

SELL (From: BUY)

Change in Recommendation

TP: Bt 10.00

Downside : 17.4%

(From: Bt 30.00)

23 MAY 2025

Small Cap Research

Master Style Pcl. (MASTER TB)

เผชิญแรงกดดันอย่างหนัก

MASTER กำลังเผชิญกับแรงกดดันหลักสองประการ คือ การใช้จ่ายของ ผู้บริโภคที่อ่อนแอ และหลักเกณฑ์ในการโฆษณาที่เข้มงวดมากขึ้น และ ด้วยผลการดำเนินงานที่อ่อนแอใน 1Q25 เราจึงปรับลดประมาณการกำไร ทั้งปีลง 22% และปรับลดคำแนะนำเป็น “ขาย”



RATA LIMSUTHIWANPOOM

662-779-9119

rata.lim@thanachartsec.co.th

ผลการดำเนินงานอ่อนแอ; แนะนำ “ขาย”

เราปรับคำแนะนำหุ้น MASTER ลงเป็น “ขาย” (จาก “ซื้อ”) และปรับลดราคา เป้าหมายลงอย่างมีนัยสำคัญเหลือ 10 บาท (จาก 30 บาท) เนื่องจาก 1) ผลการดำเนินงาน 1Q25 ออกมาอ่อนแอมาก โดยมีกำไรเพียง 56 ลบ. ลดลง 48% y-y และ 75% q-q ผลการดำเนินงานอ่อนแอในทุกด้านทั้ง ยอดขาย อัตรากำไร ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร รวมถึงส่วนแบ่งกำไร จากบริษัทรวม ซึ่งทำให้เราปรับลดประมาณการกำไรปี 2025-27F ลง อย่างมากราว 28-34% ต่อปี 2) ธุรกิจของ MASTER เป็นประเภทสินค้า ฟุ่มเฟือย (discretionary) ซึ่งได้รับผลกระทบจากกำลังซื้อที่อ่อนแอ ซึ่งถือเป็นแรงกดดันหลัก 3) บริษัทฯ พึ่งพาการโฆษณาอย่างมาก ขณะที่ หลักเกณฑ์ที่เข้มงวดขึ้นส่งผลกระทบต่ออย่างมีนัยสำคัญ 4) การลงทุนใหม่ ของบริษัทฯ ให้ผลตอบแทนต่ำ และ 5) จากการเติบโตของ EPS ที่อ่อนแอ ที่ -22/+7/+5% ในปี 2025-27F เรามองว่าหุ้นนี้ไม่น่าสนใจ แม้จะซื้อขาย อยู่ที่ PE เพียง 9 เท่าก็ตาม

เผชิญอุปสรรค

MASTER กำลังเผชิญกับแรงกดดันหลัก 2 ประการในมุมมองของเรา 1) การใช้จ่ายของผู้บริโภคที่อ่อนแอจากผลของเศรษฐกิจที่ซบเซา ธุรกิจของ MASTER ถือเป็นธุรกิจที่ผู้บริโภคใช้จ่ายฟุ่มเฟือย (discretionary) ซึ่งเรา คาดว่าจะมีความต้องการที่ลดลงและมีการชะลอการทำการตลาดที่มีกำไรสูง 2) หลักเกณฑ์ด้านการโฆษณาที่เข้มงวดขึ้น MASTER พึ่งพาการตลาด ออนไลน์อย่างมากในการกระตุ้นความต้องการ โดยเฉพาะเนื้อหาส่งเสริม การขายจากแพทย์ ซึ่งภายใต้กฎหมายใหม่จะมีการจำกัดเนื้อหาดังกล่าว เราคาด ว่าการใช้จ่ายโฆษณาจะมีประสิทธิภาพลดลง และอัตราส่วน SG&A/Sales น่าจะเพิ่มขึ้นจาก 32.9% ในปี 2024 เป็น 37.0% ในปี 2025-27F

