

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 11.00

(From: Bt 10.00)

Upside : 52.8%

29 NOVEMBER 2024

Small Cap Research

Siam Wellness Group Pcl (SPA TB)

เติบโตแข็งแกร่งต่อเนื่อง

เรามองว่าปัจจัยการเติบโตของ SPA ไม่ได้มีเพียงนักท่องเที่ยวจีนอีกต่อไป เนื่องจากกำไรของบริษัทสูงกว่าก่อนช่วงโควิดแล้ว แม้นักท่องเที่ยวจีนยังไม่ฟื้นตัวเต็มที่ การขยายสาขาจะเป็นปัจจัยหนุนหลักให้ EPS เติบโตเฉลี่ย 21% ต่อปีในช่วงปี 2025-27F ในขณะที่ SPA กลับมามีสถานะเงินสดสุทธิใน 3Q24 เรคคอร์ดแนะนำ "ซื้อ"



NUTTAPOP PRASITSUKSANT

662-779-9119

nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

มีแนวโน้มการเติบโตที่ดี

เรคคอร์ดแนะนำ "ซื้อ" SPA โดยคาด EPS เติบโตแข็งแกร่งที่ 21% ต่อปี ในช่วงปี 2025-27F หนุนโดย 1) SPA กลับมาเปิดสาขาใหม่ 10 สาขาต่อปี อีกครั้งในปีนี้ หลังจำนวนสาขาลดตัวอยู่ที่ 70 สาขาตั้งแต่ช่วงโควิดเริ่มต้นในปี 2020 2) เราคาดอัตราการทำการกำไรจะสูงขึ้นจากการเปิดสาขาขนาดใหญ่ในทำเลที่ดีขึ้น และอัตราการดำเนินงานของพนักงานที่สูงขึ้น 3) ดอกเบี้ยจ่ายลดลงหลัง SPA กลับมามีสถานะเป็นเงินสดสุทธิอีกครั้งหลังอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนเพิ่มขึ้นไปสู่จุดสูงสุดที่ 0.7 เท่า ในปี 2022 เราจึงคาด SPA กลับมาจ่ายปันผลเป็นเงินสดได้อีกครั้งในปีนี้จากสถานะทางการเงินที่แข็งแกร่งขึ้นมาก ราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2025F) ของเราปรับขึ้นเป็น 11 บาท (จาก 10 บาท) จากเราปรับกำไรขึ้นบนอัตราการขยายสาขาที่เร็วขึ้น

การใช้บริการยังแข็งแกร่งบนฐานลูกค้าที่หลากหลายขึ้น

SPA ยังเห็นความต้องการใช้บริการที่สูงจากทั้งลูกค้าไทยและนักท่องเที่ยวต่างชาติ โดยปัจจุบันฐานลูกค้าของ SPA มีความหลากหลายมากขึ้นทำให้พึ่งพานักท่องเที่ยวจีนน้อยลง ในช่วงก่อนโควิด (ปี 2019) นักท่องเที่ยวจีนเป็น 55% ของรายได้บริษัท ในขณะที่รายได้จากคนไทยอยู่ที่ 25% แต่ใน 9M24 สัดส่วนเปลี่ยนไปเป็นคนไทย 35% และชาวจีน 40% นักท่องเที่ยวสัญชาติอื่นเพิ่มขึ้นเป็น 25% ซึ่งรวมไปถึงชาวอินเดียและตะวันออกกลางที่เป็นกลุ่มลูกค้าใหม่ แม้ไม่มีการขยายสาขามากหลายปี แต่กำไรของ SPA สามารถเพิ่มสูงขึ้นกว่าระดับก่อนเกิดโควิดได้แล้ว 10% ในปี 2023 และเนื่องจากอัตราการให้บริการของสาขาต่างๆ ใกล้เต็มที่แล้วในปัจจุบัน เราคาด SPA จะเปิดสาขาใหม่ในอัตรา 10 สาขาต่อปี เพื่อรองรับการฟื้นตัวของนักท่องเที่ยวจีน และคาดสาขาส่วนใหญ่จะเป็นแบรนด์ Let's Relax ขนาดใหญ่ในกรุงเทพฯ และเมืองท่องเที่ยว เรามองรายได้เติบโต 17/14/11% ในปี 2025-27F จากการขยายสาขาและรายได้ต่อสาขาที่สูงขึ้น 4% ต่อปี

