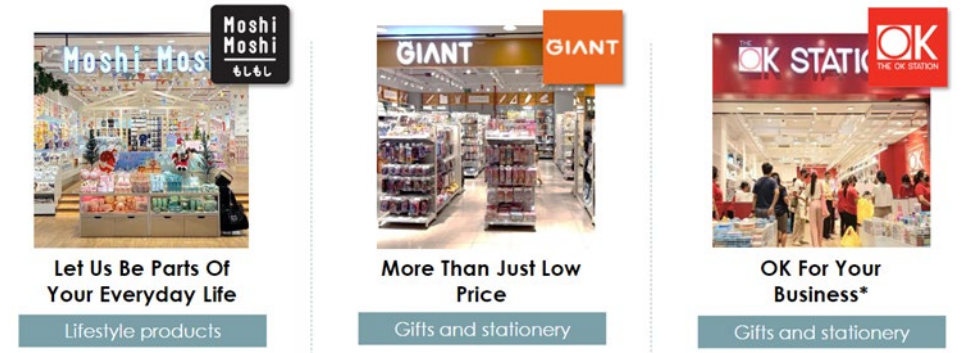
Exhibit 4: ตัวอย่างสินค้าและหน้าร้าน Moshi Moshi



Source: MOSHI

ทั้งนี้ ณ สิ้นปี 2023 บริษัทฯ มีสาขาที่เปิดดำเนินการแล้วทั้งหมด 131 สาขา ครอบคลุม 51 จังหวัดใน ทุกภูมิภาค ประกอบด้วย (1) ร้าน Moshi Moshi 122 สาขา (2) ร้านค้าปลีกแบบมีส่วนลด GIANT 1 สาขาที่ห้างแพลตินั่มแฟชั่นมอลล์ (3) OK STATION 1 สาขาเป็นร้านค้าส่งที่ตั้งอยู่ตลาดสำเพ็ง และ (4) GARLIC 3 สาขา

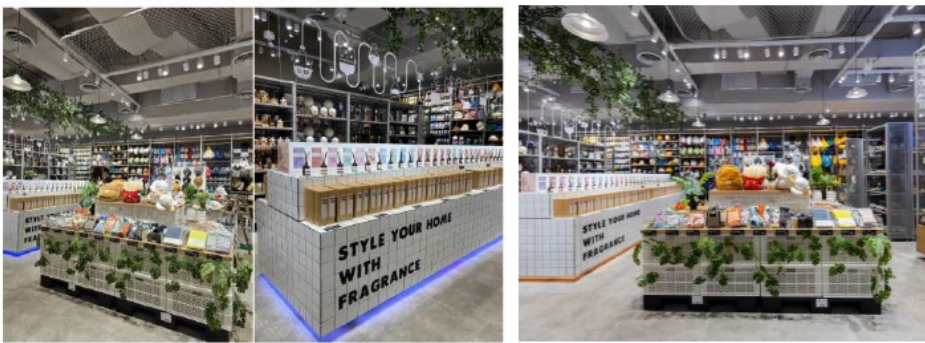
Exhibit 5: Brands Under Moshi



Source: MOSHI

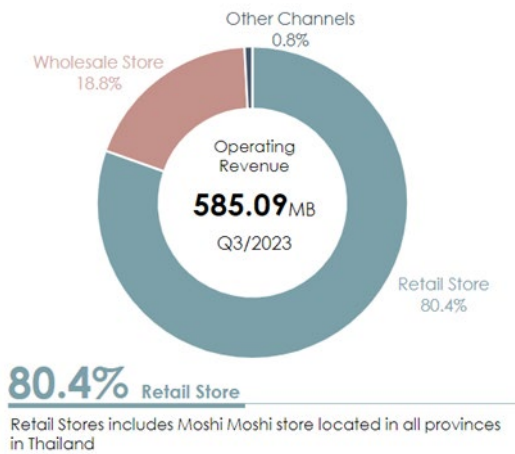
Exhibit 6: Launching of a new brand concept “GARLIC” กลางเดือน ส.ค. 2023

INTRODUCING... GARLIC



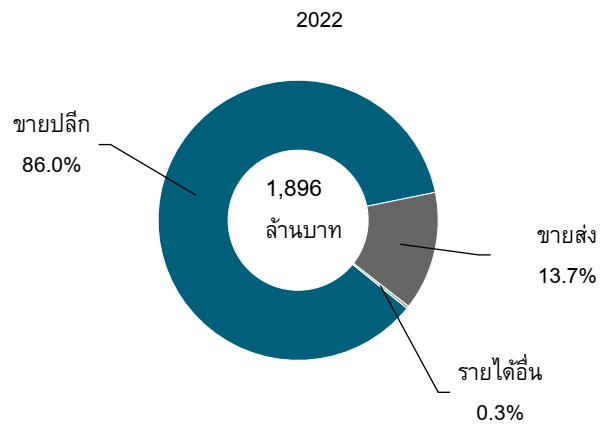
Source: MOSHI

Exhibit 7: โครงสร้างรายได้ 3Q23



Source: MOSHI

Exhibit 8: โครงสร้างรายได้ 2022

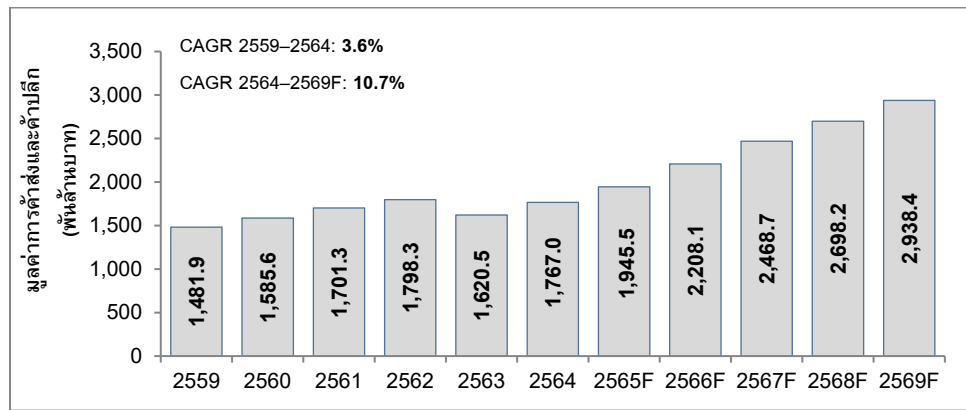


Source: MOSHI

อุตสาหกรรมค้าส่งและค้าปลีกสินค้าไลฟ์สไตล์เติบโตต่อเนื่อง

ในปี 2021 ภาคการค้าส่งและค้าปลีกมีมูลค่า 1.8 ล้านล้านบาท ซึ่งเพิ่มขึ้นจาก 1.5 ล้านล้านบาท ในปี 2016 ด้วยอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี 3.6% ระหว่างปี 2016-2021 โดยมูลค่าของภาคการค้าส่ง และค้าปลีกคาดว่าจะขยายตัวขึ้นไปถึง 2.9 ล้านล้านบาทในปี 2026 ด้วยอัตราการเติบโตที่สูงขึ้น ที่ 10.7% ในช่วงปี 2021-2026 โดยมีปัจจัยขับเคลื่อนมาจากสภาวะเศรษฐกิจฟื้นตัวหลังจากการระบาดของวิกฤต โควิด-19 กำลังซื้อฟื้นตัวจากมาตรการกระตุ้นการบริโภคภายในประเทศของภาครัฐ การใช้จ่ายงบประมาณ เพื่อการลงทุนเพิ่มขึ้น ตลอดจนการขยายตัวอย่างต่อเนื่องของความเป็นเมือง

