

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 6.00

(From: Bt 10.00)

Upside : 48.5%

7 APRIL 2025

Siam Wellness Group Pcl (SPA TB)

การท่องเที่ยวชะลอตัว

เราปรับกำไรปี 2025-27F ของ SPA ลง 25-39% เนื่องจากเรามองว่าการเกิดแผ่นดินไหวในไทย และเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัวจากการขึ้นภาษีของสหรัฐฯ จะกระทบอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวของไทย แต่เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" โดยมองว่า SPA ยังมีโอกาสเติบโตจากการเพิ่มจำนวนลูกค้าในประเทศและการแย่งส่วนแบ่งตลาดจากร้านนวดอิสระขนาดเล็ก

ปรับลดกำไร แต่ยังแนะนำ "ซื้อ"

เราปรับกำไรปี 2025-27 ของ SPA ลง 25-39% เพื่อสะท้อนถึงผลกระทบระยะสั้นจากการเกิดแผ่นดินไหวในไทย และระยะยาวจากเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัวจากการขึ้นภาษีของสหรัฐฯ ราคาเป้าหมายของเราจึงลดลงเหลือ 6.0 บาท (จาก 10 บาท) แต่เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" SPA เนื่องจาก 1) เราคาดว่าจะกลับมาเติบโต 10/12% ในปี 2026-27F หลังจากหดตัว 7% ในปี 2025F จากการชะลอตัวของการท่องเที่ยว โดยการเติบโตได้แรงหนุนจากการขยายสาขาด้วยแบรนด์ที่แข็งแกร่งในอุตสาหกรรมที่กระจายตัวสูง และจำนวนท่องเที่ยวที่ฟื้นตัวขึ้น 4% ต่อปี 2)ฐานลูกค้าที่หลากหลายขึ้นช่วยลดผลกระทบจากการท่องเที่ยวชะลอตัว หลังสัดส่วนรายได้จากลูกค้าชาวจีนลดลงเหลือ 40% ในปี 2024 (จาก 55% ในปี 2019) ส่วนลูกค้าชาวไทยเพิ่มขึ้นเป็น 30% (จาก 25%) และลูกค้าชาติอื่น 30% (จาก 20%) และ 3) SPA ยังมี ROE สูงกว่า 20% และมีสถานะเป็นเงินสดสุทธิแม้หลังรวมผลกระทบดังกล่าว เราจึงมอง PE ที่ 18 เท่า ในปี 2025F นั้นไม่แพง

การท่องเที่ยวชะลอตัว

เราปรับสมมติฐานการเติบโตรายได้ของ SPA ลงเหลือ -1/5/7% (จาก 18/17/14%) ในปี 2025-27F เพื่อสะท้อนแนวโน้มการท่องเที่ยวชะลอตัวหลังจำนวนนักท่องเที่ยวจีนลดลง 24% y-y ตั้งแต่ใน 1Q25 ซึ่งเป็นช่วงก่อนเกิดแผ่นดินไหวและการขึ้นภาษีของสหรัฐฯ คาดเป็นเพราะความกังวลของชาวการลักพาตัวตราบาจีนในไทย เรามองแนวโน้มการท่องเที่ยวจะอ่อนแอลงอีกหลังเหตุแผ่นดินไหวและการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก สมมติฐานรายได้ของเราที่ลดลงเพียงเล็กน้อยในปี 2025F นั้นได้แรงหนุนชัดเจนจากการเติบโตของจำนวนลูกค้าในประเทศและการขยายสาขา

พื้นฐานของบริษัทยังแข็งแกร่ง

SPA ยังเป็นบริษัทที่แข็งแกร่งทั้งด้านการดำเนินงานและสถานะการเงิน โดยเป็นผู้ให้บริการสปาที่ใหญ่ที่สุดในไทยและมีแบรนด์เป็นที่ยอมรับ คือร้านนวดแผนไทย Let's Relax ซึ่งเป็นธุรกิจหลักของบริษัท และเป็นปัจจัยหนุนการเติบโตภายใต้การขยายสาขาในอุตสาหกรรมที่มีการกระจายตัวสูง เนื่องด้วยแผนการขยายสาขาของ SPA มีพื้นฐานบนการคงอัตราการใช้บริการเพื่อรักษาความอัตรากำไร เราจึงคาด SPA จะลดจำนวนการขยายสาขาลงจาก 10 สาขาใหม่ในปีนี้เป็น 5 สาขาต่อปีในปี 2026-27F ตามการท่องเที่ยวที่อ่อนแอ ในด้านการเงิน SPA มีสถานะเป็นเงินสดสุทธิตั้งแต่ในปี 2024 แม้เพียงผ่านกาขาดทุนหนักในช่วงโควิด (ปี 2020-22) และยังมี ROE สูงกว่า 20% แม้รวมผลกระทบจากการท่องเที่ยวไปแล้ว เราคาดการณ์ EBITDA ที่ 597 ลบ. ในปี 2025F เทียบกับค่าใช้จ่ายการลงทุน 240 ลบ. และมีภาระค่าใช้จ่ายด้านดอกเบี้ยเพียงเล็กน้อย

การเติบโตระยะยาวยังดูดี

เรามองว่า SPA ยังเป็นบริษัทที่มีการเติบโตได้ในระยะยาว ผ่านการขยายสาขาอย่างต่อเนื่องในอุตสาหกรรมที่ไม่มีคู่แข่งรายใหญ่ และมีกระจายตัวสูงเนื่องจากร้านสปาและร้านนวดส่วนใหญ่ในประเทศไทยเป็นมีขนาดเล็ก และเป็นของเจ้าของอิสระรายย่อย เราคาด Let's Relax จะมีจำนวนสาขารอบ 100 สาขาภายในปี 2032F จากที่มีอยู่ 59 สาขาในปี 2024



