

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt18.50

Upside : 14.9%

(From: Bt 19.00)

24 OCTOBER 2024

Small Cap Research

Siam Global House Pcl (GLOBAL TB)

อ่อนแอ แต่มีสัญญาณการฟื้นตัว

แม้เราคาดว่ากำไร 3Q24F ของ GLOBAL จะอ่อนแอ เนื่องจากการบริโภคที่อ่อนแอและภาวะน้ำท่วม แต่เราเห็นสัญญาณการฟื้นตัวใน 4Q24F เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" GLOBAL ราคาเป้าหมายที่ 18.5 บาท สำหรับอัตราเติบโตเฉลี่ย 3 ปี ของ EPS ที่ 16% หนุนโดยการเติบโตทั้งในและต่างประเทศ



PHANNARAI TIYAPITTAYARUT

662-779-9119

phannarai.von@thanachartsec.co.th

ปรับลดประมาณการกำไร และราคาเป้าหมาย

เราปรับลดประมาณการกำไรของ GLOBAL ลง 17/16/16% ในปี 2024-26F และปรับราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2025F) ลงเหลือ 18.50 บาท (จาก 19.00 บาท) เพื่อสะท้อนผลการดำเนินงาน 3Q24F ที่คาดว่าจะออกมาต่ำกว่าหวัง เนื่องจากการใช้จ่ายของผู้บริโภคที่ลดลง และปัญหาน้ำท่วม อย่างไรก็ตาม เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" GLOBAL นอกจากธุรกิจที่ฟื้นตัวใน 4Q24F แล้ว GLOBAL ยังเป็นผู้ค้าปลีกสินค้าปรับปรุงบ้านชั้นนำในต่างจังหวัด โดยมี EPS เติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ 16% ในปี 2025-27F ซึ่งได้แรงหนุนจากการเติบโตภายในประเทศ (มีสาขาใหม่ 7 แห่งต่อปี) และส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมที่เติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ 11% จากการร่วมทุนด้านอุปกรณ์ปรับปรุงบ้านในเมียนมาร์ ลาว และอินโดนีเซีย

3Q24F อ่อนแอ

เราคาดว่า GLOBAL จะรายงานกำไรสุทธิ 3Q24F ที่ 422 ลบ. ลดลง 20% y-y และ 45% q-q ขณะที่ไตรมาส 3 จะเป็นช่วงโลว์ซีซั่นเนื่องจากเป็นช่วงฤดูฝน แต่เราคาดว่ากำไรลดลง y-y จะเกิดจากการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมที่ติดลบ 5.0% (การบริโภคที่อ่อนแอ ผลกระทบจากน้ำท่วม และราคาเหล็กที่ลดลง 14% y-y และ 10% q-q) และค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารที่สูงขึ้นจากการกลับมาขยายสาขาในเชิงรุกอีกครั้ง ในแง่บวก อัตรากำไรขั้นต้นของบริษัท น่าจะขยายตัว 34bp y-y เป็น 26.2% โดยได้แรงหนุนจากอัตรากำไรขั้นต้นที่เพิ่มขึ้นของผลิตภัณฑ์แฮนด์แบรด์ (24% ของยอดขาย) รายได้จากการร่วมทุนที่น่าจะเพิ่มขึ้นเช่นกันเป็น 60 ลบ. จาก 44 ลบ. ใน 3Q23 จากธุรกิจในประเทศที่ดีขึ้น โดยเฉพาะในเมียนมาร์

สัญญาณการฟื้นตัว

เราเห็นสัญญาณการฟื้นตัวของกำไรใน 4Q24F 1) การเติบโตของยอดขายสาขาเดิมในครึ่งแรกของเดือนตุลาคมปรับตัวดีขึ้นเป็นทรงตัว เนื่องจากความต้องการหลังน้ำท่วมในบางจังหวัด มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจด้วยการแจกเงิน 10,000 บาท และการใช้จ่ายในโครงการของรัฐมากขึ้น 2) ราคาเหล็กเพิ่มขึ้น 10% ในเดือนตุลาคมจากค่าเฉลี่ยใน 3Q24 ซึ่งช่วยบรรเทาผลกระทบของราคาเหล็กที่มีต่อการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมและอัตรากำไรขั้นต้น และ 3) เราคาดว่าธุรกิจในกลุ่มพวซจะกลับมาคุ้มทุนใน 4Q24F และสร้างกำไรจาก 1Q25F ร้านสาขาแรกในกลุ่มพวซสร้างกำไรมาตั้งแต่ปี 2019 เมื่อร้านสาขาที่สองเปิดในเดือนกุมภาพันธ์ปีนี้ กลุ่มพวซโดยรวมจึงมีผลขาดทุนเล็กน้อยที่ 2.6 ลบ. (ถือหุ้น 55%) ใน 1H24 เทียบกับมีกำไร 23/8 ลบ. ในปี 2022-23

