

BUY (Unchanged)

TP: Bt 67.00 (Unchanged)

28 SEPTEMBER 2023

Company Update

Upside : 20.2%

# Moshi Moshi Retail Corp. (MOSHI TB)

## 3Q23F ผลการดำเนินงานแข็งแกร่ง

ท่ามกลางการบริโภคที่อ่อนแอใน 3Q23 เราคาดว่า MOSHI จะ outperform คู่แข่งด้วยมียอดขายสาขาเดิมเติบโต 10% ใน 3Q23F เมื่อรวมกับการขยายสาขาและอัตรากำไรขั้นต้นที่เพิ่มขึ้น เราคาดว่ากำไรสุทธิ 3Q23F จะเติบโตแข็งแกร่งที่ 57% y-y คงคำแนะนำ “ซื้อ” ราคาเป้าหมาย 67 บาท



PHANNARAI TIYAPITTAYARUT

662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

### คงคำแนะนำ “ซื้อ”

เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” MOSHI โดยเป็น Top small-cap retail pick ของเรา และให้ราคาเป้าหมายเดิมที่ 67 บาท/หุ้น 1) ขณะที่ความล่าช้าในการจัดตั้งรัฐบาลส่งผลให้ความเชื่อมั่นของผู้บริโภคลดลง และการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมของผู้ค้าปลีกโดยเฉลี่ยลดลงใน 3Q23F เราคาดว่า MOSHI จะ outperform ด้วยมียอดขายสาขาเดิมเติบโต 10% ใน 3Q23F 2) เราคาดว่ากำไรสุทธิ 3Q23F จะเพิ่มขึ้นแข็งแกร่งที่ 57% y-y จากการขยายสาขาอย่างต่อเนื่องหลังโควิดและอัตรากำไรขั้นต้นที่ดีขึ้น 3) MOSHI เป็นบริษัทที่มีการเติบโตสูง โดยมี EPS เติบโตเฉลี่ย 5 ปีที่ 32% จากการขยายสาขาจาก 106 สาขา ในปี 2022 เป็น 256 สาขา ในปี 2027F และอัตรากำไรขั้นต้นที่เพิ่มขึ้นจาก 52.4% ในปี 2022 เป็น 55.1% ในปี 2027F โดยมีเป้าหมายแรก คือ ผลักดันสัดส่วนยอดขายสินค้านำเข้าให้กลับมาอยู่ที่ 65% ของระดับก่อนโควิด จาก 52% ในปีที่แล้ว

### ยอดขายสาขาเดิมเติบโตแข็งแกร่งใน 3Q23F เทียบกับคู่แข่ง

จากการบริโภคที่ลดลงและผลกระทบจากฐานที่สูงขึ้นจากการกลับมาเปิดประเทศในปีที่แล้ว เราคาดว่าผู้ค้าปลีก 9 รายที่เราทำบทวิเคราะห์จะมีการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมเฉลี่ยที่ 2.4% ใน 3Q23F ลดลงจาก 6.1% ใน 2Q23 และ 13.4% ใน 1Q23 เราคาดว่าผู้ค้าปลีกอุปกรณ์ปรับปรุงและตกแต่งบ้านจะมีอัตราการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมที่ติดลบ; HMPRO -2%, DOHOME -7.5%, GLOBAL -10% และทรงตัวสำหรับ CRC ด้วยถูกกดดันโดยการดำเนินงานที่เวียดนาม เราคาดว่า MOSHI จะมียอดขายสาขาเดิมเติบโตสูงสุดที่ 10% จากการรับรู้ถึงแบรนด์ที่ดีที่แข็งแกร่ง เนื่องจากการเปิดสาขามากขึ้นและการเปิดตัวผลิตภัณฑ์ใหม่

### อัตรากำไรขั้นต้นดีขึ้น

เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้น 3Q23F จะออกมาเหนือตลาดคาดที่ 52.9% สอดคล้องกับ 1H23 แม้จะรับรัยยอดขายเต็มไตรมาสเป็นครั้งแรกจากร้านขายส่ง OK Station ที่มีอัตรากำไรต่ำที่ได้มาในเดือนเมษายนก็ตาม ปัจจัยผลักดันหลัก คือ สัดส่วนยอดขายสินค้านำเข้าที่เพิ่มขึ้นเป็น 57% ใน 3Q23F จาก 52% ใน 3Q22 การเปิดตัวหมวดผลิตภัณฑ์ใหม่ อุปกรณ์เสริมสำหรับสัตว์เลี้ยง ตั้งแต่เดือนพฤษภาคม และร้านจำหน่ายสินค้าตกแต่งบ้าน Garlic แห่งแรกในเดือนกรกฎาคม สำหรับ OK Station เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นใน 3Q23F จะเพิ่มขึ้นจากเดิม 20% เนื่องจากการเพิ่มสินค้านำเข้าใหม่มากขึ้นตั้งแต่กลางเดือนกันยายน