อัตราการทำการกำไรดีขึ้น

เราคาดว่าอัตรากำไรสุทธิของ SPA จะเพิ่มขึ้นต่อเป็น 23% ในปี 2027F แม้จะสูงเกินระดับก่อนเกิดโควิดไปแล้วที่ 19% ในปี 2024F เนื่องจาก 1) SPA ยังสามารถเพิ่มราคาค่าบริการขึ้นชดเชยค่าเช่าและค่าสาธารณูปโภคที่เพิ่มขึ้น 2) ระบบการจองออนไลน์ที่ดีขึ้นช่วยเพิ่มการอัตราการดำเนินงานของพนักงานขึ้นผ่านการหมุนเวียนพนักงานนวดระหว่างสาขาได้ดีขึ้น และ 3) ประโยชน์ของการประหยัดต่อขนาดจากการขยายสาขา เรามองว่าอัตรากำไรสุทธิที่สูงขึ้นนี้จะช่วยหนุนการเติบโตกำไร แต่อาจไม่ได้เห็น ROE สูงขึ้นมากนัก โดยเราคาดว่าจะทรงตัวที่ 32% ในช่วงปี 2024-27F เนื่องจาก SPA มีการลดอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนในช่วงปีดังกล่าว

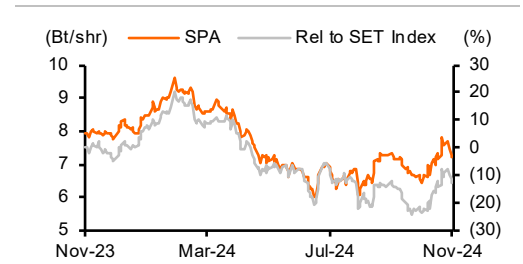
กลับมาสถานะเงินสดสุทธิ

SPA กลับมามีสถานะเงินสดสุทธิใน 3Q24 ด้วยมีอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนที่ -0.1 เท่า หลังเพิ่มขึ้นสูงสุดที่ 0.7 เท่า ใน 4Q22 แต่แม้จะมีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนต่ำบริษัทยังมี ROE สูงถึง 33% ในปี 2025F ในขณะที่ต้นทุนการลงทุนที่ 200-250 ลบ. ต่อปีในช่วงปี 2025-27F นั้นคิดเป็นเพียง 1 ใน 3 ของ EBITDA ดังนั้นแม้จะมีการลงทุนเพื่อเพิ่มรูปแบบการให้บริการด้านสุขภาพใหม่ แต่เราเชื่อว่า SPA จะกลับมาจ่ายปันผลเป็นเงินสดได้ในปีนี้ โดยคาดอัตราจ่ายปันผล 40% ของกำไรสุทธิในปี 2024-26F

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	1,446	1,711	2,000	2,284
Net profit	332	325	403	495
Consensus NP	—	302	358	413
Diff frm cons (%)	—	7.7	12.6	19.9
Norm profit	268	325	403	495
Prev. Norm profit	—	320	399	474
Chg frm prev (%)	—	1.6	1.1	4.4
Norm EPS (Bt)	0.3	0.3	0.3	0.4
Norm EPS grw (%)	na	(18.9)	23.9	22.6
Norm PE (x)	23.0	28.4	22.9	18.7
EV/EBITDA (x)	11.0	14.0	12.0	10.1
P/BV (x)	6.8	8.4	6.8	5.5
Div yield (%)	1.9	1.4	1.7	2.1
ROE (%)	36.4	32.5	32.8	32.6
Net D/E (%)	6.8	(5.4)	(14.8)	(24.4)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

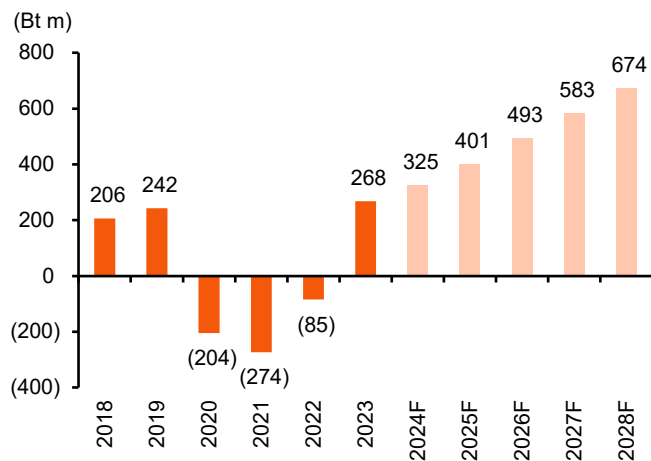
Price as of 29-Nov-24 (Bt)	7.20
Market Cap (US\$ m)	269.2
Listed Shares (m shares)	1,282.5
Free Float (%)	57.7
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.7
12M Price H/L (Bt)	9.60/6.00
Sector	Tourism
Major Shareholder	Jiravanstii family 14.52%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