NUTTAPOP PRASITSUKSANT

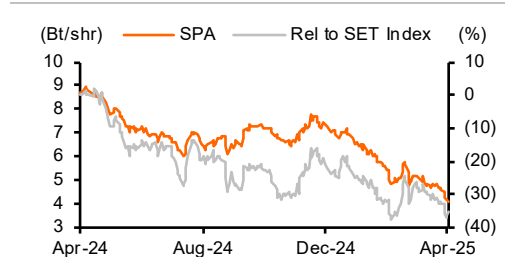
662-779-9119

nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	1,629	1,616	1,693	1,804
Net profit	309	292	321	360
Consensus NP	—	362	425	532
Diff frm cons (%)	—	(19.2)	(24.5)	(32.3)
Norm profit	314	292	321	360
Prev. Norm profit	—	387	488	588
Chg frm prev (%)	—	(24.6)	(34.2)	(38.8)
Norm EPS (Bt)	0.2	0.2	0.3	0.3
Norm EPS grw (%)	(21.8)	(7.1)	9.9	12.2
Norm PE (x)	16.5	17.7	16.1	14.4
EV/EBITDA (x)	8.3	8.6	8.0	7.2
P/BV (x)	4.3	3.8	3.3	3.0
Div yield (%)	2.5	2.3	3.1	3.5
ROE (%)	29.9	22.8	22.0	21.9
Net D/E (%)	(4.8)	(5.3)	(15.3)	(23.9)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 4-Apr-25 (Bt)	4.04
Market Cap (US\$ m)	151.5
Listed Shares (m shares)	1,282.5
Free Float (%)	57.7
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.7
12M Price H/L (Bt)	8.93/4.16
Sector	Tourism
Major Shareholder	Jiravanstitt family 14.53%

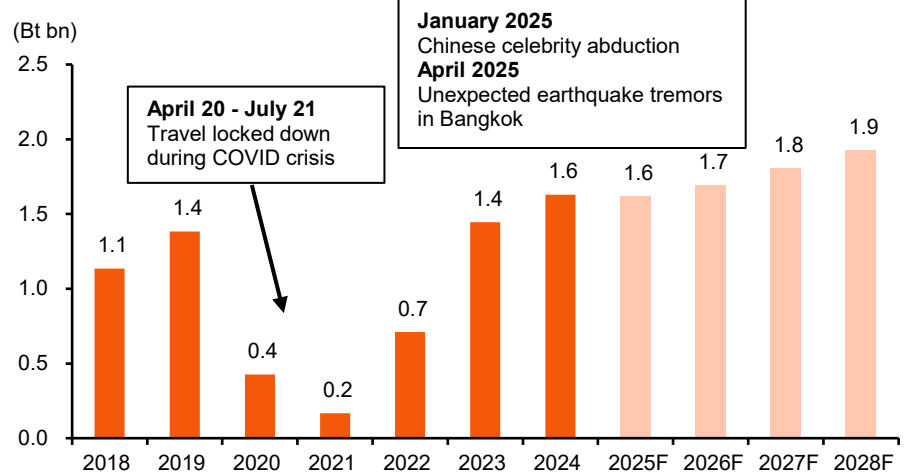
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P5

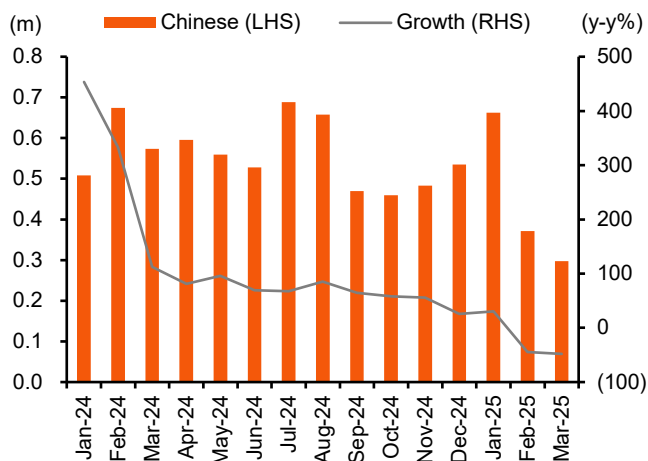
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไม่ทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

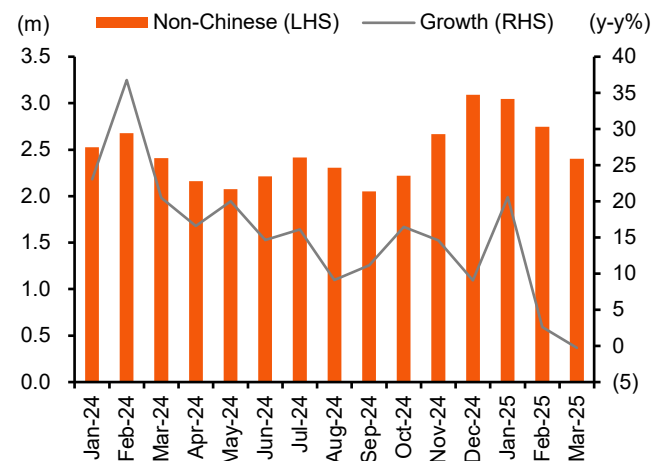


Ex 1: Revenue Hit By Tourism Hiccups With Slow Recovery Given Global Slowdown

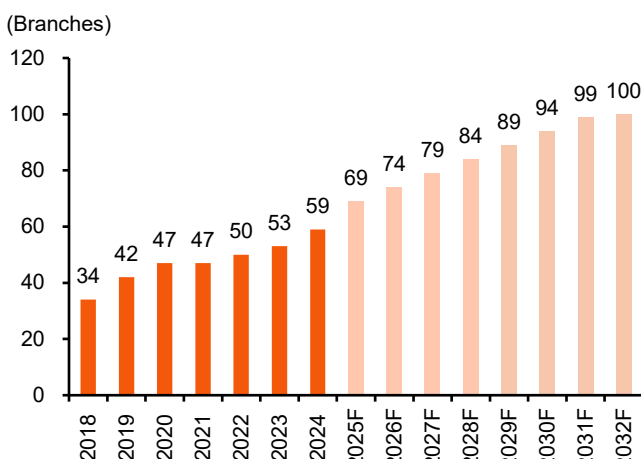
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Declining Number Of Chinese Tourists

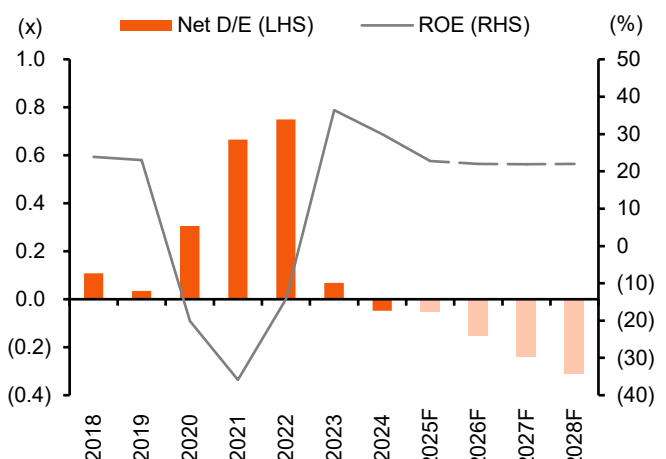
Source: Tourism Authority Of Thailand (TAT)

