

# เซ็น คอร์ปอเรชั่น กรุ๊ป

# ZEN

บริษัท เซ็น คอร์ปอเรชั่น กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)

Bloomberg ZEN TB  
Reuters ZEN.BK



## พรีวิว 2Q67: คาดผลประกอบการอ่อนแอ

เราคาดว่า ZEN จะรายงานกำไรปกติอ่อนแอที่ 6 ล. ใน 2Q67 ลดลง 86% YoY และ 56% QoQ เพราะถูกดุดรังโดย SSS ที่ลดลง 12% สะท้อนการที่ผู้บริโภคชะลอการใช้จ่ายและการแข่งขันรุนแรง แม้ว่าราคาหุ้น ZEN ปรับตัวลดลงมาแล้ว 25% ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา แต่เราไม่คิดว่าระดับราคาหุ้นในตอนนี้จะเป็นจุดกลับเข้าซื้อที่ดี เนื่องจากราคาหุ้นจะยังคงได้รับแรงกดดันจากการปรับลดประมาณการกำไรและยังขาดปัจจัยกระตุ้นในระยะสั้น เรายังคงคำแนะนำ NEUTRAL สำหรับ ZEN โดยให้ราคาเป้าหมายสิ้นปี 2567 อ้างอิงวิธี DCF ที่ 7.5 บาท/หุ้น

**พรีวิว 2Q67: คาดผลประกอบการอ่อนแอ** เราคาดว่า ZEN จะรายงานกำไรปกติอ่อนแอที่ 6 ล. ใน 2Q67 ลดลง 86% YoY และ 56% QoQ เพราะถูกดุดรังโดยรายได้ที่อ่อนแอจากธุรกิจร้านอาหาร สะท้อนการที่ผู้บริโภคชะลอการใช้จ่ายและการแข่งขันรุนแรง ZEN จะประกาศผลประกอบการวันที่ 9 ส.ค. 2567

**คาด SSS ลดลง 12% แย่ที่สุดนับตั้งแต่ปี 2560 ไม่รวมช่วงที่เกิดสถานการณ์ COVID-19** สำหรับธุรกิจร้านอาหาร ซึ่งเป็นธุรกิจหลักของ ZEN โดยคิดเป็น 79% ของรายได้รวม เราประเมินว่า SSS จะลดลง 12% ใน 2Q67 (เทียบกับ -7.8% ใน 1Q67) ซึ่งเป็นตัวเลขที่แย่ที่สุดนับตั้งแต่ปี 2560 ไม่รวมช่วงที่เกิดสถานการณ์ COVID-19 ในปี 2562-2563 เพราะถูกดุดรังโดยการดำเนินงานที่อ่อนแอที่ร้านอาหารปิ้งย่างสไตล์ญี่ปุ่น AKA (35% ของรายได้จากธุรกิจร้านอาหาร) ในขณะที่ร้านอาหารญี่ปุ่น Zen (38%) และแบรนด์ร้านอาหารไทยอื่นๆ (6%) น่าจะรายงาน SSS ในระดับทรงตัวหรือเติบโตเล็กน้อย ZEN มีมุมมองระมัดระวังโดยที่ไม่มีการขายสาขาที่บริษัทเป็นเจ้าของและสาขาแฟรนไชส์ใน 2Q67 สำหรับธุรกิจอาหารค้าปลีก (16% ของรายได้รวม) เราคาดว่ารายได้จะเติบโต YoY และ QoQ สอดคล้องกับลูกค้าที่ขยายตัวเพิ่มขึ้น แต่ยังไม่สามารถชดเชยธุรกิจร้านอาหารที่อ่อนแอได้ เราประเมิน EBIT margin ได้ที่ 2.9% ใน 2Q67 ลดลงจาก 7.4% ใน 2Q66 และ 3.8% ใน 1Q67 เพราะได้รับผลกระทบจากการเพิ่มขึ้นของค่าใช้จ่าย SG&A ที่เกี่ยวข้องกับร้านอาหารสาขาที่บริษัทเป็นเจ้าของเปิดใหม่ตั้งแต่ 2H66 และรายได้ที่อ่อนแอลง ในขณะที่รายการต้นทุนหลักๆ เช่น ค่าเช่า และค่าใช้จ่ายพนักงาน เป็นต้นทุนคงที่

