

BUY (Unchanged)

TP: Bt 44.00 (Unchanged)

20 FEBRUARY 2025

Company Update

Upside : 55.8%

Minor International Pcl (MINT TB)

การดำเนินงานเป็นไปได้ด้วยดี



SIRIPORN ARUNOTHAI

662-779-9119

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

เรคาดำแนะนำ "ซื้อ" MINT แม้ธุรกิจของบริษัทฯ จะดำเนินงานไปได้ดีในหลายด้าน แต่มูลค่าหุ้นได้ลดลงมาอยู่ที่ 20.9 เท่า PE ซึ่งเรามองว่าไม่แพงสำหรับบริษัทที่มีการดำเนินงานและมีฐานสินทรัพย์แข็งแกร่ง พร้อมกับแนวโน้มการเติบโตของกำไรต่อหุ้นที่ยังยืนที่ 16% ต่อปี ในปี 2025-27F

การดำเนินงานและแนวโน้มแข็งแกร่ง แนะนำ "ซื้อ"

เรคาดำแนะนำ "ซื้อ" MINT เนื่องจาก 1) ราคาหุ้นของ MINT ได้ลดลงตาม SET ซึ่งทำให้มูลค่าหุ้นที่ 20.9 เท่า PE ดูน่าสนใจเมื่อเทียบกับการดำเนินธุรกิจที่แข็งแกร่งของบริษัทฯ ขณะที่โรงแรมจดทะเบียนอื่นในภูมิภาค ชื่อขายที่ PE ที่ 19-34 เท่า 2) เราคาดว่า MINT จะมี EPS ที่เติบโตอย่างยั่งยืนเฉลี่ยต่อปีที่ 16% ในปี 2025-27F ธุรกิจของบริษัทฯ ในปัจจุบันกำลังดำเนินงานได้ดีในทุกด้าน 3) MINT กำลังได้ประโยชน์จากอัตราดอกเบี้ยที่ลดลง และหนี้สินที่ลดลง ซึ่งปัจจุบันมีหนี้สินอยู่ที่ 9.3 หมื่นลบ. ทั้งนี้ในบทวิเคราะห์นี้ เราปรับประมาณการกำไรในปี 2025-27F ลงเล็กน้อยที่ 0.0%/ -0.3%/ -1.6% ตามลำดับ แต่ราคาเป้าหมายของเรายังคงเดิมที่ 44.0 บาท

ธุรกิจโรงแรมมีการดำเนินงานที่ดี

ธุรกิจโรงแรมคิดเป็น 81% ของรายได้รวมของ MINT ในปี 2024 โรงแรมในประเทศไทยและยุโรปคิดเป็น 13% และ 64% ของรายได้โรงแรมรวมในปี 2024 รายได้ต่อห้องพัก (RevPar) ของโรงแรมในประเทศไทยเติบโต 12% y-y ในปี 2024 การฟื้นตัวของนักท่องเที่ยวจีนเป็นปัจจัยหนุน ขณะที่นักท่องเที่ยวจากชาติอื่นๆ ยังคงไหลเข้ามาแข็งแกร่ง และเติบโตต่อเนื่อง RevPar ของ MINOR HOTELS Europe and Americas (NHH) เติบโต 8% y-y ในปี 2024 และมีแนวโน้มแข็งแกร่งต่อเนื่องใน 1Q25 จากนักท่องเที่ยวและผู้เดินทางเพื่อธุรกิจ รายได้จากการจองห้องพักของโรงแรมในประเทศไทยและยุโรปยังคงเติบโต 9% y-y และ 5% y-y ตามลำดับ ใน 1Q25 เราคาดว่า RevPar ของ MINT (ไม่รวม NHH) จะเติบโตที่ 5/3/3% และ 5/4/3% ในปี 2025-27F สำหรับ NHH

ธุรกิจอาหารมีแนวโน้มดีขึ้น

ธุรกิจอาหารคิดเป็น 19% ของรายได้รวมของ MINT ในปี 2024 โดยธุรกิจอาหารในไทยคิดเป็น 60% ของรายได้จากธุรกิจอาหาร, จีน 11%, ออสเตรเลีย 11%, และภูมิภาคอื่นๆ 18% การเติบโตของยอดขายสาขาเดิมลดลง 2.2% y-y ในปี 2024 (+0.8% สำหรับไทย, -2.4% สำหรับออสเตรเลีย, และ -19.6% สำหรับจีน) อย่างไรก็ตามการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมของ MINT ปรับตัวดีขึ้นในทุกภูมิภาคใน 4Q24 แม้ว่าการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมในออสเตรเลียและจีนยังคงอยู่ในแดนลบใน 4Q24 ก็ตาม MINT คาดว่ายอดขายสาขาเดิมจะดีขึ้นในปี 2025 โดยได้แรงหนุนจากเมนูใหม่และแคมเปญการตลาดในประเทศไทย, รูปแบบร้านใหม่ในออสเตรเลีย, และเมนูใหม่พร้อมการเปิดตัวแบรนด์ใหม่ในจีน เราคาดว่ายอดขายสาขาเดิมจะเติบโตที่ 2/3/3% ในปี 2025-27F

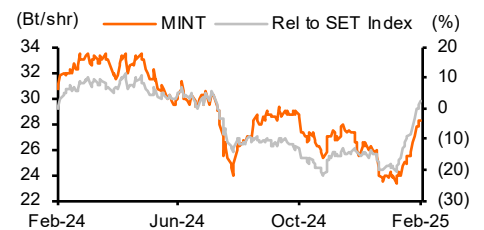
ดอกเบี้ยจ่ายลดลง

MINT มีหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยรวมทั้งสิ้น 9.3 หมื่นลบ. ในปี 2024 (67% เป็นเงินยูโร, 25% เป็นเงินบาท, 3% เป็นดอลลาร์ออสเตรเลีย, 2% เป็นดอลลาร์สหรัฐ และ 3% เป็นสกุลเงินอื่น) อัตราส่วนดอกเบี้ยยังคงที่เทียบกับอัตราดอกเบี้ยลอยตัวของ MINT อยู่ที่ 59:41 ในปี 2024 แนวโน้มอัตราดอกเบี้ยที่ลดลง และการชำระหนี้กำลังช่วยลดภาระดอกเบี้ยจ่ายของ MINT เราได้คาดว่าต้นทุนทางการเงินเฉลี่ยของ MINT จะลดลง 10bps ในปี 2025F แล้ว ดอกเบี้ยจ่ายของ MINT พุ่งสูงสุดที่ 11.8 พันลบ. ในปี 2024 และคาดว่าจะลดลงเหลือ 10.5/9.9/9.2 พันลบ. ในปี 2025-27F

