

## MOSHI MOSHI RETAIL CORPORATION

THAILAND / COMMERCE

## MOSHI TB

BUY

UNCHANGED

## ยังเป็น Growth Stock ที่กำไรเติบโตต่อเนื่อง

- คาดกำไรสุทธิ 1Q24 เติบโต 46% y-y จากการขยายสาขาเพิ่ม แต่ชะลอตัว 17.3% q-q จากผลของฤดูกาล และบริษัทปรับเป้าเปิดร้าน MOSHI เพิ่มอีก 10 สาขาในปีนี้
- คงคาดการณ์ปี 2024-26 เติบโตเฉลี่ย 27% y-y จากการขยายสาขาต่อเนื่อง
- ราคาหุ้นที่ปรับลงช่วงเดือนที่ผ่านมา เป็นโอกาสซื้อสะสม ราคาเป้าหมาย 66 บาท

TARGET PRICE	THB66.00
CLOSE	THB53.25
UP/DOWNSIDE	+23.9%
PRIOR TP	THB66.00
CHANGE IN TP	UNCHANGED
TP vs CONSENSUS	+2.7%

## KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	2,530	3,342	4,345	5,648
Net profit	402	480	632	817
EPS (THB)	1.22	1.45	1.92	2.48
vs Consensus (%)	-	(8.3)	(5.7)	(6.6)
EBITDA	843	990	1,300	1,684
Recurring net profit	402	480	632	817
Core EPS (THB)	1.22	1.45	1.92	2.48
Chg. In EPS est. (%)	-	-	-	-
EPS growth (%)	44.2	19.5	31.8	29.3
Core P/E (x)	43.8	36.6	27.8	21.5
Dividend yield (%)	1.1	1.4	2.2	2.8
EV/EBITDA (x)	20.9	18.0	13.8	10.6
Price/book (x)	8.9	7.9	7.1	6.3
Net debt/Equity (%)	2.0	12.0	16.5	12.9
ROE (%)	22.4	22.8	26.9	31.0

## คาดการณ์กำไรสุทธิ 1Q24 -17.3% q-q ตามฤดูกาล แต่เพิ่มขึ้น 46% y-y

เรคาดกำไรสุทธิ 1Q24 ที่ 98 ลบ. ชะลอตัว 17.3% q-q ตามฤดูกาล แต่เพิ่มขึ้นกว่า 46% y-y โดยคาดการณ์รวมลดลง 12.3% q-q แต่เพิ่มขึ้น 23% y-y อยู่ที่ 692 ล้านบาท จากการเปิดร้าน Moshi เพิ่มอีก 9 สาขา (ตั้งอยู่ต่างจังหวัดทั้งหมด) เป็น 140 สาขา ณ สิ้น 1Q24 เทียบกับ 109 สาขาใน 1Q23 และ 131 สาขาใน 4Q23 ประกอบกับยอดขายสาขาเดิม (SSSG) เพิ่มขึ้น 0.5% y-y อาจไม่สูงมากนัก เนื่องจากฐานสูงในปีก่อนหน้าที่มีกิจกรรมส่งเสริมการตลาดมาก กำลังซื้อที่ชะลอตัวตามภาวะเศรษฐกิจที่ยังซบเซา อีกทั้งมีการนำขายสินค้า NCT บนแพลตฟอร์มออนไลน์ที่มีการเติบโตกว่า 300% y-y ส่วนอัตรากำไรขั้นต้นปรับขึ้นเป็น 54.7% จาก 54.3% ใน 4Q23 และ 54.1% ใน 1Q23 จากการเปิดสาขาเพิ่มทำให้เกิด Economy of Scale ขณะที่ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานเพิ่มขึ้นเล็กน้อย q-q แต่ลดลง y-y มาอยู่ที่ 30.2% ใน 1Q24

## บริษัทปรับเป้าขยายสาขาเพิ่มเป็น 34 แห่ง จากเดิม 24 แห่งในปี 2024

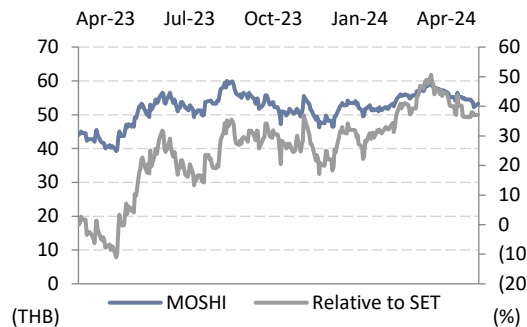
ล่าสุดบริษัทได้ปรับแผนการเปิดสาขาใหม่ปี 2024 ของร้าน Moshi Moshi จากเดิม 20 สาขา เป็น 30 สาขา 1Q24 เปิดไปแล้ว 9 แห่ง คาด 2Q24 เปิดอีก 8 แห่ง ที่เหลือจะอยู่ใน 2H24 ส่วนร้าน Garlic จะเปิด 4 สาขาตามแผนเดิมใน 2H24 คาดใช้เงินลงทุนประมาณ 130 ล้านบาท และเน้นขยายสาขาในต่างจังหวัด โดยเฉพาะบริเวณใกล้มหาวิทยาลัยที่มีนักศึกษาไม่ต่ำกว่า 1 หมื่นคน อีกทั้งยังจะเปิดสาขาที่เป็น Stand Alone เพิ่มขึ้นเนื่องจากเงินลงทุนต่อสาขาค่ากว่าในห้างสรรพสินค้ากว่า 20%