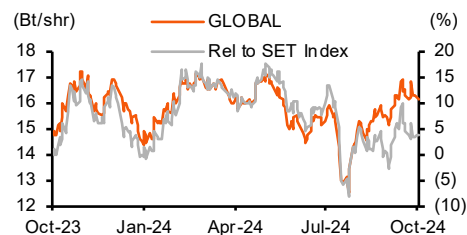
แผนในต่างประเทศ

บริษัทร่วมทุน 50:50, Global House International Co Ltd (GBI) ซึ่ง GLOBAL ถือหุ้นทางอ้อม 15% ใน PRO1 Global Home Center (12 สาขา) ในเมียนมาร์ 17% ใน Souvanny Home Center (7 สาขา) ในลาว และ 11% ใน Depo Bangunan (13 สาขา) ในอินโดนีเซีย ด้วยมีแผนเปิดร้านใหม่ 11 แห่ง เราจึงคาดว่าสาขาต่างประเทศทั้งหมดจะเพิ่มขึ้นจาก 32 แห่ง ในปัจจุบัน เป็น 45 แห่ง ในปี 2027F และมีส่วนแบ่งกำไร 255/292/321 ลบ. ในปี 2025-27F หรือ 8.8/8.7/8.4% ของกำไรสุทธิ ส่วนแบ่งจากต่างประเทศเพิ่มขึ้นจาก 1.4% ของกำไรปี 2019 เป็น 4.9% ของกำไรปี 2023 และยังมีโอกาสเติบโตเนื่องจากอัตราการขยายตัวของเมืองยังคงต่ำ

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	32,301	32,723	35,208	37,603
Net profit	2,671	2,475	2,901	3,348
Consensus NP	—	2,762	3,191	3,564
Diff frm cons (%)	—	(10.4)	(9.1)	(6.1)
Norm profit	2,671	2,475	2,901	3,348
Prev. Norm profit	—	2,978	3,462	3,972
Chg frm prev (%)	—	(16.9)	(16.2)	(15.7)
Norm EPS (Bt)	0.5	0.5	0.6	0.6
Norm EPS grw (%)	(24.5)	(7.5)	16.9	15.3
Norm PE (x)	31.2	33.7	28.8	25.0
EV/EBITDA (x)	23.5	25.7	22.5	19.9
P/BV (x)	3.6	3.4	3.1	2.9
Div yield (%)	1.0	1.0	1.2	1.4
ROE (%)	11.9	10.3	11.2	11.9
Net D/E (%)	41.4	37.9	32.2	26.2

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 24-Oct-24 (Bt)	16.10
Market Cap (US\$ m)	2,488.3
Listed Shares (m shares)	5,201.9
Free Float (%)	31.1
Avg Daily Turnover (US\$ m)	3.7
12M Price H/L (Bt)	17.21/12.50
Sector	Commerce
Major Shareholder	SCG Distribution Co.,Ltd 32.94%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P8

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

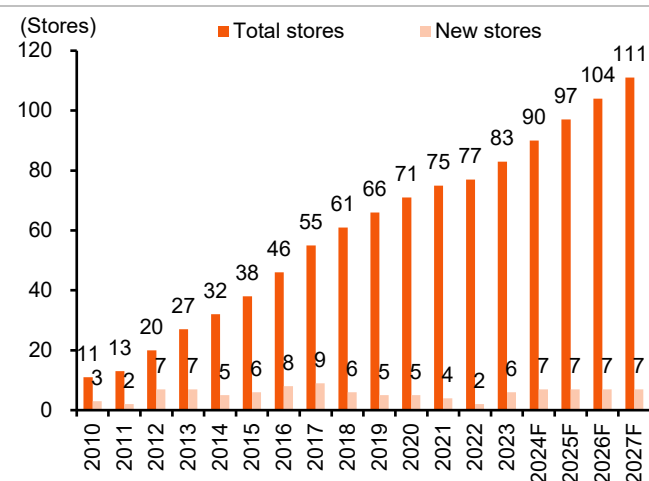
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Key Assumption Changes

	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
SSSG (%)							
New	18.2	2.4	(10.2)	(3.2)	2.0	2.0	2.0
Old				0.0	2.0	2.0	2.0
New stores - Thailand (unchanged)							
New stores	4	2	6	7	7	7	7
Total stores (YE)	75	77	83	90	97	104	111
Gross margin (%)							
New	25.2	25.8	25.6	26.1	26.4	26.8	27.2
Old				25.9	26.2	26.6	27.0
Change (bp)				19	20	21	22
SG&A/sales (%)							
New	14.4	15.2	17.1	19.0	18.7	18.4	18.1
Old				17.1	16.9	16.7	16.4
Change (bp)				190	180	170	170
Equity income (Bt m)							
New	81	120	130	232	255	292	321
Old				143	157	171	182
Change (%)				61.8	61.8	70.2	76.6
Normalized profit (Bt m)							
New	3,344	3,533	2,671	2,475	2,901	3,348	3,827
Old				2,978	3,462	3,972	4,493
Change (%)				(16.9)	(16.2)	(15.7)	(14.8)

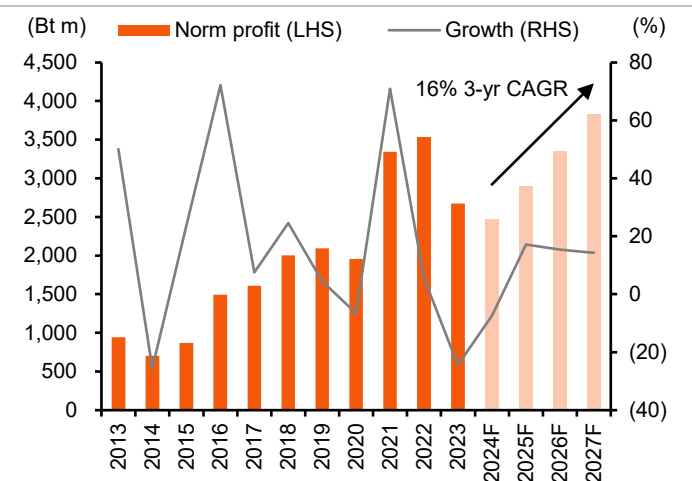
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Branch Expansion – Thailand