Ex 3: Slowdown In Tourists Of Other Nationalities

Source: Tourism Authority Of Thailand (TAT)

Ex 4: Still Room For Expansion Of Let's Relax Branches

Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 5: Key Financials Remain Strong

Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 6: 12-month DCF-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2025F

(Bt m)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	Terminal value
EBITDA excl. depre from rights of use	474	515	565	619	676	737	798	824	841	859	877	895	—
Free cash flow	201	331	375	422	473	527	581	685	723	742	761	780	11,231
PV of free cash flow	200	278	289	298	306	313	316	342	331	311	292	275	3,953
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	1.1												
WACC (%)	9.1												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value - add investments	7,502												
Net debt (2024)	(58)												
Minority interest	—												
Equity value	7,560												
# of shares (m)	1,282												
Target price/share (Bt)	6.0												

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 7: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG Code	Country	EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div Yield	
			25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F
			(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
Hongkong & Shanghai	45 HK	Hong Kong	11.1	29.4	41.3	31.9	1.7	1.6	na	na	na	na
Shangri-La Asia	69 HK	Hong Kong	(14.1)	17.9	na	na	na	na	na	na	na	na
Genting Malaysia Bhd	GENM MK	Malaysia	159.6	20.9	14.1	11.7	0.7	0.7	6.3	6.0	5.9	6.6
Mirvac Group	MGR AU	Australia	na	4.1	17.5	16.8	0.9	0.8	16.1	15.5	4.3	4.5
Indian Hotels	IH IN	India	34.3	26.7	67.2	53.0	10.2	8.8	40.2	32.6	0.3	0.3
Mandarin Oriental Int'l	MAND SP	Singapore	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Hotel Shilla	008770 KS	South Korea	na	114.4	42.3	19.7	2.1	1.9	15.6	12.3	0.6	0.6
Resorttrust Inc	4681 JP	Japan	16.6	8.3	16.1	14.9	2.1	1.9	8.3	7.8	2.1	2.5
Central Plaza Hotel	CENTEL TB*	Thailand	(2.7)	14.8	21.6	18.8	1.7	1.6	9.7	9.5	2.1	2.4
Erawan Group	ERW TB*	Thailand	15.4	10.9	11.3	10.2	1.3	1.2	7.8	7.0	3.1	3.4
Minor International	MINT TB*	Thailand	15.0	19.0	19.2	16.1	1.6	1.6	5.8	5.5	2.9	3.4
Siam Wellness Group	SPA TB*	Thailand	(7.1)	9.9	17.7	16.1	3.8	3.3	8.6	8.0	2.3	3.1
Average			25.4	25.1	26.8	20.9	2.6	2.4	13.2	11.6	2.6	3.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates, using normalized EPS

Based on 4 April 2025 closing prices

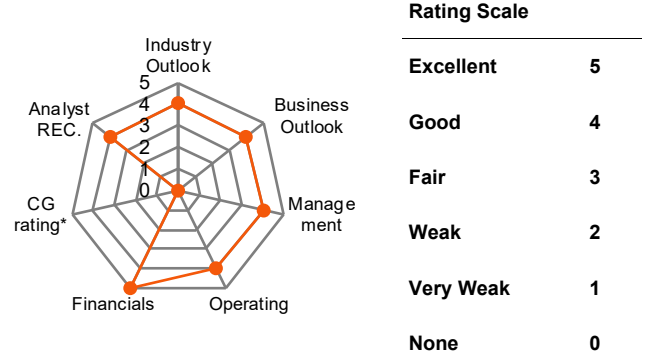
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัทสยามเวลเนสกรุ๊ป (จำกัด) มหาชน ดำเนินธุรกิจสปาและธุรกิจเกี่ยวเนื่องอื่นทั้งสิ้น 4 ธุรกิจ คือ 1) ธุรกิจสปาภายใต้ชื่อ “Let's Relax”, “ระรินจินดา เวลเนส สปา” และ “บ้านสวนมาสาธิต” 2) ธุรกิจโรงแรมและอาหาร ได้แก่ รีสอร์ทในเชียงใหม่ในชื่อ “ระรินจินดา เวลเนส สปา รีสอร์ท” และร้านอาหาร “Deck 1” และ “D Bistro” 3) ผลิตภัณฑ์สปาภายใต้แบรนด์ “Blooming” และ 4) โรงเรียนสอนนวดแผนไทย “Blooming Thai Massage School” ซึ่งเป็นศูนย์ฝึกพนักงานนวดเพื่อให้พร้อมให้บริการในสาขาที่เพิ่มจำนวนขึ้นอย่างต่อเนื่อง

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * No CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มีแบรนด์ที่ติดตลาด โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกลุ่มนักท่องเที่ยวจีน
- มีธุรกิจที่เกี่ยวข้องที่ช่วยผลิตพนักงานนวดและออกแบบผลิตภัณฑ์สปาให้เพียงพอต่อการขยายสาขาอย่างรวดเร็ว
- เป็นธุรกิจที่ใช้ฐานสินทรัพย์ต่ำ

O — Opportunity

- โอกาสในการแย่งชิงส่วนแบ่งการตลาดจากผู้เล่นรายย่อย ทั้งจากการเปิดสาขาเอง และการเข้าซื้อกิจการ
- โอกาสในการขยายธุรกิจไปยังต่างประเทศ
- การเพิ่มรูปแบบการให้บริการในสาขาเพื่อเพิ่มยอดขายต่อสาขา และยอดขายต่อการเข้าใช้บริการ

W — Weakness

- การเติบโตขึ้นอยู่กับการขยายสาขาอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากมีข้อจำกัดในการให้บริการต่อสาขา
- มีการพึ่งพาลูกค้ากลุ่มนักท่องเที่ยวอย่างมาก

T — Threat

- เหตุการณ์พิเศษนอกเหนือการควบคุมต่างๆ เช่น เหตุวิฤติการเมือง และภัยธรรมชาติ อาจทำให้การบริการในสาขาหยุดชะงัก และทำให้ปริมาณลูกค้านักท่องเที่ยวลดลง
- มีการจำนวนสาขาเพิ่มขึ้นมาก แต่ยังมีทีมงานบริหารขนาดเล็ก