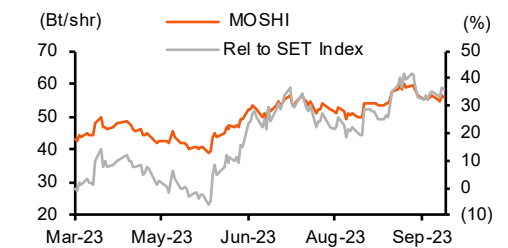
### แข็งแกร่งใน 3Q23F

เราคาดว่ากำไรสุทธิ 3Q23F อยู่ที่ 74 ลบ. เพิ่มขึ้น 57% y-y จาก 47 ลบ. ใน 3Q22 ยอดขายคาดว่าจะเติบโต 30% y-y บนยอดขายสาขาเดิมที่เติบโต 10% และสาขาใหม่ 18 สาขา (ร้านค้าปลีก Moshi Moshi 16 แห่ง, OK Station, ร้าน Garlic แห่งแรก) ที่เปิดหลัง 3Q22 เป็น 119 สาขา อัตรากำไรขั้นต้นอยู่ที่ราว 52.9% เพิ่มขึ้นจาก 51.0% ใน 3Q22 และ 51.7% ใน 2Q23 ส่วน 4Q23F คาดว่าจะเป็นไตรมาสที่ดีที่สุดของปีนี้ โดยมีกำไรช่วงเทศกาลอยู่ที่ 146 ลบ. และเตรียมเปิดสาขาใหม่อีก 14 สาขา

### COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	1,890	2,701	3,574	4,403
Net profit	253	389	571	771
Consensus NP	—	379	528	704
Diff frm cons (%)	—	2.5	8.1	9.6
Norm profit	253	389	571	771
Prev. Norm profit	—	389	571	771
Chg frm prev (%)	—	0.0	0.0	0.0
Norm EPS (Bt)	0.9	1.2	1.7	2.3
Norm EPS grw (%)	90.8	24.2	46.8	35.2
Norm PE (x)	58.8	47.3	32.2	23.9
EV/EBITDA (x)	22.9	22.4	17.0	13.1
P/BV (x)	11.4	13.0	10.3	8.0
Div yield (%)	5.9	0.8	1.2	1.7
ROE (%)	19.7	25.7	31.9	37.8
Net D/E (%)	(46.9)	(44.7)	(51.5)	(62.8)

### PRICE PERFORMANCE



### COMPANY INFORMATION

Price as of 28-Sep-23 (Bt)	55.75
Market Cap (US\$ m)	500.5
Listed Shares (m shares)	330.0
Free Float (%)	25.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	2.1
12M Price H/L (Bt)	60.00/29.09
Sector	Commerce
Major Shareholder	Boonsongkor Family 75%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates



## Ex 1: Quarterly SSSG

(%)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23F
BIGC (exc B2B)	2.8	4.4	(0.5)	6.1	5.8	4.8	2.0
CPALL	13.0	14.2	22.1	15.0	8.0	7.0	3.0
CPN	15.0	40.0	102.0	31.3	14.6	13.4	8.0
CRC	11.0	24.0	43.0	9.0	13.0	4.0	0.0
GLOBAL	7.4	1.5	4.3	(2.2)	(8.7)	(9.5)	(10.0)
HMPRO	3.1	(1.1)	17.8	2.9	5.8	4.5	(2.0)
CPAXT (Makro)	1.0	7.4	8.9	9.6	10.9	5.5	3.7
MC	(7.7)	43.0	86.0	14.6	27.6	5.0	7.0
MOSHI	(3.4)	53.4	149.1	27.1	43.6	19.9	10.0
<b>Average</b>	<b>4.7</b>	<b>20.8</b>	<b>48.1</b>	<b>12.6</b>	<b>13.4</b>	<b>6.1</b>	<b>2.4</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Ex 2: Quarterly SSS vs. Pre-COVID

(%)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23F
BIGC (exc B2B)	(29.0)	(29.0)	(25.3)	(21.1)	(24.9)	(25.6)	(23.8)
CPALL	(10.1)	(7.0)	(5.0)	(4.5)	(2.9)	(0.4)	(2.1)
CPN	(16.3)	(15.4)	(11.1)	(7.0)	(4.0)	(4.0)	(4.0)
CRC	(18.9)	(12.7)	(6.4)	(5.0)	(8.3)	(9.2)	(6.4)
GLOBAL	13.6	9.7	10.9	8.6	3.7	(0.8)	(0.2)
HMPRO	(2.6)	(6.7)	1.0	7.0	3.0	(2.5)	(1.1)
CPAXT (Makro)	6.8	9.8	14.6	14.8	18.4	15.9	18.9
MC	(23.8)	4.7	0.6	(1.6)	(2.8)	9.9	7.7
<b>Average</b>	<b>(10.0)</b>	<b>(5.8)</b>	<b>(2.6)</b>	<b>(1.1)</b>	<b>(2.2)</b>	<b>(2.1)</b>	<b>(1.4)</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Ex 3: 3Q23F Earnings Preview