**มีโอกาปรับประมาณการกำไรลดลง** กำไร 1H67 จะคิดเป็น 20% ของประมาณการกำไรปี 2567 ของเราและ consensus ซึ่งบ่งชี้ถึงโอกาสในการปรับประมาณการกำไรลดลง

**ขาดปัจจัยกระตุ้นระยะสั้น** ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา ราคาหุ้น ZEN ปรับตัวลดลงมาแล้ว 25% underperform SET ที่ลดลง 5% เราเชื่อว่าราคาหุ้นจะยังคงได้รับแรงกดดันจากการปรับประมาณการกำไรลดลง ความกังวลของเราอยู่ที่การใช้จ่ายของผู้บริโภคที่อยู่ในระดับต่ำและการแข่งขันในอุตสาหกรรมร้านอาหารซึ่งจะส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรและผลประกอบการ ปัจจัยที่จะกระตุ้นราคาหุ้นได้คือกำลังซื้อที่ปรับตัวดีขึ้นซึ่งคาดว่าจะเกิดใน 4Q67 เนื่องจาก ZEN วางแผนเข้าร่วมโครงการดิจิทัลวอลเล็ต และการดำเนินงานที่แข็งแกร่งขึ้น ซึ่งจะเป็นผลจากความพยายามของ ZEN ในการเพิ่ม SSS และมาร์จิ้นด้วยการปรับปรุงร้านและสร้างแบรนด์ใหม่ให้เป็นที่จดจำ เรายังคงคำแนะนำ NEUTRAL สำหรับ ZEN โดยให้ราคาเป้าหมายสิ้นปี 2567 ที่ 7.5 บาท/หุ้น ซึ่งอิงกับ WACC ที่ 7.5% และการเติบโตระยะยาวที่ 2%

**ปัจจัยเสี่ยง** 1) ภาวะเศรษฐกิจชะลอตัว ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อการใช้จ่ายของผู้บริโภค 2) การแข่งขันรุนแรง 3) ต้นทุนที่สูงขึ้น และ 4) การเปลี่ยนแปลงความชอบของผู้บริโภค เรายังคงความเสี่ยง ESG คือ ความปลอดภัยของผู้บริโภค และคุณภาพอาหาร (S)

### Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Revenue	(Btmn)	3,383	3,915	4,297	4,638	4,861
EBITDA	(Btmn)	594	639	593	624	627
Core profit	(Btmn)	154	158	105	116	131
Reported profit	(Btmn)	154	158	105	116	131
Core EPS	(Bt)	0.51	0.53	0.35	0.39	0.44
DPS	(Bt)	0.16	0.30	0.19	0.21	0.24
P/E, core	(x)	11.5	11.2	16.8	15.2	13.5
EPS growth, core	(%)	N.A.	2.4	(33.1)	10.5	12.2
P/BV, core	(x)	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2
ROE	(%)	12.3	11.2	7.3	8.1	8.7
Dividend yield	(%)	2.7	5.1	3.3	3.6	4.1
EBITDA growth	(%)	104.3	7.5	(7.1)	5.2	0.5

Source: InnovestX Research

## Tactical: NEUTRAL (3-month)

Stock data	
Last close (Jul 24) (Bt)	5.90
Target price (Bt)	7.50
Mkt cap (Btmn)	1.77
Mkt cap (US\$mn)	49
Beta	M
Mkt cap (%) SET	0.01
Sector % SET	5.95
Shares issued (mn)	300
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	9.8 / 5.4
Avg. daily 6m (US\$mn)	0.03
Foreign limit / actual (%)	49 / 0
Free float (%)	30.5
Dividend policy (%)	≥ 50

Share performance			
(%)	1M	3M	12M
Absolute	(13.9)	(24.8)	(50.0)
Relative to SET	(12.5)	(21.0)	(41.2)

Source: SET, InnovestX Research

2023 Sustainability/2022 ESG Score	
SET ESG Ratings	AA

ESG Bloomberg Rank in the sector	
ESG Score Rank	n.a.
Environmental Score Rank	n.a.
Social Score Rank	n.a.
Governance Score Rank	n.a.

**ความคิดเห็นเกี่ยวกับ ESG**  
ZEN ไม่มีคะแนน ESG ใดๆก็ตาม เรายังคงเห็นว่า ZEN ทุ่มเทความพยายามมากขึ้นในการพัฒนา ESG โดยเฉพาะประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม  
Source: Bloomberg Finance L.P.