Exhibit 9: มูลค่าการค้าส่งและค้าปลีกของไทยและประมาณการ



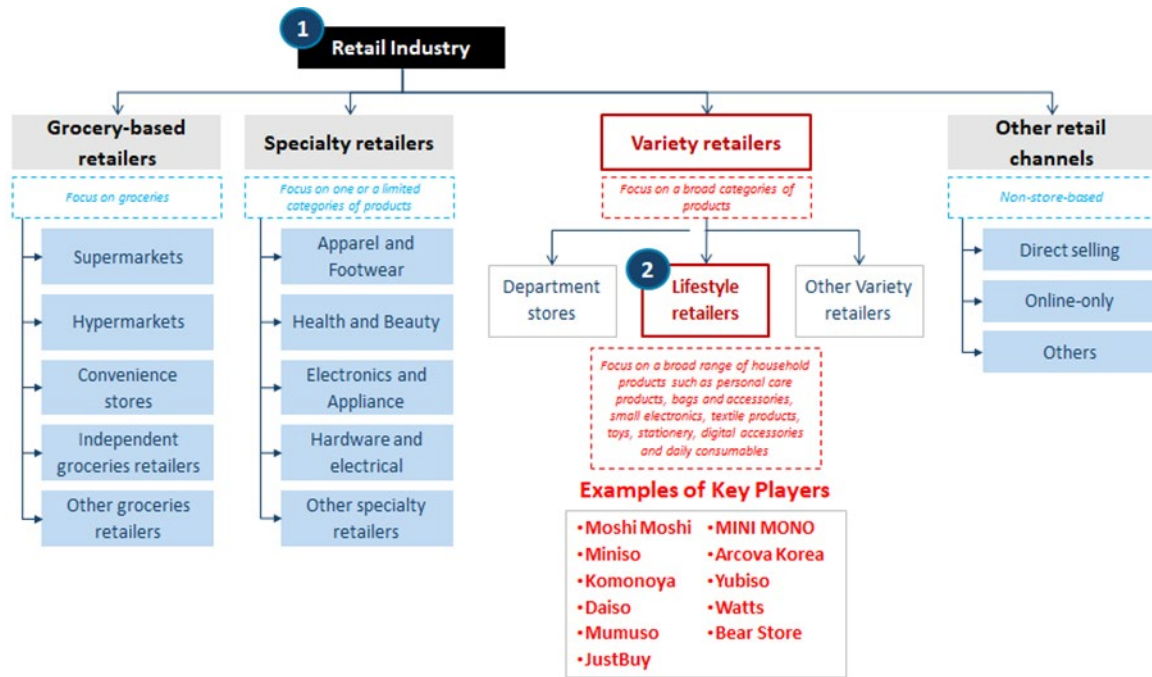
Source: สำนักงานสภาพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ; Krungsri Research; Frost & Sullivan

ทิศทางอนาคตและโอกาสการเติบโตของธุรกิจค้าปลีกสินค้าไลฟ์สไตล์

อุตสาหกรรมธุรกิจร้านค้าปลีกสินค้าไลฟ์สไตล์ในประเทศไทยมีการเติบโตสูง โดยมูลค่าตลาดมีการเติบโตจาก 2 พันลบ. ในปี 2016 เป็น 5.7 พันลบ. ในปี 2019 คิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี 41.8% (CAGR) และคาดว่าจะมูลค่าตลาดจะมีการเติบโตอย่างต่อเนื่องจาก 3.4 พันลบ. ในปี 2021 เป็น 8.6 พันลบ. ในปี 2016 หรือเติบโตเฉลี่ยปีละ 20.4% (CAGR) ตามข้อมูลรายงานภาวะอุตสาหกรรมของ Frost & Sullivan

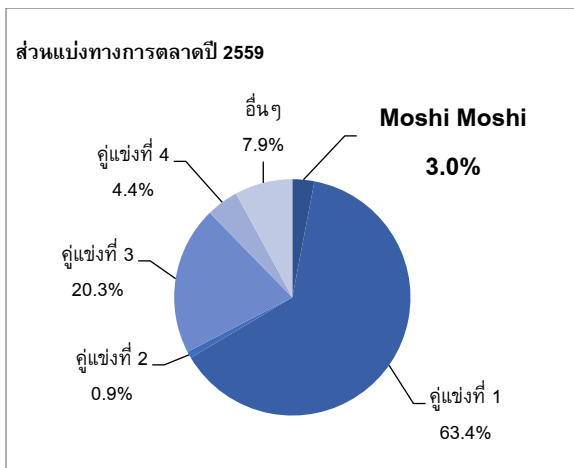
แม้ภาวะตลาดมีการแข่งขันค่อนข้างสูงและมีผู้เล่นหลากหลาย แต่ผู้เล่นรายใหม่จะมีความท้าทายที่จะได้ส่วนแบ่งตลาดเพราะเป็นการยากที่จะไปถึงจุดคุ้มทุน และทำกำไรได้มากกว่าผู้เล่นรายใหญ่ เนื่องจากต้นทุนการจัดจำหน่าย การฝึกอบรมพนักงาน และการสร้างการรับรู้ของแบรนด์เพิ่มขึ้น และภาพตลาดโดยรวมอาจกลายเป็นปลาใหญ่กินปลาเล็กในอนาคต โดยเฉพาะอย่างยิ่งร้านค้าขนาดใหญ่อาจมีความได้เปรียบเหนือผู้ค้ารายใหม่หรือผู้ค้ารายเล็กเพราะสามารถจำหน่ายสินค้าในราคาต่อหน่วยที่ต่ำกว่าได้ เนื่องจากความสัมพันธ์กับผู้ผลิตในตลาดและการประหยัดต่อขนาด

Exhibit 10: การแบ่งส่วนอุตสาหกรรมค้าปลีกของประเทศไทยปี 2021



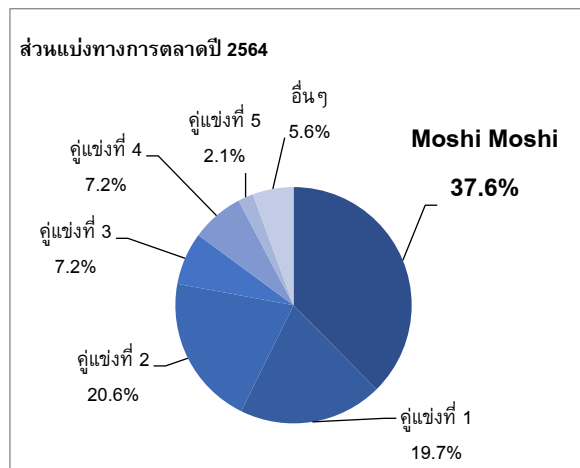
Sources: MOSHI; FSSIA's compilation

Exhibit 11: ส่วนแบ่งการตลาดปี 2019



Source: Frost & Sullivan

Exhibit 12: ส่วนแบ่งการตลาดปี 2021



Source: Frost & Sullivan

ปัจจัยผลักดันการเติบโตในธุรกิจร้านค้าปลีกสินค้าไลฟ์สไตล์

- ภาวะเศรษฐกิจไทยที่คาดว่าจะฟื้นตัวต่อเนื่อง ส่วนใหญ่มาจากการกลับมาเปิดให้บริการของ ศูนย์การค้าและการกลับมาเปิดโรงเรียนและสถานที่ทำงานหลังได้รับผลกระทบที่เกิดจากการระบาดใหญ่ต่อกำลังซื้อของผู้บริโภค
- การเติบโตของอุตสาหกรรมท่องเที่ยว เนื่องจากกิจกรรมการจับจ่ายใช้สอยเป็นส่วนหนึ่งที่มีความสำคัญในการท่องเที่ยวเป็นอย่างมาก นักท่องเที่ยวเป็นแรงขับเคลื่อนความต้องการสินค้าในหมวดแฟชั่น อาหาร ของฝาก และเทคโนโลยี โดยเฉพาะโดยเฉพาะนักท่องเที่ยวชาว เอเชียตะวันออกเฉียงใต้และชาวจีนถือเป็นลูกค้าอันดับต้นๆ ของร้านค้าปลีกสินค้าไลฟ์สไตล์ หมวดหมู่อุปกรณ์ที่ผู้บริโภคชาวจีนนิยมซื้อกันมากที่สุด ได้แก่ งานหัตถกรรม เครื่องสำอาง ฯลฯ ผลิตภัณฑ์เครื่องสำอางได้รับความนิยมในการซื้อ เพื่อนำไปขายต่อ กลุ่มนักท่องเที่ยวหลักที่เดินทางมาไทยในช่วงก่อนสถานการณ์การแพร่ระบาดโรคโควิด-19 ได้แก่ ประเทศจีน ประเทศมาเลเซีย ประเทศเกาหลีใต้ ประเทศลาว และประเทศญี่ปุ่น เป็นต้น
- การเร่งรัดเบิกจ่ายงบประมาณประจำปีและโครงการลงทุนของภาครัฐที่มีมูลค่าสูง โดยเฉพาะโครงการที่เกี่ยวข้องกับระบบขนส่งสาธารณะ ซึ่งจะช่วยเพิ่มปริมาณเงินที่หมุนเวียนอยู่ในระบบเศรษฐกิจ ขณะที่ความคืบหน้าของโครงการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานในต่างจังหวัด จะช่วยกระตุ้นการเติบโตของร้านค้าปลีก การเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจและสังคม ในระยะยาวอื่นๆ ยังช่วยส่งเสริมอุตสาหกรรม เช่น การเพิ่มค่าจ้างแรงงานของชนชั้นแรงงาน การขยายตัวของจำนวนประชากรชนชั้นกลางและการขยายตัวของความเป็นเมืองอย่าง ต่อเนื่อง ซึ่งจะสนับสนุนความต้องการในการซื้อสินค้าในชีวิตประจำวัน
- SSSG ของ MOSHI เติบโตโดดเด่นเมื่อเทียบกับธุรกิจค้าปลีกในสินค้าประเภทอื่นๆ ในตลาด นอกจากนี้การเพิ่ม SSSG ทำให้ง่ายเนื่องจากบริษัทมีความยืดหยุ่นในการออกแบบ ผลิตภัณฑ์และนำเข้าสินค้าทั้งของตนเองและแบรนด์อื่นๆ โดยเฉพาะการออกสินค้าใหม่ และเป็นที่ยอมรับของตลาดสูง ซึ่ง MOSHI มีความได้เปรียบเพราะสามารถออกแบบสินค้าด้วยตัวเอง หรือนำเข้าสินค้าที่ได้รับความนิยมในต่างประเทศเข้ามาขายในร้านได้ง่าย