## การเปิดสาขาใหม่เพิ่มช่วยหนุนกำไรปี 2024-26 โตเฉลี่ย 27% y-y CAGR

เรายังคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2024-26 เติบโตเฉลี่ยปีละ 27% y-y บัจจุบันหลักคือแผนขยายสาขาเฉลี่ยปีละ 20% CAGR หรือปีละ 20-30 สาขา จากสิ้นปี 2023 ที่ 131 แห่ง เป็น 165 สาขาในปี 2024 และปี 2025 จะมีสาขาทั้งหมด 185 สาขา อีกทั้งยังมีแผนออกสินค้าใหม่หรือ Collection ใหม่เพิ่มเพื่อเพิ่ม SSSG ที่คาดว่าจะเติบโต 3-5% y-y ในปี 2024 รวมถึงการทำธุรกิจแฟรนไชส์มากขึ้นในอนาคต นอกจากนี้การปรับแผนการเปิดสาขาเพิ่มขึ้นอีก 10 สาขาในปี 2024 ถือเป็น upside ต่อประมาณการกำไรของเรา

## ยังแนะนำ ซื้อ คงราคาเป้าหมาย 66 บาท (DCF@WACC 9.5%)

เราจึงให้ MOSHI เป็น Growth Stock ที่มีอัตรากำไรสูง และ ROE สูง อีกทั้งยังมีเงินสดและเงินลงทุนระยะสั้นมากกว่า 1 พันล้านบาท ทำให้เราเห็นโอกาสการขยายธุรกิจในอนาคตเพิ่มขึ้น อาทิ การเปิดธุรกิจแฟรนไชส์และการขยายการลงทุนในต่างประเทศ คงราคาเป้าหมาย 66 บาท ยังแนะนำ "ซื้อ"



Share price performance	1 Month	3 Month	12 Month
Absolute (%)	(7.0)	4.4	16.6
Relative to country (%)	(5.4)	4.3	33.8
Mkt cap (USD m)	474		
3m avg. daily turnover (USD m)	1.0		
Free float (%)	27		
Major shareholder	Boonsongkroh Family (57%)		
12m high/low (THB)	62.00/37.75		
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 สินค้ากีฬาฮ้อป ภายใต้ชื่อร้านพร้อมกันที่ต่อมาได้เล็งเห็นโอกาสในการขยายธุรกิจ จึงเริ่มจำหน่ายสินค้าที่มีการออกแบบโดยเฉพาะและจำหน่ายสินค้า นำเข้าจากญี่ปุ่น เพื่อจำหน่ายให้แก่ห้างสรรพสินค้าชั้นนำและร้านค้า ต่างๆ จนปัจจุบันบริษัทฯ เป็นผู้จำหน่ายปลีกสินค้าไลฟ์สไตล์ (Lifestyle) ในประเทศไทยที่มีส่วนแบ่งทางการตลาดอันดับ 1 ตั้งแต่ปี 2019 มีส่วนแบ่งทางการตลาด 40-45% ในปี 2023 บริษัทฯมีแผนขยายสาขาร้าน Moshi Moshi เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องเฉลี่ยปีละ 20-30 สาขา โดย ณ สิ้นปี 2023 มีทั้งหมด 131 สาขา คาดสิ้นปี 2024 จะเพิ่มเป็น 165 สาขา และ 185 สาขา ในปี 2025

### Company profile

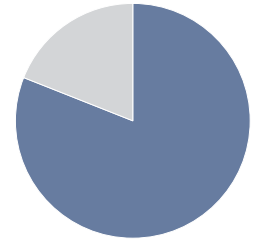
MOSHI ทำธุรกิจค้าปลีกสินค้าที่ตอบสนองต่อลักษณะการใช้ชีวิตประจำวัน ("สินค้าไลฟ์สไตล์") ที่มีความหลากหลาย ทันสมัย เน้นคุณภาพ ในราคาที่ย่อมเยาเป็นหลัก ภายใต้ชื่อทางการค้า "Moshi Moshi" โดยสินค้าที่จำหน่ายส่วนใหญ่เป็นสินค้าภายใต้ตราสินค้า ของบริษัทฯ ซึ่งมีการออกแบบเพื่อจำหน่ายในร้าน Moshi Moshi โดยเฉพาะ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

[www.moshimoshi.co.th](http://www.moshimoshi.co.th)

### Principal activities (revenue, 2023)

■ Retail - 81.0 %

■ Wholesale - 19.0 %

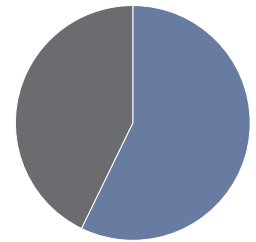


Source: Moshi Moshi Retail Corporation

### Major shareholders

■ Boonsongkorh Family - 57.2 %

■ Others - 42.8 %



Source: Moshi Moshi Retail Corporation

### Catalysts

บริษัทฯ แผนขยายสาขาเฉลี่ยปีละ 20% CAGR หรือปีละ 20-30 สาขา จากสิ้นปี 2023 ที่ 131 แห่งเป็น 165 สาขาในปี 2024 และปี 2025 จะมีสาขาทั้งหมด 185 สาขา อีกทั้งยังมีแผนออกสินค้าใหม่หรือ Collection ใหม่เพิ่มเพื่อเพิ่ม SSSG ที่คาดว่าจะเติบโต 2% y-y ในปี 2024 รวมถึงการทำธุรกิจแฟรนไชส์มากขึ้นในอนาคต นอกจากนี้การปรับแผนการเปิดสาขาเพิ่มขึ้นอีก 10 สาขาในปี 2024 ถือเป็น upside ต่อประมาณการกำไรของเรา