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	8.26	6.00	-27%
Net profit 25F (Bt m)	362	292	-19%
Net profit 26F (Bt m)	425	321	-24%
Consensus REC	BUY: 9	HOLD: 1	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรปี 2025-26F ของเรต่ำกว่าของตลาด 19-24% คาดเป็นเพราะเราสะท้อนผลจากการชะลอตัวของการท่องเที่ยวเข้ามาก่อนมุมมองตลาดโดยรวม
- ราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่าของตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

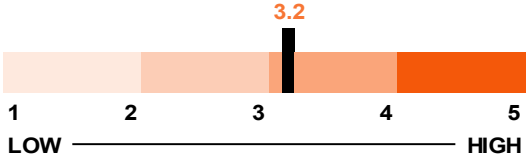
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การชะลอตัวของการท่องเที่ยวในประเทศไทยที่มากกว่าที่คาดการณ์ไว้ จะเป็นความเสี่ยงด้านลบที่สำคัญต่อมุมมองเชิงบวกของเราต่อ SPA
- การขยายสาขาที่ช้าลงแสดงถึงความเสี่ยงด้านลบต่อการคาดการณ์กำไรของเรา
- เหตุการณ์ใดๆ ที่ทำให้อุตสาหกรรมการท่องเที่ยวของประเทศไทยตกต่ำ เช่น เหตุการณ์ที่เกี่ยวข้องกับการเมือง เศรษฐกิจโลก หรือภัยธรรมชาติ จะส่งผลกระทบต่อตัวเลขของเรา

Source: Thanachart

SPA ให้บริการร้านสปาและบริการสุขภาพ 74 แห่งในประเทศไทยในปี 2024 เรามอบคะแนน ESG ที่ค่อนข้างดีให้กับ SPA ที่ 3.2 โดยมีคะแนนสูงสุดในด้านสังคม เนื่องจากการบริหารจัดการที่ดีในการดำเนินงานในฐานะบริษัทที่ให้บริการ นอกจากนี้ บริษัทฯ ยังมีระบบนิเวศที่ดีในการรักษาคุณภาพของพนักงานนวดเพื่อให้มั่นใจว่าลูกค้าจะได้รับประสบการณ์ที่ดีจากบริการของบริษัทฯ

Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
SPA	-	-	-	-	-	-	-	-	0.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- เราให้คะแนนด้านสิ่งแวดล้อมที่ 3.2 แก่ SPA แม้ว่าธุรกิจบริการสปาและสุขภาพของ SPA จะไม่ได้ปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) มากนัก แต่การขาดเป้าหมายและแผนการจัดการสิ่งแวดล้อมโดยรวมกดดันคะแนนของเรา - SPA ดำเนินนโยบายการบำบัดน้ำและการจัดการน้ำสำหรับพนักงานและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียให้ปฏิบัติตามเนื่องจากต้องมีการล้างและทำความสะอาดเพื่อรักษาความสะอาดและสุขอนามัยของร้านและบริการ - SPA กำลังเพิ่มสัดส่วนของวัสดุที่เป็นมิตรกับสิ่งแวดล้อม และลดการใช้พลาสติกในอุปกรณ์บริการและผลิตภัณฑ์สปาเพื่อลดขยะที่ไม่สามารถนำรีไซเคิลได้และขยะเคมี โดยมีเป้าหมายในการลดการใช้วัสดุที่ไม่เป็นมิตรกับสิ่งแวดล้อมลง 15% ต่อปี นอกจากนี้ยังส่งเสริมแนวทางนี้เพื่อดึงดูดลูกค้าที่ใส่ใจสิ่งแวดล้อมซึ่งมักเป็นกลุ่มคนที่ใส่ใจเรื่องสุขภาพและการดูแลตัวเอง
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- เราให้คะแนนด้านสังคมที่ 3.4 แก่ SPA คะแนนที่ดีนี้สะท้อนถึงคุณภาพผลิตภัณฑ์และความปลอดภัยที่ดีรวมถึงการดูแลสวัสดิภาพของพนักงาน - SPA มีระบบนิเวศที่ดีในการฝึกอบรมพนักงาน โดยเฉพาะพนักงานนวด เพื่อรักษาคุณภาพการให้บริการที่สูง นอกจากนี้ยังมีสวัสดิการที่ดี เช่น ชีตจำกัดชั่วโมงการทำงาน สิ่งอำนวยความสะดวกที่พึงสำหรับพนักงาน และการรับประกันรายได้ขั้นต่ำรายวันสำหรับพนักงานนวด ซึ่งได้รับค่าจ้างตามงานที่ทำ (รายได้จากการแบ่งปันรายได้) - SPA ยังได้รับคะแนนดีในด้านความปลอดภัยของข้อมูลและความเป็นส่วนตัวของลูกค้า โดยมีการให้ความรู้แก่พนักงานอย่างต่อเนื่องเพื่อรักษาระดับความตระหนักเกี่ยวกับปัญหาความเป็นส่วนตัวเป็นส่วนตัวที่สูง นอกจากนี้ยังมีห้องบริการส่วนตัวและเฉพาะที่ให้บริการแก่ลูกค้าจากชาติและศาสนาต่างๆ - แม้ลักษณะของบริการจะมีความเสี่ยงเกี่ยวกับปัญหาสุขภาพ แต่ SPA ก็ไม่เคยได้รับการร้องเรียนหรือคดีทางกฎหมายที่สำคัญเกี่ยวกับสุขภาพหรือสวัสดิภาพของลูกค้า
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- เราให้คะแนน G ที่ 3.1 แก่ SPA คะแนนที่สูงในด้านโมเดลธุรกิจและนวัตกรรมถูกผลักดันด้วยโครงสร้างคณะกรรมการที่อ่อนแอในทางทฤษฎี - ประธานคณะกรรมการของ SPA เป็นสมาชิกที่ไม่เป็นอิสระ ขณะที่ มีเพียง 4 จาก 9 คน ที่เป็นกรรมการอิสระ ซึ่งต่ำกว่าระดับที่ควรจะเป็นที่ 2/3 โครงสร้างนี้อาจเกิดจากบริษัท มีกลุ่มผู้ก่อตั้งถือหุ้นส่วนใหญ่อยู่ - SPA มีคณะกรรมการทั้งหมดที่จำเป็นสำหรับคะแนน G ที่ดี ได้แก่คณะกรรมการตรวจสอบ คณะกรรมการค่าตอบแทน และคณะกรรมการบริหารความเสี่ยง โดยเฉพาะเนื่องจากบริษัท ต้องบันทึกข้อมูลสุขภาพของลูกค้า คณะกรรมการความเสี่ยงจึงได้เตรียมการดำเนินการตามพระราชบัญญัติคุ้มครองข้อมูลส่วนบุคคล (PDPA) ตั้งแต่ปี 2022 - SPA มีโมเดลธุรกิจและความยั่งยืนที่ดี บริษัทฯ มีการนำเสนอบริการสุขภาพใหม่ๆ อย่างต่อเนื่องเพื่อดึงดูดฐานลูกค้าที่กว้างขึ้น และมีกลยุทธ์ในการลดความเสี่ยงจากการพึ่งพาลูกค้าชาวจีนมากเกินไป