Exhibit 13: MOSHI ยอดขายสาขาเดิมเติบโตดีที่สุดในกลุ่มธุรกิจค้าปลีกและค้าส่ง

Same Store Sales Growth (%)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E
CPALL	13.0	14.2	22.0	14.5	8.0	7.9	3.5	3.5
MAKRO	1.0	7.4	8.9	9.6	10.9	6.0	3.2	2.5
Lotus's	0.4	-2.1	0.0	2.4	0.8	-0.9	2.5	5.0
BJC	2.9	5.2	-2.4	2.3	5.8	4.8	2.1	1.0
CRC	11.0	24.0	43.0	9.0	13.0	4.0	0.0	-1.0
HMPRO	3.1	-1.1	18.0	3.0	5.8	4.9	-3.6	-8.0
GLOBAL	7.3	1.5	4.4	-2.2	-8.7	-9.5	-12.3	-12.0
DOHOME	25.1	10.8	6.6	-9.9	-9.0	-9.9	-7.1	-9.0
ILM	11.0	13.4	34.3	4.3	8.5	9.0	13.1	9.0
MOSHI	-3.4	53.4	149.1	27.1	43.6	19.9	11.0	4.0
Consumer stable average	4.3	6.2	7.1	7.2	6.4	4.5	2.8	3.0
Consumer discretionary average	11.5	9.7	21.3	0.8	1.9	-0.3	-2.0	-4.2
Consumer life style products average	-3.4	53.4	149.1	27.1	43.6	19.9	11.0	4.0
Total average	7.1	12.7	28.4	6.0	7.9	3.6	1.2	-0.5

Source: FSSIA compilation

ผลการดำเนินงานในอดีต

ตั้งแต่ MOSHI เปิดบริการร้าน Moshi Moshi สาขาสำเพ็งเป็นสาขาแรก ซึ่งเป็นรูปแบบร้านค้าปลีกแบบมีส่วนลด ในปี 2016 ร้าน Moshi Moshi และผลิตภัณฑ์ของบริษัทฯ ได้รับความนิยมจากผู้บริโภคเป็นอย่างมากด้วยความโดดเด่นของการเลือกกลุ่มสินค้าที่ถูกใจกลุ่มลูกค้าเป้าหมาย ผลิตภัณฑ์แต่ละชิ้นมีการออกแบบสินค้าที่เน้นทั้งอรรถประโยชน์ใช้สอย ดีไซน์ที่ทันสมัย มีความหลากหลาย และกำหนดราคาขอย่อมเยา ทำให้กลุ่มลูกค้าเป้าหมายและลูกค้าทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ในวงกว้าง

ร้านค้า Moshi Moshi และผลิตภัณฑ์หลายประเภทได้รับกระแสความนิยมอย่างมากและเป็นที่กล่าวถึง ในโซเชียลมีเดียแบบไวรัล (Viral) เป็นระยะๆ ด้วยการตอบรับของผู้บริโภคนี้ ทำให้บริษัทฯ ขยายการให้บริการโดยการเพิ่มจำนวนสาขา ส่งผลให้จำนวนสาขา และยอดขายโดยรวมของบริษัทฯ เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว โดยบริษัทฯ ขยายสาขาร้าน Moshi Moshi เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง จาก 4 สาขา ณ สิ้นปี 2016 เป็น 26 สาขา ณ สิ้นปี 2017 และ 57 สาขา ณ สิ้นปี 2018 และ 81 สาขา ณ สิ้นปี 2019 และมียอดขายได้จากการขายเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง หรือคิดเป็นการเพิ่มขึ้นของยอดขายได้จากการขายรวม เฉลี่ยต่อปี (CAGR) 202.5% ในช่วงปี 2016 – 2019 แม้ช่วงต้นปี 2020 การบริโภคภายในประเทศ และภาคการท่องเที่ยวได้รับผลกระทบอย่างมากจากสถานการณ์การระบาดของโรค COVID-19 ทำให้ความต้องการซื้อของทั้งอุตสาหกรรมได้รับผลกระทบและยอดขายได้ของบริษัทฯ ลดลงด้วยในทิศทางเดียวกัน บริษัทฯ จึงต้องชะลอการเปิดสาขาในช่วงปี 2020-2021 โดยบริษัทฯ ได้ขยายสาขาเพิ่มจาก 81 สาขา ณ สิ้นปี 2019 เป็น 91 สาขา ณ สิ้นปี 2020 และ 95 สาขา ณ สิ้นปี 2022 และมียอดขายได้จากการขายรวมเฉลี่ยต่อปี (CAGR) 14.05% ในช่วงปี 2019-2022

คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2023-25 เติบโตเฉลี่ยปีละ 36% y-y จาก SSSG โต และ การเพิ่มสาขา 15-20% ต่อปีต่อเนื่อง

เราคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2023-25 เติบโตเฉลี่ยปีละ +36% y-y ปัจจัยหนุนหลักมาจาก SSSG ที่เพิ่มขึ้น และการเปิดสาขาใหม่ต่อเนื่อง ภายใต้สมมติฐานในการจัดทำประมาณการดังนี้

Exhibit 14: สมมติฐานสำคัญในการจัดทำประมาณการ

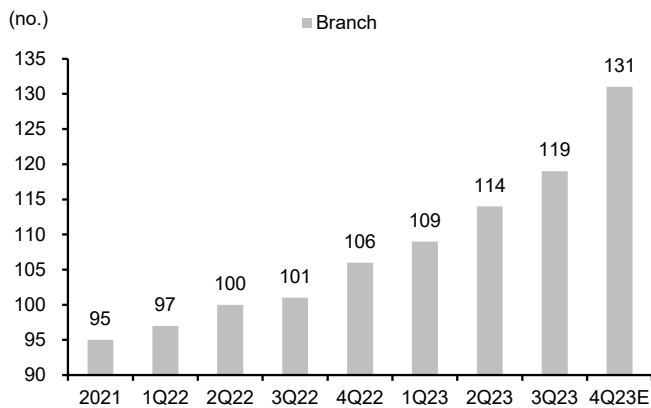
	2022	2023E	2024E	2025E
Retail	1,630	2,282	2,967	3,857
Wholesale	260	365	474	616
Total revenues	1,890	2,647	3,440	4,473
Revenue growth	50.5%	36.0%	30.0%	30.0%
Gross profit margin	52.4%	53.5%	52.5%	52.5%
OPEX/sales	34.6%	33.5%	33.5%	33.5%
Net profit margin	13.4%	14.4%	14.3%	14.5%
Same Store Sales Growth (y-y)	40.5%	17.0%	5.0%	5.0%
New branch	11	25	20	20