### Risks to our call

ความเสี่ยงที่อาจส่งผลกระทบต่อประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายของเรา คือ 1) บริษัทไม่สามารถขยายสาขาร้าน Moshi Moshi เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องตามแผนที่ตั้งไว้ โดยตั้งเป้าขยายสาขา 20-30 สาขาต่อปี ในปี 2024 เป็น 165 สาขา และเป็น 185 สาขาในปี 2025 2) เกิดวิกฤติเศรษฐกิจ 3) เกิดโรคระบาดรอบใหม่

### Event calendar

Date	Event
May 2024	1Q24 earnings results

### Key assumptions

	2023	2024E	2025E	2026E
Retail	2,049	2,882	3,746	4,870
Wholesale	481	460	598	778
Total revenues	<b>2,530</b>	<b>3,342</b>	<b>4,345</b>	<b>5,648</b>
Revenue growth	33.8%	32.1%	30.0%	30.0%
Gross profit margin	53.4%	52.5%	52.5%	52.5%
OPEX/sales	32.2%	33.0%	33.0%	33.0%
Net profit margin	15.9%	14.4%	14.6%	14.5%
Same Store Sales Growth (y-y)	17.0%	5.0%	5.0%	5.0%
New branch	25	34	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%

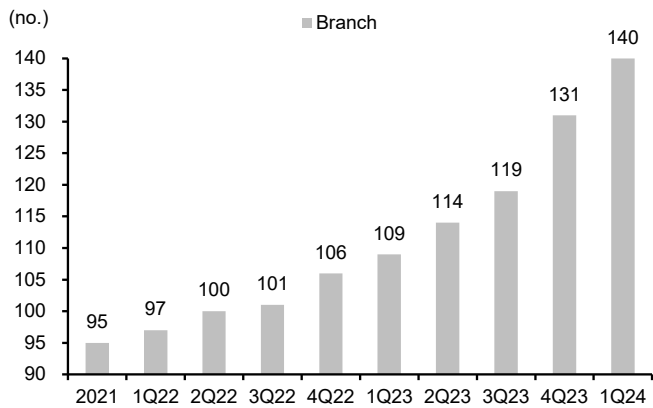
Source: FSSIA estimates

**Exhibit 1: MOSHI - 1Q24E Earnings Preview**

Profit & Loss Statement	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	----- Change -----	
Year to Dec 31	(THB m)	(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	789	692	(12.3)	23.0
<b>Gross profit</b>	<b>184</b>	<b>221</b>	<b>234</b>	<b>352</b>	<b>304</b>	<b>306</b>	<b>311</b>	<b>429</b>	<b>379</b>	<b>(11.6)</b>	<b>24.5</b>
Operating costs	144	146	168	197	190	196	199	230	209	(9.2)	9.8
<b>Operating profit</b>	<b>40</b>	<b>76</b>	<b>66</b>	<b>155</b>	<b>114</b>	<b>111</b>	<b>112</b>	<b>198</b>	<b>170</b>	<b>(14.4)</b>	<b>49.0</b>
Other income	3	3	3	3	5	7	7	9	4	(57.6)	(17.5)
Interest expense	6	5	7	8	10	12	15	16	17	3.4	69.6
<b>Profit before tax</b>	<b>37</b>	<b>73</b>	<b>62</b>	<b>150</b>	<b>109</b>	<b>105</b>	<b>105</b>	<b>191</b>	<b>157</b>	<b>(18.1)</b>	<b>44.1</b>
Tax	8	15	15	31	23	23	23	40	31	(21.2)	37.0
<b>Reported net profit</b>	<b>29</b>	<b>59</b>	<b>47</b>	<b>119</b>	<b>86</b>	<b>83</b>	<b>81</b>	<b>151</b>	<b>125</b>	<b>(17.3)</b>	<b>46.0</b>
<b>Key Ratios (%)</b>	<b>(%)</b>	<b>(%)</b>	<b>(%)</b>	<b>(%)</b>	<b>(%)</b>	<b>(%)</b>	<b>(%)</b>	<b>(%)</b>	<b>(%)</b>	<b>(ppt)</b>	<b>(ppt)</b>
Gross margin	50.6	51.7	51.0	54.9	54.1	51.7	53.1	54.3	54.7	0.4	0.6
Net margin	8.0	13.7	10.3	18.5	15.2	14.0	13.9	25.1	24.5	(0.6)	9.3
SG&A / Sales	39.5	34.0	36.7	30.7	33.8	33.1	34.0	29.2	30.2	1.0	(3.6)
Effective tax rate	21.6	20.1	24.1	20.8	21.0	21.4	22.1	20.8	20.0	(0.8)	(1.0)