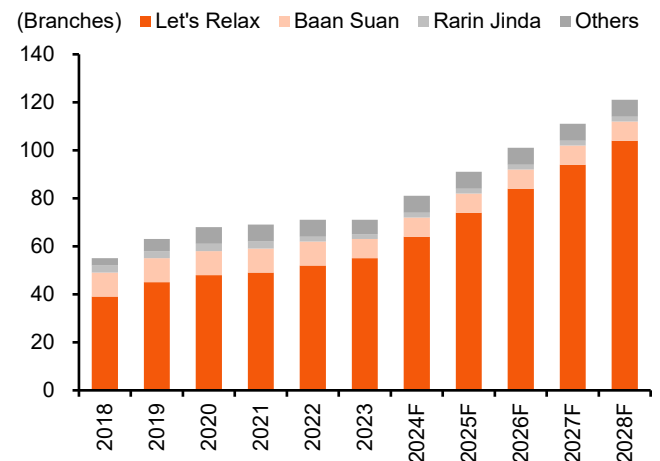
ESG Summary Report P6

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไม่ซ้ำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

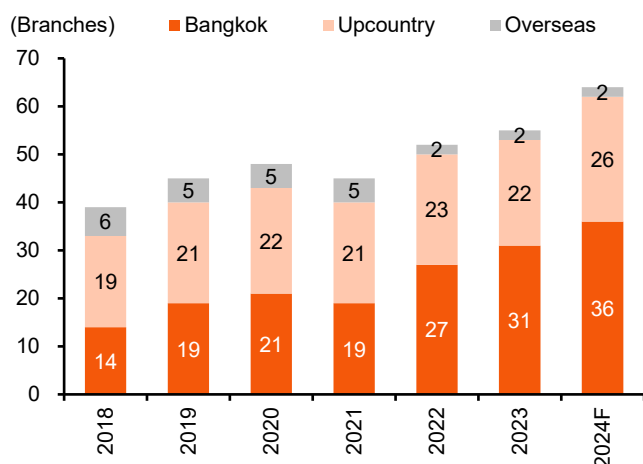


Ex 1: Earnings Surpass Pre-COVID And Are Growing

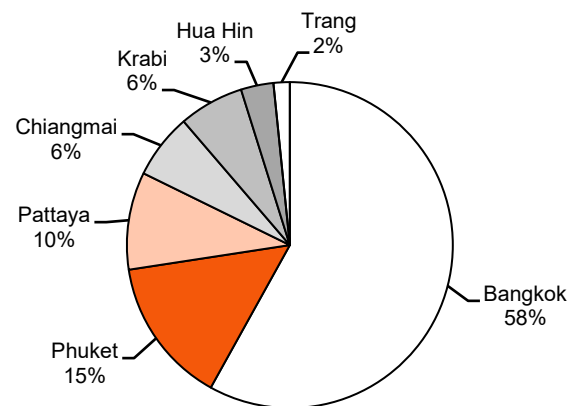
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Resumption Of Branch Expansion

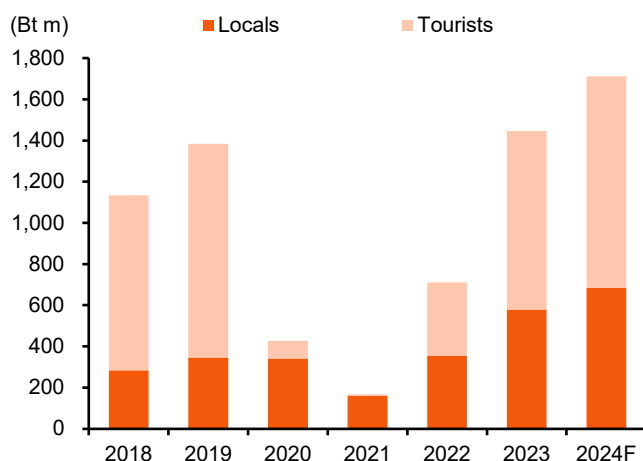
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Increasing Its Flagship Let's Relax Shops