Sources: MOSHI, FSSIA estimate

Key Driver หนุนการเติบโตปี 2024-2025

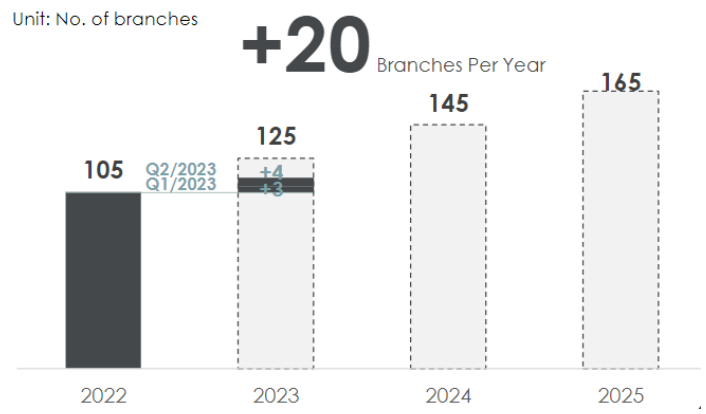
- MOSHI เปิดสาขาต่อเนื่อง โดยมีแผนขยายสาขาเฉลี่ยปีละ 15-20% CAGR หรือปีละ 20 สาขา เป็น 171 แห่ง ในปี 2025 คาดสิ้นปี 2023 จะมีสาขาทั้งหมด 131 สาขา โดยเปิดสาขาเพิ่มอีก 25 สาขา จากเดิมบริษัทมีแผนเปิดร้าน 20 สาขา อย่างไรก็ตามเราคาดว่าในปี 2024 คาดมีแผนเปิดเพิ่มอีก 20 สาขา เป็น 151 สาขา และปี 2025 จะมีทั้งหมด 171 สาขา

Exhibit 15: การขยายสาขารายไตรมาสและประมาณการ



Sources: MOSHI, FSSIA estimate

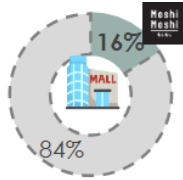
Exhibit 16: คาดการขยายสาขาปี 2023 สูงกว่าเป้าที่ตั้งไว้



Sources: MOSHI

Exhibit 17: รูปแบบสาขาและทำเลที่ตั้งของร้าน Moshi Moshi

MOSHI is currently present in only 16.1% of all department stores and hypermarket in Thailand



Department Stores



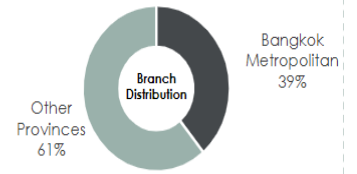
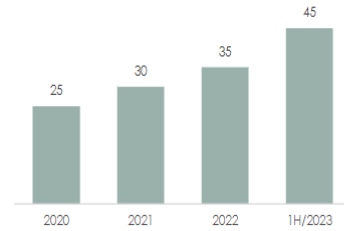
Hypermarkets



Sources: MOSHI, FSSIA estimate

Exhibit 18: ตั้งเป้าเปิดสาขาครอบคลุม 48 จังหวัดในปี 2023

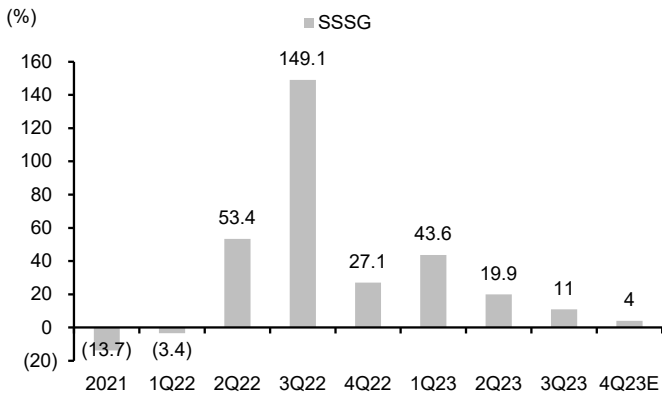
Unit: No. of Province Covered



Source: MOSHI

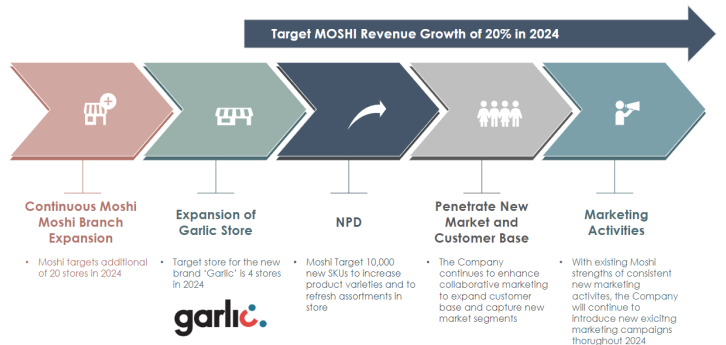
- MOSHI สามารถรักษา Same Store Sales Growth (SSSG) ให้อยู่ในระดับสูงต่อเนื่อง จาก 1) การออกสินค้าใหม่อย่างต่อเนื่อง 2) เพิ่มการขายแบบ Bundle Sales 3) มีการจัดเรียงสินค้าและจัดวางสินค้าให้เป็นที่สนใจต่อลูกค้ามากขึ้น 4) จัดกิจกรรมทางการตลาดและกิจกรรมส่งเสริมการขายอย่างต่อเนื่อง

Exhibit 19: อัตราการเติบโตของสาขาเดิมและประมาณการ



Sources: MOSHI, FSSIA estimate

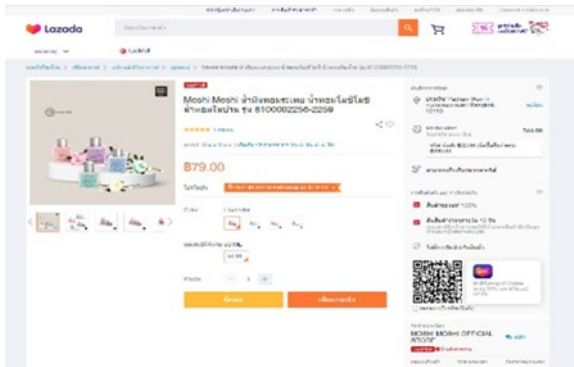
Exhibit 20: MOSHI ตั้งเป้าการเติบโตของรายได้ปี 2024



Source: MOSHI

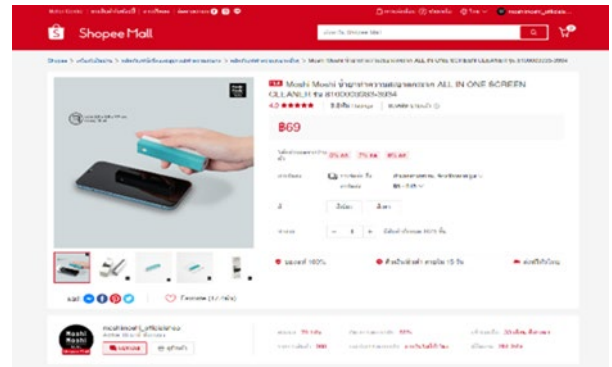
- ขับเคลื่อนกลยุทธ์การเชื่อมโยงผสมผสานช่องทางการขายทั้งออนไลน์และออฟไลน์ไว้ด้วยกัน หรือ Omni Channel Model ช่วยให้ผู้ค้าปลีกสินค้าไลฟ์สไตล์สามารถรักษาประสบการณ์ลูกค้าที่มีคุณภาพสูง