Yr-end Dec (Bt m)	Income Statement					Change	
	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23F	(q-q%)	(y-y%)
Revenue	458	641	563	592	596	1	30
<b>Gross profit</b>	<b>234</b>	<b>352</b>	<b>304</b>	<b>306</b>	<b>315</b>	<b>3</b>	<b>35</b>
SG&A	168	197	190	196	215	10	28
Operating profit	66	155	114	111	100	(9)	53
<b>EBITDA</b>	<b>136</b>	<b>434</b>	<b>182</b>	<b>268</b>	<b>260</b>	<b>(3)</b>	<b>92</b>
Other income	1	2	2	4	4	6	183
Other expense	(2)	(1)	(3)	(3)	(3)	na	na
Interest expense	7	8	10	12	12	-	81
<b>Profit before tax</b>	<b>62</b>	<b>150</b>	<b>109</b>	<b>105</b>	<b>95</b>	<b>(10)</b>	<b>53</b>
Income tax	15	31	23	23	21	(8)	40
Equity & invest. Income	0	0	0	0	0		
Minority interests	0	0	0	0	0		
Extraordinary items	0	0	0	0	0		
<b>Net profit</b>	<b>47</b>	<b>119</b>	<b>86</b>	<b>83</b>	<b>74</b>	<b>(11)</b>	<b>57</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>47</b>	<b>119</b>	<b>86</b>	<b>83</b>	<b>74</b>	<b>(11)</b>	<b>57</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 4: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2024F**

(Bt m)	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	Terminal Value
EBITDA	835	1,092	1,395	1,712	2,048	2,412	2,808	3,244	3,722	4,219	4,758	
Free cash flow	486	680	934	1,194	1,463	1,754	2,070	2,417	2,799	3,190	3,619	38,958
PV of free cash flow	486	557	693	802	869	938	998	1,050	1,096	1,125	1,095	11,785
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.0											
WACC (%)	10.5											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add	21,495											
Net debt	(631)											
Minority interest	0											
Equity value	22,126											
# of shares (m)	330											
<b>Equity value/share (Bt)</b>	<b>67</b>											

