

BUY (Unchanged)

TP: Bt 63.00 (From: Bt 60.00)

21 NOVEMBER 2024

Change in Numbers

Upside : 35.5%

Moshi Moshi Retail Corp. (MOSHI TB)

ขยายตัวต่อเนื่อง

ด้วยยอดขายสาขาเดิมที่เติบโตแข็งแกร่งในช่วง QTD และการขยายสาขาที่เพิ่มขึ้นในปีก่อน เราจึงปรับเพิ่มคาดการณ์กำไรขึ้น 3-7% ในปี 2024-27F เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" MOSHI ในฐานะหุ้นเติบโตขนาดเล็กที่มี EPS เติบโตเฉลี่ยที่ 29% ในปี 2025-27F



PHANNARAI TIYAPITTAYARUT
662-779-9119
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ปรับเพิ่มกำไร และราคาเป้าหมาย

เราปรับประมาณการกำไรของ MOSHI ขึ้น 3/3/5/7% ในปี 2024-2027F สะท้อนการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมที่แข็งแกร่งในช่วง QTD และเป้าหมายการขยายสาขาที่สูงขึ้นเป็น 34/40 สาขา (จากสมมติฐานเดิมของเราที่ 32/34 สาขา) ในปี 2024-25F นอกจากนี้เรายังรวมค่าใช้จ่ายทางการตลาดที่สูงขึ้นจากการแข่งขันในอุตสาหกรรมที่เพิ่มขึ้น ค่าใช้จ่ายสำนักงานใหม่และขาดทุนจากการร่วมทุนในประมาณการของเราด้วย ราคาเป้าหมายจึงปรับขึ้นเป็น 63 บาท (จาก 60 บาท) และเรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" MOSHI เนื่องจาก 1) บริษัทเป็นหุ้นที่เติบโตสูง โดยคาดว่า EPS จะเติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ 29% 2) ปัจจัยผลกัต้นยังอยู่ ได้แก่ ผลิตภัณฑ์ใหม่ ร้านใหม่ และอัตรากำไรขั้นต้นที่เพิ่มขึ้น นอกจากนี้ ยังมีมูลค่าไม่แพง ซื้อขายที่ 2025-26F PE ที่ 22.9/17.4 เท่า เทียบกับ EPS ที่เติบโตที่ 30/32% ในปี 2025-26F

QTD ยอดขายสาขาเดิมแข็งแกร่ง

หลังแก้ไขปัญหาการขาดแคลนซัพพลายเออร์ผลิตภัณฑ์และสินค้าคงคลังในช่วงต้น 3Q24 แล้ว บริษัทฯ ได้จัดแสดงผลิตภัณฑ์ใหม่ใน 70 สาขาเพื่อเพิ่มยอดขายต่อตารางเมตร อีกทั้งบริษัทฯ ยังกำลังดำเนินการวิเคราะห์พื้นที่เพื่อใช้พื้นที่ให้เกิดประโยชน์สูงสุดเพื่อให้ได้ยอดขายที่ดีขึ้น และจัดสรรพื้นที่ชั้นวางมากขึ้นสำหรับสินค้าที่มีอัตรากำไรสูง นอกจากนี้ การเปิดตัวผลิตภัณฑ์ใหม่จาก k-pop, NCT Dream ในเดือนตุลาคม ยังทำให้ยอดขายสาขาเดิมในช่วง QTD (ตั้งแต่ 1 ตุลาคม ถึง 15 พฤศจิกายน) พุ่งสูงขึ้นมาอยู่ที่ระดับ 20% กลางๆ อีกด้วย เราคาดว่ายอดขายสาขาเดิมจะเติบโต 15% ใน 4Q24F ดีขึ้นจาก 5.7% ใน 3Q24 และ -8.5% ใน 2Q24 (มีปัญหาขาดแคลนสินค้าคงคลัง)

ขยายสาขาในเชิงรุกมากขึ้น

ขณะที่ MOSHI กำลังขยายร้านค้าที่มีอยู่บางส่วนเพื่อรองรับ SKU ของผลิตภัณฑ์เพิ่มเติม บริษัทฯ ตั้งเป้าการขยายสาขาในปีหน้าไว้ที่ 40 สาขาใหม่ ซึ่งประกอบด้วยร้านค้าปลีก Moshi Moshi 31 แห่ง ในห้างสรรพสินค้า/ไฮเปอร์มาร์เก็ต ร้านค้าแบบสแตนด์อโลน 5 แห่ง ใกล้กับมหาวิทยาลัย (80-100 ตร.ม.) และรูปแบบนำร่องใหม่ ร้านค้าแบบสแตนด์อโลนขนาดใหญ่ 4 แห่ง (300 ตร.ม.) ในพื้นที่ที่มีความหนาแน่นสูง เราคาดว่าเครือข่ายร้านค้าทั้งหมดจะเพิ่มขึ้นจาก 164 ร้านค้า ในปี 2024F เป็น 281 ร้านค้า ในปี 2027F หรือเติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ 20%