Exhibit 21: Online Market place



Source: MOSHI

Exhibit 22: Online Market place



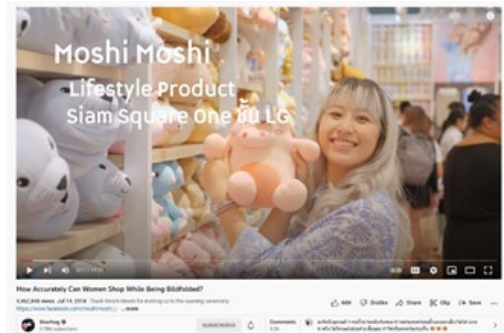
Source: MOSHI

Exhibit 23: Influencer



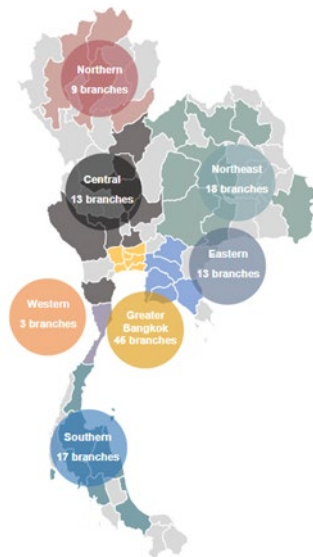
Source: MOSHI

Exhibit 24: Youtube



Source: MOSHI

Exhibit 25: 70 สาขาต่างจังหวัด ครอบคลุม 48 จังหวัดทั่วประเทศของ ไทย ณ สิ้น 3Q23



Source: MOSHI

Exhibit 26: จำนวนสาขาและช่องทางการจัดจำหน่ายหลัก ณ สิ้น 3Q23

UPCOUNTRY

- 70 Moshi Stores + 3 Moshi Stores in Q3/2023

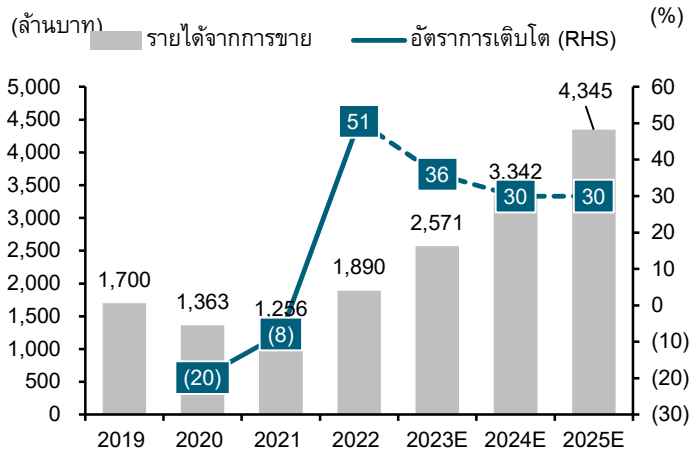
BANGKOK METROPOLITAN

- 42 Moshi Stores + 1 Moshi Stores in Q3/2023
- 1 Giant Store
- 1 The OK Station Store
- 1 Garlic Store