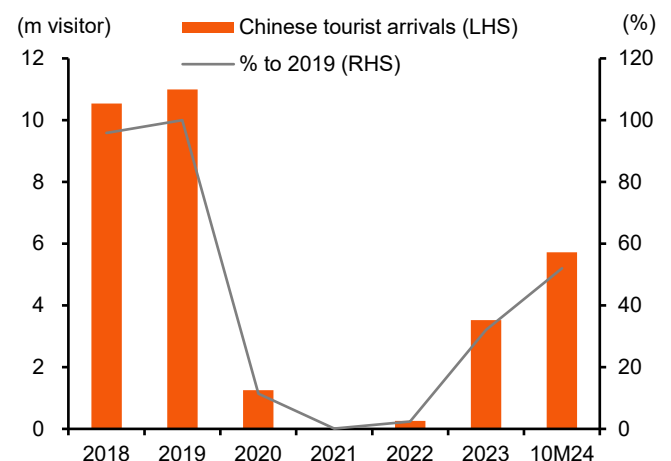
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Let's Relax Outlets Breakdown By Location (2024F)

Source: Company data

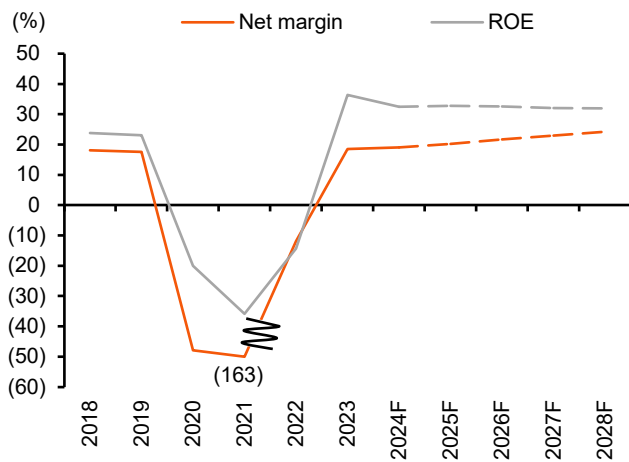
Ex 5: Growing Revenues From Both Locals And Tourists

Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 6: Chinese Yet To Fully Rebound From Pre-COVID

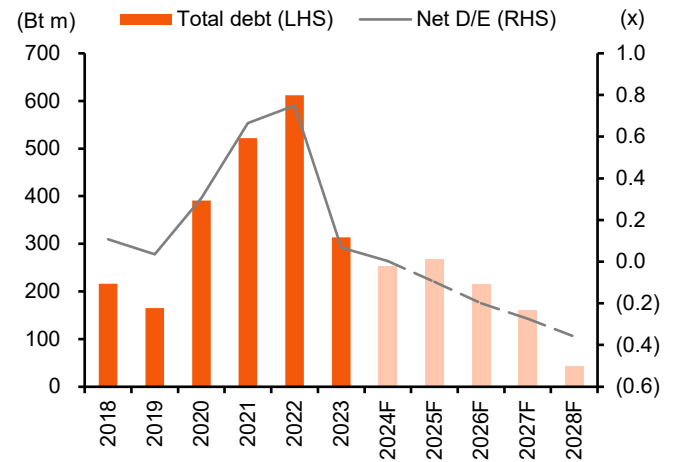
Sources: Tourism Authority of Thailand (TAT)

Ex 7: Improving Net Margin Trend



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: SPA Turned Net Cash This Year



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: 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	Terminal value
EBITDA excl. depre from right of use	606	724	841	954	1,035	1,115	1,199	1,287	1,379	1,475	1,575	—
Free cash flow	323	422	520	718	790	861	935	1,012	1,093	1,178	1,267	20,398
PV of free cash flow	302	371	428	554	571	551	556	559	560	560	525	8,454
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.8											
WACC (%)	6.7											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	13,992											
Net debt (2024F)	(60)											
Minority interest	—											
Equity value	14,052											
# of shares (m)	1,282											
Target price/share (Bt)	11.00											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 10: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG Code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		Div Yield	
			24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F
			(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
Hongkong & Shanghai	45 HK	Hong Kong	(21.6)	41.7	60.6	42.8	1.8	1.7	10.7	8.6	na	na
Shangri-La Asia	69 HK	Hong Kong	(7.2)	27.1	na	na	na	na	na	na	na	na
Genting Malaysia Bhd	GENM MK	Malaysia	54.3	37.8	18.2	13.2	1.0	1.0	6.9	6.5	7.2	7.5
Mirvac Group	MGR AU	Australia	na	(10.4)	16.0	17.9	0.8	0.8	15.0	15.7	4.9	4.2
Indian Hotels	IH IN	India	2.7	28.4	87.1	67.8	12.4	10.3	50.6	40.6	0.2	0.2
Mandarin Oriental Int'l	MAND SP	Singapore	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Hotel Shilla	008770 KS	South Korea	(76.8)	294.0	75.2	19.1	2.5	2.2	18.2	12.1	0.6	0.6
Resorttrust Inc	4681 JP	Japan	(4.8)	13.8	20.8	18.3	2.5	2.2	10.2	9.1	1.8	2.0
Central Plaza Hotel	CENTEL TB*	Thailand	31.3	26.8	34.7	27.3	2.5	2.4	12.2	10.7	1.2	1.6
Erawan Group	ERW TB*	Thailand	7.0	10.4	22.9	20.8	2.5	2.3	11.4	10.8	2.5	1.9
Minor International	MINT TB*	Thailand	14.0	16.7	23.0	19.7	1.9	1.8	6.1	5.7	1.6	2.0
Siam Wellness Group	SPA TB*	Thailand	(18.9)	23.9	28.4	22.9	8.4	6.8	14.0	12.0	1.4	1.7
Average			(2.0)	46.4	38.7	27.0	3.6	3.1	15.5	13.2	2.4	2.4