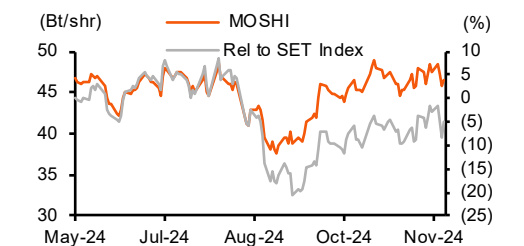
ผลกระทบจาก KKV ในระดับเล็กน้อยจนถึงขณะนี้

ตั้งแต่วินาที 31 ตุลาคม ยอดขายของสาขา MOSHI ที่ตั้งอยู่ในห้างเดียวกันยังคงเติบโตขึ้น 8-10% y-y ในช่วง MTD ในเดือนพฤศจิกายน เนื่องจากมีความซ้ำซ้อนของสินค้าต่ำ อย่างไรก็ตาม เราคาดว่า MOSHI จะใช้จ่ายทางการตลาดสูงขึ้นเพื่อรักษาฐานลูกค้า เนื่องจาก KKV มีสาขาอีก 6 สาขาที่อยู่ระหว่างการดำเนินการ และเราไม่สามารถปฏิเสธได้ว่า MOSHI และ KKV มุ่งเป้าไปที่กลุ่มลูกค้ากลุ่มเดียวกัน ซึ่งก็คือลูกค้าวัยรุ่น นอกจากนี้ เรายังรวมต้นทุนการบริหารที่เพิ่มขึ้น 12 ลบ. ต่อปีจากการย้ายสำนักงานใหญ่ไปที่สำนักงานเดอะมอลล์ท่าพระในช่วงต้นปีหน้าอีกด้วย

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	2,530	3,094	3,713	4,570
Net profit	402	514	670	883
Consensus NP	—	494	604	726
Diff frm cons (%)	—	4.1	10.9	21.6
Norm profit	402	514	670	883
Prev. Norm profit	—	497	649	840
Chg frm prev (%)	—	3.5	3.2	5.1
Norm EPS (Bt)	1.2	1.6	2.0	2.7
Norm EPS grw (%)	28.3	28.0	30.4	31.8
Norm PE (x)	38.2	29.9	22.9	17.4
EV/EBITDA (x)	18.4	14.9	12.0	9.6
P/BV (x)	7.7	6.8	5.8	4.9
Div yield (%)	1.3	1.7	2.2	2.8
ROE (%)	22.4	22.6	27.2	30.5
Net D/E (%)	(4.8)	(4.1)	(8.0)	(15.5)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 21-Nov-24 (Bt)	46.50
Market Cap (US\$ m)	442.9
Listed Shares (m shares)	330.0
Free Float (%)	25.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	1.3
12M Price H/L (Bt)	59.50/37.50
Sector	Commerce
Major Shareholder	Boonsongkor Family 75%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P8

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่คิดว่าดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

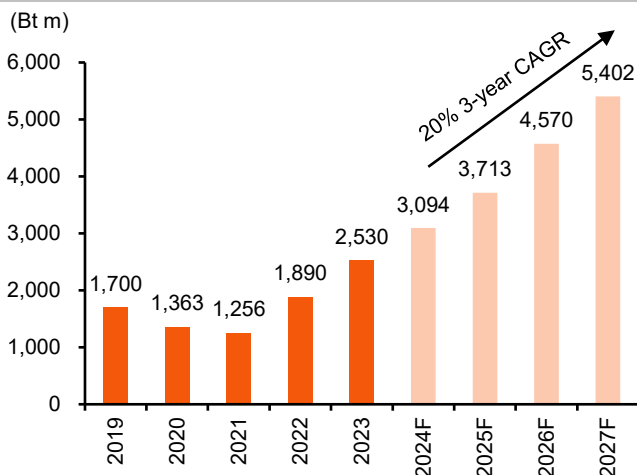


Ex 1: Key Assumption Changes

	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
SSSG (%)					
New	16.9	3.0	3.0	3.0	2.0
Old		(0.5)	3.0	3.0	2.0
New stores					
New	25	33	40	39	38
Old		32	34	34	34
No. of branches (YE)					
	131	164	204	243	281
Retail	124	152	183	214	245
Wholesale	3	3	3	3	3
Garlic	3	3	3	3	3
OK Station	1	1	1	1	1
Standalone	0	5	10	15	20
Large-standalone	0	0	4	7	9
Average gross margin - exc. JV (%)					
New	53.4	54.0	54.6	55.1	55.6
Old		54.1	54.7	55.2	55.7
Change (bp)		(13)	(10)	(12)	(9)
SG&A/sales (%)					
New	32.2	31.5	31.0	30.3	29.8
Old		31.5	30.5	29.5	28.9
Change (bp)		0	45	75	85
JV loss (Bt m)					
New		(11)	0	0	0
Old		0	0	0	0
Normalized profit (Bt m)					
New	402	514	670	883	1,098
Old		497	649	840	1,027
Change (%)		3.5	3.2	5.1	6.9