DISTRIBUTION CHANNELS

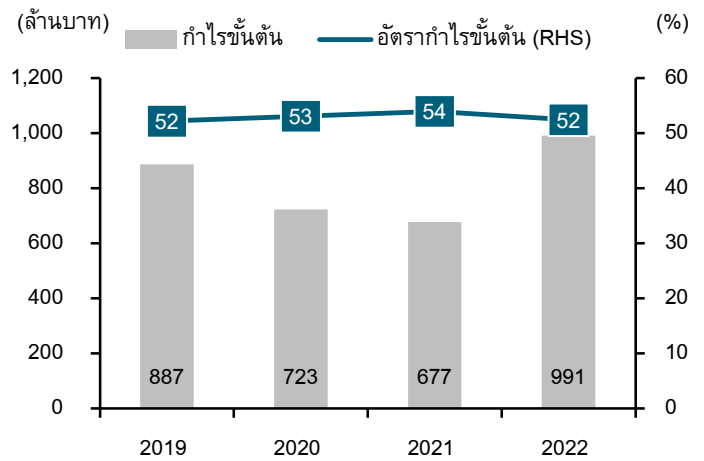
Source: MOSHI

Exhibit 27: รายได้จากการขายและอัตรากำไรสุทธิ



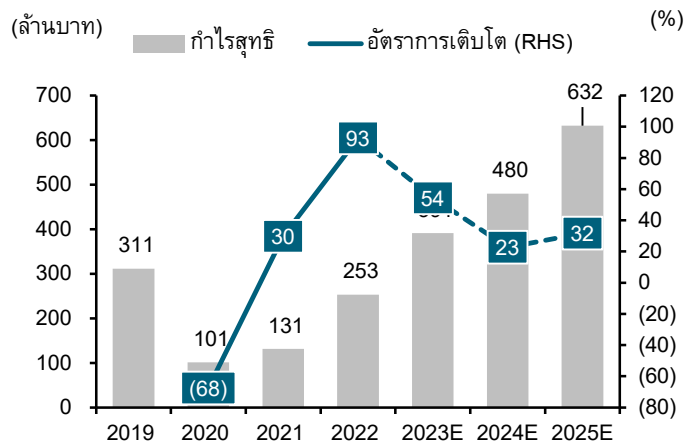
Sources: MOSHI, FSSIA estimates

Exhibit 28: กำไรขั้นต้นและอัตรากำไรขั้นต้น



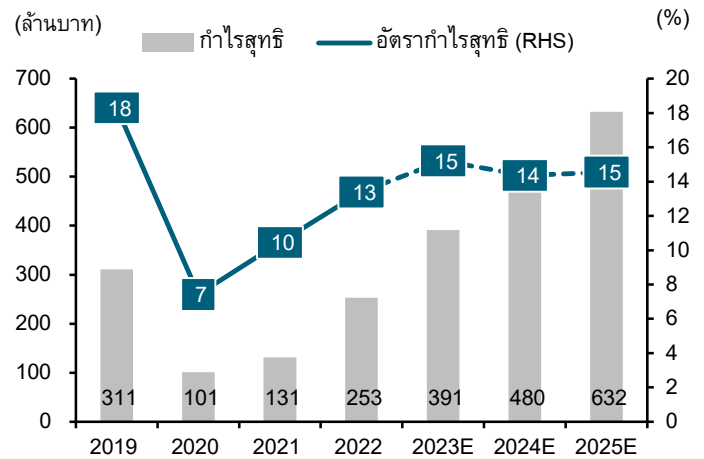
Sources: MOSHI, FSSIA estimates

Exhibit 29: กำไรสุทธิและอัตรากำไรสุทธิ



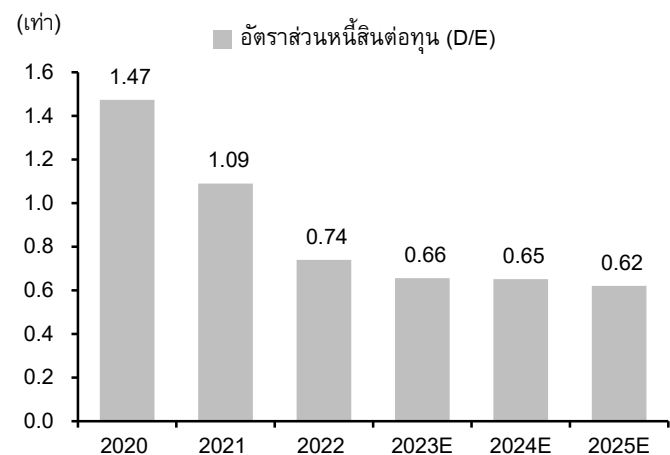
Sources: MOSHI, FSSIA estimates

Exhibit 30: กำไรสุทธิและอัตรากำไรสุทธิ



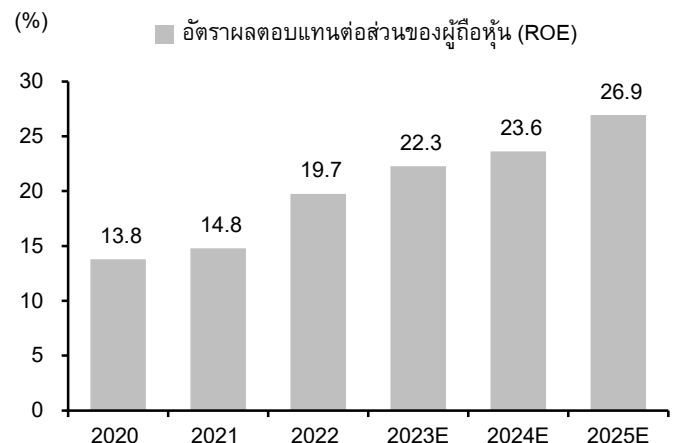
Sources: MOSHI, FSSIA estimates

Exhibit 31: อัตราหนี้สินต่อทุน



Sources: MOSHI, FSSIA estimates

Exhibit 32: อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น



Sources: MOSHI, FSSIA estimates

คาดการณ์กำไรสุทธิ 4Q23 ทำสถิติสูงสุดใหม่

เราคาดการณ์กำไรสุทธิ 4Q23 ที่ 141 ล้านบาท เติบโต 73.3% q-q, 19% y-y จากรายได้ที่คาดว่าจะเติบโต 42% q-q ทั้งธุรกิจค้าปลีกและค้าส่งที่เป็น high season และจาก SSSG ของสาขาที่เกี่ยวข้องกับท่องเที่ยวปรับขึ้นเป็นเลขสองหลัก เมื่อเทียบกับสาขาทั่วไป อีกทั้งยังมีการออกสินค้าใหม่อย่าง Jewel accessories, NCT dream collab (ศิลปินดังจากเกาหลี) รวมถึงสินค้าที่เป็นแบรนด์ลิขสิทธิ์เพิ่มขึ้น จึงส่งผลให้ SSSG เติบโตประมาณ 4% y-y นอกจากนี้ในช่วง 4Q23 มีเปิดสาขา Moshi Moshi ใหม่ 10 สาขา และ Garlic อีก 2 สาขา รวมเป็น 12 สาขา ทำให้ทั้งปี 2023 มีสาขาเพิ่มรวม 25 สาขา รวมเป็น 131 สาขา โดยรวมทำให้อัตรากำไรขั้นต้นปรับขึ้นมาอยู่ที่ 34.5% จากการค้าสินค้า High Margin สูงขึ้น และ gross margin จากธุรกิจ the Ok ที่มีการนำเข้ามาสินค้าเพิ่มมากขึ้น ขณะที่ค่าใช้จ่ายบริหารและดำเนินงานเพิ่มขึ้นทั้ง q-q, y-y ตามยอดขายที่ปรับขึ้น รวมถึงค่าใช้จ่ายพนักงานที่เพิ่มขึ้นและค่าเช่าที่เพิ่มขึ้นตามการขยายสาขาใหม่

Exhibit 33: 4Q23E Earnings Preview

Profit & Loss Statement	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	----- Change -----	
Year to Dec 31	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(q-q %)	(y-y %)
Revenue	363	428	458	641	563	592	585	831	42.0	29.6
Gross profit	184	221	234	352	304	306	311	453	45.6	28.7
Operating costs	144	146	168	197	190	196	199	276	38.9	40.4
Operating profit	40	76	66	155	114	111	112	176	57.6	13.8
Other income	3	3	3	3	5	7	7	7	(4.3)	135.5
Interest expense	6	5	7	8	10	12	15	13	(10.6)	55.7
Profit before tax	37	73	62	150	109	105	105	170	62.9	13.8
Tax	8	15	15	31	23	23	23	29	26.2	(6.0)
Reported net profit	29	59	47	119	86	83	81	141	73.3	19.0
Key Ratios (%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(ppt)	(ppt)
Gross margin	50.6	51.7	51.0	54.9	54.1	51.7	53.1	54.5	1.4	(0.4)
Net margin	8.0	13.7	10.3	18.5	15.2	14.0	13.9	21.2	7.3	2.7
SG&A / Sales	39.5	34.0	36.7	30.7	33.8	33.1	34.0	33.2	(0.7)	2.5
Effective tax rate	21.6	20.1	24.1	20.8	21.0	21.4	22.1	17.1	(5.0)	(3.6)

Sources: MOSHI, FSSIA estimates

ประเมินมูลค่าหุ้น - ราคาเหมาะสมตามพื้นฐาน 66 บาท (DCF)

เราประเมินมูลค่าหุ้น MOSHI ด้วยวิธี DCF เนื่องจากเป็นธุรกิจค้าปลีกที่รับเป็นเงินสดและมี กระแสเงินสด การดำเนินงานที่ชัดเจน มีแผนขยายสาขาและรายได้เติบโตอย่างต่อเนื่อง ฐานะการเงิน มั่นคง อีกทั้งการ ประเมินมูลค่าหุ้นกลุ่มค้าปลีกส่วนใหญ่มักจะใช้วิธี DCF ภายใต้สมมติฐาน ตารางด้านล่างนี้ คำนวณได้ ราคาเหมาะสม 66 บาท ขณะที่ราคาหุ้นปัจจุบันเทรดที่ระดับ 2024 PE ที่ 36.6 เท่า แม้สูงกว่าค่าเฉลี่ย ของกลุ่มค้าปลีก แต่ MOSHI มี SSSG ดีสุดในกลุ่มฯ และ ROE ที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยกลุ่มดังนั้นจึงควรเทรด Premium ในกลุ่มค้าปลีกค้าส่ง

Exhibit 34: Key assumption for valuation

WACC	9.5%	Cost of Debt	4.00%
Risk Free Rate	3.0%	Target D/E	60.00%
Nominal LR growth	5.0%		
Equity Beta	1.19		
Equity Risk Premium	8.0%		
Cost of Equity (CAPM)	12.5%		

Source: FSSIA estimate

Exhibit 35: DCF valuation

Enterprise value-add in investment (period: 2024 to 2027)	21,752
Net Debt	(110)
Equity Value (THB)	21,862
Outstanding Share (m shares)	330
EPS (THB)	66

Source: FSSIA estimate

Exhibit 36: Valuation compare with its peers

	----- EPS growth -----		----- PE -----		----- ROE -----		----- PBV -----		----- DivYld -----		---- EV/ EBITDA ----	
	23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E
	(%)	(%)	(x)	(x)	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)
MOSHI TB	40.4	22.7	44.3	36.1	22.3	23.6	9.1	8.0	0.9	1.4	21.2	17.0
CPALL TB	30.0	16.4	28.2	24.3	16.4	17.5	4.9	4.4	1.8	2.1	20.1	17.8
CPAXT TB	11.8	23.6	37.5	30.3	2.9	3.6	1.1	1.1	1.8	2.3	11.3	10.6
BJC TB	(6.9)	14.5	20.2	17.7	4.1	4.5	0.8	0.8	1.7	1.7	12.8	11.9
COM7 TB	2.9	11.1	16.3	14.7	41.6	41.7	6.5	5.8	4.7	4.9	11.6	10.5
CRC TB	14.2	16.6	24.3	20.8	12.6	13.4	2.9	2.7	1.6	1.9	13.0	11.6
ILM TB	5.3	11.1	16.2	14.6	12.0	12.7	1.9	1.8	3.9	4.1	7.8	7.0
HMPRO TB	2.0	7.0	22.2	20.7	25.5	26.0	5.5	5.2	3.6	3.9	12.9	12.1
GLOBAL TB	(24.2)	9.8	29.1	26.5	12.1	12.2	3.4	3.1	1.4	1.5	21.8	20.0
DOHOME TB	(27.7)	87.1	56.6	30.3	4.9	8.5	2.7	2.5	0.0	0.0	25.0	18.4
Sector Average	4.8	22.0	29.5	23.6	15.4	16.4	3.9	3.5	2.2	2.4	15.7	13.7

Sources: *Bloomberg, **include HMPRO TB, GLOBAL TB, DOHOME TB and ILM TB, FSSIA estimates

Financial Statements

Moshi Moshi Retail Corporation

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Revenue	1,256	1,890	2,571	3,342	4,345
Cost of goods sold	(578)	(899)	(1,197)	(1,588)	(2,064)
Gross profit	677	991	1,374	1,755	2,281
Other operating income	0	0	0	0	0
Operating costs	(495)	(654)	(861)	(1,120)	(1,456)
Operating EBITDA	468	625	810	990	1,254
Depreciation	(285)	(288)	(297)	(355)	(429)
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	183	337	513	635	826
Net financing costs	(25)	(27)	(50)	(50)	(50)
Associates	0	0	0	0	0
Recurring non-operating income	9	12	26	15	15
Non-recurring items	0	0	0	0	0
Profit before tax	167	322	489	600	791
Tax	(35)	(69)	(98)	(120)	(158)
Profit after tax	131	253	391	480	632
Minority interests	0	0	0	0	0
Preferred dividends	0	0	0	0	0
Other items	0	0	0	0	0
Reported net profit	131	253	391	480	632
Non-recurring items & goodwill (net)	0	0	0	0	0
Recurring net profit	131	253	391	480	632
Per share (THB)					
Recurring EPS *	0.58	0.84	1.19	1.45	1.92
Reported EPS	0.58	0.84	1.19	1.45	1.92
DPS	0.00	2.90	0.46	0.71	0.87
Diluted shares (used to calculate per share data)	225	300	330	330	330
Growth					
Revenue (%)	(7.9)	50.5	36.0	30.0	30.0
Operating EBITDA (%)	22.3	33.6	29.6	22.2	26.7
Operating EBIT (%)	26.9	84.2	52.3	23.8	30.0
Recurring EPS (%)	29.8	44.6	40.4	22.7	31.7
Reported EPS (%)	29.8	44.6	40.4	22.7	31.7
Operating performance					
Gross margin inc. depreciation (%)	53.9	52.4	53.5	52.5	52.5
Gross margin exc. depreciation (%)	76.6	67.7	65.0	63.1	62.4
Operating EBITDA margin (%)	37.3	33.1	31.5	29.6	28.9
Operating EBIT margin (%)	14.6	17.8	20.0	19.0	19.0
Net margin (%)	10.5	13.4	15.2	14.4	14.6
Effective tax rate (%)	21.2	21.4	20.0	20.0	20.0
Dividend payout on recurring profit (%)	-	343.4	38.8	48.9	45.5
Interest cover (X)	7.6	13.1	10.8	13.0	16.8
Inventory days	323.6	197.9	190.9	169.7	150.0
Debtor days	5.0	1.8	1.6	1.6	1.6
Creditor days	219.3	116.5	105.9	102.7	101.5
Operating ROIC (%)	20.3	37.5	60.2	115.5	2,862.4
ROIC (%)	10.2	18.2	27.3	37.7	66.5
ROE (%)	14.8	19.7	22.3	23.6	26.9
ROA (%)	6.7	10.0	12.8	13.8	15.9
* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted					
Revenue by Division (THB m)					
Retail	1,099	1,630	2,217	2,882	3,746
Wholesale	156	260	354	460	598