**นักวิเคราะห์**  
**ระวีญษ ปิยะเกรียงไกร**  
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน  
ด้านหลักทรัพย์  
0-2949-1002  
raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

### จุดเด่น

ZEN ดำเนินธุรกิจร้านอาหารญี่ปุ่น ZEN Restaurant ซึ่งเป็นหนึ่งในร้านอาหารญี่ปุ่นที่มีชื่อเสียงในประเทศไทย ZEN ได้ขยายธุรกิจร้านอาหารญี่ปุ่น ไปสู่ร้านอาหารญี่ปุ่นระดับพรีเมียม ครอบคลุมตั้งแต่ร้านซูชิ และร้านอาหารปิ้งย่างสไตส์ญี่ปุ่น (Yakiniku) ระดับพรีเมียม จนถึงคาเฟ่สไตล์ญี่ปุ่นร่วมสมัย นอกจากนี้บริษัทยังดำเนินธุรกิจร้านอาหารไทย โดยตั้งเป้าไปที่กลุ่มผู้มีรายได้ปานกลางเพื่อให้ครอบคลุมผู้บริโภคในวงกว้างมากขึ้น ในอนาคต ZEN จะเร่งขยายธุรกิจใหม่ที่ประกอบด้วยธุรกิจอาหารค้ำปัสและธุรกิจเฟรนไชส์ เนื่องจากโดยปกติแล้วธุรกิจเฟรนไชส์เป็นธุรกิจที่ให้อัตรากำไรสูง ดังนั้นรายได้จากธุรกิจเฟรนไชส์ที่เติบโตเพิ่มขึ้นจะช่วยเพิ่มแรงขับเคลื่อนให้กำไรเติบโตได้อย่างมีนัยสำคัญ

### แนวโน้มธุรกิจ

ในปี 2567 เราคาดว่าอุตสาหกรรมร้านอาหารจะเผชิญกับความท้าทายจากกำลังซื้อที่อ่อนแอและการแข่งขันที่รุนแรง ส่งผลให้เราคาดการณ์ว่า ZEN จะมีผลการดำเนินงานที่อ่อนแอ โดยคาดการณ์กำไรที่ 105 ลบ. ในปี 2567 หรือลดลง 33% ปัจจัยที่กระตุ้นราคาหุ้นได้คือกำลังซื้อและการใช้จ่ายของผู้บริโภคที่เพิ่มขึ้น และผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่งขึ้นของ ZEN ซึ่งเป็นผลมาจากความพยายามในการเพิ่ม SSS และมาร์จิ้นด้วยการปรับปรุงร้านและสร้างแบรนด์ให้เป็นที่ยอมรับ

Bullish views	Bearish views
1. แหล่งรายได้และกำไรใหม่จากธุรกิจอาหารค้ำปัสและธุรกิจเฟรนไชส์	1. กำลังซื้อที่อ่อนแอและการแข่งขันที่รุนแรงในอุตสาหกรรมร้านอาหาร
	2. ผู้บริโภคมีอำนาจต่อรองสูง

### ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ

ปัจจัย	อิเวนต์	ผลกระทบ	ความคิดเห็น
แนวโน้มผลประกอบการระยะสั้น	โมเมนตัมผลประกอบการ 2Q67	-YoY และ -QoQ	เราคาดว่า ZEN จะรายงานกำไรปกติอ่อนแอที่ 6 ลบ. ใน 2Q67 ลดลงแรง 86% YoY และ 56% QoQ เพราะถูกกดดันโดยรายได้ที่อ่อนแอจากธุรกิจร้านอาหารเนื่องจากผู้บริโภคชะลอการใช้จ่ายและการแข่งขันรุนแรง
ปัจจัยที่ต้องจับตาในปี 2567	ค่าจ้างขั้นต่ำที่สูงขึ้น	ลบ	การวิเคราะห์ความอ่อนไหวบ่งชี้ว่าการขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำ 10% จะส่งผลกระทบต่อกำไรปกติปี 2567 ของ ZEN รว 8%
ปัจจัยที่ต้องจับตาในปี 2567	การแข่งขันรุนแรง	ลบ	การบริโภคที่กลับสู่ภาวะปกติและการขยายสาขาเชิงรุกจะทำให้เกิดการแข่งขันที่รุนแรงในอุตสาหกรรมร้านอาหาร