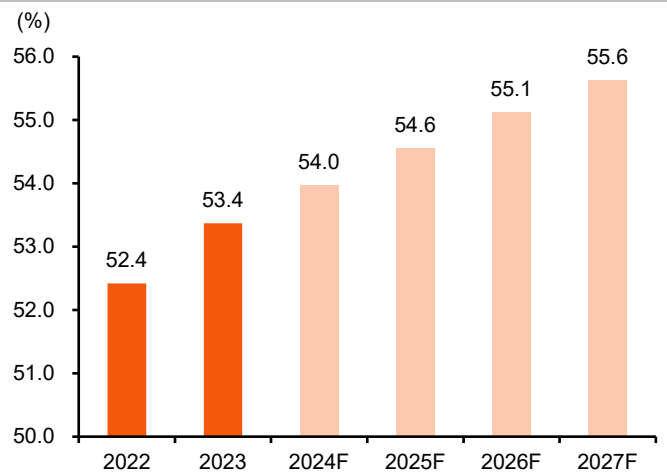
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Our Sales Revenue Forecasts



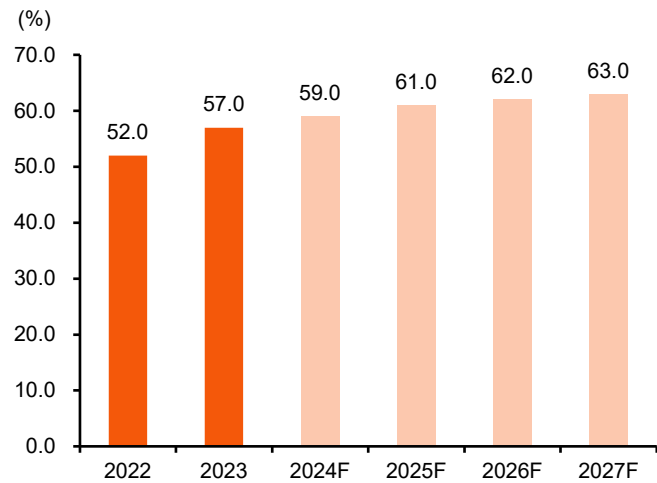
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Gross Margin On Sales



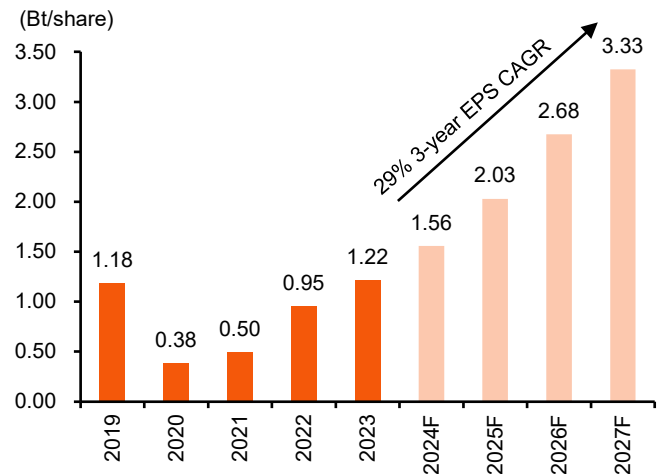
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Imported Sales Mix



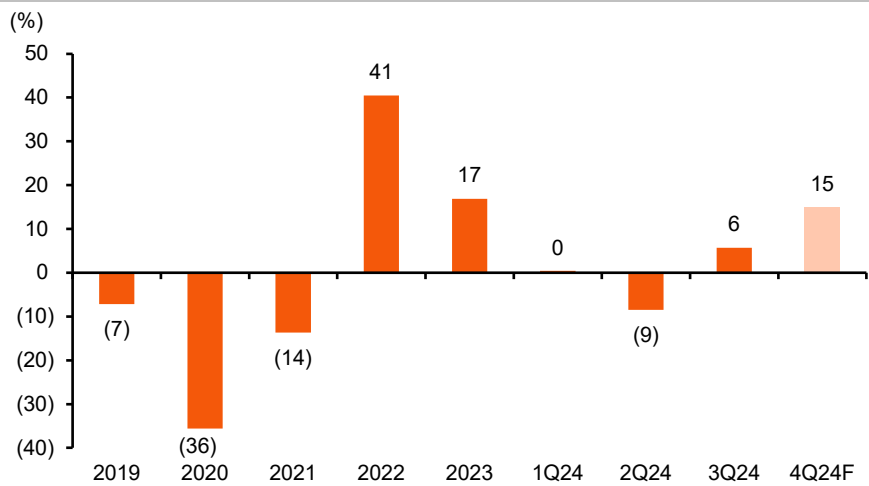
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: A 29% EPS CAGR In 2025-27F