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	160,976	167,150	175,508	183,548
Net profit	7,750	9,387	10,846	12,243
Consensus NP	—	9,218	10,639	12,781
Diff frm cons (%)	—	1.8	1.9	(4.2)
Norm profit	8,390	9,387	10,846	12,243
Prev. Norm profit	—	9,386	10,877	12,446
Chg frm prev (%)	—	0.0	(0.3)	(1.6)
Norm EPS (Bt)	1.2	1.4	1.6	1.9
Norm EPS grw (%)	15.3	15.0	19.0	15.3
Norm PE (x)	24.0	20.9	17.5	15.2
EV/EBITDA (x)	6.0	6.1	5.8	5.5
P/BV (x)	1.8	1.8	1.7	1.6
Div yield (%)	2.1	2.6	3.1	3.6
ROE (%)	10.2	10.5	11.7	12.7
Net D/E (%)	78.4	77.9	70.2	61.6

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 20-Feb-25 (Bt)	28.25
Market Cap (US\$ m)	4,759.0
Listed Shares (m shares)	5,670.0
Free Float (%)	60.1
Avg Daily Turnover (US\$ m)	13.4
12M Price H/L (Bt)	33.50/23.30
Sector	Tourism
Major Shareholder Group of Mr. William Heinecke	33%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

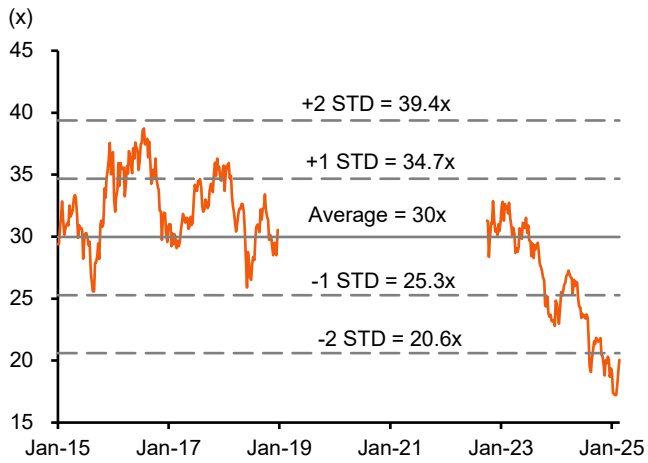
ESG Summary Report P8

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความคิดเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

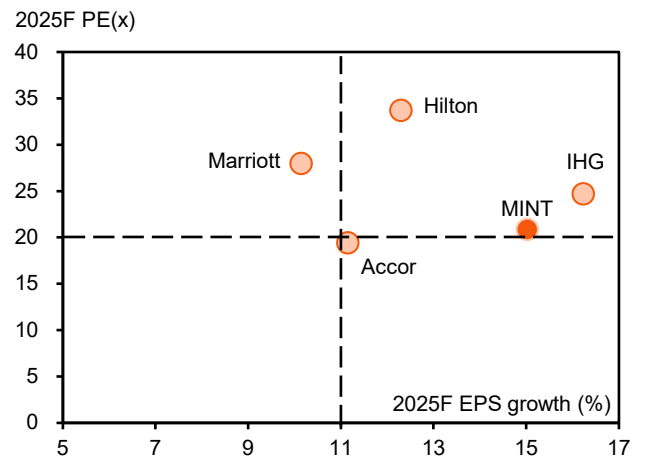


Ex 1: MINT's PE Band Chart



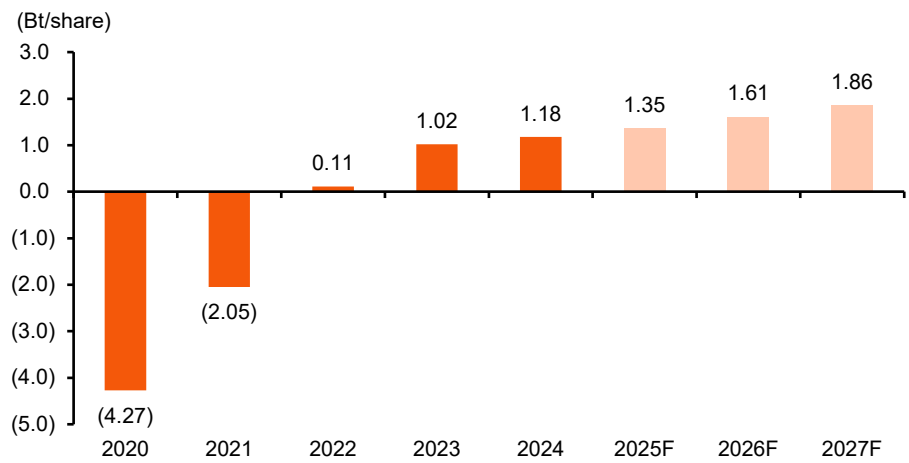
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 2: Valuation Comparison



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 3: Normalized EPS



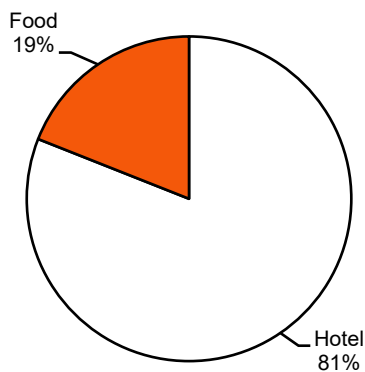
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year of 2025F