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

We forecast slower revenue growth due to a tourism slowdown

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	1,446	1,629	1,616	1,693	1,804
Cost of sales	1,010	1,101	1,100	1,144	1,210
Gross profit	436	528	517	549	594
% gross margin	30.2%	32.4%	32.0%	32.4%	32.9%
Selling & administration expenses	147	166	161	163	165
Operating profit	289	362	356	387	429
% operating margin	20.0%	22.2%	22.0%	22.8%	23.8%
Depreciation & amortization	275	256	241	234	235
EBITDA	564	618	597	620	664
% EBITDA margin	39.0%	38.0%	36.9%	36.6%	36.8%
Non-operating income	27	44	35	37	41
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(46)	(32)	(24)	(21)	(17)
Pre-tax profit	270	374	366	403	452
Income tax	1	60	73	81	90
After-tax profit	269	315	293	322	362
% net margin	18.6%	19.3%	18.1%	19.0%	20.0%
Shares in affiliates' Earnings	(1)	(1)	(1)	(1)	(2)
Minority interests	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Extraordinary items	64	(5)	0	0	0
NET PROFIT	332	309	292	321	360
Normalized profit	268	314	292	321	360
EPS (Bt)	0.4	0.2	0.2	0.3	0.3
Normalized EPS (Bt)	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3

BALANCE SHEET

SPA's financials remain strong and it is in a net cash position

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	363	282	200	304	361
Cash & cash equivalent	252	158	100	200	250
Account receivables	30	33	33	35	37
Inventories	43	49	45	47	50
Others	38	42	22	23	24
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	954	1,175	1,300	1,317	1,329
Other assets	656	679	686	713	737
Total assets	1,973	2,136	2,185	2,335	2,427
LIABILITIES:					
Current liabilities:	376	345	336	343	346
Account payables	124	134	136	141	149
Bank overdraft & ST loans	0	0	0	0	0
Current LT debt	43	0	3	(4)	(17)
Others current liabilities	209	210	198	206	213
Total LT debt	271	100	24	(34)	(149)
Others LT liabilities	425	493	457	475	490
Total liabilities	1,072	938	817	785	688
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	214	321	321	321	321
Share premium	279	279	279	279	279
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	79	79	79	79	79
Retained earnings	329	520	689	871	1,061
Shareholders' equity	901	1,198	1,368	1,550	1,740
Liabilities & equity	1,973	2,136	2,185	2,335	2,427

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	270	374	366	403	452
Tax paid	(3)	(59)	(73)	(80)	(90)
Depreciation & amortization	275	256	241	234	235
Chg In working capital	25	1	5	2	3
Chg In other CA & CL / minorities	(33)	(6)	(14)	6	4
Cash flow from operations	535	566	526	564	604
Capex	(45)	(333)	(243)	(146)	(148)
Right of use	347	(209)	(141)	(127)	(117)
ST loans & investments	(17)	6	20	0	0
LT loans & investments	0	0	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(454)	101	(24)	12	8
Cash flow from investments	(169)	(435)	(388)	(261)	(256)
Debt financing	(298)	(214)	(73)	(65)	(128)
Capital increase	0	107	0	0	0
Dividends paid	(0)	(12)	(123)	(139)	(170)
Warrants & other surplus	0	(107)	0	0	0
Cash flow from financing	(298)	(226)	(196)	(203)	(298)
Free cash flow	489	233	283	418	456

SPA may cut its planned capex amid a near-term business hiccup

VALUATION

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	12.91	16.5	17.7	16.1	14.4
Normalized PE - at target price (x)	19.17	24.5	26.4	24.0	21.4
PE (x)	10.40	16.8	17.7	16.1	14.4
PE - at target price (x)	15.45	24.9	26.4	24.0	21.4
EV/EBITDA (x)	6.2	8.3	8.6	8.0	7.2
EV/EBITDA - at target price (x)	9.2	12.3	12.8	12.0	11.0
P/BV (x)	3.8	4.3	3.8	3.3	3.0
P/BV - at target price (x)	5.7	6.4	5.6	5.0	4.4
P/CFO (x)	6.5	9.2	9.9	9.2	8.6
Price/sales (x)	3.6	3.2	3.2	3.1	2.9
Dividend yield (%)	3.4	2.5	2.3	3.1	3.5
FCF Yield (%)	14.2	4.5	5.5	8.1	8.8
(Bt)					
Normalized EPS	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
EPS	0.4	0.2	0.2	0.3	0.3
DPS	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
BV/share	1.1	0.9	1.1	1.2	1.4
CFO/share	0.6	0.4	0.4	0.4	0.5
FCF/share	0.6	0.2	0.2	0.3	0.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation correction has been overdone, in our view