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: SSSG



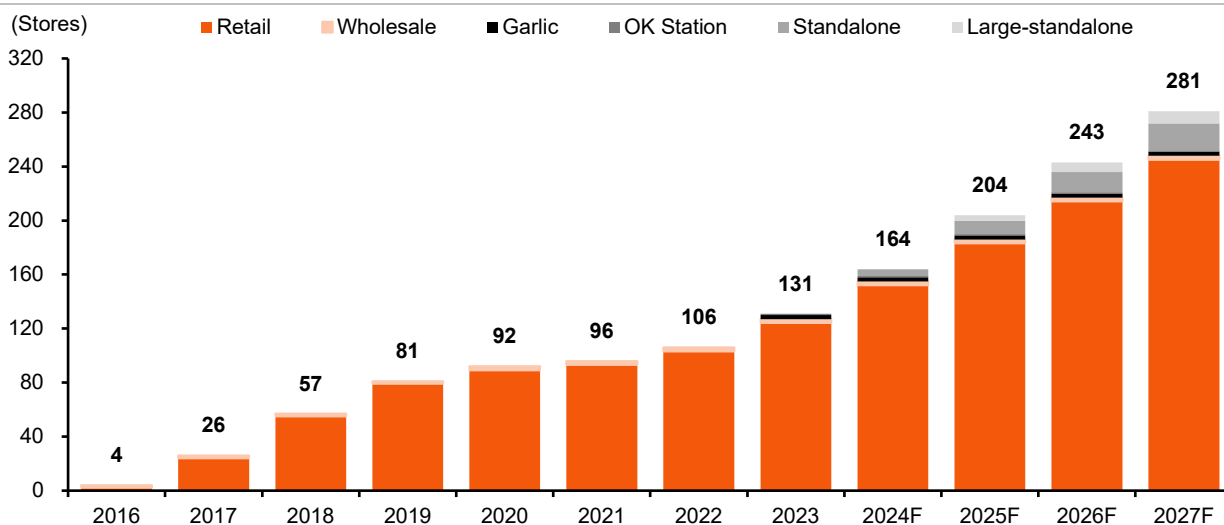
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: 4Q24F Preview

Yr-end Dec (Bt m)	Income Statement					Change	
	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	(q-q%)	(y-y%)
Revenue	789	692	637	736	1,030	40	30
Gross profit	429	379	338	389	543	40	27
SG&A	230	217	229	242	288	19	25
Operating profit	198	163	109	147	255	74	29
EBITDA	278	244	193	236	352	49	26
Other income	4	4	4	4	4	12	10
Other expenses	(5)	(6)	(6)	(7)	(7)	na	na
Interest expenses	16	17	18	19	19	1	18
Profit before tax	191	155	102	138	247	79	29
Income tax	44	30	21	30	48	60	10
Equity & invest. Income							
Minority interest							
Extraordinary items							
Net profit	147	125	81	108	199	84	35
Normalized profit	147	125	81	108	199	84	35

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: Store Number (YE)



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2025F

(Bt m)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	Terminal value
EBITDA	962	1,228	1,493	1,768	2,056	2,358	2,678	3,017	3,376	3,756	4,157	
Free cash flow	491	728	951	1,180	1,418	1,664	1,925	2,201	2,494	2,803	3,130	35,549
PV of free cash flow	490	602	715	807	881	915	958	992	1,017	1,034	995	11,298
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.9											
WACC (%)	10.0											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add	20,704											
Net debt	(93)											
Minority interest	0											
Equity value	20,797											
# of shares (m)	330											
Equity value/share (Bt)	63											