(Bt m)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	Terminal Value
EBITDA excl. depre from right of use	28,612	30,411	31,919	33,305	34,381	35,743	37,134	38,598	40,142	41,772	43,488	45,334	—
Free cash flow	10,121	14,994	16,321	22,471	23,301	24,448	25,568	26,735	27,958	29,242	30,592	30,047	445,558
PV of free cash flow	10,093	12,808	12,885	16,390	15,706	14,879	14,325	13,786	13,271	12,778	11,999	10,822	160,469
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	1.2												
WACC (%)	8.2												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value - add investments	338,233												
Net debt (2024)	79,612												
Minority interest	11,303												
Equity value	247,318												
# of shares*	5,670												
Target price/share (Bt)	44.00												

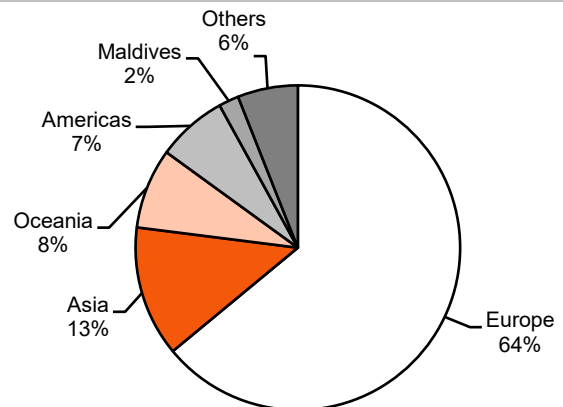
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Revenue Breakdown By Business In 2024