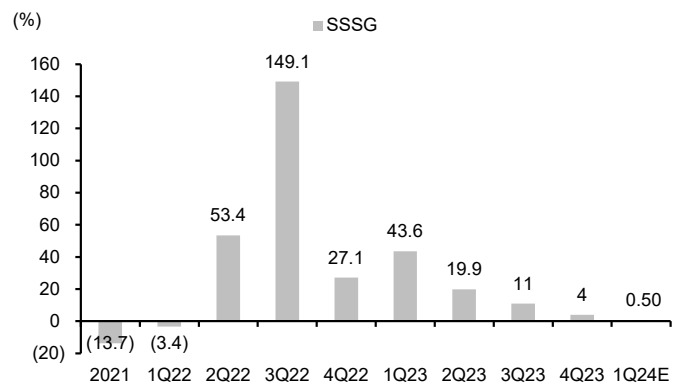
Sources: MOSHI, FSSIA estimate

**Exhibit 2: จำนวนสาขาขายไตรมาส**



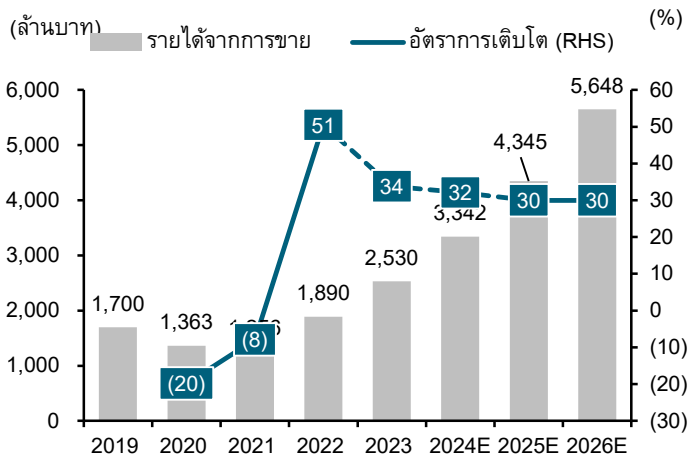
Source: MOSHI

**Exhibit 3: Same Store Sale Growth**



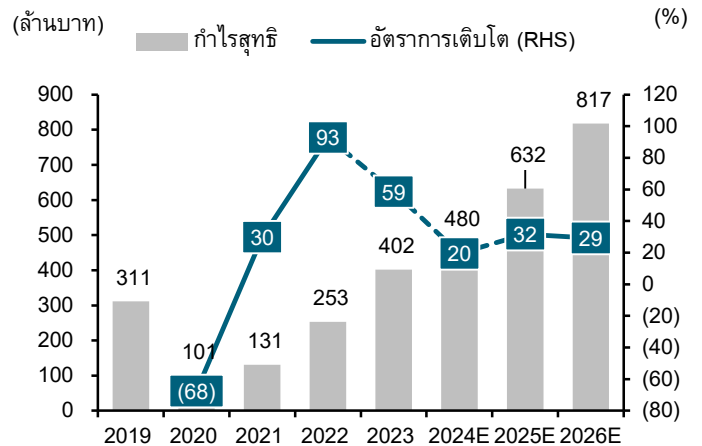
Sources: MOSHI, FSSIA estimates

**Exhibit 4: รายได้และอัตราการเติบโต**



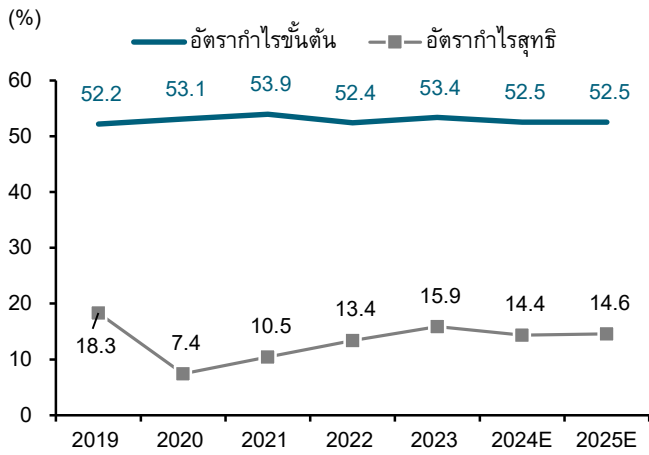
Sources: MOSHI, FSSIA estimate

**Exhibit 5: กำไรสุทธิและอัตราการเติบโต**



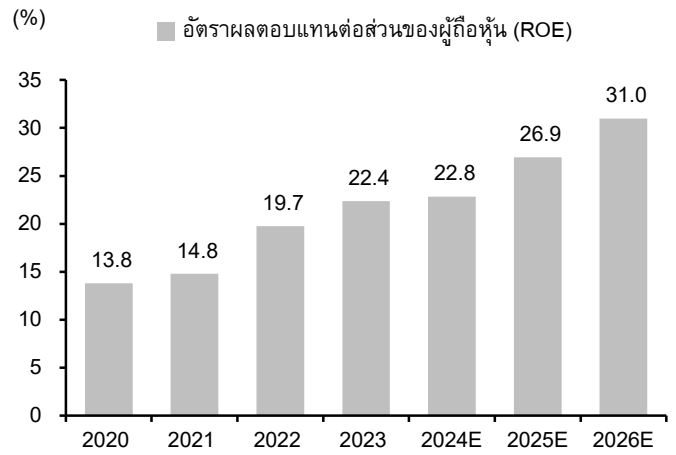
Sources: MOSHI, FSSIA estimate

**Exhibit 6: อัตรากำไรขั้นต้นและอัตรากำไรสุทธิ**



Sources: MOSHI, FSSIA estimate

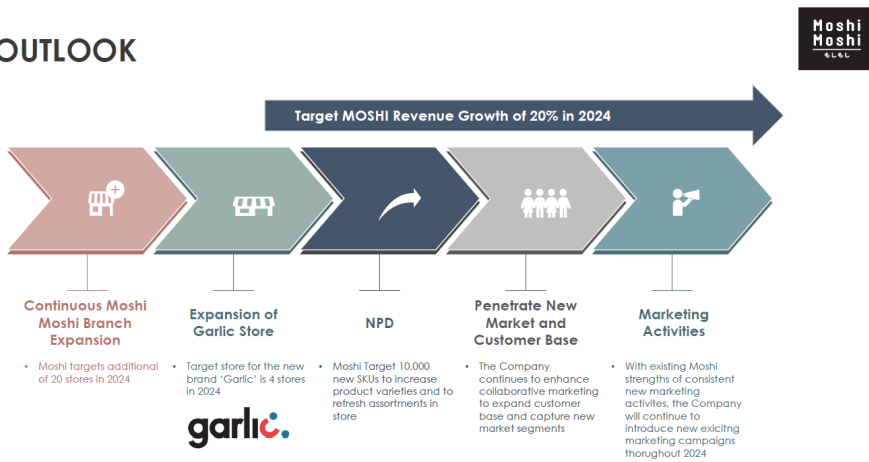
**Exhibit 7: ROE**



Sources: MOSHI, FSSIA estimate

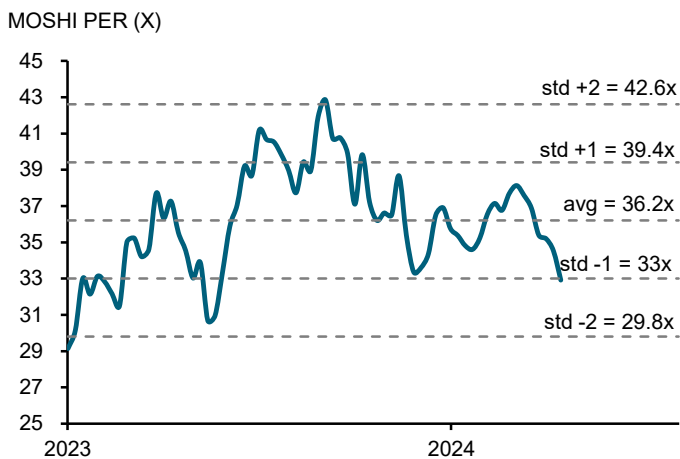
**Exhibit 8: 2024 Outlook**

**2024 OUTLOOK**



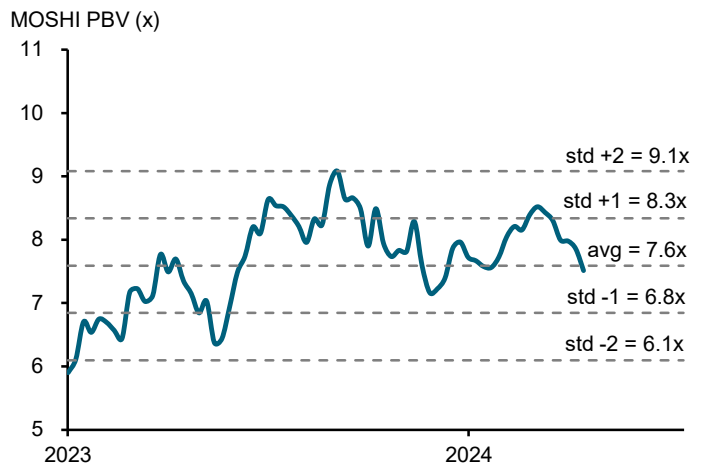
Source: MOSHI

**Exhibit 9: Rolling one-year forward P/E band**



Sources: Bloomberg, FSSIA estimates

**Exhibit 10: Rolling one-year forward P/BV band**



Sources: Bloomberg, FSSIA estimates