Source: Thanachart estimates

## Valuation Comparison

### Ex 5: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div. yield	
			23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F
Marks & Spencer	MKS LN	Britain	(24.0)	11.5	13.1	11.7	1.4	1.3	6.5	5.8	1.4	2.9
J Sainsbury PLC	SBRY LN	Britain	(3.5)	(5.9)	10.3	10.9	0.6	0.7	5.2	5.2	5.7	5.6
Tesco	TSCO LN	Britain	(1.4)	4.7	11.3	10.8	1.2	1.4	6.8	6.6	4.5	4.6
Carrefour SA	CA FP	France	14.4	21.6	9.5	7.8	1.0	0.9	6.0	5.5	3.7	4.2
Casino Guichard	CO FP	France	114.8	na	23.1	6.4	0.0	0.0	5.2	4.8	0.0	0.0
L'Oreal SA	OR FP	France	9.8	9.0	32.1	29.5	7.1	6.4	21.8	20.2	1.7	1.8
Alimentation Couche	ATD/B CN	Canada	14.1	3.5	na	na	na	na	10.7	10.4	na	na
Aeon	8267 JP	Japan	129.1	4.5	95.0	90.9	2.6	2.7	9.6	9.1	1.2	1.2
Kao Corporation	4452 JP	Japan	(45.4)	83.0	47.5	26.0	2.7	2.7	15.6	12.0	2.7	2.7
Lion Corporation	4912 JP	Japan	(7.9)	11.8	22.2	19.8	1.5	1.4	8.6	7.9	1.8	1.8
Shiseido Co. Ltd	4911 JP	Japan	13.8	91.4	57.2	29.9	3.4	3.2	18.1	13.8	1.1	1.2
Lawson	2651 JP	Japan	26.7	53.9	29.7	19.3	2.5	2.4	9.2	6.3	2.2	2.9
Seven & I Holdings	3382 JP	Japan	32.7	(7.7)	18.4	20.0	1.6	1.5	7.8	7.6	1.8	2.0
Lotte Corp	004990 KS	South Korea	7.5	2.4	7.3	7.1	na	na	8.9	9.9	6.7	8.3
Shinsegae	004170 KS	South Korea	(7.0)	13.7	5.6	4.9	0.4	0.4	6.6	6.3	2.0	2.0
Amore Pacific Group	002790 KS	South Korea	15.3	23.3	23.5	19.0	0.8	0.8	7.3	6.2	1.0	1.3
Best Buy Co Inc	BBY US	USA	(6.0)	8.2	11.0	10.2	4.7	5.1	5.5	5.3	5.4	5.7
Wal-Mart Stores	WMT US	USA	6.5	9.6	24.9	22.7	5.1	4.7	12.4	11.6	1.4	1.4
Home Depot Inc	HD US	USA	(8.1)	6.1	19.7	18.6	na	na	13.8	13.3	2.8	3.0
Levi Strauss & Co.	LEVI US	USA	(23.0)	20.4	11.8	9.8	2.5	2.2	7.9	6.8	3.6	4.0
Yonghui Superstores	601933 CH	China	135.2	90.3	na	54.4	3.8	3.6	18.5	16.5	0.2	0.8
Sa International	178 HK	Hong Kong	98.7	na	na	10.3	3.2	2.6	39.8	8.1	0.5	1.0
Dairy Farm Intl Hldgs	DFI SP	Hong Kong	na	62.1	23.2	14.3	3.5	3.1	7.5	6.5	3.5	5.3
President Chain Store	2912 TT	Taiwan	11.9	9.5	24.6	22.5	7.1	6.7	10.0	9.6	3.5	3.8
7-Eleven Malaysia	SEM MK	Malaysia	1.3	8.9	25.2	23.1	12.8	10.2	7.9	8.0	2.2	2.1
Berli Jucker *	BJC TB	Thailand	4.0	12.6	23.0	20.4	1.0	1.0	12.3	11.6	3.0	3.4
COM7 *	COM7 TB	Thailand	13.1	28.5	21.3	16.6	8.4	6.8	14.8	11.8	2.8	3.6
CP All *	CPALL TB	Thailand	35.3	36.2	32.4	23.8	4.9	4.4	12.5	10.9	1.5	2.1
CP Axtra *	CPAXT TB *	Thailand	34.0	28.8	33.1	25.7	1.1	1.1	12.7	11.0	2.3	2.9
Central Pattana *	CPN TB	Thailand	11.1	14.7	25.5	22.2	3.2	2.9	16.5	14.6	1.8	2.0
Central Retail Corp. *	CRC TB	Thailand	20.4	26.9	27.3	21.5	3.4	3.1	9.1	8.0	1.4	1.9
Siam Global House *	GLOBAL TB	Thailand	(7.4)	14.4	25.5	22.3	3.5	3.1	19.3	16.9	1.4	1.6
Home Product*	HMPRO TB	Thailand	11.0	14.9	23.6	20.6	6.5	6.0	13.7	12.2	3.4	3.9
MC Group *	MC TB	Thailand	32.5	18.1	16.4	13.9	2.8	2.8	7.5	7.3	6.1	7.1
Moshi Moshi Retail*	MOSHI TB *	Thailand	24.2	46.8	47.3	32.2	13.0	10.3	22.4	17.0	0.8	1.2
<b>Average</b>			<b>20.1</b>	<b>23.6</b>	<b>25.7</b>	<b>21.2</b>	<b>3.7</b>	<b>3.3</b>	<b>11.9</b>	<b>9.9</b>	<b>2.5</b>	<b>2.9</b>

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Note: \* Thanachart estimates using normalized EPS growth,

Based on 28 September 2023 closing price

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

บมจ. โมชิ โมชิ รีเทล คอร์ปอเรชั่น (MOSHI) ดำเนินธุรกิจร้านค้าปลีกที่ตอบสนองต่อลักษณะการใช้ชีวิตประจำวันของผู้บริโภคแต่ละกลุ่ม (สินค้าไลฟ์สไตล์ (Lifestyle)) ภายใต้ชื่อทางการค้า “Moshi Moshi” หลังจากเปิดสาขาแรกในปี 2016 ปัจจุบันเป็นผู้นำตลาดด้วยส่วนแบ่งตลาดยอดขาย 40.0% ในปี 2022 ณ 2Q23 มีสาขา 114 แห่ง ใน 45 จังหวัด มี SKUs สินค้ามากกว่า 22,000 รายการ