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: A 16% Three-year EPS CAGR



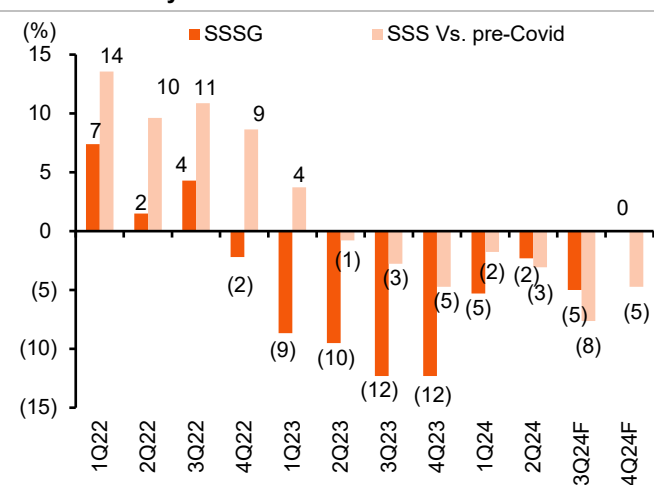
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: 3Q24F Earnings Preview

Yr-end Dec (Bt m)	Income Statement					Change	
	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	(q-q%)	(y-y%)
Revenue	7,340	7,523	8,767	8,715	7,340	(16)	0
Gross profit	1,898	1,966	2,190	2,320	1,923	(17)	1
SG&A	1,399	1,423	1,464	1,574	1,580	0	13
Operating profit	499	543	726	746	343	(54)	(31)
EBITDA	813	862	1,051	1,069	673	(37)	(17)
Other income	173	190	213	206	180	(13)	4
Other expenses	0	0	0	0	0		
Interest expenses	71	81	86	70	71	1	(0)
Profit before tax	601	651	852	882	452	(49)	(25)
Income tax	117	126	179	179	90	(49)	(23)
Equity & invest. Income	44	35	51	61	60	(2)	38
Minority interest	(2)	1	2	0	0	(53)	na
Extraordinary items	(0)	(0)	(0)	(0)	0		
Net profit	525	560	725	765	422	(45)	(20)
Normalized profit	525	560	726	765	422	(45)	(20)

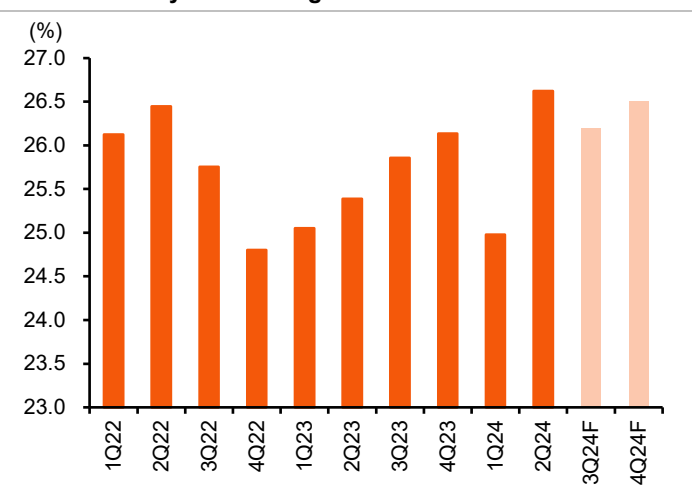
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Quarterly SSSG



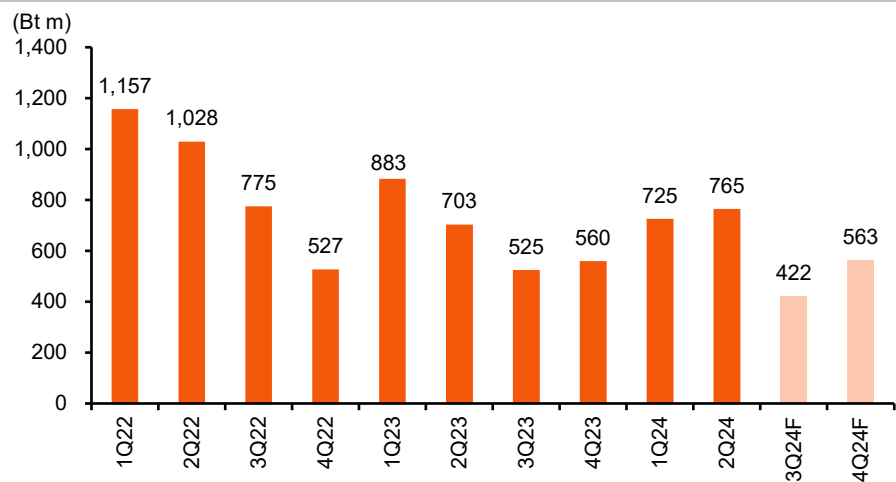
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Quarterly Gross Margin