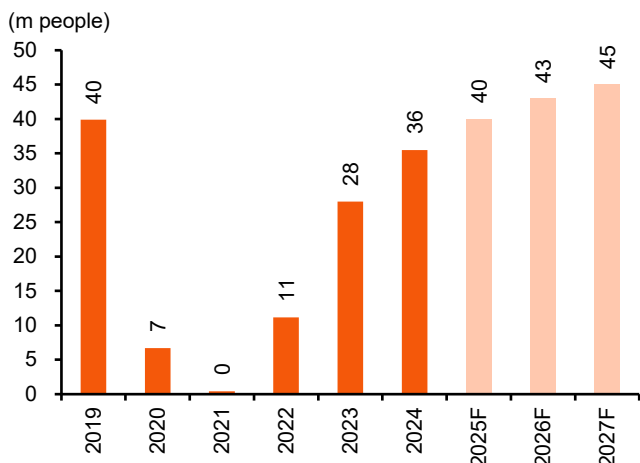
Source: Company data

Ex 6: Hotel Revenue Breakdown By Geography In 2024



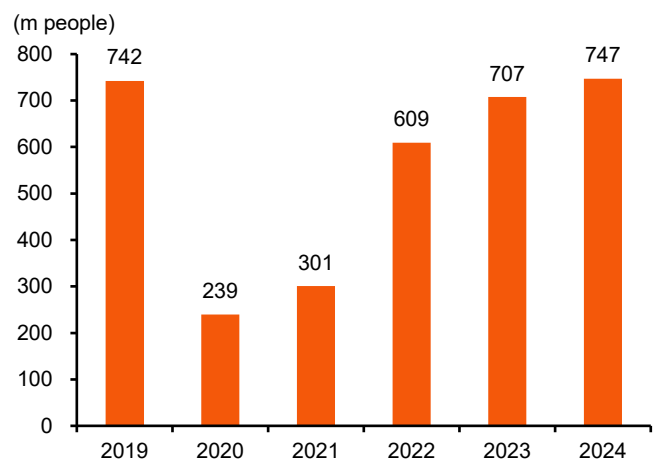
Source: Company data

Ex 7: Number Of International Tourists Visiting Thailand



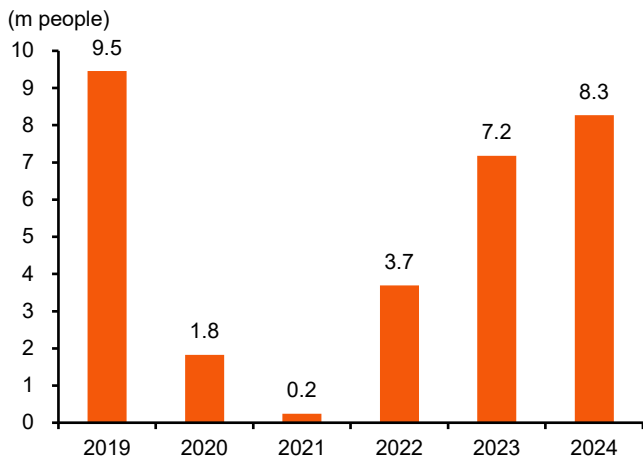
Sources: MOTs, Thanachart estimates

Ex 8: Number Of International Tourists Visiting Europe



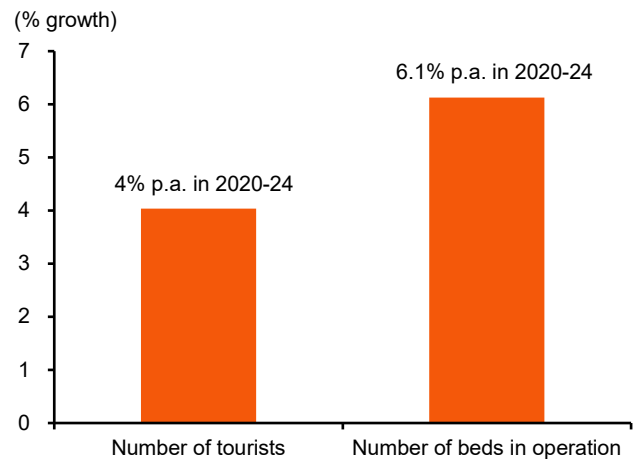
Source: Statista Research

Ex 9: Number Of International Tourists Visiting Australia



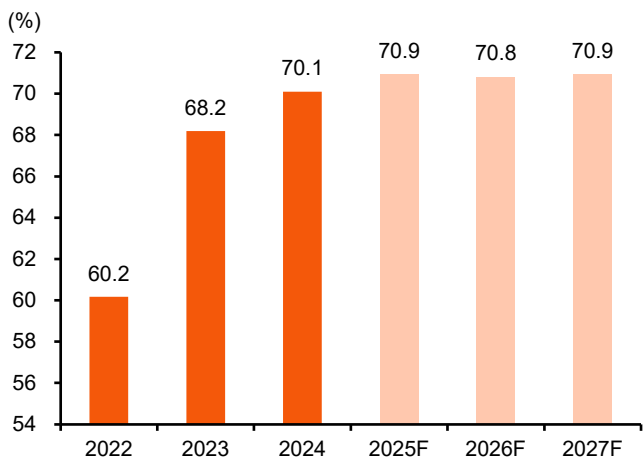
Source: Tourism Australia

Ex 10: Tourism Demand Vs. Supply In The Maldives



Source: Ministry of Tourism Republic of Maldives

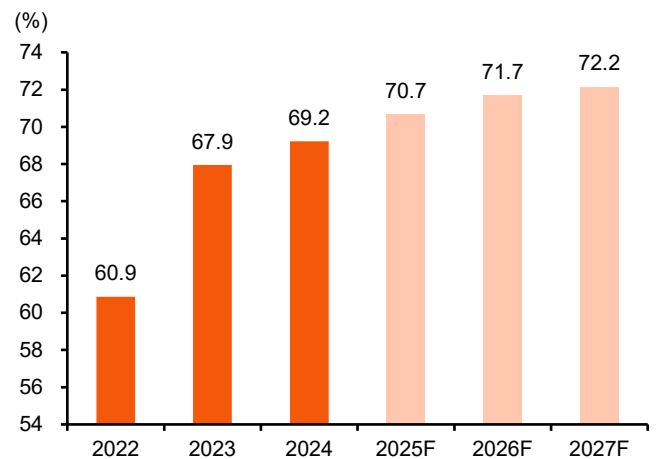
Ex 11: MINT's OR – Excluding NHH



Sources: Company data, Thanachart estimates

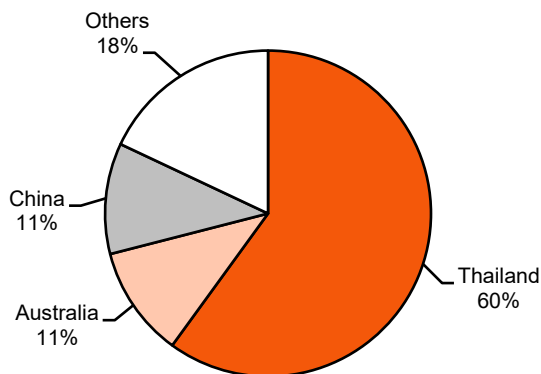
Note: * Flat OR in 2025-27F is due to new hotels' lower OR

Ex 12: NHH's OR



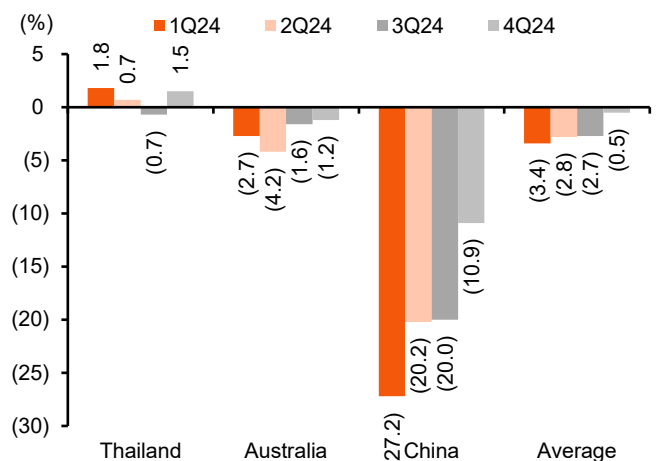
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 13: Food Revenue Breakdown By Geography In 2024



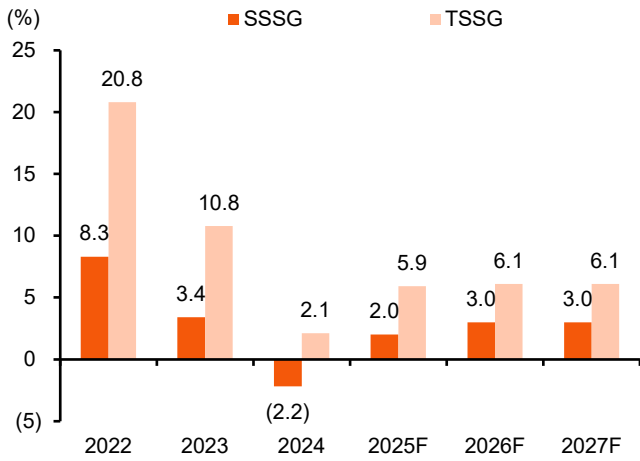
Source: Company data

Ex 14: Quarterly SSSG



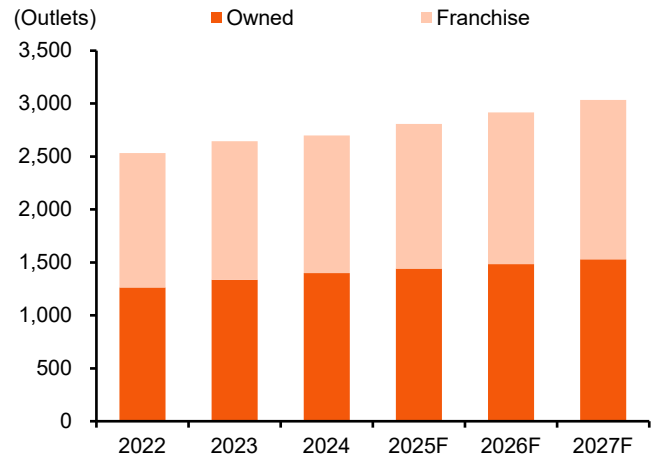
Source: Company data

Ex 15: SSSG And TSSG



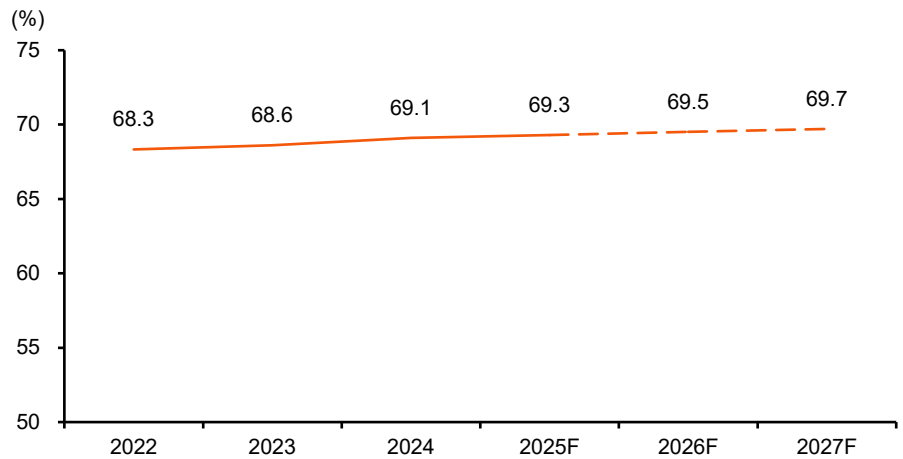
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 16: Net New Store Openings