Source: Thanachart

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

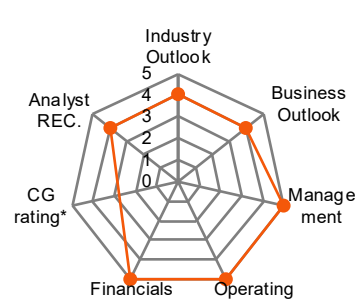
## S — Strength

- ผู้ค้าปลีกสินค้าไลฟ์สไตล์อันดับ 1 ตั้งแต่ปี 2019
- การออกแบบผลิตภัณฑ์ภายในบริษัทพร้อมผลิตภัณฑ์ที่มีจำหน่ายเฉพาะที่ Moshi Moshi
- การเงินแข็งแกร่ง

## O — Opportunity

- การขยายโอกาสในประเทศไทยและต่างประเทศ
- รูปแบบร้านค้าใหม่และผลิตภัณฑ์ใหม่

## COMPANY RATING



## Rating Scale

Excellent	5
Good	4
Fair	3
Weak	2
Very Weak	1
None	0

Source: Thanachart; \*No CG Rating

## W — Weakness

- ร้านค้าส่วนใหญ่ทำสัญญาเช่าในห้างสรรพสินค้าและไฮเปอร์มาร์เก็ต และมีความเสี่ยงที่จะถูกยกเลิกสัญญาหรือขึ้นค่าเช่า

## T — Threat

- ผลิตภัณฑ์คู่แข่งจากช่องทางออนไลน์
- โรคระบาดที่อาจทำให้เกิดการปิดร้านชั่วคราว

## CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	59.57	67.00	12%
Net profit 23F (Bt m)	379	389	3%
Net profit 24F (Bt m)	528	571	8%
Consensus REC	BUY: 4	HOLD: 1	SELL: 0

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- กำไรสุทธิปี 2023-24F ของเราสูงกว่าตลาด 3-8% ซึ่งเป็นไปได้ว่าเรารวมการซื้อกิจการของ OK Station และคาดการณ์อัตรากำไรขั้นต้นที่สูงขึ้น
- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด 12% เนื่องจากเรามุ่งเน้นในการขยายสาขาและผลิตภัณฑ์ในระยะยาว

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

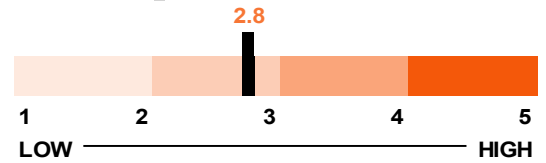
## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากเศรษฐกิจอ่อนแอกว่าที่เราคาดไว้ในปัจจุบัน
- หากคู่แข่งขยายตัวเร็วกว่าที่เราคาดไว้

Source: Thanachart

**MOSHI** ดำเนินธุรกิจร้านค้าสินค้าไลฟ์สไตล์ภายใต้แบรนด์ "Moshi Moshi" ของบริษัท ณ 2Q23 มีสาขา 114 แห่ง ใน 45 จังหวัด มีสินค้ามากกว่า 22,000 SKU และคลังสินค้า 1 แห่ง เราให้คะแนน ESG MOSHI ที่ 2.8 ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มค้าปลีก สะท้อนให้เห็นถึงการขาดเป้าหมายที่เป็นรูปธรรมสำหรับประเด็น ESG โดยรวม

Thanachart ESG Rating



	SETTHSI Index	THSI Index	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)
<b>MOSHI</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Sources: SETTRADE, SETTHSI Index, Thailand Sustainability Investment (THSI), 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 "term of use" in the following back page.

**Factors Our Comments**

**ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)**

- นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม
- การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า
- การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก
- การบริหารจัดการน้ำ
- การบริหารจัดการของเสีย

- MOSHI ไม่มีโรงงาน ไม่ได้ก่อให้เกิดก๊าซเรือนกระจกโดยตรง (GHG) มากนัก แต่มุ่งมั่นที่จะลดการปล่อยก๊าซโดยตรงตรวจสอบให้แน่ใจว่ายานพาหนะขนส่งสินค้าอยู่ในสภาพพร้อมใช้งานเพื่อป้องกันการเผาไหม้เชื้อเพลิงที่ไม่สมบูรณ์ ในขณะที่มีแคมเปญประหยัดพลังงานด้วย
- MOSHI ลดการใช้วัสดุและเครื่องใช้สำนักงานโดยการใช้ซ้ำหรือรีไซเคิล
- MOSHI ใช้บรรจุภัณฑ์ที่ทนทานแทนบรรจุภัณฑ์แบบใช้แล้วทิ้งเพื่อประหยัดทรัพยากรและลดปริมาณขยะ
- MOSHI กำจัดของเสียและของเสียอันตรายอย่างเหมาะสมเพื่อลดมลพิษ
- MOSHI ออกแบบและผลิตผลิตภัณฑ์จากวัสดุที่เป็นมิตรกับสิ่งแวดล้อม

**ด้านสังคม (SOCIAL)**

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- MOSHI สนับสนุนและเคารพสิทธิมนุษยชน ปฏิบัติต่อพนักงานอย่างเท่าเทียมและเป็นธรรม ส่งเสริมการจ้างแรงงานในท้องถิ่น ผู้ด้อยโอกาส และผู้พิการ มีนโยบายไม่เลือกปฏิบัติต่อความแตกต่างทางเชื้อชาติ ศาสนา เพศ อายุ การศึกษา ความเชื่อ และอื่นๆ
- MOSHI ให้สวัสดิการ ความปลอดภัย และสุขอนามัยแก่พนักงานในสถานที่ทำงานเพื่อให้มั่นใจถึงความพึงพอใจในการทำงาน
- MOSHI เสนอการพัฒนาบุคลากรโดยการจัดฝึกอบรมอย่างต่อเนื่องเพื่อส่งเสริมความสามารถของพนักงาน
- MOSHI เข้าร่วมกิจกรรมของชุมชน โรงเรียน และองค์กรของรัฐเพื่อมีส่วนร่วมและทำให้สภาพแวดล้อมของชุมชนน่าอยู่ยิ่งขึ้น

**ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)**

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- คณะกรรมการบริษัท (BOD) มีสมาชิก 10 คน ในจำนวนนี้เป็นกรรมการอิสระ 4 คน และ 5 คนเป็นสมาชิกในครอบครัว
- MOSHI มุ่งมั่นที่จะทำให้ธุรกิจเติบโตผ่านการกำกับดูแลกิจการ เพื่อให้มั่นใจว่าบริษัทและบริษัทย่อยดำเนินงานอย่างมีประสิทธิภาพ ยุติธรรม โปร่งใส และมีคุณธรรม
- กระบวนการจัดการความเสี่ยงตั้งอยู่บนกรอบการทำงานที่ดี ซึ่งประกอบด้วย การระบุความเสี่ยงและการประเมินความเสี่ยงที่ครอบคลุมปัจจัยภายในและภายนอกที่อาจส่งผลกระทบต่อการทำงานจากการบรรลุเป้าหมาย รวมถึงความเสี่ยงเกี่ยวกับกลยุทธ์ การเงิน การปฏิบัติงาน กฎหมาย และการปฏิบัติตามกฎข้อบังคับ

Sources: Company data, Thanachart

## INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	1,256	1,890	2,701	3,574	4,403
Cost of sales	578	899	1,271	1,664	2,020
<b>Gross profit</b>	<b>677</b>	<b>991</b>	<b>1,430</b>	<b>1,910</b>	<b>2,383</b>
% gross margin	53.9%	52.4%	52.9%	53.4%	54.1%
Selling & administration expenses	495	654	918	1,179	1,409
<b>Operating profit</b>	<b>183</b>	<b>337</b>	<b>512</b>	<b>730</b>	<b>974</b>
% operating margin	14.6%	17.8%	18.9%	20.4%	22.1%
Depreciation & amortization	276	279	280	300	319
<b>EBITDA</b>	<b>459</b>	<b>616</b>	<b>792</b>	<b>1,030</b>	<b>1,293</b>
% EBITDA margin	36.5%	32.6%	29.3%	28.8%	29.4%
Non-operating income	8	6	8	10	13
Non-operating expenses	1	6	6	6	6
Interest expense	(25)	(27)	(40)	(34)	(28)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>167</b>	<b>322</b>	<b>486</b>	<b>713</b>	<b>964</b>
Income tax	35	69	97	143	193
<b>After-tax profit</b>	<b>131</b>	<b>253</b>	<b>389</b>	<b>571</b>	<b>771</b>
% net margin	10.5%	13.4%	14.4%	16.0%	17.5%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	0	0	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>131</b>	<b>253</b>	<b>389</b>	<b>571</b>	<b>771</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>131</b>	<b>253</b>	<b>389</b>	<b>571</b>	<b>771</b>
EPS (Bt)	0.5	0.9	1.2	1.7	2.3
Normalized EPS (Bt)	0.5	0.9	1.2	1.7	2.3

*A growth stock with a 32% five-year EPS CAGR*

## BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	508	1,221	1,281	1,774	2,478
Cash & cash equivalent	238	756	631	921	1,441
Account receivables	9	9	18	24	30
Inventories	259	404	557	729	886
Others	2	52	75	99	122
Investments & loans	7	6	6	6	6
Net fixed assets	751	706	749	784	828
Other assets	727	868	781	687	585
<b>Total assets</b>	<b>1,993</b>	<b>2,801</b>	<b>2,818</b>	<b>3,251</b>	<b>3,898</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	532	527	834	935	1,131
Account payables	166	224	348	456	554
Bank overdraft & ST loans	0	0	0	(0)	0
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	366	303	486	479	577
<b>Total LT debt</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Others LT liabilities	507	664	572	526	474
<b>Total liabilities</b>	<b>1,039</b>	<b>1,191</b>	<b>1,406</b>	<b>1,460</b>	<b>1,605</b>
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	225	300	330	330	330
Share premium	0	1,178	1,178	1,178	1,178
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	0	0	0	0	0
<b>Retained earnings</b>	<b>729</b>	<b>132</b>	<b>(96)</b>	<b>282</b>	<b>785</b>
Shareholders' equity	954	1,610	1,412	1,790	2,293
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>1,993</b>	<b>2,801</b>	<b>2,818</b>	<b>3,251</b>	<b>3,898</b>

*Sales are mostly in cash, with very low accounts receivables*

*Clean B/S, with no interest-bearing debt*

Sources: Company data, Thanachart estimates

## CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Earnings before tax	167	322	486	713	964
Tax paid	(29)	(53)	(83)	(123)	(177)
Depreciation & amortization	276	279	280	300	319
Chg In working capital	(1)	(87)	(38)	(71)	(64)
Chg In other CA & CL / minorities	52	(102)	145	(50)	60
<b>Cash flow from operations</b>	<b>464</b>	<b>359</b>	<b>791</b>	<b>769</b>	<b>1,102</b>
Capex	(13)	(42)	(136)	(140)	(162)
Right of use	(111)	(336)	(100)	(100)	(100)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(7)	0	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(84)	133	(92)	(46)	(52)
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(215)</b>	<b>(245)</b>	<b>(328)</b>	<b>(286)</b>	<b>(314)</b>
Debt financing	(132)	0	0	(0)	0
Capital increase	0	1,253	30	0	0
Dividends paid	0	(839)	(617)	(192)	(268)
Warrants & other surplus	0	(10)	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(132)</b>	<b>404</b>	<b>(587)</b>	<b>(192)</b>	<b>(268)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>451</b>	<b>316</b>	<b>655</b>	<b>629</b>	<b>940</b>

*Very high EBITDA/capex*

## VALUATION

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Normalized PE (x)	112.1	58.8	47.3	32.2	23.9
Normalized PE - at target price (x)	134.7	70.6	56.9	38.8	28.7
PE (x)	112.1	58.8	47.3	32.2	23.9
PE - at target price (x)	134.7	70.6	56.9	38.8	28.7
EV/EBITDA (x)	31.6	22.9	22.4	17.0	13.1
EV/EBITDA - at target price (x)	38.0	27.8	27.1	20.6	16.0
P/BV (x)	15.4	11.4	13.0	10.3	8.0
P/BV - at target price (x)	18.6	13.7	15.7	12.3	9.6
P/CFO (x)	31.7	41.5	23.3	23.9	16.7
Price/sales (x)	14.7	9.7	6.8	5.1	4.2
Dividend yield (%)	0.0	5.9	0.8	1.2	1.7
FCF Yield (%)	3.1	2.1	3.6	3.4	5.1
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	0.5	0.9	1.2	1.7	2.3
EPS	0.5	0.9	1.2	1.7	2.3
DPS	0.0	3.3	0.5	0.7	0.9
BV/share	3.6	4.9	4.3	5.4	6.9
CFO/share	1.8	1.3	2.4	2.3	3.3
FCF/share	1.7	1.2	2.0	1.9	2.8

Sources: Company data, Thanachart estimates



## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	(7.9)	50.5	42.9	32.3	23.2
Net profit (%)	29.8	92.9	53.6	46.8	35.2
EPS (%)	29.8	90.8	24.2	46.8	35.2
Normalized profit (%)	29.8	92.9	53.6	46.8	35.2
Normalized EPS (%)	29.8	90.8	24.2	46.8	35.2
Dividend payout ratio (%)	0.0	426.4	40.0	40.0	40.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	53.9	52.4	52.9	53.4	54.1
Operating margin (%)	14.6	17.8	18.9	20.4	22.1
EBITDA margin (%)	36.5	32.6	29.3	28.8	29.4
Net margin (%)	10.5	13.4	14.4	16.0	17.5
D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.0	0.0	(0.0)	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.2)	(0.5)	(0.4)	(0.5)	(0.6)
Interest coverage - EBIT (x)	7.2	12.6	12.9	21.7	34.4
Interest coverage - EBITDA (x)	18.0	23.1	20.0	30.6	45.6
ROA - using norm profit (%)	6.5	10.6	13.8	17.6	21.6
ROE - using norm profit (%)	14.8	19.7	25.7	31.9	37.8
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	14.8	19.7	25.7	31.9	37.8
- asset turnover (x)	0.6	0.8	1.0	1.1	1.2
- operating margin (%)	15.3	18.4	19.5	20.9	22.5
- leverage (x)	2.3	1.9	1.9	1.8	1.8
- interest burden (%)	86.8	92.4	92.5	95.5	97.1
- tax burden (%)	78.8	78.6	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5
ROIC (%)	17.3	37.0	47.9	74.8	89.6
NOPAT (Bt m)	144	265	409	584	779
invested capital (Bt m)	716	855	781	869	853