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	103.3	12.7	(0.8)	4.7	6.6
Net profit (%)	na	(6.9)	(5.6)	9.9	12.2
EPS (%)	na	(37.9)	(5.6)	9.9	12.2
Normalized profit (%)	na	17.4	(7.1)	9.9	12.2
Normalized EPS (%)	na	(21.8)	(7.1)	9.9	12.2
Dividend payout ratio (%)	35.8	41.5	40.0	50.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	30.2	32.4	32.0	32.4	32.9
Operating margin (%)	20.0	22.2	22.0	22.8	23.8
EBITDA margin (%)	39.0	38.0	36.9	36.6	36.8
Net margin (%)	18.6	19.3	18.1	19.0	20.0
D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.1	0.0	(0.0)	(0.1)
Net D/E (incl. minor) (x)	0.1	(0.0)	(0.1)	(0.2)	(0.2)
Interest coverage - EBIT (x)	6.3	11.5	14.52	18.67	24.7
Interest coverage - EBITDA (x)	12.2	19.6	24.4	29.9	38.2
ROA - using norm profit (%)	12.2	15.3	13.5	14.2	15.1
ROE - using norm profit (%)	36.4	29.9	22.8	22.0	21.9
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	36.6	30.0	22.8	22.1	22.0
- asset turnover (x)	0.7	0.8	0.7	0.7	0.8
- operating margin (%)	21.9	24.9	24.2	25.0	26.0
- leverage (x)	3.0	2.0	1.7	1.5	1.4
- interest burden (%)	85.4	92.2	93.7	95.1	96.3
- tax burden (%)	99.5	84.1	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	9.1	9.1	9.1	9.1	9.1
ROIC (%)	28.9	31.6	24.9	23.9	26.1
NOPAT (Bt m)	288	305	284	309	343
invested capital (Bt m)	963	1,141	1,295	1,312	1,325

Sources: Company data, Thanachart estimates

*SPA is still a highly
profitable company with
an asset-light model*

ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com

SETTRADE: You acknowledge that the use of data, information or service displayed and/or contained in this website may require third party's data, content or software which is subject to the terms of third party provider. By accessing and/or using of such certain data, you acknowledge and agree to comply with and be bound by the applicable third party terms specified below.

ESG Scores by Third Party data from www.SETTRADE.com

1. MSCI (CCC- AAA)
2. ESG Book (0-100)
3. Refinitiv (0-100)
4. S&P Global (0-100)
5. Moody's ESG Solutions (0-100)
6. SET ESG Rating (BBB-AAA)

SETESG Index (SETESG)

The SETESG Index reflects the price movement of stock of companies that have sustainable business practices which consider environmental, social and governance (ESG) aspect.

SET Index, SET50 Index, SET100 Index and all indices calculated by the Stock Exchange of Thailand ("SET") (collectively called "SET Index Series") are the registered trademarks/service marks solely owned by, and proprietary to SET. Any unauthorized use of SET Index Series is strictly prohibited. All information provided is for information purposes only and no warranty is made as to its fitness for purpose, satisfactory quality or otherwise. Every effort has been made to ensure that all information given is accurate, but no responsibility or liability (including in negligence) can be accepted by SET for errors or omissions or for any losses arising from the use of this information.

SET ESG Index (SET ESG)

Currently, long-term investment guidelines abroad are beginning to focus on investing in companies that have sustainable business practices. which considers environmental, social and governance factors (Environmental, Social and Governance or ESG) of the company in making investment decisions along with analyzing the company's financial data.

Stock Exchange Has prepared the results of evaluating sustainable stocks which are stocks of listed companies (SETESG Rating) as an alternative for investors who want to invest in stocks of listed companies that are outstanding in ESG, including to support listed companies with operations. sustainable business Taking into account all stakeholders in both social and environmental aspects. There is a management process to create sustainability for the organization, such as risk management. Supply chain management and innovation development. Therefore, the SETESG index was created to be an index that reflects the price movement of a group of securities. of companies with sustainable business operations that meet the required size and liquidity criteria

ESG Book's Disclaimer

Arabesque S-Ray GmbH, also trading as "ESG Book", is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organised under the laws of Germany with registered number HRB 113087 in the commercial register of the local court with its seat and business address at Zeppelinallee 15, 60325 Frankfurt am Main, Germany (hereinafter "ESG Book"). ESG Book, with its UK branch and local subsidiaries, is a provider of sustainability data and advisory services and operates the sustainability data platform ESG Book. ESG Book does not offer any regulated financial services nor products. This document is provided on a confidential basis by ESG Book and is for information purposes only; accordingly, it is not a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in any trading activities nor should it be construed as a recommendation or advice on the merits of investing in any financial product. THIRD PARTY INFORMATION. Certain information contained in this document has been obtained from sources outside ESG Book. While such information is believed to be reliable for the purposes used herein, no representations are made as to the accuracy or completeness thereof and neither ESG Book nor its affiliates take any responsibility for such information. To the extent this document contains any links to third party websites, such links are provided as a convenience and for informational purposes only; they do not constitute an endorsement or an approval by ESG Book of any of the products, services or opinions of the corporations or organization or individual operating such third party websites. ESG Book bears no responsibility for the accuracy, legality or content of the external site or for that of subsequent links. RELIANCE – ESG Book makes no representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the information contained herein, and accepts no liability for any loss, of whatever kind, howsoever arising, in relation thereto, and nothing contained herein should be relied upon. CONFIDENTIALITY. This document contains highly confidential information regarding ESG Book's strategy and organization. Your acceptance of this document constitutes your agreement to keep confidential all the information contained in this document, as well as any information derived by you from the information contained in this document and not disclose any such information to any other person. This document may not be copied, reproduced, in any way used or disclosed or transmitted, in whole or in part, to any other person.

MSCI ESG Research LLC

"Certain information @2021 MSCI ESG Research LLC. Reproduced by permission"

"Although [User ENTITY NAME's] information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or redisseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages."

Score range	Description
CCC - B	LAGGARD: A company lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
BB - BBB - A	AVERAGE : A company with a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers
AA - AAA	LEADER: A company leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) are a family of best-in-class benchmarks for investors who have recognized that sustainable business practices are critical to generating long-term shareholder value and who wish to reflect their sustainability convictions in their investment portfolios. The family was launched in 1999 as the first global sustainability benchmark and tracks the stock performance of the world's leading companies in terms of economic, environmental and social criteria. Created jointly by S&P Dow Jones Indices and SAM, the DJSI combine the experience of an established index provider with the expertise of a specialist in Sustainable Investing to select the most sustainable companies from across 61 industries. The indices serve as benchmarks for investors who integrate sustainability considerations into their portfolios, and provide an effective engagement platform for investors who wish to encourage companies to improve their corporate sustainability practices.

S&P Global Market Intelligence

Copyright © 2021, S&P Global Market Intelligence (and its affiliates as applicable). Reproduction of any information, opinions, views, data or material, including ratings ("Content") in any form is prohibited except with the prior written permission of the relevant party. Such party, its affiliates and suppliers ("Content Providers") do not guarantee the accuracy, adequacy, completeness, timeliness or availability of any Content and are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, or for the results obtained from the use of such Content. In no event shall Content Providers be liable for any damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including lost income or lost profit and opportunity costs) in connection with any use of the Content. A reference to a particular investment or security, a rating or any observation concerning an investment that is part of the Content is not a recommendation to buy, sell or hold such investment or security, does not address the suitability of an investment or security and should not be relied on as investment advice. Credit ratings are statements of opinions and are not statements of fact.

ESG risk combines the concepts of management and exposure to arrive at an absolute assessment of ESG risk. We identify five categories of ESG risk severity that could impact a company's enterprise value

Moody's ESG Solutions

© 2022 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. and/or their licensors and affiliates (collectively, "MOODY'S"). All rights reserved.

CREDIT RATINGS ISSUED BY MOODY'S CREDIT RATINGS AFFILIATES ARE THEIR CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES, AND MATERIALS, PRODUCTS, SERVICES AND INFORMATION PUBLISHED BY MOODY'S (COLLECTIVELY, "PUBLICATIONS") MAY INCLUDE SUCH CURRENT OPINIONS. MOODY'S DEFINES CREDIT RISK AS THE RISK THAT AN ENTITY MAY NOT MEET ITS CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS AS THEY COME DUE AND ANY ESTIMATED FINANCIAL LOSS IN THE EVENT OF DEFAULT OR IMPAIRMENT. SEE APPLICABLE MOODY'S RATING SYMBOLS AND DEFINITIONS PUBLICATION FOR INFORMATION ON THE TYPES OF CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS ADDRESSED BY MOODY'S CREDIT RATINGS. CREDIT RATINGS DO NOT ADDRESS ANY OTHER RISK, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO: LIQUIDITY RISK, MARKET VALUE RISK, OR PRICE VOLATILITY. CREDIT RATINGS, NON-CREDIT ASSESSMENTS ("ASSESSMENTS"), AND OTHER OPINIONS INCLUDED IN MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. MOODY'S PUBLICATIONS MAY ALSO INCLUDE QUANTITATIVE MODEL-BASED ESTIMATES OF CREDIT RISK AND RELATED OPINIONS OR COMMENTARY PUBLISHED BY MOODY'S ANALYTICS, INC. AND/OR ITS AFFILIATES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT CONSTITUTE OR PROVIDE INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE, AND MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT AND DO NOT PROVIDE RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. MOODY'S ISSUES ITS CREDIT RATINGS,

ASSESSMENTS AND OTHER OPINIONS AND PUBLISHES ITS PUBLICATIONS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL, WITH DUE CARE, MAKE ITS OWN STUDY AND EVALUATION OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS, AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY RETAIL INVESTORS AND IT WOULD BE RECKLESS AND INAPPROPRIATE FOR RETAIL INVESTORS TO USE MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS OR PUBLICATIONS WHEN MAKING AN INVESTMENT DECISION. IF IN DOUBT YOU SHOULD CONTACT YOUR FINANCIAL OR OTHER PROFESSIONAL ADVISER.

ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY LAW, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, COPYRIGHT LAW, AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT MOODY'S PRIOR WRITTEN CONSENT.

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY ANY PERSON AS A BENCHMARK AS THAT TERM IS DEFINED FOR REGULATORY PURPOSES AND MUST NOT BE USED IN ANY WAY THAT COULD RESULT IN THEM BEING CONSIDERED A BENCHMARK.

All information contained herein is obtained by MOODY'S from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, all information contained herein is provided "AS IS" without warranty of any kind. MOODY'S adopts all necessary measures so that the information it uses in assigning a credit rating is of sufficient quality and from sources MOODY'S considers to be reliable including, when appropriate, independent third-party sources. However, MOODY'S is not an auditor and cannot in every instance independently verify or validate information received in the rating process or in preparing its Publications.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability to any person or entity for any indirect, special, consequential, or incidental losses or damages whatsoever arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information, even if MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers is advised in advance of the possibility of such losses or damages, including but not limited to: (a) any loss of present or prospective profits or (b) any loss or damage arising where the relevant financial instrument is not the subject of a particular credit rating assigned by MOODY'S.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability for any direct or compensatory losses or damages caused to any person or entity, including but not limited to by any negligence (but excluding fraud, willful misconduct or any other type of liability that, for the avoidance of doubt, by law cannot be excluded) on the part of, or any contingency within or beyond the control of, MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers, arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information.

NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY CREDIT RATING, ASSESSMENT, OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY MOODY'S IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER.

Moody's Investors Service, Inc., a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Corporation ("MCO"), hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by Moody's Investors Service, Inc. have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to Moody's Investors Service, Inc. for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from \$1,000 to approximately \$5,000,000. MCO and Moody's Investors Service also maintain policies and procedures to address the independence of Moody's Investors Service credit ratings and credit rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold credit ratings from Moody's Investors Service and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is posted annually at www.moody.com under the heading "Investor Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy."

Additional terms for Australia only: Any publication into Australia of this document is pursuant to the Australian Financial Services License of MOODY'S affiliate, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 and/or Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (as applicable). This document is intended to be provided only to "wholesale clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. By continuing to access this document from within Australia, you represent to MOODY'S that you are, or are accessing the document as a representative of, a "wholesale client" and that neither you nor the entity you represent will directly or indirectly disseminate this document or its contents to "retail clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. MOODY'S credit rating is an opinion as to the creditworthiness of a debt obligation of the issuer, not on the equity securities of the issuer or any form of security that is available to retail investors.

Additional terms for Japan only: Moody's Japan K.K. ("MJKK") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Group Japan G.K., which is wholly-owned by Moody's Overseas Holdings Inc., a wholly-owned subsidiary of MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of MJKK. MSFJ is not a Nationally Recognized Statistical Rating Organization ("NRSRO"). Therefore, credit ratings assigned by MSFJ are Non-NRSRO Credit Ratings. Non-NRSRO Credit Ratings are assigned by an entity that is not a NRSRO and, consequently, the rated obligation will not qualify for certain types of treatment under U.S. laws. MJKK and MSFJ are credit rating agencies registered with the Japan Financial Services Agency and their registration numbers are FSA Commissioner (Ratings) No. 2 and 3 respectively.