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: Quarterly Net Profit



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: GLOBAL's Store Footprint

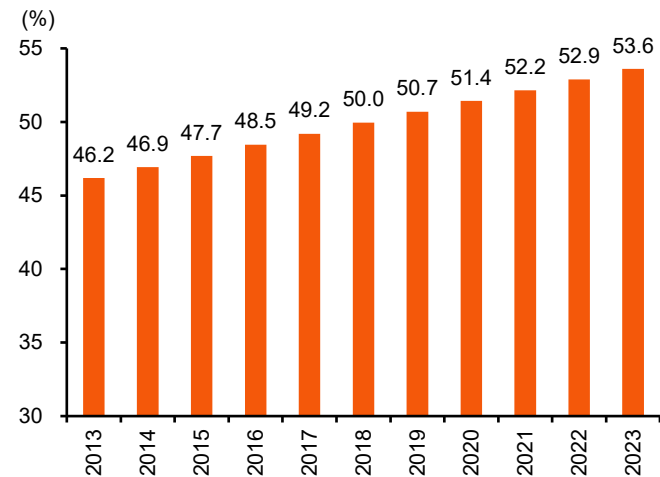


Source: Company data

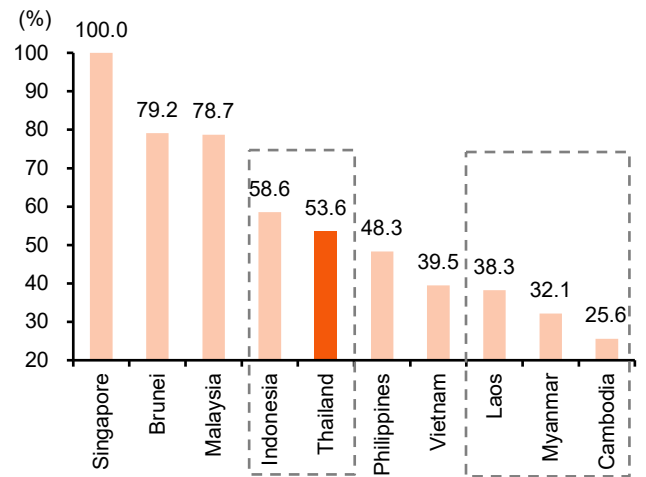
Ex 9: Overseas Stores In The Pipeline

Country	# stores in the pipeline	Locations
Myanmar	3	Yangon No.3 Road, Taunggyi, Patein
Laos	4	Somsanuk, Luang Prabang, Vang Vieng, Oudomxai
Indonesia	4	Rungkut, Depok, Samarinda, Palembang

Sources: Company data, Thanachart

Ex 10: Thailand's Urbanization

Source: www.statista.com

Ex 11: Urbanization In Southeast Asia

Source: www.statista.com

Ex 12: 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	4,102	4,609	5,146	5,715	6,324	7,000	7,605	8,210	8,686	9,068	9,294	
Free cash flow	1,660	2,222	2,996	3,548	4,581	5,281	5,881	7,334	8,095	8,415	8,610	155,381
PV of free cash flow	1,655	1,934	2,434	2,688	3,239	3,483	3,510	4,065	4,168	4,025	3,825	69,033

Risk-free rate (%)	2.5
Market risk premium (%)	8.0
Beta	0.8
WACC (%)	7.2
Terminal growth (%)	2.0

Enterprise value - add investments	106,059.5
Net debt (2024F)	9,540.0
Minority interest	305.7
Equity value	96,213.8

# of shares (m)	5,201.9
Equity value / share (Bt)	18.50

Investment: (Bt m)