Sources: Moshi Moshi Retail Corporation; FSSIA estimates

Financial Statements

Moshi Moshi Retail Corporation

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Recurring net profit	131	253	391	480	632
Depreciation	285	288	297	355	429
Associates & minorities	0	0	0	0	0
Other non-cash items	6	16	12	17	20
Change in working capital	35	(25)	(83)	80	4
Cash flow from operations	457	532	617	931	1,085
Capex - maintenance	(212)	(243)	(243)	(292)	(300)
Capex - new investment	0	0	0	0	0
Net acquisitions & disposals	69	(287)	(158)	(96)	(146)
Other investments (net)	0	0	0	0	0
Cash flow from investing	(143)	(530)	(401)	(387)	(446)
Dividends paid	0	(869)	(152)	(235)	(288)
Equity finance	0	1,273	50	20	20
Debt finance	(198)	162	(30)	(29)	(28)
Other financing cash flows	-	-	-	-	-
Cash flow from financing	(198)	566	(132)	(244)	(295)
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	0	0	0	0
Net other adjustments	0	0	0	0	0
Movement in cash	116	568	84	300	344
Free cash flow to firm (FCFF)	340.07	28.73	265.99	594.01	688.96
Free cash flow to equity (FCFE)	116.41	164.30	185.49	515.04	611.44

Per share (THB)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
FCFF per share	1.03	0.09	0.81	1.80	2.09
FCFE per share	0.35	0.50	0.56	1.56	1.85
Recurring cash flow per share	1.88	1.86	2.12	2.58	3.27

Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Tangible fixed assets (gross)	996	1,030	1,273	1,565	1,865
Less: Accumulated depreciation	(244)	(323)	(621)	(975)	(1,404)
Tangible fixed assets (net)	751	706	652	589	461
Intangible fixed assets (net)	0	0	0	0	0
Long-term financial assets	0	0	0	0	0
Invest. in associates & subsidiaries	0	0	0	0	0
Cash & equivalents	238	806	890	1,190	1,534
A/C receivable	9	9	13	17	22
Inventories	259	404	537	609	735
Other current assets	261	406	540	612	740
Current assets	767	1,625	1,980	2,428	3,030
Other assets	733	874	918	964	1,012
Total assets	2,252	3,205	3,550	3,981	4,502
Common equity	954	1,610	1,900	2,165	2,530
Minorities etc.	0	0	0	0	0
Total shareholders' equity	954	1,610	1,900	2,165	2,530
Long term debt	452	610	579	550	523
Other long-term liabilities	55	54	73	95	124
Long-term liabilities	507	664	653	646	647
A/C payable	166	224	298	395	514
Short term debt	162	167	167	167	167
Other current liabilities	463	541	841	1,155	1,674
Current liabilities	791	931	1,306	1,717	2,354
Total liabilities and shareholders' equity	2,252	3,205	3,858	4,528	5,531
Net working capital	(100)	54	(49)	(312)	(691)
Invested capital	1,385	1,635	1,520	1,241	781

* Includes convertibles and preferred stock which is being treated as debt

Per share (THB)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Book value per share	4.24	5.37	5.76	6.56	7.67
Tangible book value per share	4.24	5.37	5.76	6.56	7.67

Financial strength	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Net debt/equity (%)	39.5	(1.8)	(7.6)	(21.8)	(33.4)
Net debt/total assets (%)	16.7	(0.9)	(4.0)	(11.9)	(18.7)
Current ratio (x)	1.0	1.7	1.5	1.4	1.3
CF interest cover (x)	5.6	7.2	4.7	11.3	13.2

Valuation	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Recurring P/E (x) *	91.3	63.1	44.9	36.6	27.8
Recurring P/E @ target price (x) *	113.1	78.2	55.7	45.4	34.4
Reported P/E (x)	91.3	63.1	44.9	36.6	27.8
Dividend yield (%)	-	5.4	0.9	1.3	1.6
Price/book (x)	12.6	9.9	9.2	8.1	6.9
Price/tangible book (x)	12.6	9.9	9.2	8.1	6.9
EV/EBITDA (x) **	26.4	25.5	21.5	17.3	13.3
EV/EBITDA @ target price (x) **	32.5	31.6	26.7	21.5	16.7
EV/invested capital (x)	8.9	9.8	11.5	13.8	21.4

* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted ** EBITDA includes associate income and recurring non-operating income