Additional terms for Hong Kong only: Any Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the Hong Kong Securities and Futures Ordinance ("SFO") is issued by Vigeo Eiris Hong Kong Limited, a company licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission to carry out the regulated activity of advising on securities in Hong Kong. This Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the SFO is intended for distribution only to "professional investors" as defined in the SFO and the Hong Kong Securities and Futures (Professional Investors) Rules. This Second Party Opinion or other opinion must not be distributed to or used by persons who are not professional investors.

MJKK or MSFJ (as applicable) hereby disclose that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by MJKK or MSFJ (as applicable) have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to MJKK or MSFJ (as applicable) for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from JPY125,000 to approximately JPY550,000,000.

MJKK and MSFJ also maintain policies and procedures to address Japanese regulatory requirements.

Refinitiv ESG

These Terms of Use govern your access or use of the ESG information and materials on the Refinitiv website and any AI powered voice assistance software ("Refinitiv ESG Information"). 2020© Refinitiv. All rights reserved. Refinitiv ESG Information is proprietary to Refinitiv Limited and/or its affiliates ("Refinitiv").

The Refinitiv ESG Information is for general informational and non-commercial purposes only. Reproduction, redistribution or any other form of copying or transmission of the Refinitiv ESG Information is prohibited without Refinitiv's prior written consent.

All warranties, conditions and other terms implied by statute or common law including, without limitation, warranties or other terms as to suitability, merchantability, satisfactory quality and fitness for a particular purpose, are excluded to the maximum extent permitted by applicable laws. The Refinitiv ESG Information is provided "as is" and Refinitiv makes no express or implied warranties, representations or guarantees concerning the accuracy, completeness or currency of the information in this service or the underlying Third Party Sources (as defined below). You assume sole responsibility and entire risk as to the suitability and results obtained from your use of the Refinitiv ESG Information.

The Refinitiv ESG Information does not amount to financial, legal or other professional advice, nor does it constitute: (a) an offer to purchase shares in the funds referred to; or (b) a recommendation relating to the sale and purchase of instruments; or (c) a recommendation to take any particular legal, compliance and/or risk management decision. Investors should remember that past performance is not a guarantee of future results.

The Refinitiv ESG Information will not be used to construct or calculate and index or a benchmark, used to create any derivative works or used for commercial purposes. Refinitiv's disclaimer in respect of Benchmark Regulations applies to the Refinitiv ESG Information.

No responsibility or liability is accepted by Refinitiv its affiliates, officers, employees or agents (whether for negligence or otherwise) in respect of the Refinitiv ESG Information, or for any inaccuracies, omissions, mistakes, delays or errors in the computation and compilation of the Refinitiv ESG Information (and Refinitiv shall not be obliged to advise any person of any error therein). For the avoidance of doubt, in no event will Refinitiv have any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) relating to any use of the Refinitiv ESG Information.

You agree to indemnify, defend and hold harmless Refinitiv from and against any claims, losses, damages, liabilities, costs and expenses, including, without limitation, reasonable legal and experts' fees and costs, as incurred, arising in any manner out of your use of, or inability to use, any Information contained on the Refinitiv web site or obtained via any AI powered voice assistance software.

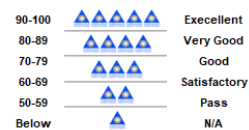
You represent to us that you are lawfully able to enter into these Terms of Use. If you are accepting these Terms of Use for and on behalf of an entity such as the company you work for, you represent to us that you have legal authority to bind that entity.

By accepting these Terms of Use you are also expressly agreeing to the following Refinitiv's website Terms of Use.

Refinitiv ESG scores are derived from third party publicly available sources ("Third Party Sources") and are formulated on the basis of Refinitiv own transparent and objectively applied methodology. Refinitiv's ESG Information methodology can be accessed [here](#).

Score range	Description	
0 to 25	First Quartile	Scores within this range indicates poor relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 25 to 50	Second Quartile	Scores within this range indicates satisfactory relative ESG performance and moderate degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 50 to 75	Third Quartile	Scores within this range indicates good relative ESG performance and above average degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 75 to 100	Fourth Quartile	Score within this range indicates excellent relative ESG performance and high degree of transparency in reporting material ESG data publicly.

CG Report : by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD), Established in December 1999, the Thai IOD is a membership organization that strives to promote professionalism in directorship. The Thai IOD offers directors certification and professional development courses, provides a variety of seminars, forums and networking events, and conducts research on board governance issues and practices. Membership comprises board members from companies ranging from large publicly listed companies to small private firms.



Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

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

Recommendation Structure:

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

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

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TCAP) ถือหุ้น 89.96% ในบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP ยังเป็นผู้ถือหุ้น 100% ในบริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดย TCAP และ Thanachart SPV1 Co. Ltd ถือหุ้นรวมกันทั้งทางตรงและทางอ้อมใน บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) อยู่ในสัดส่วนร้อยละ 60

หมายเหตุ: บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.42 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็น Joint Lead Underwriter ให้กับบริษัท บริษัท ยูโรเอเชีย โทเทิล โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน) Euroasia Total Logistics Pcl (ETL) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ ของบริษัท เมืองไทยแคปปิตอล จำกัด (มหาชน) (MTC) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2571, 2573, 2575 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ ของบริษัท ศรีสวัสดิ์ แคปปิตอล 1969 จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2570-72 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ ของบริษัท กัลฟ์ เอ็นเนอร์จี ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) (GULF) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2571 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy พิมพ์ภา นิการุณ, CFA pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ pattarawan.wan@thanachartsec.co.th
สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์ nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th	อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ พัทธดนย์ บุณนาค pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ phannarai.von@thanachartsec.co.th
ยานยนต์, หินคมฯ, Property Fund, REITs, บันทึ รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ rata.lim@thanachartsec.co.th	ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน สรัชดา ศรทรง sarachada.sor@thanachartsec.co.th	ขนส่ง, รับเหมา ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์ saksid.pha@thanachartsec.co.th
Small Cap, การแพทย์, โรงแรม ศิริพร อรุโณทัย siriporn.aru@thanachartsec.co.th	พลังงาน, วิโตรเคมี ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ yupapan.pol@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพยมณฑล lapinee.dib@thanachartsec.co.th
วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง witchanan.tam@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์ sittichet.run@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน นริภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA nariporn.kla@thanachartsec.co.th		

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุล kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัต sunset.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราชญ์ suksawat.lim@thanachartsec.co.th	สุจินตนา สภาพร sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

Research Team
18 Floor, MBK Tower
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330
Tel: 662 -779-9119
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th