### การวิเคราะห์ความอ่อนไหว

ปัจจัย	ผลกระทบต่อกำไร	ผลกระทบต่อราคาเป้าหมาย
การเปลี่ยนแปลง 1% ในรายได้	16%	0.6 บาท/หุ้น (8%)

**มุมมองของเราเกี่ยวกับ ESG**

เราเชื่อว่า ZEN ทุ่มเทความพยายามมากขึ้นในการพัฒนา ESG โดยเฉพาะประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม เนื่องจากบริษัทได้กำหนดเป้าหมายและกลยุทธ์สำหรับการบริหารจัดการพลังงาน การใช้น้ำ และการจัดการของเสีย เราเห็นโอกาสที่จะปรับปรุงให้ดีขึ้นได้อีก เนื่องจากบริษัทยังไม่ได้กำหนดเป้าหมายที่มุ่งมั่นทำให้สำเร็จในระยะยาว เราเชื่อว่าการบริหารจัดการและการกำกับดูแลอยู่ในเกณฑ์น่าพอใจ

**คะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG**

<b>Bloomberg ESG Score</b>	n.a.
Rank in Sector	n.a.

<b>CG Rating</b>	<b>DJSI</b>	<b>SETESG</b>	<b>SET ESG Ratings</b>
ZEN	5	No	AA

Source: Thai Institute of Directors (IOD), SET

**ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับสิ่งแวดล้อม (E)**

- แนวทางการจัดการในปี 2566 บริษัทให้ความสำคัญกับการบริหารจัดการพลังงาน การลดใช้พลังงาน การลดใช้คาร์บอนฟุตพริ้นท์ขององค์กร การลดการเกิดของเสียจากกระบวนการผลิต เพื่อลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกให้มากที่สุด และอยู่ระหว่างจัดทำแผนการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (Carbon Neutral) เพื่อมีส่วนร่วมของประเทศในการลดก๊าซเรือนกระจกและการดำเนินงานด้านการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศ และรับผิดชอบต่อสังคม
- เป้าหมายการจัดการพลังงาน: เป้าหมายในปี 2569 อัตราปริมาณการใช้พลังงานไฟฟ้าต่อหน่วย (energy intensity) ในบริษัทลดลง 5% (โดยใช้ปี 2566 เป็นปีฐานเดิม)
- การใช้น้ำ: เป้าหมายในปี 2569 อัตราปริมาณการใช้พลังงานไฟฟ้าต่อหน่วย (energy intensity) ในบริษัทลดลง 5% (โดยใช้ปี 2566 เป็นปีฐานเดิม)
- เป้าหมายการจัดการขยะและของเสีย: เป้าหมายในปี 2569 การจัดการคัดแยกขยะประเภทรีไซเคิลจำนวน 150 ตัน

**ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับสังคม (S)**

- ZEN ได้ตระหนักถึงความสำคัญของความปลอดภัย อาชีวอนามัย และสภาพแวดล้อมในการทำงาน เพื่อให้สอดคล้องกับวิสัยทัศน์ของการเป็นกลุ่มธุรกิจร้านอาหารชั้นนำในสถานที่ประกอบการ ในปี 2566 มีพนักงานเกิดอุบัติเหตุ และได้รับบาดเจ็บจากการปฏิบัติงานในร้าน/สาขา จำนวน 86 ครั้ง คิดเป็น 2.40% ของจำนวนพนักงานทั้งหมด โดยไม่มีกรณีได้รับการบาดเจ็บอย่างรุนแรงหรือจนถึงขั้นเสียชีวิต และมีจำนวนพนักงานที่ได้รับการบาดเจ็บจากการทำงานถึงขั้นหยุดงานตั้งแต่ 1 วันขึ้นไปจำนวน 86 คน
- ZEN ไม่มีข้อพิพาทกับชุมชนและสังคมรอบบริเวณที่ทำการ เป้าหมายในโครงการที่บริษัทสนับสนุน เป้าหมายในโครงการที่บริษัทสนับสนุนในปี 2569 นอกเหนือจากเงินสนับสนุนแล้ว จะสามารถสร้างรายได้ที่ยั่งยืนในชุมชน 300,000 บาทต่อปี
- เราเชื่อว่าความเสี่ยง ESG คือ ความปลอดภัยของผู้บริโภค และคุณภาพอาหาร ZEN มีระบบการจัดการและควบคุมคุณภาพและมาตรฐานของวัตถุดิบและอาหารทุกขั้นตอนตั้งแต่การส่งวัตถุดิบผ่านกระบวนการ R&D การจัดทำฝ่ายผลิตทันทีและวัตถุดิบ การตรวจสอบคุณภาพ คุณภาพการเตรียมและการปรุง การจัดเก็บ และการกระจายสินค้าไปยังแต่ละสาขา

**ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับบรรษัทภิบาล (G)**

- ช่องทางการร้องเรียนจากลูกค้าและผู้บริโภคต่อสินค้า บริการ หรือเรื่องอื่นๆ ลูกค้า/ผู้บริโภคสามารถดำเนินการได้โดยเป็นไปตามนโยบายเกี่ยวกับการร้องเรียน และการแจ้งเบาะแส (Whistleblower Policy) ได้ที่ผู้อำนวยการฝ่ายตรวจสอบภายใน เลขานุการบริษัท หรือ กรรมการตรวจสอบและบรรษัทภิบาล
- ฝ่ายวิจัยและพัฒนาผลิตภัณฑ์ของกลุ่มบริษัท และฝ่ายควบคุมและประกันคุณภาพของซัพพลายเชน ยังได้มีการเข้าร่วมอดิทซ์พพลายเออร์ เพื่อให้มีความมั่นใจในศักยภาพของสินค้าและบริการของคู่ค้า เป็นไปตามมาตรฐานที่กำหนด อีกทั้งยังพัฒนาให้เติบโตเป็นพันธมิตรทางการค้าในระยะยาว
- ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2566 คณะกรรมการบริษัทมีจำนวน 11 คน ซึ่งมีกรรมการอิสระจำนวน 5 ท่านหรือคิดเป็น 45% ของจำนวนกรรมการทั้งหมด โดยสัดส่วนของกรรมการอิสระมีจำนวนไม่น้อยกว่า 1 ใน 3 ของกรรมการทั้งหมด
- ประธานกรรมการเป็นกรรมการอิสระ
- กลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่มีจำนวนหุ้น 61.5% ของจำนวนทุนจดทะเบียนที่เรียกชำระแล้ว

**Disclaimer**

การจัดทำข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Environmental Social Governance หรือ ESG) เป็นการนำข้อมูลและเปิดเผยโดยบริษัท Bloomberg ซึ่งมีการทำข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม ด้านสังคม และด้านบรรษัทภิบาล อาทิเช่น ข้อมูลการใช้พลังงานที่สะท้อนต้นทุน ความเสี่ยงในการพึ่งพาพลังงานของธุรกิจ ความเสี่ยงด้านการดำเนินงานที่อาจเกิดจากอุบัติเหตุ รวมถึงสัดส่วนของคณะกรรมการบริหาร ตั้งแต่ปี 2010 และขึ้นอยู่กับข้อมูลเปิดเผยของแต่ละบริษัท

**ESG Disclosure Score**

	<b>2022</b>
<b>ESG Disclosure Score</b>	n.a.
<b>Environment</b>	n.a.
<b>Social</b>	n.a.
<b>Governance</b>	n.a.

Source: Bloomberg Finance L.P.