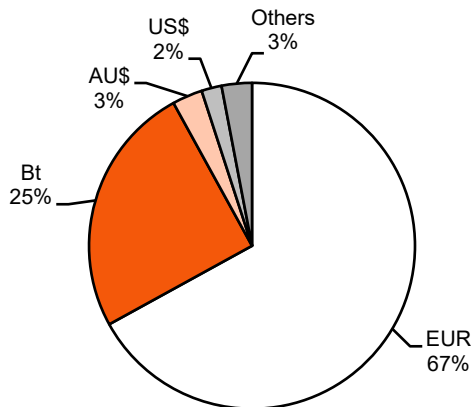
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 17: Food's Gross Margin



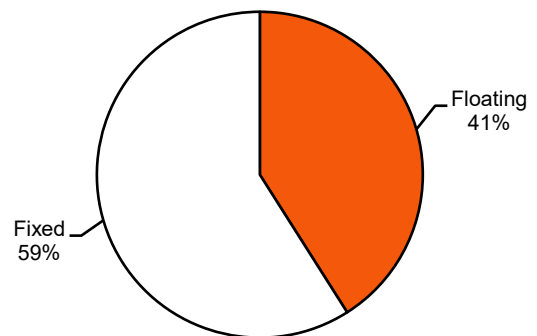
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 18: 2024 MINT's Debt Profile By Currency

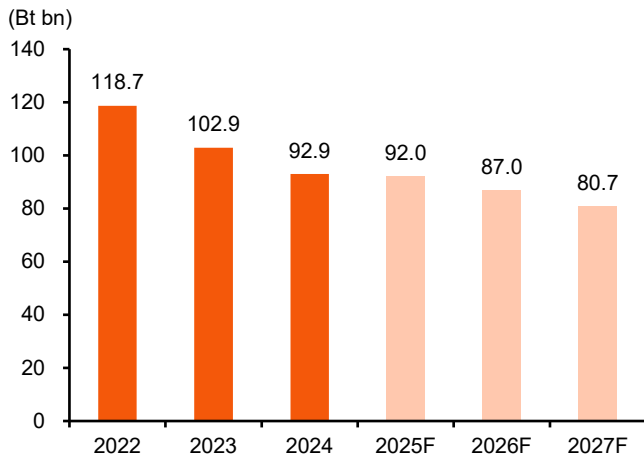


Source: Company data

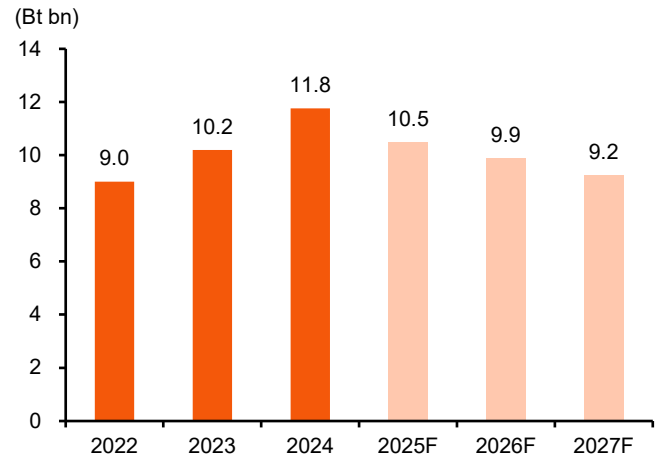
Ex 19: 2024 MINT's Debt Profile By Type



Source: Company data

Ex 20: Falling Interest-Bearing Debt

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 21: Falling Interest Expense

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison**Ex 22: Valuation Comparison With Regional Peers**

Name	BBG code	Country	EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div yield	
			25F (%)	26F (%)	25F (x)	26F (x)	25F (x)	26F (x)	25F (x)	26F (x)	25F (%)	26F (%)
Accor SA	AC FP	France	11.1	14.5	19.4	17.0	2.5	2.4	12.3	11.3	2.8	3.3
Indian Hotels	IH IN	India	33.3	27.8	64.5	50.5	9.7	8.3	38.3	31.0	0.3	0.4
Resorttrust	4681 JP	Japan	13.7	9.6	17.8	16.2	2.3	2.1	9.1	8.5	2.0	2.3
Hotel Shilla	008770 KS	S. Korea	na	73.5	31.4	18.1	2.5	2.2	14.8	12.0	0.6	0.6
NH Hotel Group	NHH SM	Spain	(16.3)	0.0	15.4	15.4	2.1	1.9	7.5	7.5	1.5	1.3
Shanghai Jin Jiang Capital	2006 HK	Hong Kong	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Hongkong & Shanghai	45 HK	Hong Kong	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Shangri-La Asia	69 HK	Hong Kong	(16.8)	20.9	106.7	88.3	5.3	23.0	13.3	13.2	0.5	0.5
InterContinental Hotels	IHG US	US	16.2	12.6	24.7	22.0	na	na	17.7	16.3	1.6	1.8
Marriott International	MAR US	US	10.1	12.6	28.0	24.9	na	na	17.4	16.3	0.9	1.0
Hilton Worldwide Holdings	HLT US	US	12.3	16.1	33.7	29.0	na	na	20.1	18.4	0.3	0.3
Asset World Corp	AWC TB	Thailand	10.8	18.4	30.5	25.7	1.1	1.0	23.6	19.5	1.2	1.5
Central Plaza Hotel	CENTEL TB*	Thailand	14.7	14.8	23.8	20.7	1.9	1.8	10.3	10.1	1.9	2.2
Erawan Group	ERW TB*	Thailand	12.8	10.4	17.6	15.9	1.9	1.8	10.0	9.1	2.3	2.5
Minor International	MINT TB*	Thailand	15.0	19.0	20.9	17.5	1.8	1.7	6.1	5.8	2.6	3.1
Average			9.7	19.3	33.4	27.8	3.1	4.6	15.4	13.8	1.4	1.6