## Exhibit 11: Commerce peers as of 23 April 2024

BBG	--- EPS growth ---		----- PE -----		----- ROE -----		----- PBV -----		----- DivYld -----		--- EV/ EBITDA ---	
	24E (%)	25E (%)	24E (x)	25E (x)	24E (%)	25E (%)	24E (x)	25E (x)	24E (x)	25E (x)	24E (x)	25E (x)
MOSHI TB	20	32	36.6	27.8	22.8	26.9	7.9	7.1	1.4	2.2	18.0	13.8
CPALL TB	16	17	24.2	20.7	18.1	19.3	4.6	4.1	2.1	2.4	19.0	16.4
CPAXT TB	21	17	31.3	26.6	3.6	4.2	1.1	1.1	2.2	2.6	11.5	10.8
BJC TB*	(7)	14	21.3	18.7	4.0	4.5	0.8	0.8	1.7	1.7	13.0	12.2
COM7 TB	5	9	14.5	13.3	34.3	32.0	4.6	4.0	3.9	3.9	9.8	8.7
CRC TB	15	12	22.6	20.2	12.9	13.3	2.8	2.6	1.8	2.0	9.8	9.2
ILM TB	8	9	12.5	11.5	12.9	13.5	1.6	1.5	5.6	6.0	6.7	6.2
HMPRO TB	6	6	19.8	18.7	26.1	26.4	5.1	4.8	4.1	4.4	11.6	11.0
GLOBAL TB	11	13	27.2	24.2	12.3	13.0	3.3	3.1	1.5	1.7	21.1	19.0
DOHOME TB	88	29	34.5	26.8	7.7	9.3	2.6	2.4	0.3	0.9	17.7	15.4
<b>Sector Average</b>	<b>18.2</b>	<b>15.6</b>	<b>24.5</b>	<b>20.9</b>	<b>15.5</b>	<b>16.2</b>	<b>3.4</b>	<b>3.1</b>	<b>2.5</b>	<b>2.8</b>	<b>13.8</b>	<b>12.3</b>