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Total revenue	(Btmn)	3,102	2,284	2,209	3,383	3,915	4,297	4,638	4,861
Cost of goods sold	(Btmn)	1,621	1,229	1,243	1,838	2,239	2,467	2,664	2,789
<b>Gross profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>1,481</b>	<b>1,055</b>	<b>966</b>	<b>1,546</b>	<b>1,676</b>	<b>1,830</b>	<b>1,973</b>	<b>2,072</b>
SG&A	(Btmn)	1,392	1,154	1,085	1,330	1,452	1,656	1,771	1,851
Other income	(Btmn)	42	49	47	30	30	34	37	39
Interest expense	(Btmn)	4	34	38	33	42	60	60	60
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>128</b>	<b>(83)</b>	<b>(110)</b>	<b>213</b>	<b>212</b>	<b>149</b>	<b>180</b>	<b>200</b>
Corporate tax	(Btmn)	21	(21)	(23)	39	34	21	36	40
Equity a/c profits	(Btmn)	0	(1)	(2)	(2)	0	0	0	0
Minority interests	(Btmn)	(0)	0	(3)	(18)	(20)	(23)	(27)	(29)
<b>Core profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>114</b>	<b>(58)</b>	<b>(93)</b>	<b>154</b>	<b>158</b>	<b>105</b>	<b>116</b>	<b>131</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	(8)	(6)	1	0	0	0	0	0
<b>Net Profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>106</b>	<b>(64)</b>	<b>(92)</b>	<b>154</b>	<b>158</b>	<b>105</b>	<b>116</b>	<b>131</b>
EBITDA	(Btmn)	320	349	291	594	639	593	624	627
<b>Core EPS (Bt)</b>	<b>(Bt)</b>	<b>0.38</b>	<b>(0.19)</b>	<b>(0.31)</b>	<b>0.51</b>	<b>0.53</b>	<b>0.35</b>	<b>0.39</b>	<b>0.44</b>
Net EPS (Bt)	(Bt)	0.35	(0.21)	(0.31)	0.51	0.53	0.35	0.39	0.44
DPS (Bt)	(Bt)	0.45	0.25	0.00	0.16	0.30	0.19	0.21	0.24

### Balance Sheet

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Total current assets	(Btmn)	598	462	495	729	820	738	749	796
Total fixed assets	(Btmn)	884	720	655	410	552	569	629	656
<b>Total assets</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>2,044</b>	<b>2,689</b>	<b>2,557</b>	<b>2,824</b>	<b>3,240</b>	<b>3,170</b>	<b>3,234</b>	<b>3,292</b>
Total loans	(Btmn)	0	0	0	104	199	199	199	199
Total current liabilities	(Btmn)	481	566	614	808	946	976	1,011	1,033
Total long-term liabilities	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Total liabilities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>610</b>	<b>1,478</b>	<b>1,398</b>	<b>1,478</b>	<b>1,761</b>	<b>1,761</b>	<b>1,766</b>	<b>1,758</b>
Paid-up capital	(Btmn)	300	300	300	300	300	300	300	300
<b>Total equity</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>1,434</b>	<b>1,211</b>	<b>1,159</b>	<b>1,346</b>	<b>1,479</b>	<b>1,409</b>	<b>1,467</b>	<b>1,534</b>
<b>BVPS (Bt)</b>	<b>(Bt)</b>	<b>4.78</b>	<b>4.04</b>	<b>3.74</b>	<b>4.27</b>	<b>4.64</b>	<b>4.70</b>	<b>4.89</b>	<b>5.11</b>

### Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Core Profit	(Btmn)	114	(58)	(93)	154	158	105	116	131
Depreciation and amortization	(Btmn)	189	399	363	348	385	384	384	367
Operating cash flow	(Btmn)	302	316	40	323	381	224	247	247
Investing cash flow	(Btmn)	(297)	(46)	107	(88)	(477)	(158)	(200)	(150)
Financing cash flow	(Btmn)	216	(365)	(147)	(175)	68	(175)	(58)	(64)
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>221</b>	<b>(95)</b>	<b>(1)</b>	<b>60</b>	<b>(29)</b>	<b>(109)</b>	<b>(11)</b>	<b>33</b>

### Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Gross margin	(%)	47.7	46.2	43.7	45.7	42.8	42.6	42.6	42.6
Operating margin	(%)	2.9	(4.3)	(5.4)	6.4	5.7	4.1	4.4	4.5
EBITDA margin	(%)	10.2	15.0	12.9	17.4	16.2	13.7	13.3	12.8
EBIT margin	(%)	4.2	(2.2)	(3.3)	7.3	6.5	4.9	5.2	5.3
Net profit margin	(%)	3.4	(2.8)	(4.1)	4.5	4.0	2.5	2.5	2.7
ROE	(%)	12.0	(4.4)	(7.8)	12.3	11.2	7.3	8.1	8.7
ROA	(%)	6.3	(2.4)	(3.5)	5.7	5.2	3.3	3.6	4.0
Net D/E	(x)	(0.3)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.1)	0.0	0.1	0.0
Interest coverage	(x)	86.4	10.4	7.7	18.2	15.2	9.9	10.4	10.4
Debt service coverage	(x)	86.4	10.4	7.7	2.5	1.5	1.3	1.4	1.4
Payout Ratio	(x)	118.2	N.A.	0.0	31.2	57.1	55.0	55.0	55.0