Source: Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 10: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div. yield	
			24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F
Marks & Spencer	MKS LN	Britain	39.9	(1.8)	14.5	14.8	2.1	1.1	7.1	4.8	1.2	4.1
J Sainsbury PLC	SBRY LN	Britain	(3.2)	4.2	10.4	10.0	0.7	0.7	4.9	4.8	5.8	6.1
Tesco	TSCO LN	Britain	12.7	11.7	13.2	11.8	1.8	1.9	7.1	6.9	3.7	4.2
Carrefour SA	CA FP	France	10.6	17.4	8.1	6.9	0.9	0.8	5.6	5.1	6.4	6.7
Casino Guichard	CO FP	France	82.7	51.9	na	na	0.2	0.2	5.4	5.3	0.0	0.0
L'Oreal SA	OR FP	France	0.9	9.6	26.0	23.7	5.3	4.8	17.1	16.2	2.1	2.2
Alimentation Couche	ATD/B CN	Canada	(2.0)	5.7	na	na	na	na	11.5	10.6	na	na
Aeon	8267 JP	Japan	39.9	10.5	81.8	74.1	3.1	2.9	9.5	9.4	1.0	1.1
Kao Corporation	4452 JP	Japan	132.1	10.6	26.8	24.2	2.8	2.7	12.2	11.2	2.5	2.5
Lion Corporation	4912 JP	Japan	8.6	3.6	26.7	25.8	1.8	1.7	10.4	9.8	1.5	1.6
Shiseido Co. Ltd	4911 JP	Japan	1.8	166.2	60.3	22.7	1.8	1.7	12.4	9.4	2.2	2.3
Lawson	2651 JP	Japan	112.2	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Seven & I Holdings	3382 JP	Japan	(15.7)	(5.3)	28.1	29.7	1.8	1.8	9.7	9.7	1.5	1.6
Lotte Corp	004990 KS	South Korea	na	na	na	9.7	0.5	0.5	8.4	8.4	7.1	8.2
Shinsegae	004170 KS	South Korea	(20.3)	13.1	5.4	4.8	0.3	0.3	7.2	6.8	3.2	3.3
Amore Pacific Group	002790 KS	South Korea	140.6	(42.8)	6.8	11.9	0.5	0.5	8.5	6.7	2.7	2.0
Best Buy Co Inc	BBY US	USA	2.0	8.9	13.8	12.7	5.6	5.5	7.0	6.6	4.3	4.6
Wal-Mart Stores	WMT US	USA	14.3	11.2	35.3	31.7	7.7	7.0	17.6	16.1	1.0	1.0
Home Depot Inc	HD US	USA	0.2	4.3	26.5	25.4	na	na	18.0	17.3	2.2	2.4
Levi Strauss & Co.	LEVI US	USA	12.8	14.0	12.8	11.3	3.0	2.6	8.1	7.6	3.1	3.4
Yonghui Superstores	601933 CH	China	55.3	179.4	na	na	7.0	6.7	20.2	18.1	0.1	0.2
Sa International	178 HK	Hong Kong	na	(71.3)	7.6	26.4	1.7	1.7	5.4	6.9	7.3	4.7
Dairy Farm Intl Hldgs	DFI SP	Hong Kong	31.0	12.2	17.2	15.3	3.1	2.9	8.4	7.7	3.6	4.7
President Chain Store	2912 TT	Taiwan	6.3	8.6	23.6	21.8	7.0	6.1	9.8	9.2	3.7	3.9
7-Eleven Malaysia	SEM MK	Malaysia	71.2	(1.8)	17.7	18.0	5.5	4.9	9.2	8.6	1.5	2.9
Berli Jucker *	BJC TB	Thailand	8.0	7.0	18.3	17.1	0.8	0.8	10.7	10.4	3.8	4.1
COM7 *	COM7 TB	Thailand	11.5	24.2	19.0	15.3	6.6	5.5	14.0	11.5	3.1	3.8
CP All *	CPALL TB	Thailand	33.3	17.5	24.5	20.9	4.6	4.1	9.7	8.7	2.0	2.4
CP Axtra *	CPAXT TB *	Thailand	24.7	18.0	33.6	28.5	1.2	1.2	13.3	12.3	2.1	2.5
Central Pattana *	CPN TB	Thailand	13.9	8.0	17.6	16.3	2.8	2.5	12.7	11.9	3.1	3.2
Central Retail Corp. *	CRC TB	Thailand	2.3	11.9	24.2	21.6	2.8	2.6	8.2	7.8	1.6	1.9
Dohome *	DOHOME TB	Thailand	25.3	26.5	47.2	37.3	2.4	2.3	23.1	21.6	0.1	0.1
Siam Global House *	GLOBAL TB	Thailand	(7.5)	16.9	32.7	27.9	3.3	3.0	25.0	21.9	1.1	1.3
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	12.0	10.0	2.3	2.2	4.3	5.3	8.3	9.8
Moshi Moshi Retail*	MOSHI TB *	Thailand	28.0	30.4	29.9	22.9	6.8	5.8	14.9	12.0	1.7	2.2
Average			26.1	18.0	23.9	20.9	3.1	2.8	11.1	10.2	2.9	3.2

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates using normalized EPS growth,

Based on 21 November 2024 closing price

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บมจ. โมชิ โมชิ รีเทล คอร์ปอเรชั่น (MOSHI) ดำเนินธุรกิจร้านค้าปลีกที่ตอบสนองต่อลักษณะการใช้ชีวิตประจำวันของผู้บริโภคแต่ละกลุ่ม (สินค้าไลฟ์สไตล์ (Lifestyle)) ภายใต้ชื่อทางการค้า “Moshi Moshi” หลังจากเปิดสาขาแรกในปี 2016 ปัจจุบันเป็นผู้นำตลาดด้วยส่วนแบ่งตลาดยอดขาย 56.0% ในปี 2023 ณ 3Q24 มีสาขา 158 แห่ง และมี SKUs สินค้ามากกว่า 22,000 รายการ

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

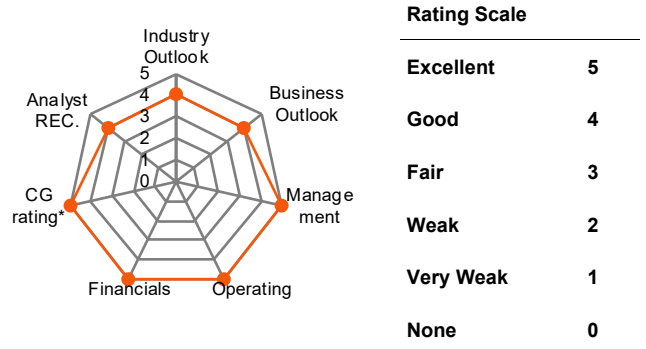
S — Strength

- ผู้ค้าปลีกสินค้าไลฟ์สไตล์อันดับ 1 ตั้งแต่ปี 2019
- การออกแบบผลิตภัณฑ์ภายในบริษัทพร้อมผลิตภัณฑ์ที่มีจำหน่ายเฉพาะที่ Moshi Moshi
- การเงินแข็งแกร่ง