Sources: Bloomberg, FSSIA estimates

## Exhibit 12: Commerce peers as of 23 April 2024

Company	BBG	----- PE -----		----- ROE -----		----- PBV -----		----- EV/ EBITDA -----	
		24E (x)	25E (x)	24E (%)	25E (%)	24E (x)	25E (x)	24E (x)	25E (x)
<b>Consumer Staple</b>									
CP All	CPALL TB	24.2	20.7	18.1	19.3	4.6	4.1	19.0	16.4
CP Aextra	CPAXT TB	31.3	26.6	3.6	4.2	1.1	1.1	11.5	10.8
Berli Jucker*	BJC TB	18.7	17.7	4.5	4.7	0.8	0.8	12.2	11.6
<b>Consumer Staple average</b>		<b>24.7</b>	<b>21.7</b>	<b>8.7</b>	<b>9.4</b>	<b>2.2</b>	<b>2.0</b>	<b>14.2</b>	<b>12.9</b>
<b>Consumer Discretionary</b>									
Com7	COM7 TB	14.5	13.3	34.3	32.0	4.6	4.0	9.8	8.7
Central Retail Corp	CRC TB	22.6	20.2	12.9	13.3	2.8	2.6	9.8	9.2
Moshi Moshi Retail	MOSHI TB	36.6	27.8	22.8	26.9	7.9	7.1	18.0	13.8
<b>Home improvement</b>									
Index Livingmall	ILM TB	12.5	11.5	12.9	13.5	1.6	1.5	6.7	6.2
Home Product Center	HMPRO TB	19.8	18.7	26.1	26.4	5.1	4.8	11.6	11.0
Siam Global House	GLOBAL TB	28.3	25.2	12.3	12.9	3.4	3.2	21.8	19.6
Dohome	DOHOME TB	36.2	28.1	7.7	9.2	2.7	2.5	18.2	15.8
<b>Home improvement average**</b>		<b>24.2</b>	<b>20.9</b>	<b>14.8</b>	<b>15.5</b>	<b>3.2</b>	<b>3.0</b>	<b>14.6</b>	<b>13.2</b>
<b>Consumer Discretionary average</b>		<b>24.4</b>	<b>20.7</b>	<b>18.4</b>	<b>19.2</b>	<b>4.0</b>	<b>3.7</b>	<b>13.7</b>	<b>12.0</b>
<b>Total average</b>		<b>24.5</b>	<b>21.0</b>	<b>15.5</b>	<b>16.2</b>	<b>3.5</b>	<b>3.2</b>	<b>13.9</b>	<b>12.3</b>

Sources: Bloomberg, FSSIA estimates

## Financial Statements

Moshi Moshi Retail Corporation

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	1,890	2,530	3,342	4,345	5,648
Cost of goods sold	(899)	(1,180)	(1,588)	(2,064)	(2,683)
<b>Gross profit</b>	<b>991</b>	<b>1,350</b>	<b>1,755</b>	<b>2,281</b>	<b>2,965</b>
Other operating income	0	0	0	0	0
Operating costs	(654)	(815)	(1,103)	(1,434)	(1,864)
<b>Operating EBITDA</b>	<b>625</b>	<b>843</b>	<b>990</b>	<b>1,300</b>	<b>1,684</b>
Depreciation	(288)	(308)	(338)	(453)	(583)
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
<b>Operating EBIT</b>	<b>337</b>	<b>535</b>	<b>652</b>	<b>847</b>	<b>1,101</b>
Net financing costs	(27)	(53)	(58)	(63)	(68)
Associates	0	0	0	0	0
Recurring non-operating income	12	29	16	19	5
Non-recurring items	0	0	0	0	0
<b>Profit before tax</b>	<b>322</b>	<b>510</b>	<b>609</b>	<b>803</b>	<b>1,038</b>
Tax	(69)	(108)	(129)	(171)	(221)
<b>Profit after tax</b>	<b>253</b>	<b>402</b>	<b>480</b>	<b>632</b>	<b>817</b>
Minority interests	0	0	0	0	0
Preferred dividends	0	0	0	0	0
Other items	0	0	0	0	0
<b>Reported net profit</b>	<b>253</b>	<b>402</b>	<b>480</b>	<b>632</b>	<b>817</b>
<b>Non-recurring items &amp; goodwill (net)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Recurring net profit</b>	<b>253</b>	<b>402</b>	<b>480</b>	<b>632</b>	<b>817</b>
<b>Per share (THB)</b>					
Recurring EPS *	0.84	1.22	1.45	1.92	2.48
Reported EPS	0.84	1.22	1.45	1.92	2.48
DPS	0.09	0.60	0.73	1.15	1.49
Diluted shares (used to calculate per share data)	300	330	330	330	330
<b>Growth</b>					
Revenue (%)	50.5	33.8	32.1	30.0	30.0
Operating EBITDA (%)	33.6	34.8	17.5	31.3	29.5
Operating EBIT (%)	84.2	58.8	21.9	30.0	30.0
Recurring EPS (%)	44.6	44.2	19.5	31.8	29.3
Reported EPS (%)	44.6	44.2	19.5	31.8	29.3
<b>Operating performance</b>					
Gross margin inc. depreciation (%)	52.4	53.4	52.5	52.5	52.5
Gross margin exc. depreciation (%)	67.7	65.5	62.6	62.9	62.8
Operating EBITDA margin (%)	33.1	33.3	29.6	29.9	29.8
Operating EBIT margin (%)	17.8	21.1	19.5	19.5	19.5
Net margin (%)	13.4	15.9	14.4	14.6	14.5
Effective tax rate (%)	21.4	21.2	21.2	21.2	21.2
Dividend payout on recurring profit (%)	11.1	49.3	50.0	60.0	60.0
Interest cover (X)	13.1	10.6	11.4	13.7	16.2
Inventory days	197.9	172.9	163.3	181.3	180.8
Debtor days	1.8	1.6	3.2	4.4	4.4
Creditor days	116.5	106.1	98.5	102.0	101.7
Operating ROIC (%)	37.5	67.3	87.9	109.2	130.4
ROIC (%)	18.2	25.9	27.4	33.9	40.8
ROE (%)	19.7	22.4	22.8	26.9	31.0
ROA (%)	10.0	12.2	12.0	13.4	14.6
* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted					
<b>Revenue by Division (THB m)</b>					
Retail	1,630	2,049	2,882	3,746	4,870
Wholesale	260	481	460	598	778