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates, using normalized EPS

Based on 20 February 2025 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ไมเนอร์อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน) เป็นเจ้าของ และดำเนินงานบริหารโรงแรมและร้านอาหารในประเทศไทยและต่างประเทศ บริษัทฯ ให้บริการธุรกิจให้บริการในต่างประเทศ ได้แก่ โรงแรม และรีสอร์ท, สปา, ร้านอาหารประเภทเฟรนไชส์, และธุรกิจจัดจำหน่ายและผลิตสินค้า นอกจากนี้ ธุรกิจอาหารแบรนด์ที่มีความหลากหลายและเป็นที่ยอมรับ ด้วยมีการขยายสาขาในไทยและต่างประเทศ

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- เป็นเจ้าของธุรกิจโรงแรม ซึ่งได้รับการยอมรับเป็นอย่างดี อาทิเช่น อนันตรา, Oaks, Avani, Tivoli และ NH Hotels
- แรนด์ร้านอาหารของ MINT เป็นผู้นำในแต่ละประเภท มีความหลากหลายของทำเลที่ตั้งของโรงแรม

O — Opportunity

- การลงทุนเชิงกลยุทธ์และการซื้อกิจการทั่วโลก
- การเติบโตที่แข็งแกร่งของการบริโภคทั่วโลก
- การพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยเพื่อเพิ่มผลกำไรของโครงการ

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	38.00	44.00	16%
Net profit 25F (Bt m)	9,218	9,387	2%
Net profit 26F (Bt m)	10,639	10,846	2%
Consensus REC	BUY: 25	HOLD: 2	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ถ้าไรของเราในปี 2025-26F และราคาเป้าหมายสูงกว่าของตลาด ซึ่งเรามองว่าจะเป็นผลมาจากการที่เรามีมุมมองเป็นบวกมากขึ้นต่อเส้นทางการเติบโตในระยะยาวของ MINT

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Rating Scale

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

Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- ภาวะอุปทานโรงแรมหรูล้นตลาดในประเทศไทย
- มีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนที่สูง หลังการเข้าซื้อกิจการครั้งใหญ่ในปี 2018

T — Threat

- การแข่งขันที่รุนแรงของผู้ประกอบธุรกิจโรงแรม ซึ่งเป็นอุปสรรคในการปลดปล่อยความสามารถในการทำกำไร
- การแข่งขันของผู้ประกอบธุรกิจร้านอาหารทั้งใน และต่างประเทศ
- การแพร่ระบาดของโควิด 19

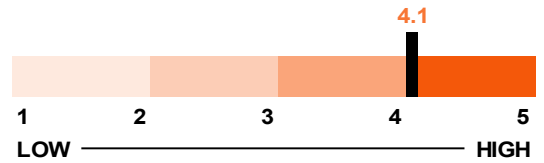
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การควบรวม NH ถือเป็นส่วนสำคัญของผลการดำเนินงานของ MINT การหดตัวของผลการดำเนินงานของ NH และ MINT เป็น downside risk ต่อประมาณการของเรา
- ผลกระทบจากสถานการณ์ทางการเมืองในไทยและทั่วโลก ภัยธรรมชาติ และการระบาดของโรค อาจเป็น downside risk ต่อประมาณการของเรา
- การเติบโตของเศรษฐกิจ การท่องเที่ยว และการบริโภค ทั้งในไทย และต่างประเทศที่ช้ากว่าคาดถือเป็น downside risk ต่อประมาณการของเรา
- การแข่งขันที่สูงขึ้นของธุรกิจโรงแรมและอาหารจะเป็น downside risk ต่อประมาณการของเรา
- การฟื้นตัวอย่างช้าของธุรกิจอาหาร เป็น downside risk ต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

MINT ดำเนินธุรกิจโรงแรม อาหาร และไลฟ์สไตล์ในหลายประเทศทั่วโลก บริษัทให้ความสำคัญต่อประเด็น ESG และรายงาน ESG ได้อธิบายเป้าหมายและแผนอย่างชัดเจน เราให้คะแนน ESG สำหรับ MINT ค่อนข้างสูงที่ 4.1 และคาดว่า MINT จะสามารถมีคะแนนที่เพิ่มขึ้นได้ในอนาคตเมื่อบรรลุเป้าหมายของบริษัทฯ มากขึ้น