Sources: Company data, Thanachart estimates
Note: * Thanachart estimates, using normalized EPS
Based on 29 November 2024 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัทสยามเวลเนสกรุ๊ป (จำกัด) มหาชน ดำเนินธุรกิจสปาและธุรกิจเกี่ยวเนื่องอื่นทั้งสิ้น 4 ธุรกิจ คือ 1) ธุรกิจสปาภายใต้ชื่อ “Let’s Relax”, “ระรินจินดา เวลเนส สปา” และ “บ้านสวนมาสาจ” 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

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มีแบรนด์ที่ติดตลาด โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกลุ่มนักท่องเที่ยวจีน
- มีธุรกิจที่เกี่ยวข้องที่ช่วยผลิตพนักงานนวดและออกแบบผลิตภัณฑ์สปาให้เพียงพอต่อการขยายสาขาอย่างรวดเร็ว
- เป็นธุรกิจที่ใช้ฐานสินทรัพย์ต่ำ

O — Opportunity

- โอกาสในการแข่งขันส่วนแบ่งการตลาดจากผู้เล่นรายย่อย ทั้งจากการเปิดสาขาเอง และการเข้าซื้อกิจการ
- โอกาสในการขยายธุรกิจไปยังต่างประเทศ
- การเพิ่มรูปแบบการให้บริการในสาขาเพื่อเพิ่มยอดขายต่อสาขา และยอดขายต่อการเข้าใช้บริการ

CONSENSUS COMPARISON

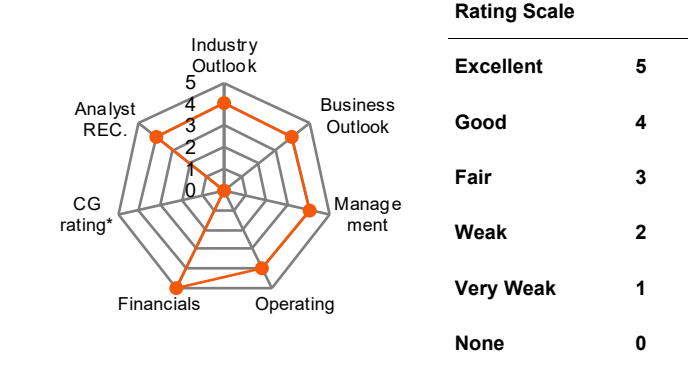
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	9.32	11.00	18%
Net profit 24F (Bt m)	302	325	8%
Net profit 25F (Bt m)	358	403	13%
Consensus REC	BUY: 9	HOLD: 1	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2024-25F ของเราสูงกว่าของตลาด 8% และ 13% เนื่องจากเรามองบวกมากขึ้นต่อเส้นทางการเติบโตของรายได้ของ SPA
- มุมมองที่เป็นบวกมากขึ้นของเราเกี่ยวกับศักยภาพการเติบโตของ SPA น่าจะเป็นเหตุผลที่ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาดถึง 18%

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * No CG Rating

W — Weakness

- การเติบโตขึ้นอยู่กับการขยายสาขาอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากมีข้อจำกัดในการให้บริการต่อสาขา
- มีการพึ่งพาลาดกลุ่มนักท่องเที่ยวอย่างมาก