O — Opportunity

- การขยายโอกาสในประเทศไทยและต่างประเทศ
- รูปแบบร้านค้าใหม่และผลิตภัณฑ์ใหม่
- ใบอนุญาตดำเนินธุรกิจจรรยาบรรณการตัวละคร

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *No CG Rating

W — Weakness

- ร้านค้าส่วนใหญ่ทำสัญญาเช่าในห้างสรรพสินค้าและไฮเปอร์มาร์เก็ต และมีความเสี่ยงที่จะถูกยกเลิกสัญญาหรือขึ้นค่าเช่า

T — Threat

- ผลิตภัณฑ์คู่แข่งจากช่องทางออนไลน์
- โรคระบาดที่อาจทำให้เกิดการปิดร้านชั่วคราว

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	58.48	63.00	8%
Net profit 24F (Bt m)	494	514	4%
Net profit 25F (Bt m)	604	670	11%
Consensus REC	BUY: 8	HOLD: 0	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรสุทธิปี 2024-25F ของเราสูงกว่าของตลาด 4-11% เนื่องจากเรารวมยอดขายสาขาเดิมที่แข็งแกร่งกว่าคาดใน 4Q24F และเปิดการขยายสาขาใหม่และเพิ่มขึ้นในประมาณการ
- ดังนั้นราคาเป้าหมายของเราจึงสูงกว่าของตลาด 8%

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

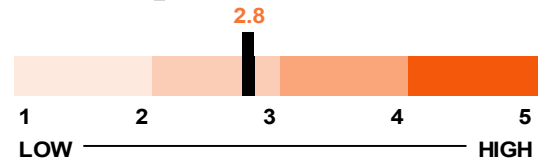
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากเศรษฐกิจอ่อนแอกว่าที่เราคาดไว้ในปัจจุบัน จะเป็นความเสี่ยงต่อคาดการณ์ของเรา
- หากคู่แข่งขยายตัวเร็วกว่าที่เราคาดไว้ จะเป็นอีกความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

MOSHI ดำเนินธุรกิจร้านค้าสินค้าไลฟ์สไตล์ภายใต้แบรนด์ "Moshi Moshi" ของบริษัท ณ 3Q24 มีสาขา 158 แห่ง มีสินค้ามากกว่า 22,000 SKU และคลังสินค้า 1 แห่ง เราให้คะแนน ESG MOSHI ที่ 2.8 ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มค้าปลีก สะท้อนให้เห็นถึงการขาดเป้าหมายที่เป็นรูปธรรมสำหรับประเด็น ESG โดยรวม

Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
MOSHI	-	-	-	-	-	-	-	-	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
<p>ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)</p> <ul style="list-style-type: none"> นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก การบริหารจัดการน้ำ การบริหารจัดการของเสีย 	<ul style="list-style-type: none"> MOSHI ไม่มีโรงงาน ไม่ได้ก่อให้เกิดก๊าซเรือนกระจกโดยตรง (GHG) มากนัก แต่มุ่งมั่นที่จะลดการปล่อยก๊าซโดยตรงตรวจสอบให้แน่ใจว่ายานพาหนะขนส่งสินค้าอยู่ในสภาพพร้อมใช้งานเพื่อป้องกันการเผาไหม้เชื้อเพลิงที่ไม่สมบูรณ์ ในขณะที่มีแคมเปญประหยัดพลังงานด้วย MOSHI ลดการใช้วัสดุและเครื่องใช้สำนักงานโดยการใช้ซ้ำหรือรีไซเคิล MOSHI ใช้บรรจุภัณฑ์ที่ทนทานแทนบรรจุภัณฑ์แบบใช้แล้วทิ้งเพื่อประหยัดทรัพยากรและลดปริมาณขยะ MOSHI กำจัดของเสียและของเสียอันตรายอย่างเหมาะสมเพื่อลดมลพิษ MOSHI ออกแบบและผลิตผลิตภัณฑ์จากวัสดุที่เป็นมิตรกับสิ่งแวดล้อม
<p>ด้านสังคม (SOCIAL)</p> <ul style="list-style-type: none"> การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน การดูแลพนักงาน สุขอนามัยและความปลอดภัย ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม 	<ul style="list-style-type: none"> MOSHI สนับสนุนและเคารพสิทธิมนุษยชน ปฏิบัติต่อพนักงานอย่างเท่าเทียมและเป็นธรรม ส่งเสริมการจ้างแรงงานในท้องถิ่น ผู้ด้อยโอกาส และผู้พิการ มีนโยบายไม่เลือกปฏิบัติต่อความแตกต่างทางเชื้อชาติ ศาสนา เพศ อายุ การศึกษา ความเชื่อ และอื่นๆ MOSHI ให้สวัสดิการ ความปลอดภัย และสุขอนามัยแก่พนักงานในสถานที่ทำงานเพื่อให้มั่นใจถึงความพึงพอใจในการทำงาน MOSHI เสนอการพัฒนาบุคลากรโดยการจัดฝึกอบรมอย่างต่อเนื่องเพื่อส่งเสริมความสามารถของพนักงาน MOSHI เข้าร่วมกิจกรรมของชุมชน โรงเรียน และองค์กรของรัฐเพื่อมีส่วนร่วมและทำให้สภาพแวดล้อมของชุมชนน่าอยู่ยิ่งขึ้น
<p>ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)</p> <ul style="list-style-type: none"> โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท จริยธรรมและความโปร่งใส ความยั่งยืนของธุรกิจ การบริหารความเสี่ยง นวัตกรรม 	<ul style="list-style-type: none"> คณะกรรมการบริษัท (BOD) มีสมาชิก 10 คน ในจำนวนนี้เป็นกรรมการอิสระ 4 คน และ 5 คนเป็นสมาชิกในครอบครัว MOSHI มุ่งมั่นที่จะทำให้อุตสาหกรรมเติบโตผ่านการกำกับดูแลกิจการ เพื่อให้มั่นใจว่าบริษัทและบริษัทย่อยดำเนินงานอย่างมีประสิทธิภาพ ยุติธรรม โปร่งใส และมีคุณธรรม กระบวนการจัดการความเสี่ยงตั้งอยู่บนกรอบการทำงานที่ดี ซึ่งประกอบด้วยกระบวนการระบุความเสี่ยงและการประเมินความเสี่ยงที่ครอบคลุมปัจจัยภายในและภายนอกที่อาจส่งผลกระทบต่อการทำงานจากการบรรลุเป้าหมาย รวมถึงความเสี่ยงเกี่ยวกับกลยุทธ์ การเงิน การปฏิบัติงาน กฎหมาย และการปฏิบัติตามกฎข้อบังคับ

Sources: Company data, Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	1,890	2,530	3,094	3,713	4,570
Cost of sales	899	1,180	1,445	1,687	2,051
Gross profit	991	1,350	1,649	2,026	2,519
% gross margin	52.4%	53.4%	53.3%	54.6%	55.1%
Selling & administration expenses	654	815	976	1,150	1,384
Operating profit	337	535	674	875	1,135
% operating margin	17.8%	21.1%	21.8%	23.6%	24.8%
Depreciation & amortization	279	296	352	384	411
EBITDA	616	831	1,026	1,259	1,546
% EBITDA margin	32.6%	32.9%	33.2%	33.9%	33.8%
Non-operating income	6	14	17	20	25
Non-operating expenses	6	15	26	18	23
Interest expense	(27)	(53)	(74)	(76)	(79)
Pre-tax profit	322	510	642	837	1,104
Income tax	69	108	128	167	221
After-tax profit	253	402	514	670	883
% net margin	13.4%	15.9%	16.6%	18.0%	19.3%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	253	402	514	670	883
Normalized profit	253	402	514	670	883
EPS (Bt)	0.9	1.2	1.6	2.0	2.7
Normalized EPS (Bt)	0.9	1.2	1.6	2.0	2.7

A growth stock with a 29% three-year EPS CAGR in 2025-27F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
ASSETS:					
Current assets:	1,221	1,624	1,882	2,140	2,655
Cash & cash equivalent	756	95	93	211	489
Account receivables	9	12	15	18	22
Inventories	404	422	534	624	759
Others	52	1,095	1,239	1,287	1,384
Investments & loans	6	6	6	6	6
Net fixed assets	706	717	860	1,054	1,206
Other assets	868	1,296	1,366	1,419	1,452
Total assets	2,801	3,643	4,114	4,619	5,318
LIABILITIES:					
Current liabilities:	527	601	771	840	992
Account payables	224	283	356	416	506
Bank overdraft & ST loans	0	0	0	(0)	0
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	303	318	415	424	487
Total LT debt	0	0	0	0	0
Others LT liabilities	664	1,060	1,073	1,131	1,178
Total liabilities	1,191	1,661	1,844	1,971	2,170
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	300	330	330	330	330
Share premium	1,178	1,178	1,178	1,178	1,178
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	0	0	0	0	0
Retained earnings	132	474	762	1,140	1,640
Shareholders' equity	1,610	1,982	2,270	2,648	3,148
Liabilities & equity	2,801	3,643	4,114	4,619	5,318

Sales are mostly in cash, with very low accounts receivable

Clean B/S, with no interest-bearing debts

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	322	510	642	837	1,104
Tax paid	(53)	(86)	(120)	(150)	(202)
Depreciation & amortization	279	296	352	384	411
Chg In working capital	(87)	38	(42)	(33)	(49)
Chg In other CA & CL / minorities	(102)	(997)	(55)	(57)	(53)
Cash flow from operations	359	(239)	777	982	1,210
Capex	(42)	(84)	(222)	(280)	(246)
Right of use	(336)	(644)	(350)	(350)	(350)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	0	0	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	133	336	19	58	47
Cash flow from investments	(245)	(392)	(553)	(572)	(549)
Debt financing	0	0	0	(0)	0
Capital increase	1,253	30	0	0	0
Dividends paid	(839)	(30)	(226)	(292)	(383)
Warrants & other surplus	(10)	(30)	0	0	0
Cash flow from financing	404	(30)	(226)	(292)	(383)
Free cash flow	316	(323)	555	702	964

Very high EBITDA/capex

VALUATION

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	49.0	38.2	29.9	22.9	17.4
Normalized PE - at target price (x)	66.4	51.8	40.5	31.0	23.5
PE (x)	49.0	38.2	29.9	22.9	17.4
PE - at target price (x)	66.4	51.8	40.5	31.0	23.5
EV/EBITDA (x)	18.9	18.4	14.9	12.0	9.6
EV/EBITDA - at target price (x)	26.1	24.9	20.2	16.3	13.1
P/BV (x)	9.5	7.7	6.8	5.8	4.9
P/BV - at target price (x)	12.9	10.5	9.2	7.9	6.6
P/CFO (x)	34.6	(64.2)	19.8	15.6	12.7
Price/sales (x)	8.1	6.1	5.0	4.1	3.4
Dividend yield (%)	0.2	1.3	1.7	2.2	2.8
FCF Yield (%)	2.5	(2.1)	3.6	4.6	6.3
(Bt)					
Normalized EPS	0.9	1.2	1.6	2.0	2.7
EPS	0.9	1.2	1.6	2.0	2.7
DPS	0.1	0.6	0.8	1.0	1.3
BV/share	4.9	6.0	6.9	8.0	9.5
CFO/share	1.3	(0.7)	2.4	3.0	3.7
FCF/share	1.2	(1.0)	1.7	2.1	2.9

Sources: Company data, Thanachart estimates

PE has fallen to the sector average despite strong EPS growth for many years

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Growth Rate					
Sales (%)	50.5	33.8	22.3	20.0	23.1
Net profit (%)	92.9	58.6	28.0	30.4	31.8
EPS (%)	90.8	28.3	28.0	30.4	31.8
Normalized profit (%)	92.9	58.6	28.0	30.4	31.8
Normalized EPS (%)	90.8	28.3	28.0	30.4	31.8
Dividend payout ratio (%)	11.8	49.3	49.3	49.3	49.3
Operating performance					
Gross margin (%)	52.4	53.4	53.3	54.6	55.1
Operating margin (%)	17.8	21.1	21.8	23.6	24.8
EBITDA margin (%)	32.6	32.9	33.2	33.9	33.8
Net margin (%)	13.4	15.9	16.6	18.0	19.3
D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.0	0.0	(0.0)	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.5)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.2)
Interest coverage - EBIT (x)	12.6	10.0	9.1	11.5	14.4
Interest coverage - EBITDA (x)	23.1	15.6	13.8	16.5	19.6
ROA - using norm profit (%)	10.6	12.5	12.5	15.3	17.8
ROE - using norm profit (%)	19.7	22.4	22.6	27.2	30.5
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	19.7	22.4	22.6	27.2	30.5
- asset turnover (x)	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
- operating margin (%)	18.4	22.3	23.2	24.6	25.9
- leverage (x)	1.9	1.8	1.8	1.8	1.7
- interest burden (%)	92.4	90.5	89.7	91.6	93.3
- tax burden (%)	78.6	78.8	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
ROIC (%)	37.0	49.3	28.6	32.2	37.2
NOPAT (Bt m)	265	421	539	700	908
invested capital (Bt m)	855	1,887	2,177	2,437	2,659

Sources: Company data, Thanachart estimates

Record profit in 2024F and 30/32% EPS growth in 2025-26F

High and rising ROE, based on our 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 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	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's.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. ("MJJK") 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 MJJK. 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. MJJK 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.

MJJK 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 MJJK or MSFJ (as applicable) have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to MJJK or MSFJ (as applicable) for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from JPY125,000 to approximately JPY550,000,000.

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

Refinitiv ESG

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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 ปทุมไรชมิล 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 มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมศิริเลิศ 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

พิมพ์ผกา นิจารุณ, CFA
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์, CFA
adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติมน้ำมัน

พัทธดนย์ บุญนาค
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชยกรรม

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์
phanarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, หินผุ, Property Fund, REITs, บันทึกลง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ
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, อิเล็กทรอนิกส์

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพลตฟอร์ม

ลาภินี ทิพย์มณฑล
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ธรรมบำรุง
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ คุณเจริญไพศาล
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

มณฑุณี เพชรแสงใสกุล

monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล

kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

varathip.run@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต

sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิ้มวณิชปราวณี

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