Land @ Muang Thong Thani	2,000
--------------------------	-------

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 13: 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
Marks & Spencer	MKS LN	Britain	39.9	(0.4)	15.2	15.2	2.2	1.1	7.4	5.0	1.2	4.0
J Sainsbury PLC	SBRY LN	Britain	(3.2)	5.6	11.7	11.1	0.8	0.8	5.1	5.0	5.2	5.5
Tesco	TSCO LN	Britain	12.7	11.7	13.5	12.1	1.9	1.9	7.2	7.0	3.6	4.1
Carrefour SA	CA FP	France	12.6	17.2	8.2	7.0	0.9	0.9	5.6	5.1	6.2	6.4
Casino Guichard	CO FP	France	128.1	(141.4)	1.2	na	0.1	0.2	5.3	5.2	0.0	0.0
L'Oreal SA	OR FP	France	1.7	9.0	29.3	26.9	6.1	5.5	19.3	18.3	1.9	2.0
Alimentation Couche	ATD/B CN	Canada	(2.0)	5.6	na	na	na	na	11.2	10.3	na	na
Aeon	8267 JP	Japan	39.9	15.1	84.2	73.1	3.2	3.0	9.7	9.5	1.0	1.0
Kao Corporation	4452 JP	Japan	132.6	12.3	29.1	25.9	3.1	2.9	13.2	12.2	2.3	2.3
Lion Corporation	4912 JP	Japan	11.0	0.2	23.9	23.8	1.6	1.5	9.5	9.1	1.6	1.7
Shiseido Co. Ltd	4911 JP	Japan	9.7	190.6	67.0	23.1	2.1	2.0	13.6	10.0	1.8	1.9
Lawson	2651 JP	Japan	112.2	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Seven & I Holdings	3382 JP	Japan	(15.7)	6.1	24.9	23.5	1.6	1.6	9.0	8.6	1.7	1.8
Lotte Corp	004990 KS	South Korea	na	na	na	10.9	0.4	0.4	8.6	8.7	6.3	7.3
Shinsegae	004170 KS	South Korea	(2.4)	11.8	5.1	4.6	0.3	0.3	6.7	6.3	2.8	2.9
Amore Pacific Group	002790 KS	South Korea	41.0	45.5	12.3	8.5	0.6	0.6	6.6	5.0	1.8	1.7
Best Buy Co Inc	BBY US	USA	2.0	9.3	14.9	13.6	6.1	6.1	7.5	7.1	4.0	4.2
Wal-Mart Stores	WMT US	USA	13.3	11.0	34.0	30.6	7.5	6.7	16.9	15.5	1.0	1.1
Home Depot Inc	HD US	USA	(0.5)	4.6	26.6	25.5	na	na	18.1	17.3	2.3	2.4
Levi Strauss & Co.	LEVI US	USA	12.8	14.0	14.5	12.7	3.4	3.0	9.1	8.5	2.8	3.1
Yonghui Superstores	601933 CH	China	118.4	150.0	na	na	5.7	5.4	16.7	16.3	0.0	0.5
Sa International	178 HK	Hong Kong	na	(44.8)	7.7	14.0	1.8	1.7	5.2	5.5	7.2	6.6
Dairy Farm Intl Hldgs	DFI SP	Hong Kong	31.0	12.2	15.9	14.2	2.9	2.7	8.1	7.4	3.9	5.1
President Chain Store	2912 TT	Taiwan	8.5	8.3	25.3	23.3	6.9	6.6	8.9	8.7	3.4	3.7
7-Eleven Malaysia	SEM MK	Malaysia	71.2	(1.8)	16.9	17.2	5.2	4.7	9.0	8.3	1.5	3.0
Berli Jucker *	BJC TB	Thailand	8.0	7.0	18.7	17.4	0.8	0.8	10.8	10.4	3.7	4.0
COM7 *	COM7 TB	Thailand	9.5	21.9	19.7	16.2	6.8	5.7	14.4	12.1	3.0	3.6
CP All *	CPALL TB	Thailand	33.3	17.5	24.6	20.9	4.6	4.1	9.7	8.8	2.0	2.4
CP Axtra *	CPAXT TB	Thailand	24.7	18.0	32.6	27.7	1.2	1.1	13.0	12.0	2.1	2.5
Central Pattana *	CPN TB	Thailand	13.9	8.0	18.4	17.0	2.9	2.6	13.1	12.3	3.0	3.1
Central Retail Corp. *	CRC TB	Thailand	7.2	11.3	21.5	19.3	2.6	2.4	7.9	7.5	1.9	2.1
Dohome *	DOHOME TB	Thailand	25.3	26.5	48.2	38.1	2.5	2.3	23.4	21.9	0.1	0.1
Siam Global House *	GLOBAL TB	Thailand	(7.5)	16.9	33.7	28.8	3.4	3.1	25.7	22.5	1.0	1.2
Home Product*	HMPRO TB	Thailand	1.6	10.7	19.6	17.7	4.9	4.6	11.0	10.2	4.1	4.5
MC Group *	MC TB	Thailand	11.9	20.1	14.0	11.6	2.7	2.6	5.2	6.4	7.1	8.4
Moshi Moshi Retail*	MOSHI TB	Thailand	23.7	30.7	31.4	24.0	6.9	5.9	15.7	12.7	1.6	2.1
Average			27.2	15.9	23.9	20.5	3.1	2.9	11.1	10.2	2.7	3.1

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates using normalized EPS growth,

Based on 24 October 2024 closing price

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

GLOBAL เป็นหนึ่งในผู้นำตลาดค้าปลีกวัสดุก่อสร้างและอุปกรณ์ตกแต่งบ้าน ภายใต้แบรนด์ "โกลบอลเฮ้าส์" ณ สิ้นปี 2023 GLOBAL มีสาขาทั้งหมด 83 สาขา ตั้งอยู่ในต่างจังหวัดในประเทศไทย และมี 1 สาขา ในกทมพญา (55%) นอกจากนี้ยังลงทุนในต่างประเทศในธุรกิจอุปกรณ์ปรับปรุงบ้านในเมียนมาร์ (ถือหุ้นโดยอ้อม 15%) ลาว (17%) และอินโดนีเซีย (11%)

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

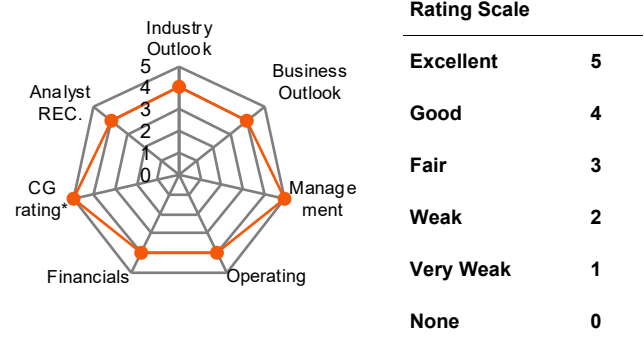
S — Strength

- GLOBAL มีสาขาทั้งหมดในต่างจังหวัด และเรคาดว่า GLOBAL จะเป็นผู้ได้ประโยชน์หลักจากเศรษฐกิจต่างจังหวัดที่เติบโต
- ผู้บริหารของ GLOBAL มีประสบการณ์อย่างมากในกลุ่มอุปกรณ์ตกแต่งบ้าน
- การเข้าซื้อหุ้น GLOBAL ของ SCC ใน พ.ย. 2012 เรามองว่าบริษัท มีความสามารถในการแข่งขันมากขึ้นทั้งเชิงของการปฏิบัติงานและฐานะทางการเงิน