Sources: Moshi Moshi Retail Corporation; FSSIA estimates

## Financial Statements

Moshi Moshi Retail Corporation

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Recurring net profit	253	402	480	632	817
Depreciation	288	308	338	453	583
Associates & minorities	0	0	0	0	0
Other non-cash items	16	23	14	27	28
Change in working capital	(25)	112	(120)	(121)	(80)
<b>Cash flow from operations</b>	<b>532</b>	<b>844</b>	<b>712</b>	<b>991</b>	<b>1,349</b>
Capex - maintenance	(243)	(318)	(382)	(500)	(500)
Capex - new investment	0	0	0	0	0
Net acquisitions & disposals	(287)	(437)	(319)	(252)	(311)
Other investments (net)	0	0	0	0	0
<b>Cash flow from investing</b>	<b>(530)</b>	<b>(756)</b>	<b>(701)</b>	<b>(752)</b>	<b>(811)</b>
Dividends paid	(28)	(198)	(240)	(379)	(490)
Equity finance	432	41	0	0	0
Debt finance	162	448	172	389	337
Other financing cash flows	-	-	-	-	-
<b>Cash flow from financing</b>	<b>566</b>	<b>291</b>	<b>(67)</b>	<b>10</b>	<b>(153)</b>
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	0	0	0	0
<b>Net other adjustments</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Movement in cash</b>	<b>568</b>	<b>379</b>	<b>(56)</b>	<b>249</b>	<b>384</b>
Free cash flow to firm (FCFF)	28.73	141.65	69.50	302.58	606.13
Free cash flow to equity (FCFE)	164.30	535.97	183.58	628.22	874.90

### Per share (THB)

FCFF per share	0.09	0.43	0.21	0.92	1.84
FCFE per share	0.50	1.62	0.56	1.90	2.65
Recurring cash flow per share	1.86	2.22	2.52	3.37	4.33

Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Tangible fixed assets (gross)	1,030	1,110	1,492	1,992	2,492
Less: Accumulated depreciation	(323)	(393)	(732)	(1,185)	(1,768)
<b>Tangible fixed assets (net)</b>	<b>706</b>	<b>717</b>	<b>760</b>	<b>807</b>	<b>724</b>
<b>Intangible fixed assets (net)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Long-term financial assets	0	0	0	0	0
Invest. in associates & subsidiaries	0	0	0	0	0
Cash & equivalents	806	1,185	1,129	1,378	1,762
A/C receivable	9	12	46	60	77
Inventories	404	422	696	905	1,176
Other current assets	406	427	702	913	1,187
<b>Current assets</b>	<b>1,625</b>	<b>2,046</b>	<b>2,573</b>	<b>3,255</b>	<b>4,203</b>
Other assets	874	1,302	1,367	1,436	1,508
<b>Total assets</b>	<b>3,205</b>	<b>4,065</b>	<b>4,701</b>	<b>5,499</b>	<b>6,435</b>
Common equity	1,610	1,982	2,222	2,475	2,802
Minorities etc.	0	0	0	0	0
<b>Total shareholders' equity</b>	<b>1,610</b>	<b>1,982</b>	<b>2,222</b>	<b>2,475</b>	<b>2,802</b>
Long term debt	610	997	1,297	1,686	2,023
Other long-term liabilities	54	63	83	108	140
<b>Long-term liabilities</b>	<b>664</b>	<b>1,060</b>	<b>1,380</b>	<b>1,794</b>	<b>2,163</b>
A/C payable	224	283	391	509	662
Short term debt	167	227	100	100	100
Other current liabilities	541	804	1,136	1,631	1,719
<b>Current liabilities</b>	<b>931</b>	<b>1,313</b>	<b>1,627</b>	<b>2,239</b>	<b>2,480</b>
<b>Total liabilities and shareholders' equity</b>	<b>3,205</b>	<b>4,356</b>	<b>5,229</b>	<b>6,508</b>	<b>7,446</b>
Net working capital	54	(226)	(83)	(262)	60
Invested capital	1,635	1,793	2,044	1,981	2,292