Sources: Company data, Thanachart estimates

## 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)

### SET THSI Index (SETTHSI)

Nowadays, long-term investment tends to be more focused on sustainable companies. The financial statement performance and the consideration in environmental, social and governance (ESG) perspective are keys aspects for analysis.

SET has created a Thailand Sustainability Investment (THSI) list since 2015 for using as an alternative investment in the high performance ESG stocks for investors while, supporting the sustainable Thai companies. SET defines the sustainable companies as the companies that embrace risk management, supply chain management and innovations together with responsibility for environmental, social and governance aspects

As a result, SET has created the SETTHSI for the purpose of indicating the price of these sustainable companies that pass the market capital 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 disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, non 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	<b>LAGGARD:</b> A company lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
BB - BBB - A	<b>AVERAGE :</b> A company with a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers
AA - AAA	<b>LEADER:</b> 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](http://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 an 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

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลนี้ไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ 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 ธนชาต จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 26 หลักทรัพย์ ได้แก่ CBG16C2312A, CPALL16C2310A, DELTA16C2309A, EA16C2311A, EA16C2309A, GULF16C2311A, GULF16C2309A, HANA16C2312A, HANA16C2309A, JMT16C2311A, JMART16C2310A, KBANK16C2312A, KBANK16C2310A, KCE16C2401A, KCE16C2309A, PTTEP16C2311A, SAWAD16C2312A, SAWAD16C2309A, SCB16C2311A, SET5016C2312B, SET5016C2312A, SET5016P2312A, SET5016C2309B, SET5016C2309A, SET5016P2309A, TIDLOR16C2311A (underlying securities are (CPALL, DELTA, EA, GULF, HANA, JMART, JMT, KBANK, KCE, PTTEP, SAWAD, SCB, SET50, TIDLOR)). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาต จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 89.96 โดย ธนชาต จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัท ธนชาต จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.33 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัท ธนชาต จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอศิณี ไตลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: \*\*\* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัทฯ ทู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2566 ชุดที่ 1-4 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2568 2569 2571 และ 2576" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

## Thanachart Research Team

---

### หัวหน้าฝ่าย, Strategy

พิมพ์ผกา นิจารุณ, CFA  
Tel: 662-779-9199  
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA  
Tel: 662-779-9120  
adisak.phu@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ  
Tel: 662-779-9105  
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

### สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์  
Tel: 662-483-8296  
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

### อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ

พัทธดนย์ บุนนาค  
Tel: 662-483-8298  
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

### อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์  
Tel: 662-779-9109  
phanarai.von@thanachartsec.co.th

### ยานยนต์, หินคมข, Property Fund, REITs, บันเทิง

รตา ลิมสุทธีวันภูมิ  
Tel: 662-483-8297  
rata.lim@thanachartsec.co.th

### ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

สรชดา ศรทรง  
Tel: 662-779-9106  
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

### ขนส่ง, รับเหมา

ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์  
Tel: 662-779-9112  
saksid.pha@thanachartsec.co.th

### Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุโณทัย  
Tel: 662-779-9113  
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

### พลังงาน, วิโทรเคมี

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ  
Tel: 662-779-9110  
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

### นักวิเคราะห์, แอป

ลาภินี ทิพยมณฑล  
Tel: 662-779-9115  
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ธรรมบำรุง  
Tel: 662-779-9123  
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ กูเจริญไพศาล  
Tel: 662-483-8304  
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์  
Tel: 662-483-8303  
sittichet.run@thanachartsec.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

นริภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA  
Tel: 662-779-9107  
nariyorn.kla@thanachartsec.co.th

## Data Support Team

---

### มลฤดี เพชรแสงใสกุล

Tel: 662-779-9108  
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

### เกษมรัตน์ จิตกุล

Tel: 662-779-9118  
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

### วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

Tel: 662-779-9114  
varathip.run@thanachartsec.co.th

### สุนทร รักษาวัต

Tel: 662-779-9117  
sunset.rak@thanachartsec.co.th

### สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี

Tel: 662-779-9116  
suksawat.lim@thanachartsec.co.th

### สุจินตนา สถาพร

Tel: 662-779-9198  
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

---