T — Threat

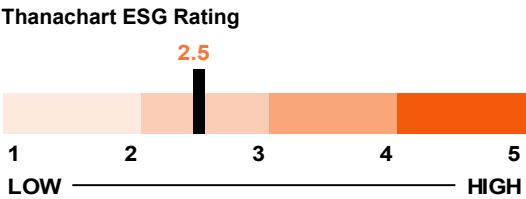
- เหตุการณ์พิเศษนอกเหนือการควบคุมต่างๆ เช่น เหตุวิกฤติการเมือง และภัยธรรมชาติ อาจทำให้การบริการในสาขาหยุดชะงักและทำให้ปริมาณลูกค้านักท่องเที่ยวลดลง
- มีการจำนวนสาขาเพิ่มขึ้นมาก แต่ยังมีทีมงานบริหารขนาดเล็ก

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การฟื้นตัวของการท่องเที่ยวในประเทศไทยที่ช้ากว่าที่คาดการณ์ไว้จะเป็นความเสี่ยงด้านลบที่สำคัญต่อมุมมองเชิงบวกของเราต่อ SPA
- การขยายสาขาที่ช้าลงแสดงถึงความเสี่ยงด้านลบต่อการคาดการณ์กำไรของเรา
- เหตุการณ์ใดๆ ที่ทำให้อุตสาหกรรมการท่องเที่ยวของประเทศไทยตกต่ำ เช่น เหตุการณ์ที่เกี่ยวข้องกับการเมือง เศรษฐกิจโลก หรือภัยธรรมชาติ จะส่งผลกระทบต่อตัวเลขของเรา

Source: Thanachart

SPA ให้บริการร้านสปาและบริการสุขภาพ 70 แห่ง ในประเทศไทย และมีร้านสาขาแฟรนไชส์อีก 2 แห่ง ในต่างประเทศ ในปี 2023 ปัจจัยด้านสังคมจึงเป็นองค์ประกอบสำคัญในการดำเนินแผน ESG เนื่องจากมีพนักงานจำนวนมากเป็นกลไกหลักของให้บริการ และสุขภาพของลูกค้าอีกปัจจัยสำคัญ อีกทั้งในการรักษาสุขอนามัยที่ดีในการให้บริการ SPA ต้องคำนึงถึงผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม เช่นการผลิตขยะและการใช้น้ำ เราให้คะแนน ESG ไว้ที่เพียง 2.5 เนื่องจากมองว่าแผนนโยบายส่วนใหญ่ยังไม่มีมาตรการชัดเจน.



	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	- SPA ดำเนินธุรกิจสปาและบริการด้านสุขภาพที่ไม่ปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) มากนัก ซึ่งอาจเป็นสาเหตุที่บริษัท ยังไม่ได้กำหนดเป้าหมายและแผนการจัดการสิ่งแวดล้อมโดยรวมที่ชัดเจน - SPA มีนโยบายเพิ่มสัดส่วนของวัสดุที่เป็นมิตรกับสิ่งแวดล้อมและลดการใช้พลาสติกในอุปกรณ์ที่ใช้บริการและผลิตภัณฑ์สปา เพื่อลดปริมาณขยะที่ไม่สามารถรีไซเคิลได้และลดขยะสารเคมี โดยมีเป้าหมายที่จะลดการใช้วัสดุที่ไม่เป็นมิตรกับสิ่งแวดล้อมลง 15% ต่อปี - เราเชื่อว่า SPA สามารถเพิ่มนโยบายเกี่ยวกับการบริหารจัดการน้ำได้ เช่นวิธีการบำบัดและแนวทางประหยัดการใช้น้ำ เนื่องจากต้องมีการล้างทำความสะอาดเพื่อรักษาสุขอนามัยของร้านสปาและบริการในหลายขั้นตอน
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- SPA มีการประชุมภายในเป็นประจำสำหรับพนักงาน (เช่น กับพนักงานนัดและพนักงานต้อนรับส่วนหน้า) เพื่อรับฟังความคิดเห็นเกี่ยวกับปัญหาที่พบในการทำงานประจำวัน และเพื่อให้พนักงานสามารถแสดงความคิดเห็นและมีส่วนร่วมในแผนธุรกิจของบริษัท - SPA จ่ายค่าจ้างแบบจ่ายต่องาน (แบ่งรายได้) โดยมีการรับประกันขั้นต่ำรายวันแก่นักบำบัดและให้การฝึกอบรมเป็นประจำสำหรับพนักงานทุกคน - บริษัท มีนโยบายการสร้างงานให้กับชุมชนท้องถิ่น โดยตั้งเป้าที่จะสรรหาคนในท้องถิ่นมาเป็นพนักงานให้ได้เป็นอัตราส่วนเกินกว่า 50% ในสาขาต่างจังหวัด
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- SPA มีสมาชิกทั้งหมด 9 คน ในคณะกรรมการบริหาร โดยในจำนวนนี้มีสมาชิกที่เป็นผู้หญิง 4 คน - SPA มุ่งมั่นอย่างเต็มที่ที่จะให้ข้อมูลการดำเนินงานที่เพียงพอแก่สาธารณะ เพื่อปกป้องสิทธิและผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทั้งหมด - SPA มีคณะกรรมการจัดตั้งเพื่อรับรองความเป็นส่วนตัวของข้อมูลสำหรับลูกค้า เนื่องจากจำเป็นต้องบันทึกข้อมูลด้านสุขภาพของลูกค้าจำนวนมาก SPA จึงใช้แพลตฟอร์มดิจิทัลที่ได้รับการคุ้มครองในสาขา และมีการให้ความรู้แก่พนักงานอย่างต่อเนื่องเพื่อตระหนักถึงประเด็นความเป็นส่วนตัวส่วนตัวนี้ - SPA ฟังฟังรายได้จากนักท่องเที่ยวต่างชาติสูงมากกว่า 70% ดังนั้นจึงมีความเสี่ยงสูงจากอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวของประเทศไทย - SPA นำเสนอบริการด้านสุขภาพใหม่ๆ อย่างต่อเนื่องเพื่อขยายฐานลูกค้า ในขณะที่เดียวกันก็ได้ปรับปรุงบริการอย่างต่อเนื่อง ทั้งกระบวนการบำบัดและนวัตกรรมผลิตภัณฑ์