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

### Per share (THB)

Book value per share	5.37	6.01	6.73	7.50	8.49
Tangible book value per share	5.37	6.01	6.73	7.50	8.49

### Financial strength

Net debt/equity (%)	(1.8)	2.0	12.0	16.5	12.9
Net debt/total assets (%)	(0.9)	1.0	5.7	7.4	5.6
Current ratio (x)	1.7	1.6	1.6	1.5	1.7
CF interest cover (x)	7.2	11.0	4.1	10.9	13.8

Valuation	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>Recurring P/E (x) *</b>	<b>63.1</b>	<b>43.8</b>	<b>36.6</b>	<b>27.8</b>	<b>21.5</b>
<b>Recurring P/E @ target price (x) *</b>	<b>78.2</b>	<b>54.2</b>	<b>45.4</b>	<b>34.4</b>	<b>26.6</b>
Reported P/E (x)	63.1	43.8	36.6	27.8	21.5
Dividend yield (%)	0.2	1.1	1.4	2.2	2.8
Price/book (x)	9.9	8.9	7.9	7.1	6.3
Price/tangible book (x)	9.9	8.9	7.9	7.1	6.3
EV/EBITDA (x) **	25.5	20.9	18.0	13.8	10.6
EV/EBITDA @ target price (x) **	31.6	25.9	22.3	17.1	13.1
EV/invested capital (x)	9.8	9.8	8.7	9.1	7.8

\* 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 <b>THSI inclusion</b> , 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. <b>SETTHSI Index</b> 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&amp;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 &amp; 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" style="margin-left: auto; margin-right: auto;"> <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="0" style="margin-left: auto; margin-right: auto;"> <tr> <td style="text-align: right;"><b>AAA</b></td> <td>8.571-10.000</td> <td style="text-align: right;"><b>Leader:</b></td> <td>leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities</td> </tr> <tr> <td style="text-align: right;"><b>AA</b></td> <td>7.143-8.570</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td style="text-align: right;"><b>A</b></td> <td>5.714-7.142</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td style="text-align: right;"><b>BBB</b></td> <td>4.286-5.713</td> <td style="text-align: right;"><b>Average:</b></td> <td>a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers</td> </tr> <tr> <td style="text-align: right;"><b>BB</b></td> <td>2.857-4.285</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td style="text-align: right;"><b>B</b></td> <td>1.429-2.856</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td style="text-align: right;"><b>CCC</b></td> <td>0.000-1.428</td> <td style="text-align: right;"><b>Laggard:</b></td> <td>lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks</td> </tr> </table>	<b>AAA</b>	8.571-10.000	<b>Leader:</b>	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities	<b>AA</b>	7.143-8.570			<b>A</b>	5.714-7.142			<b>BBB</b>	4.286-5.713	<b>Average:</b>	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers	<b>BB</b>	2.857-4.285			<b>B</b>	1.429-2.856			<b>CCC</b>	0.000-1.428	<b>Laggard:</b>	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks	
<b>AAA</b>	8.571-10.000	<b>Leader:</b>	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities																											
<b>AA</b>	7.143-8.570																													
<b>A</b>	5.714-7.142																													
<b>BBB</b>	4.286-5.713	<b>Average:</b>	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers																											
<b>BB</b>	2.857-4.285																													
<b>B</b>	1.429-2.856																													
<b>CCC</b>	0.000-1.428	<b>Laggard:</b>	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; &gt;25 to 50 = satisfactory; &gt;50 to 75 = good; and &gt;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.

### History of change in investment rating and/or target price

#### Moshi Moshi Retail Corporation (MOSHI TB)



Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price
06-Feb-2024	BUY	66.00	-	-	-	-	-	-

Songklod Wongchai started covering this stock from 06-Feb-2024

Price and TP are in local currency

Source: FSSIA estimates

Company	Ticker	Price	Rating	Valuation & Risks
Moshi Moshi Retail Corporation	MOSHI TB	THB 53.25	BUY	ความเสี่ยงที่อาจส่งผลกระทบต่อประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายของเรา คือ 1) บริษัทไม่สามารถขยายสาขาร้าน <b>Moshi Moshi</b> เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องตามแผนที่ตั้งไว้ โดยตั้งเป้าหมายสาขา <b>20-30</b> สาขาต่อปี ในปี <b>2024</b> เป็น <b>165</b> สาขา และเป็น <b>185</b> สาขาในปี <b>2025 2) เกิดวิกฤติเศรษฐกิจ 3) เกิดโรคระบาดรอบใหม่</b>

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 Finasia Syrus Securities Public Company Limited.

All share prices are as at market close on 23-Apr-2024 unless otherwise stated.

## RECOMMENDATION STRUCTURE

### Stock ratings

Stock ratings are based on absolute upside or downside, which we define as  $(\text{target price}^* - \text{current price}) / \text{current price}$ .

**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.