### Main Assumptions

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
SSS	(%)	(4.7)	(30.4)	0.8	25.5	0.1	(2.0)	2.0	2.0
<u>Revenue contribution</u>									
Restaurant	(%)	90.4	89.1	86.1	81.7	80.7	80.1	80.9	81.4
Sales of raw material to franchisees	(%)	6.2	5.7	6.4	4.6	3.2	3.4	3.4	3.3
Franchise fee	(%)	2.4	3.1	2.9	2.3	2.1	1.8	1.6	1.4
Retail merchandise	(%)	0.9	2.2	4.6	11.5	13.9	14.8	14.1	13.8

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
Total revenue	(Btmn)	859	900	938	907	961	999	1,048	1,014
Cost of goods sold	(Btmn)	466	480	513	509	543	569	618	585
<b>Gross profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>393</b>	<b>420</b>	<b>425</b>	<b>397</b>	<b>418</b>	<b>430</b>	<b>430</b>	<b>430</b>
SG&A	(Btmn)	329	354	351	347	352	371	381	396
Other income	(Btmn)	6	11	8	7	6	4	14	5
Interest expense	(Btmn)	9	8	7	10	10	11	12	15
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>61</b>	<b>68</b>	<b>74</b>	<b>47</b>	<b>61</b>	<b>52</b>	<b>51</b>	<b>24</b>
Corporate tax	(Btmn)	11	13	13	8	12	7	7	2
Equity a/c profits	(Btmn)	(0)	(1)	(1)	0	0	0	0	0
Minority interests	(Btmn)	(5)	(3)	(6)	(4)	(4)	(6)	(6)	(6)
<b>Core profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>44</b>	<b>51</b>	<b>55</b>	<b>34</b>	<b>46</b>	<b>40</b>	<b>38</b>	<b>16</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Net Profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>44</b>	<b>51</b>	<b>55</b>	<b>34</b>	<b>46</b>	<b>40</b>	<b>38</b>	<b>16</b>
EBITDA	(Btmn)	157	166	162	147	166	158	167	151
<b>Core EPS (Bt)</b>	<b>(Bt)</b>	<b>0.15</b>	<b>0.17</b>	<b>0.18</b>	<b>0.11</b>	<b>0.15</b>	<b>0.13</b>	<b>0.13</b>	<b>0.05</b>
Net EPS (Bt)	(Bt)	0.15	0.17	0.18	0.11	0.15	0.13	0.13	0.05

### Balance Sheet

FY December 31	Unit	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
Total current assets	(Btmn)	555	622	729	707	717	700	820	817
Total fixed assets	(Btmn)	331	371	410	409	425	485	552	551
<b>Total assets</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>2,591</b>	<b>2,704</b>	<b>2,824</b>	<b>2,823</b>	<b>2,864</b>	<b>2,940</b>	<b>3,240</b>	<b>3,230</b>
Total loans	(Btmn)	63	67	104	134	205	141	199	216
Total current liabilities	(Btmn)	674	715	808	746	800	798	946	904
Total long-term liabilities	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Total liabilities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>1,362</b>	<b>1,419</b>	<b>1,478</b>	<b>1,438</b>	<b>1,476</b>	<b>1,506</b>	<b>1,761</b>	<b>1,737</b>
Paid-up capital	(Btmn)	300	300	300	300	300	300	300	300
<b>Total equity</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>1,229</b>	<b>1,285</b>	<b>1,346</b>	<b>1,385</b>	<b>1,388</b>	<b>1,434</b>	<b>1,479</b>	<b>1,494</b>
<b>BVPS (Bt)</b>	<b>(Bt)</b>	<b>3.91</b>	<b>4.08</b>	<b>4.27</b>	<b>4.38</b>	<b>4.38</b>	<b>4.51</b>	<b>4.64</b>	<b>4.67</b>

### Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
Core Profit	(Btmn)	44	51	55	34	46	40	38	16
Depreciation and amortization	(Btmn)	88	90	81	90	95	95	105	113
Operating cash flow	(Btmn)	165	182	164	24	58	230	166	85
Investing cash flow	(Btmn)	(55)	(68)	(90)	(33)	(56)	(98)	(105)	(46)
Financing cash flow	(Btmn)	(56)	(64)	(19)	(35)	(42)	(121)	(33)	(73)
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>54</b>	<b>51</b>	<b>56</b>	<b>(44)</b>	<b>(41)</b>	<b>10</b>	<b>27</b>	<b>(33)</b>

### Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
Gross margin	(%)	45.7	46.6	45.3	43.8	43.5	43.1	41.1	42.4
Operating margin	(%)	7.4	7.3	7.8	5.5	6.9	5.9	4.7	3.4
EBITDA margin	(%)	18.2	18.3	17.1	16.1	17.2	15.7	15.8	14.9
EBIT margin	(%)	8.1	8.5	8.6	6.2	7.4	6.3	6.0	3.8
Net profit margin	(%)	5.1	5.6	5.8	3.8	4.8	4.0	3.6	1.5
ROE	(%)	7.9	10.9	12.3	10.6	12.2	11.7	11.2	4.3
ROA	(%)	3.8	5.2	5.7	5.1	5.9	5.7	5.2	2.1
Net D/E	(x)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.0)
Interest coverage	(x)	18.0	20.3	23.9	15.0	16.5	14.9	14.4	10.1
Debt service coverage	(x)	6.4	6.7	4.9	3.4	2.7	3.4	2.7	2.2

### Main Assumptions

FY December 31	Unit	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
SSS	(%)	52.6	75.2	0.4	12.5	3.1	(4.5)	(7.9)	(7.8)
<b>Revenue contribution</b>									
Restaurant	(%)	77.5	82.9	83.2	83.1	81.2	79.8	79.0	79.2
Sales of raw material to franchisees	(%)	4.9	4.3	3.9	3.5	3.5	3.1	2.9	2.8
Franchise fee	(%)	2.2	2.1	2.5	2.2	2.3	2.0	2.0	2.0
Retail merchandise	(%)	15.4	10.7	10.4	11.1	13.0	15.1	16.1	16.1

Figure 1: 2Q24 earnings preview

(Bt mn)	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	YoY%	QoQ%	1H23	1H24F	YoY%
Revenue	961	999	1,048	1,014	958	(0.3)	(5.6)	1,868	1,972	5.6
Gross profit	418	430	430	430	415	(0.7)	(3.4)	815	845	3.6
EBITDA	166	158	167	151	141	(15.5)	(7.1)	313	292	(6.8)
<b>Core profit</b>	<b>46</b>	<b>40</b>	<b>38</b>	<b>16</b>	<b>6</b>	<b>(86.2)</b>	<b>(59.6)</b>	<b>80</b>	<b>22</b>	<b>(72.5)</b>
<b>Net profit</b>	<b>46</b>	<b>40</b>	<b>38</b>	<b>16</b>	<b>6</b>	<b>(86.2)</b>	<b>(59.6)</b>	<b>80</b>	<b>22</b>	<b>(72.5)</b>
EPS (Bt/share)	0.15	0.13	0.13	0.05	0.02	(86.2)	(59.6)	0.27	0.07	(72.5)
<b>Financial Ratio</b>										
Gross Margin (%)	43.5	43.1	41.1	42.4	43.3			43.7	42.8	
EBIT margin (%)	7.4	6.3	6.0	3.8	2.9			6.9	3.4	
Net Profit Margin (%)	4.8	4.0	3.6	1.5	0.7			4.3	1.1	
<b>Key statistics</b>										
SSS	3.1%	-4.5%	-7.9%	-7.8%	-12.0%			7.5%	-9.9%	
No. of new owned outlets	5	13	18	8	0	N.M.	N.M.	7	8	14.3
No. of total owned outlets	157	166	182	184	184	17.2	0.0	157	184	17.2
No. of new franchised outlets	5	5	6	3	0	N.M.	N.M.	8	3	(62.5)
No. of total franchised outlets	170	163	159	154	154	(9.4)	0.0	170	154	(9.4)

Source: Company data and InnovestX Research

**ข้อสงวนสิทธิ์:**

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

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

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) ซึ่งมี บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของ ทรัสต์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ แอล เอช โยเทล ความเห็น ข่าวกวีจิว กวีเคระห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของตนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

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

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

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

© สงวนลิขสิทธิ์ 2565 บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด