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

Revenues surpassed pre-COVID levels and are still growing with expansion

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	711	1,446	1,711	2,000	2,284
Cost of sales	631	1,010	1,166	1,343	1,511
Gross profit	80	436	546	657	772
% gross margin	11.3%	30.2%	31.9%	32.8%	33.8%
Selling & administration expenses	123	147	163	174	185
Operating profit	(43)	289	382	483	587
% operating margin	-6.0%	20.0%	22.3%	24.1%	25.7%
Depreciation & amortization	312	276	271	269	290
EBITDA	269	565	654	752	877
% EBITDA margin	37.8%	39.1%	38.2%	37.6%	38.4%
Non-operating income	10	27	40	47	55
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(50)	(46)	(29)	(25)	(24)
Pre-tax profit	(83)	270	393	504	618
Income tax	2	1	68	101	124
After-tax profit	(85)	269	325	403	495
% net margin	-11.9%	18.6%	19.0%	20.2%	21.7%
Shares in affiliates' Earnings	(0)	(1)	0	0	0
Minority interests	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Extraordinary items	(3)	64	0	0	0
NET PROFIT	(88)	332	325	403	495
Normalized profit	(85)	268	325	403	495
EPS (Bt)	(0.1)	0.4	0.3	0.3	0.4
Normalized EPS (Bt)	(0.1)	0.3	0.3	0.3	0.4

BALANCE SHEET

Much stronger balance sheet as SPA is turning net cash this year

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
ASSETS:					
Current assets:	272	363	350	516	681
Cash & cash equivalent	185	252	250	400	550
Account receivables	30	30	38	44	50
Inventories	38	43	48	55	62
Others	19	38	14	17	19
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	1,031	954	1,027	1,148	1,260
Other assets	1,117	656	641	663	685
Total assets	2,419	1,973	2,018	2,327	2,626
LIABILITIES:					
Current liabilities:	510	376	368	399	424
Account payables	94	124	160	184	207
Bank overdraft & ST loans	0	0	0	0	0
Current LT debt	170	43	19	20	14
Others current liabilities	246	209	189	195	203
Total LT debt	442	271	171	179	127
Others LT liabilities	898	425	377	389	400
Total liabilities	1,850	1,072	916	967	951
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	214	214	321	321	321
Share premium	279	279	279	279	279
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	79	79	(28)	(28)	(28)
Retained earnings	(3)	329	530	788	1,103
Shareholders' equity	569	901	1,102	1,360	1,675
Liabilities & equity	2,419	1,973	2,018	2,327	2,626

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	(83)	270	393	504	618
Tax paid	(0)	(3)	(66)	(102)	(123)
Depreciation & amortization	312	276	271	269	290
Chg In working capital	32	25	23	11	10
Chg In other CA & CL / minorities	53	(39)	(24)	4	4
Cash flow from operations	313	529	598	687	800
Capex	(211)	(46)	(189)	(244)	(249)
Right of use	(210)	347	(156)	(160)	(166)
ST loans & investments	0	(17)	26	0	0
LT loans & investments	0	0	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	54	(448)	(34)	3	2
Cash flow from investments	(367)	(164)	(352)	(400)	(413)
Debt financing	90	(298)	(123)	9	(58)
Capital increase	0	0	107	0	0
Dividends paid	0	(1)	(124)	(146)	(180)
Warrants & other surplus	39	1	(107)	0	0
Cash flow from financing	129	(298)	(248)	(137)	(237)
Free cash flow	102	483	409	443	551

Capex is comfortably covered by its operating cash flow

VALUATION

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	na	23.0	28.4	22.9	18.7
Normalized PE - at target price (x)	na	35.1	43.3	35.0	28.5
PE (x)	na	18.5	28.4	22.9	18.7
PE - at target price (x)	na	28.3	43.3	35.0	28.5
EV/EBITDA (x)	24.5	11.0	14.0	12.0	10.1
EV/EBITDA - at target price (x)	36.6	16.7	21.5	18.5	15.6
P/BV (x)	10.8	6.8	8.4	6.8	5.5
P/BV - at target price (x)	16.5	10.4	12.8	10.4	8.4
P/CFO (x)	19.7	11.6	15.4	13.4	11.5
Price/sales (x)	13.0	6.4	5.4	4.6	4.0
Dividend yield (%)	0.0	1.9	1.4	1.7	2.1
FCF Yield (%)	1.7	7.8	4.4	4.8	6.0
(Bt)					
Normalized EPS	(0.1)	0.3	0.3	0.3	0.4
EPS	(0.1)	0.4	0.3	0.3	0.4
DPS	0.0	0.1	0.1	0.1	0.2
BV/share	0.7	1.1	0.9	1.1	1.3
CFO/share	0.4	0.6	0.5	0.5	0.6
FCF/share	0.1	0.6	0.3	0.3	0.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

Its 23x 2025F PE looks attractive against strong growth and high ROE

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Growth Rate					
Sales (%)	324.4	103.3	18.3	16.9	14.2
Net profit (%)	na	na	(2.0)	23.9	22.6
EPS (%)	na	na	(34.7)	23.9	22.6
Normalized profit (%)	na	na	21.6	23.9	22.6
Normalized EPS (%)	na	na	(18.9)	23.9	22.6
Dividend payout ratio (%)	0.0	35.8	40.0	40.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	11.3	30.2	31.9	32.8	33.8
Operating margin (%)	(6.0)	20.0	22.3	24.1	25.7
EBITDA margin (%)	37.8	39.1	38.2	37.6	38.4
Net margin (%)	(11.9)	18.6	19.0	20.2	21.7
D/E (incl. minor) (x)	1.1	0.3	0.2	0.1	0.1
Net D/E (incl. minor) (x)	0.7	0.1	(0.1)	(0.1)	(0.2)
Interest coverage - EBIT (x)	na	6.3	13.26	19.40	24.7
Interest coverage - EBITDA (x)	5.3	12.3	22.7	30.2	36.8
ROA - using norm profit (%)	na	12.2	16.3	18.6	20.0
ROE - using norm profit (%)	na	36.4	32.5	32.8	32.6
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	36.6	32.5	32.8	32.6
- asset turnover (x)	0.3	0.7	0.9	0.9	0.9
- operating margin (%)	na	21.9	24.7	26.5	28.1
- leverage (x)	3.9	3.0	2.0	1.8	1.6
- interest burden (%)	254.3	85.4	93.2	95.3	96.3
- tax burden (%)	na	99.5	82.8	80.0	80.0
WACC (%)	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7
ROIC (%)	(4.1)	28.9	32.9	37.0	40.5
NOPAT (Bt m)	(43)	288	317	386	470
invested capital (Bt m)	996	963	1,042	1,159	1,266

Sources: Company data, Thanachart estimates

ROE appears sustainable
at above 30%

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.

90-100	▲▲▲▲▲	Excellent
80-89	▲▲▲▲	Very Good
70-79	▲▲▲	Good
60-69	▲▲	Satisfactory
50-59	▲	Pass
Below		N/A

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 จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (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 24.35 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีการรวมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุติริเลิศ 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 จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: * "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บริษัท ศรีสวัสดิ์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 4/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2570-72 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: * "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 7/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2569-71 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: * "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 8/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2569-71 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (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 ภัทรวัลลี หวังมิ่งมาศ pattarawan.wan@thanachartsec.co.th
สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์ nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th	อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรอ พัทธดนย์ บุณนาค pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ phannarai.von@thanachartsec.co.th
ยานยนต์, หินคม, Property Fund, REITs, บันทึ รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ rata.lim@thanachartsec.co.th	ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน สรชดา 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, วิโทรเคมี 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