O — Opportunity

- การเปลี่ยนแปลงไลฟ์สไตล์ของประชาชน โดยหันมาซื้อสินค้าทางห้างสมัยใหม่มากกว่าร้านแบบดั้งเดิม
- เราเห็นการเติบโตที่เร็วขึ้น และความเสี่ยงที่ลดลงหลัง SCC ซื้อหุ้น GLOBAL
- การขยายไปยังตลาด CLMV และเอเชียตะวันออกเฉียงใต้

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG Rating

W — Weakness

- ไม่มีสาขาในกรุงเทพฯ

T — Threat

- การชะลอตัวของเศรษฐกิจในต่างจังหวัด
- การแข่งขันที่เพิ่มขึ้นจากคู่แข่งใหม่ เช่น ไทวัสดุ (กลุ่มเซ็นทรัล), ร้านค้ารูปแบบใหม่ของ HMPRO (Mega Home) และผู้ประกอบการกลุ่มอุปกรณ์ตกแต่งบ้านรายอื่น

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	16.78	18.50	10%
Net profit 24F (Bt m)	2,762	2,475	-10%
Net profit 25F (Bt m)	3,191	2,901	-9%
Consensus REC	BUY: 8	HOLD: 10	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรสุทธิปี 2024-25F ของเรต่ำกว่าตลาด 9-10% เนื่องจากผลการดำเนินงาน 3Q24F ที่น่าผิดหวัง
- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด เราคิดว่าเป็นเพราะเราสมมติให้มีการเปิดสาขาเพิ่มขึ้นในระยะยาว เนื่องจากการเริ่มการขยายตัวในเชิงรุกในปีที่ผ่านมา

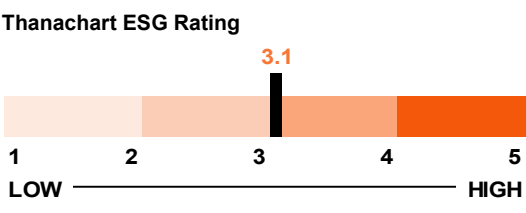
Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากจำนวนสาขาที่เปิดใหม่ต่ำกว่าที่เราคาด จะทำให้เกิดความเสี่ยงต่อประมาณการและคำแนะนำของเรา
- หากการแข่งขันรุนแรงมากกว่าคาด จะส่งผลกระทบต่อประมาณการเติบโตของยอดขายสาขาเดิม และอัตรากำไรของเรา
- ความผันผวนของราคาเหล็ก

Source: Thanachart

GLOBAL เป็นผู้ค้าปลีกอุปกรณ์ปรับปรุง ตกแต่งบ้าน มีร้าน “โกลบอลเฮาส์” 83 แห่ง ในต่างจังหวัดของประเทศไทย และหนึ่งสาขา (ถือหุ้น 55%) ใน กัมพูชา บริษัท มีการลงทุนในธุรกิจอุปกรณ์ปรับปรุง ตกแต่งบ้าน ใน ต่างประเทศในเมียนมาร์ (ถือหุ้น 15%) ลาว (17%) และอินโดนีเซีย (11%) ธุรกิจของบริษัท ไม่ปล่อยก๊าซเรือนกระจกมากนัก แต่มีเป้าหมาย ESG ระยะยาว เราให้คะแนน ESG ที่ 3.1



	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)
GLOBAL	YES	YES	-	-	59.32	41.8	56.00	-	5.0

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” in the following back page.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- GLOBAL ตั้งเป้าลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) (scope 1 และ 2) ลง 10% จากปี 2022 ภายในปี 2030 - ในปี 2022 บริษัท ได้ติดตั้งโซลาร์รูฟท็อปทุกสาขาในประเทศไทย (77 สาขา ในปี 2022) และผลิตไฟฟ้าได้ 79,315,763 กิโลวัตต์ชั่วโมง บริษัท ตั้งเป้าเพิ่มสัดส่วนการใช้พลังงานทางเลือกเป็น 60% ภายในปี 2027 จาก 54% ในปี 2022 - ภายในปี 2027 บริษัท ตั้งเป้าเพิ่มปริมาณการใช้เคลือบเป็น 300,000 ลูกบาศก์เมตรต่อปี จาก 250,560 ลูกบาศก์เมตร ในปี 2022 - GLOBAL ได้จัดตั้งโครงการ Love The Earth Shopping Project โดยการลดการใช้ถุงพลาสติก ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของการรณรงค์กำจัดขยะและของเสีย
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- GLOBAL ไม่เลือกปฏิบัติในการจ้างงาน ทั้งในด้านอายุ เพศ สัญชาติ ความทุพพลภาพ ภูมิภาค สถานะทางสังคม รสนิยมทางเพศ กระบวนการสรรหาจะพิจารณาจากความสามารถและคุณสมบัติที่ต้องการ - GLOBAL ปฏิบัติตามกฎหมายแรงงานที่เกี่ยวข้องอย่างเคร่งครัด เช่น ไม่มีการบังคับใช้แรงงานหรือการจ้างแรงงานเด็ก สำหรับการเลิกจ้าง บริษัท ปฏิบัติตามระเบียบและกฎหมายว่าด้วยการจ่ายค่าชดเชยและการบอกกล่าวล่วงหน้า - GLOBAL เชื่อว่าบริษัท ปฏิบัติต่อพนักงานทุกคนอย่างยุติธรรมและเหมาะสมในเรื่องค่าตอบแทนและสวัสดิการ โดยไม่มีการเลือกปฏิบัติ บริษัท จัดให้มีสถานที่ทำงานที่ปลอดภัยและถูกสุขลักษณะ ส่งเสริมคุณภาพชีวิต และดูแลสุขภาพกายและสุขภาพจิต ของพนักงาน
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- คณะกรรมการบริษัท (BOD) ประกอบด้วยสมาชิก 10 คน โดยเป็นกรรมการอิสระ 4 คน ไม่มีกรรมการเป็นผู้ถือหุ้น และกรรมการ 2 คนมาจากตระกูลสุริยวานกุล ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัท - GLOBAL มีนโยบายต่อต้านการทุจริตเป็นลายลักษณ์อักษร พร้อมแนวปฏิบัติที่ชัดเจนในการดำเนินธุรกิจสำหรับพนักงานทุกคน ห้ามมิให้ติดสินบนทุกประเภทแม้ในรูปแบบที่ไม่ใช่ทางตรง - คณะกรรมการตรวจสอบและบริหารความเสี่ยงมีหน้าที่สอบทานความเหมาะสมและประสิทธิภาพของการบริหารความเสี่ยงเพื่อให้แน่ใจว่าการควบคุมภายในและการบริหารความเสี่ยงมีประสิทธิภาพเพียงพอ และรายงานต่อคณะกรรมการบริษัท - บริษัท มีช่องทางการแจ้งเบาะแสสำหรับพนักงานโดยไม่เปิดเผยตัวตน ระยะเวลาสอบสวนให้แล้วเสร็จภายในเจ็ดวันนับแต่วันที่มีการร้องเรียน

Sources: Company data, Thanachart

We expect store expansion to be a key sales driver

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	35,270	32,301	32,723	35,208	37,603
Cost of sales	26,166	24,040	24,196	25,899	27,518
Gross profit	9,104	8,261	8,528	9,309	10,085
% gross margin	25.8%	25.6%	26.1%	26.4%	26.8%
Selling & administration expenses	5,352	5,524	6,218	6,585	6,920
Operating profit	3,753	2,737	2,309	2,724	3,165
% operating margin	10.6%	8.5%	7.1%	7.7%	8.4%
Depreciation & amortization	1,246	1,223	1,313	1,378	1,444
EBITDA	4,999	3,960	3,622	4,102	4,609
% EBITDA margin	14.2%	12.3%	11.1%	11.7%	12.3%
Non-operating income	709	713	809	870	929
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(193)	(282)	(302)	(259)	(235)
Pre-tax profit	4,269	3,168	2,816	3,335	3,860
Income tax	836	620	574	680	787
After-tax profit	3,433	2,548	2,241	2,655	3,072
% net margin	9.7%	7.9%	6.8%	7.5%	8.2%
Shares in affiliates' Earnings	120	130	232	255	292
Minority interests	(19)	(7)	2	(9)	(16)
Extraordinary items	(46)	0	0	0	0
NET PROFIT	3,487	2,671	2,475	2,901	3,348
Normalized profit	3,533	2,671	2,475	2,901	3,348
EPS (Bt)	0.7	0.5	0.5	0.6	0.6
Normalized EPS (Bt)	0.7	0.5	0.5	0.6	0.6

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
ASSETS:					
Current assets:	17,568	16,064	16,273	17,045	17,698
Cash & cash equivalent	1,189	1,149	1,456	1,534	1,589
Account receivables	631	757	897	965	1,030
Inventories	15,747	14,159	13,921	14,546	15,078
Others	0	0	0	0	0
Investments & loans	2,144	2,187	2,187	2,187	2,187
Net fixed assets	17,471	18,804	19,991	20,863	21,669
Other assets	1,965	2,002	2,011	2,071	2,130
Total assets	39,148	39,058	40,462	42,166	43,684
LIABILITIES:					
Current liabilities:	13,629	13,120	12,284	11,907	11,287
Account payables	2,311	3,043	2,652	2,838	3,016
Bank overdraft & ST loans	9,475	7,626	7,697	7,229	6,550
Current LT debt	1,512	2,195	1,649	1,549	1,404
Others current liabilities	331	256	286	291	317
Total LT debt	2,120	1,075	1,649	1,549	1,404
Others LT liabilities	1,307	1,315	1,360	1,373	1,386
Total liabilities	17,057	15,511	15,294	14,829	14,076
Minority interest	304	308	306	314	331
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	4,802	5,002	5,002	5,202	5,202
Share premium	4,739	4,739	4,739	4,739	4,739
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(43)	(40)	(40)	(40)	(40)
Retained earnings	12,290	13,538	15,162	17,122	19,376
Shareholders' equity	21,788	23,239	24,863	27,023	29,277
Liabilities & equity	39,148	39,058	40,462	42,166	43,684

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	4,269	3,168	2,816	3,335	3,860
Tax paid	(856)	(697)	(545)	(675)	(762)
Depreciation & amortization	1,246	1,223	1,313	1,378	1,444
Chg In working capital	249	2,196	(294)	(507)	(421)
Chg In other CA & CL / minorities	88	111	233	254	292
Cash flow from operations	4,997	6,001	3,523	3,786	4,413
Capex	(1,618)	(2,556)	(2,500)	(2,250)	(2,250)
Right of use	51	53	3	3	3
ST loans & investments	(0)	(0)	0	0	0
LT loans & investments	(537)	(43)	0	0	0
Adj for asset revaluation	(89)	3	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(72)	(64)	34	(50)	(48)
Cash flow from investments	(2,266)	(2,607)	(2,463)	(2,298)	(2,296)
Debt financing	(2,142)	(2,211)	100	(669)	(969)
Capital increase	200	200	0	200	0
Dividends paid	(1,173)	(1,223)	(852)	(941)	(1,094)
Warrants & other surplus	(199)	(200)	0	0	0
Cash flow from financing	(3,313)	(3,434)	(752)	(1,410)	(2,063)
Free cash flow	3,378	3,445	1,023	1,536	2,163