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)
MINT	YES	-	-	AA	66.75	91.21	69.00	41.0	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"> MINT ดำเนินธุรกิจโรงแรมและอาหารในกว่า 63 ประเทศ โดย 78% ของรายได้ใน 2023 มาจากโรงแรม, 20% จากอาหาร และ 2% จากธุรกิจไลฟ์สไตล์ หากแบ่งตามภูมิศาสตร์ 79% ของรายได้ 2023 มาจากต่างประเทศ ส่วนใหญ่เป็นยุโรป และ 21% มาจากประเทศไทย ในฐานะบริษัทข้ามชาติ MINT มีแผนที่ชัดเจนเกี่ยวกับ ESG MINT มีเป้าหมายด้านสิ่งแวดล้อม 6 ประการ เพื่อค้ำประกันที่จะเป็น "องค์กรที่ปล่อยคาร์บอนสุทธิเท่ากับศูนย์ ภายในปี 2050": 1) ลดความเข้มข้นของพลังงานในโรงแรมลง 15% จากระดับปี 2019 ภายในปี 2025 2) ลดการปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ 15% จากระดับปี 2019 ภายในปี 2025 3) ลดการปล่อยน้ำของโรงแรมลง 10% จากระดับปี 2019 ภายในปี 2025 4) ลดการใช้พลาสติกแบบใช้ครั้งเดียวลง 75% จากปี 2018 ภายในปี 2024 5) โรงแรมเน้นธรรมชาติ ด้วยมีโครงการอนุรักษ์ระยะยาวอย่างน้อย 1 โครงการภายในปี 2023 และ 6) ลดขยะอินทรีย์ฝังกลบลง 50% จากปี 2021 ภายในปี 2023 ในปี 2024 MINT มีเป้าหมายที่จะดำเนินการวิเคราะห์การปล่อยก๊าซ scope 3 เพื่อเป็นโอกาสในการปรับปรุงและขยายการมีส่วนร่วมของซัพพลายเออร์เพื่อจัดการกับการปล่อยก๊าซทางอ้อม
<p>ด้านสังคม (SOCIAL)</p> <ul style="list-style-type: none"> การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน การดูแลพนักงาน สุขอนามัยและความปลอดภัย ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม 	<ul style="list-style-type: none"> MINT สนับสนุนให้ผู้ถือหุ้นยึดถือและนำหลักนโยบายสิทธิมนุษยชนมาใช้ ซึ่งครอบคลุมการเลือกปฏิบัติ การล่วงละเมิดทางเพศ การกลั่นแกล้งและการล่วงละเมิด และการตกเป็นเหยื่อ และมีเป้าหมายในการป้องกันและลดพฤติกรรมที่อาจส่งผลกระทบต่อความสามัคคีในที่ทำงาน MINT มีโครงการเรียนรู้และพัฒนาความสามารถและความเป็นผู้นำทั้งทางออนไลน์และออฟไลน์ เช่น Digital Academy, Finance Academy เป็นต้น MINT ได้จัดทำโปรแกรม "More You" เพื่อสร้างความมั่นใจต่อสภาพแวดล้อมในการทำงานที่ปลอดภัยและถูกสุขอนามัย และสอดคล้องกับอาชีวอนามัยและความปลอดภัย (OHS) และกรอบความเป็นอยู่ที่ดีของบริษัท และข้อบังคับทางกฎหมายที่เกี่ยวข้อง MINT สนับสนุนการพัฒนาเด็กและสมาชิกในชุมชนที่ด้อยโอกาสผ่านการลงทุนของชุมชน การริเริ่มเชิงพาณิชย์ และการบริจาคเพื่อการกุศล
<p>ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)</p> <ul style="list-style-type: none"> โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท จริยธรรมและความโปร่งใส ความยั่งยืนของธุรกิจ การบริหารความเสี่ยง นวัตกรรม 	<ul style="list-style-type: none"> คณะกรรมการบริษัทประกอบด้วยสมาชิก 10 คน (หญิง 2 คน ชาย 8 คน) จากคุณสมบัติที่หลากหลาย รวมทั้งทักษะ ประสบการณ์ และความสามารถ MINT มีโครงสร้างการกำกับดูแล กฎเกณฑ์ แนวทางปฏิบัติ และแนวทางปฏิบัติเพื่อให้เกิดความโปร่งใสภายในองค์กร MINT มุ่งมั่นที่จะปฏิบัติตามข้อกำหนดของกฎระเบียบให้ความคุ้มครองข้อมูลส่วนบุคคลของผู้บริโภค (GDPR), พระราชบัญญัติคุ้มครองข้อมูลส่วนบุคคล (PDPA) และระเบียบข้อบังคับด้านความเป็นส่วนตัวของข้อมูลอื่นๆ นอกจากนี้ยังมีคณะกรรมการบริหารการปกป้องข้อมูล (DPEC) เพื่อให้บรรลุและรักษาการปฏิบัติตามข้อกำหนดนี้ ทีมนวัตกรรมอาหารของไมเนอร์ (M-FIT) พัฒนาผลิตภัณฑ์ต้นแบบใหม่ กว่า 385 รายการในทุกแบรนด์ โดยในจำนวนนี้ 136 รายการได้รับการอนุมัติในปี 2023

Sources: Company data, Thanachart

INCOME STATEMENT

*Hotel and food
businesses drive revenue
growth in 2025-27F*

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	149,196	160,976	167,150	175,508	183,548
Cost of sales	82,728	90,703	93,633	97,679	101,425
Gross profit	66,468	70,273	73,517	77,830	82,123
% gross margin	44.6%	43.7%	44.0%	44.3%	44.7%
Selling & administration expenses	48,326	51,546	53,405	56,326	59,518
Operating profit	18,142	18,728	20,112	21,504	22,605
% operating margin	12.2%	11.6%	12.0%	12.3%	12.3%
Depreciation & amortization	20,400	21,448	19,316	19,514	19,668
EBITDA	38,542	40,176	39,427	41,018	42,273
% EBITDA margin	25.8%	25.0%	23.6%	23.4%	23.0%
Non-operating income	3,296	4,010	2,977	3,019	3,204
Non-operating expenses	(556)	(651)	500	500	500
Interest expense	(10,193)	(11,755)	(10,497)	(9,864)	(9,224)
Pre-tax profit	10,689	10,332	13,092	15,160	17,085
Income tax	3,456	2,136	3,927	4,548	5,126
After-tax profit	7,233	8,196	9,164	10,612	11,960
% net margin	4.8%	5.1%	5.5%	6.0%	6.5%
Shares in affiliates' Earnings	581	1,047	1,078	1,132	1,212
Minority interests	(681)	(853)	(855)	(898)	(928)
Extraordinary items	(1,725)	(640)	0	0	0
NET PROFIT	5,407	7,750	9,387	10,846	12,243
Normalized profit	7,132	8,390	9,387	10,846	12,243
EPS (Bt)	0.7	1.1	1.4	1.6	1.9
Normalized EPS (Bt)	1.0	1.2	1.4	1.6	1.9

BALANCE SHEET

*More new hotels in its
portfolio in 2025-27*

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	42,576	41,288	38,422	39,816	41,150
Cash & cash equivalent	14,260	13,319	10,000	10,000	10,000
Account receivables	18,487	13,970	18,318	19,234	20,115
Inventories	3,820	3,918	4,104	4,282	4,446
Others	6,008	10,081	6,000	6,300	6,589
Investments & loans	16,846	20,129	20,129	20,129	20,129
Net fixed assets	125,996	126,626	129,125	131,218	132,904
Other assets	173,778	158,803	149,389	140,195	131,266
Total assets	359,196	346,845	337,065	331,357	325,448
LIABILITIES:					
Current liabilities:	66,395	61,762	60,381	59,799	59,209
Account payables	24,953	24,415	25,653	26,761	27,788
Bank overdraft & ST loans	2,100	107	0	0	0
Current LT debt	14,936	13,869	13,799	13,050	12,111
Others current liabilities	24,406	23,372	20,928	19,988	19,310
Total LT debt	85,879	78,955	78,197	73,951	68,628
Others LT liabilities	119,627	106,991	95,586	90,235	85,127
Total liabilities	271,901	247,708	234,164	223,985	212,964
Minority interest	10,657	11,303	12,158	13,057	13,985
Preferred shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	5,596	5,670	5,670	5,670	5,670
Share premium	33,880	36,105	36,105	36,105	36,105
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	35,158	41,318	41,318	41,318	41,318
Retained earnings	2,003	4,740	7,649	11,222	15,407
Shareholders' equity	76,637	87,834	90,742	94,315	98,500
Liabilities & equity	359,196	346,845	337,065	331,357	325,448

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT*Sustainable cash flow from operations*

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	10,689	10,332	13,092	15,160	17,085
Tax paid	(2,887)	(2,534)	(3,584)	(4,604)	(4,964)
Depreciation & amortization	20,400	21,448	19,316	19,514	19,668
Chg In working capital	1,800	3,881	(3,296)	15	(19)
Chg In other CA & CL / minorities	(472)	(3,864)	2,372	(52)	84
Cash flow from operations	29,530	29,263	27,899	30,033	31,854
Capex	(12,040)	(9,270)	(11,000)	(11,000)	(11,000)
Right of use	(16,234)	(3,195)	(3,000)	(3,000)	(3,000)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(597)	(3,283)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	6,216	(7,918)	(9,805)	(3,764)	(3,534)
Cash flow from investments	(22,655)	(23,666)	(23,805)	(17,764)	(17,534)
Debt financing	(15,752)	(9,985)	(934)	(4,995)	(6,263)
Capital increase	7,894	2,300	0	0	0
Dividends paid	(4,281)	(4,957)	(6,479)	(7,273)	(8,058)
Warrants & other surplus	(3,441)	6,104	0	0	0
Cash flow from financing	(15,582)	(6,539)	(7,413)	(12,268)	(14,321)
Free cash flow	17,490	19,993	16,899	19,033	20,854

VALUATION*Inexpensive valuation, in our view*

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	27.7	24.0	20.9	17.5	15.2
Normalized PE - at target price (x)	43.1	37.4	32.5	27.3	23.7
PE (x)	40.05	26.5	20.9	17.5	15.2
PE - at target price (x)	62.38	41.3	32.5	27.3	23.7
EV/EBITDA (x)	6.3	6.0	6.1	5.8	5.5
EV/EBITDA - at target price (x)	8.5	8.2	8.4	8.0	7.6
P/BV (x)	2.1	1.8	1.8	1.7	1.6
P/BV - at target price (x)	3.2	2.8	2.7	2.6	2.5
P/CFO (x)	5.2	5.5	5.7	5.3	5.0
Price/sales (x)	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9
Dividend yield (%)	2.0	2.1	2.6	3.1	3.6
FCF Yield (%)	11.3	12.5	10.6	11.9	13.0
(Bt)					
Normalized EPS	1.0	1.2	1.4	1.6	1.9
EPS	0.7	1.1	1.4	1.6	1.9
DPS	0.6	0.6	0.7	0.9	1.0
BV/share	13.7	15.5	16.0	16.6	17.4
CFO/share	5.4	5.2	4.9	5.3	5.6
FCF/share	3.2	3.5	3.0	3.4	3.7

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

*Sustainable EPS growth
in 2025-27F*

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	22.8	7.9	3.8	5.0	4.6
Net profit (%)	26.2	43.3	21.1	15.5	12.9
EPS (%)	30.2	50.9	27.2	19.0	15.3
Normalized profit (%)	253.2	17.6	11.9	15.5	12.9
Normalized EPS (%)	790.9	15.3	15.0	19.0	15.3
Dividend payout ratio (%)	82.7	56.5	55.0	55.0	55.0
Operating performance					
Gross margin (%)	44.6	43.7	44.0	44.3	44.7
Operating margin (%)	12.2	11.6	12.0	12.3	12.3
EBITDA margin (%)	25.8	25.0	23.6	23.4	23.0
Net margin (%)	4.8	5.1	5.5	6.0	6.5
D/E (incl. minor) (x)	1.2	0.9	0.9	0.8	0.7
Net D/E (incl. minor) (x)	1.0	0.8	0.8	0.7	0.6
Interest coverage - EBIT (x)	1.78	1.59	1.9	2.2	2.5
Interest coverage - EBITDA (x)	3.8	3.4	3.8	4.2	4.6
ROA - using norm profit (%)	2.0	2.4	2.7	3.2	3.7
ROE - using norm profit (%)	9.7	10.2	10.5	11.7	12.7
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	9.8	10.0	10.3	11.5	12.4
- asset turnover (x)	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6
- operating margin (%)	14.0	13.7	14.1	14.3	14.3
- leverage (x)	4.9	4.3	3.8	3.6	3.4
- interest burden (%)	51.2	46.8	55.5	60.6	64.9
- tax burden (%)	67.7	79.3	70.0	70.0	70.0
WACC (%)	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2
ROIC (%)	7.4	9.0	8.4	8.7	9.2
NOPAT (Bt m)	12,276	14,856	14,078	15,053	15,824
invested capital (Bt m)	165,293	167,445	172,739	171,316	169,239

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

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

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

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

Refinitiv ESG

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป 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 24.42 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 "หุ้นกู้" ของบริษัท เมืองไทยแคปปิตอล จำกัด (มหาชน) (MTC) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2571, 2573, 2575 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

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

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

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy

พิมพ์ผกา นิजरกุล, 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

ณัฐภาพ 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 อรุณชัย
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

วาริพย์ รุ่งประดับวงศ์

varathip.run@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต

sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิ้มวณิชประณี

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