Sources: Moshi Moshi Retail Corporation; FSSIA estimates

Disclaimer for ESG scoring

ESG score	Methodology	Rating																			
The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) By S&P Global	The DJSI World applies a transparent, rules-based component selection process based on the companies' Total Sustainability Scores resulting from the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA). Only the top-ranked companies within each industry are selected for inclusion.	Be a member and invited to the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA) for DJSI. Companies with an S&P Global ESG Score of less than 45% of the S&P Global ESG Score of the highest scoring company are disqualified. The constituents of the DJSI indices are selected from the Eligible Universe.																			
Sustainability Investment List (THSI) by The Stock Exchange of Thailand (SET)	THSI quantifies responsibility in Environmental and Social issues by managing business with transparency in Governance, updated annually. Candidates must pass the preemptive criteria, with two crucial conditions: 1) no irregular trading of the board members and executives; and 2) free float of >150 shareholders, and combined holding must be >15% of paid-up capital. Some key disqualifying criteria include: 1) CG score of below 70%; 2) independent directors and free float violation; 3) executives' wrongdoing related to CG, social & environmental impacts; 4) equity in negative territory; and 5) earnings in red for > 3 years in the last 5 years.	To be eligible for THSI inclusion , verified data must be scored at a minimum of 50% for each indicator, unless the company is a part of DJSI during the assessment year. The scoring will be fairly weighted against the nature of the relevant industry and materiality. SETTHSI Index is extended from the THSI companies whose 1) market capitalization > THB5b (~USD150b); 2) free float >20%; and 3) liquidity >0.5% of paid-up capital for at least 9 out of 12 months. The SETTHSI Index is a market capitalisation-weighted index, cap 5% quarterly weight at maximum, and no cap for number of stocks.																			
CG Score by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)	An indicator of CG strength in sustainable development, measured annually by the Thai IOD, with support from the Stock Exchange of Thailand (SET). The results are from the perspective of a third party, not an evaluation of operations.	Scores are rated in six categories: 5 for Excellent (90-100), 4 for Very Good (80-89), 3 for Good (70-79), 2 for Fair (60-69), 1 for Pass (60-69), and not rated for scores below 50. Weightings include: 1) the rights; 2) and equitable treatment of shareholders (weight 25% combined); 3) the role of stakeholders (25%); 4) disclosure & transparency (15%); and 5) board responsibilities (35%).																			
AGM level By Thai Investors Association (TIA) with support from the SEC	It quantifies the extent to which shareholders' rights and equitable treatment are incorporated into business operations and information is transparent and sufficiently disclosed. All form important elements of two out of five the CG components to be evaluated annually. The assessment criteria cover AGM procedures before the meeting (45%), at the meeting date (45%), and after the meeting (10%). <i>(The first assesses 1) advance circulation of sufficient information for voting; and 2) facilitating how voting rights can be exercised. The second assesses 1) the ease of attending meetings; 2) transparency and verifiability; and 3) openness for Q&A. The third involves the meeting minutes that should contain discussion issues, resolutions and voting results.)</i>	The scores are classified into four categories: 5 for Excellent (100), 4 for Very Good (90-99), 3 for Fair (80-89), and not rated for scores below 79.																			
Thai CAC By Thai Private Sector Collective Action Against Corruption (CAC)	The core elements of the Checklist include corruption risk assessment, establishment of key controls, and the monitoring and developing of policies. The Certification is good for three years. <i>(Companies deciding to become a CAC certified member start by submitting a Declaration of Intent to kick off an 18-month deadline to submit the CAC Checklist for Certification, including risk assessment, in place of policy and control, training of managers and employees, establishment of whistleblowing channels, and communication of policies to all stakeholders.)</i>	The document will be reviewed by a committee of nine professionals. A passed Checklist will move for granting certification by the CAC Council approvals whose members are twelve highly respected individuals in professionalism and ethical achievements.																			
Morningstar Sustainalytics	The Sustainalytics' ESG risk rating provides an overall company score based on an assessment of how much of a company's exposure to ESG risk is unmanaged. <i>Sources to be reviewed include corporate publications and regulatory filings, news and other media, NGO reports/websites, multi-sector information, company feedback, ESG controversies, issuer feedback on draft ESG reports, and quality & peer reviews.</i>	A company's ESG risk rating score is the sum of unmanaged risk. The more risk is unmanaged, the higher ESG risk is scored. <table border="1"> <thead> <tr> <th>NEGL</th> <th>Low</th> <th>Medium</th> <th>High</th> <th>Severe</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>0-10</td> <td>10-20</td> <td>20-30</td> <td>30-40</td> <td>40+</td> </tr> </tbody> </table>	NEGL	Low	Medium	High	Severe	0-10	10-20	20-30	30-40	40+									
NEGL	Low	Medium	High	Severe																	
0-10	10-20	20-30	30-40	40+																	
ESG Book	The ESG score identifies sustainable companies that are better positioned to outperform over the long term. The methodology considers the principle of financial materiality including information that significantly helps explain future risk-adjusted performance. Materiality is applied by over-weighting features with higher materiality and rebalancing these weights on a rolling quarterly basis.	The total ESG score is calculated as a weighted sum of the features scores using materiality-based weights. The score is scaled between 0 and 100 with higher scores indicating better performance.																			
MSCI	MSCI ESG ratings aim to measure a company's management of financially relevant ESG risks and opportunities. It uses a rules-based methodology to identify industry leaders and laggards according to their exposure to ESG risks and how well they manage those risks relative to peers. <table border="1"> <tbody> <tr> <td>AAA</td> <td>8.571-10.000</td> <td rowspan="3">Leader:</td> <td rowspan="3">leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities</td> </tr> <tr> <td>AA</td> <td>7.143-8.570</td> </tr> <tr> <td>A</td> <td>5.714-7.142</td> </tr> <tr> <td>BBB</td> <td>4.286-5.713</td> <td rowspan="3">Average:</td> <td rowspan="3">a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers</td> </tr> <tr> <td>BB</td> <td>2.857-4.285</td> </tr> <tr> <td>B</td> <td>1.429-2.856</td> </tr> <tr> <td>CCC</td> <td>0.000-1.428</td> <td>Laggard:</td> <td>lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks</td> </tr> </tbody> </table>	AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities	AA	7.143-8.570	A	5.714-7.142	BBB	4.286-5.713	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers	BB	2.857-4.285	B	1.429-2.856	CCC	0.000-1.428	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities																		
AA	7.143-8.570																				
A	5.714-7.142																				
BBB	4.286-5.713	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers																		
BB	2.857-4.285																				
B	1.429-2.856																				
CCC	0.000-1.428	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks																		
Moody's ESG solutions	Moody's assesses the degree to which companies take into account ESG objectives in the definition and implementation of their strategy policies. It believes that a company integrating ESG factors into its business model and relatively outperforming its peers is better positioned to mitigate risks and create sustainable value for shareholders over the medium to long term.																				
Refinitiv ESG rating	Designed to transparently and objectively measure a company's relative ESG performance, commitment and effectiveness across 10 main themes, based on publicly available and auditable data. The score ranges from 0 to 100 on relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly. <i>(Score ratings are 0 to 25 = poor; >25 to 50 = satisfactory; >50 to 75 = good; and >75 to 100 = excellent.)</i>																				
S&P Global	The S&P Global ESG Score is a relative score measuring a company's performance on and management of ESG risks, opportunities, and impacts compared to its peers within the same industry classification. The score ranges from 0 to 100.																				
Bloomberg	ESG Score	Bloomberg score evaluating the company's aggregated Environmental, Social and Governance (ESG) performance. The score is based on Bloomberg's view of ESG financial materiality. The score is a weighted generalized mean (power mean) of Pillar Scores, where the weights are determined by the pillar priority ranking. Values range from 0 to 10; 10 is the best.																			
Bloomberg	ESG Disclosure Score	Disclosure of a company's ESG used for Bloomberg ESG score. The score ranges from 0 for none to 100 for disclosure of every data point, measuring the amount of ESG data reported publicly, and not the performance on any data point.																			

Rating regarding the sustainable development of Thai listed companies, both on the SET and MAI, are publicly available on the website of the Securities and Exchange Commission of Thailand (SEC). Currently, ratings available are 1) "CG Score"; 2) "AGM Level"; 3) "Thai CAC"; and 4) THSI. The ratings are updated on an annual basis. FSSIA does not confirm nor certify the accuracy of such ratings.

Source: FSSIA's compilation

GENERAL DISCLAIMER

ANALYST(S) CERTIFICATION

Songklod Wongchai FSS International Investment Advisory Securities Co., Ltd

The individual(s) identified above certify(ies) that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal view of the analyst(s) with regard to any and all of the subject securities, companies or issuers mentioned in this report; and (ii) no part of the compensation of the analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed herein.

This report has been prepared by FSS International Investment Advisory Securities Company Limited (FSSIA). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however FSSIA makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. FSSIA has no intention to solicit investors to buy or sell any security in this report. In addition, FSSIA does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making investment decisions. All rights are reserved.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without permission of FSSIA. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making investment decisions.

Company	Ticker	Price	Rating	Valuation & Risks
Moshi Moshi Retail Corporation	MOSHI TB	THB 53.25	BUY	ความเสี่ยงที่อาจส่งผลกระทบต่อประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายของเรา คือ บริษัทไม่สามารถขยายสาขา ร้าน Moshi Moshi เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยตั้งเป้าหมายสาขา 20 สาขาต่อปี ในปี 2024 เป็น 151 สาขา และเป็น 171 สาขาในปี 2025 ตามแผนที่ตั้งเอาไว้ เกิดวิกฤติเศรษฐกิจ เกิดโรคระบาดรอบใหม่

Source: FSSIA estimates

Additional Disclosures

Target price history, stock price charts, valuation and risk details, and equity rating histories applicable to each company rated in this report is available in our most recently published reports. You can contact the analyst named on the front of this note or your representative at Finansia Syrus Securities Public Company Limited.

All share prices are as at market close on 05-Feb-2024 unless otherwise stated.

RECOMMENDATION STRUCTURE

Stock ratings

Stock ratings are based on absolute upside or downside, which we define as (target price* - current price) / current price.

BUY (B). The upside is 10% or more.

HOLD (H). The upside or downside is less than 10%.

REDUCE (R). The downside is 10% or more.

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 market price and the formal recommendation.

* In most cases, the target price will equal the analyst's assessment of the current fair value of the stock. However, if the analyst doesn't think the market will reassess the stock over the specified time horizon due to a lack of events or catalysts, then the target price may differ from fair value. In most cases, therefore, our recommendation is an assessment of the mismatch between current market price and our assessment of current fair value.

Industry Recommendations

Overweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be positive over the next 12 months.

Neutral. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be maintained over the next 12 months.

Underweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be negative over the next 12 months.

Country (Strategy) Recommendations

Overweight (O). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on two or more of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Neutral (N). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on one of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Underweight (U). Over the next 12 months, the analyst does not expect the market to score positively on any of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.