GLOBAL has continued to open new stores

VALUATION

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	23.5	31.2	33.7	28.8	25.0
Normalized PE - at target price (x)	27.0	35.8	38.8	33.1	28.7
PE (x)	23.8	31.2	33.7	28.8	25.0
PE - at target price (x)	27.4	35.8	38.8	33.1	28.7
EV/EBITDA (x)	19.0	23.5	25.7	22.5	19.9
EV/EBITDA - at target price (x)	21.5	26.6	29.1	25.6	22.6
P/BV (x)	3.8	3.6	3.4	3.1	2.9
P/BV - at target price (x)	4.4	4.1	3.9	3.6	3.3
P/CFO (x)	16.6	13.9	23.7	22.1	19.0
Price/sales (x)	2.4	2.6	2.6	2.4	2.2
Dividend yield (%)	1.4	1.0	1.0	1.2	1.4
FCF Yield (%)	4.1	4.1	1.2	1.8	2.6
(Bt)					
Normalized EPS	0.7	0.5	0.5	0.6	0.6
EPS	0.7	0.5	0.5	0.6	0.6
DPS	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
BV/share	4.2	4.5	4.8	5.2	5.6
CFO/share	1.0	1.2	0.7	0.7	0.8
FCF/share	0.7	0.7	0.2	0.3	0.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

Trading near its four-year average PE of 31x

FINANCIAL RATIOS

*We estimate double-digit
EPS growth to resume
from next year*

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Growth Rate					
Sales (%)	5.3	(8.4)	1.3	7.6	6.8
Net profit (%)	4.3	(23.4)	(7.3)	17.2	15.4
EPS (%)	4.0	(23.5)	(7.5)	16.9	15.3
Normalized profit (%)	5.7	(24.4)	(7.3)	17.2	15.4
Normalized EPS (%)	5.4	(24.5)	(7.5)	16.9	15.3
Dividend payout ratio (%)	33.6	31.4	35.0	35.0	35.0
Operating performance					
Gross margin (%)	25.8	25.6	26.1	26.4	26.8
Operating margin (%)	10.6	8.5	7.1	7.7	8.4
EBITDA margin (%)	14.2	12.3	11.1	11.7	12.3
Net margin (%)	9.7	7.9	6.8	7.5	8.2
D/E (incl. minor) (x)	0.6	0.5	0.4	0.4	0.3
Net D/E (incl. minor) (x)	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
Interest coverage - EBIT (x)	19.5	9.7	7.6	10.5	13.5
Interest coverage - EBITDA (x)	25.9	14.0	12.0	15.8	19.7
ROA - using norm profit (%)	9.0	6.8	6.2	7.0	7.8
ROE - using norm profit (%)	17.1	11.9	10.3	11.2	11.9
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	16.6	11.3	9.3	10.2	10.9
- asset turnover (x)	0.9	0.8	0.8	0.9	0.9
- operating margin (%)	12.6	10.7	9.5	10.2	10.9
- leverage (x)	1.9	1.7	1.7	1.6	1.5
- interest burden (%)	95.7	91.8	90.3	92.8	94.3
- tax burden (%)	80.4	80.4	79.6	79.6	79.6
WACC (%)	6.8	6.8	6.8	7.2	7.2
ROIC (%)	9.1	6.5	5.6	6.3	7.0
NOPAT (Bt m)	3,018	2,201	1,838	2,168	2,520
invested capital (Bt m)	33,706	32,987	34,403	35,815	37,046

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)
6. SET ESG Rating (BBB-AAA)

SETESG Index (SETESG)

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

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

SET ESG Index (SET ESG)

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

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

ESG Book's Disclaimer

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

MSCI ESG Research LLC

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

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

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

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

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

S&P Global Market Intelligence

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

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

Moody's ESG Solutions

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Refinitiv ESG

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

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

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

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

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

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

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

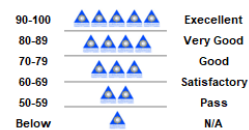
You represent to us that you are lawfully able to enter into these Terms of Use. If you are accepting these Terms of Use for and on behalf of an entity such as the company you work for, you represent to us that you have legal authority to bind that entity.

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

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

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

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



Disclaimers

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

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

Recommendation Structure:

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

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

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว 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 หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็น Joint Lead Underwriter ให้กับบริษัท บริษัท ยูโรเอเชีย โทเทิล โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน) Euroasia Total Logistics Pcl (ETL) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว 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 ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ pattarawan.wan@thanachartsec.co.th
สาธารถูปโภค, สื่อสาร ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์ nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th	อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ พัทธดนย์ บุณนาค pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ phannarai.von@thanachartsec.co.th
ยานยนต์, หินคมฯ, Property Fund, REITs, บันทึ รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ rata.lim@thanachartsec.co.th	ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน 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, วิโตรเคมี ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ yupapan.pol@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพยมณฑล lapinee.dib@thanachartsec.co.th
วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง witchanan.tam@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์ sittichet.run@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน นริภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA nariporn.kla@thanachartsec.co.th		

Data Support Team

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

Thanachart Securities Pcl.

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