ผลตอบแทนจากการทำ M&A น่าผิดหวัง

MASTER ได้ดำเนินการควบรวมและซื้อกิจการ (M&A) 14 รายการ มูลค่า 2.3 พันลบ. ในช่วงปีครึ่งที่ผ่านมา โดยมีส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทรวมเพียง 51 ลบ. ในปี 2024 และ 8 ลบ. ใน 1Q25 บริษัทฯ อธิบายว่าส่วนหนึ่งมา จากการปรับปรุงบัญชี เนื่องจากราคาซื้อที่สูงกว่ามูลค่ายุติธรรมของ สินทรัพย์ที่ได้มา ซึ่งทำให้เกิดการตัดจำหน่ายที่ส่งผลกระทบต่อกำไร หลังจากการควบรวมและซื้อกิจการ เราปรับลดส่วนแบ่งกำไรจากการทำ M&A ลง 6-15% มาอยู่ที่ 45/52/58 ลบ. ในปี 2025-27F ด้วยผลตอบแทน จากการลงทุนที่ต่ำและธุรกิจหลักที่อ่อนแอ เราคาดว่า ROE จะลดลงจาก 25/16% ในปี 2023-24 มาอยู่ที่ 11% ในปี 2025-26F

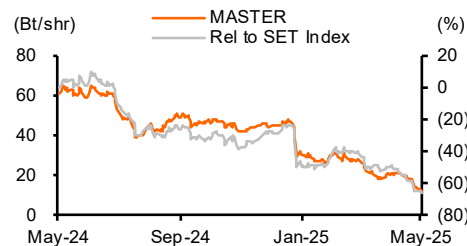
การเติบโตของ EPS มีแนวโน้มอ่อนแอ

เราคาดว่า EPS ของ MASTER จะลดลง 22% ในปีนี้ และจะฟื้นตัว เล็กน้อยที่ 7% และ 5% ต่อปี ในปี 2026-27F ปัจจัยหลักผลักดันมาจากการเติบโตของรายได้ที่คาดไว้ที่ -1/+4/+4% ซึ่งส่วนใหญ่ขับเคลื่อนโดย สัดส่วนผู้ขายต่างประเทศที่สูงขึ้น อัตรากำไรขั้นต้นที่ลดลงเนื่องจาก สัดส่วนรายได้จากทำศัลยกรรมที่มีกำไรสูงลดลงมาอยู่ที่ 79% ของรายได้ รวมในปี 2027F (เทียบกับ 83% ในปี 2024) อัตราส่วน SG&A/Sales ที่ เพิ่มขึ้นเป็น 37.0% (จาก 32.9% ในปี 2024) เนื่องจากค่าใช้จ่ายทางการ ตลาดที่สูงขึ้น และฐานรายได้จากการลงทุนในหุ้นที่ต่ำ

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	2,135	2,105	2,180	2,259
Net profit	522	405	435	459
Consensus NP	—	533	613	577
Diff frm cons (%)	—	(24.0)	(29.0)	(20.5)
Norm profit	522	405	435	459
Prev. Norm profit	—	565	620	692
Chg frm prev (%)	—	(28.3)	(29.9)	(33.7)
Norm EPS (Bt)	1.7	1.3	1.4	1.5
Norm EPS grw (%)	24.1	(22.4)	7.4	5.4
Norm PE (x)	7.0	9.0	8.4	8.0
EV/EBITDA (x)	5.5	5.4	4.7	3.9
P/BV (x)	1.0	1.0	0.9	0.9
Div yield (%)	6.6	5.1	5.5	5.8
ROE (%)	16.1	11.2	11.4	11.3
Net D/E (%)	6.0	(5.6)	(11.3)	(20.3)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 23-May-25 (Bt)	12.10
Market Cap (US\$ m)	112.1
Listed Shares (m shares)	301.7
Free Float (%)	35.6
Avg Daily Turnover (US\$ m)	4.2
12M Price H/L (Bt)	65.00/12.10
Sector	Health Care
Major Shareholder	Maschamadol Family 45.5%

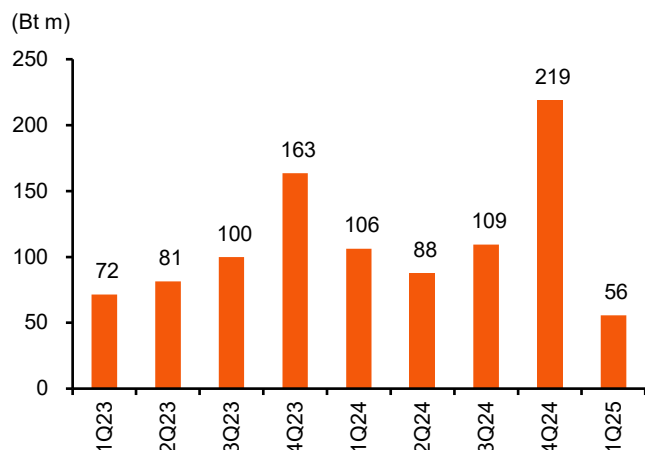
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P8

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

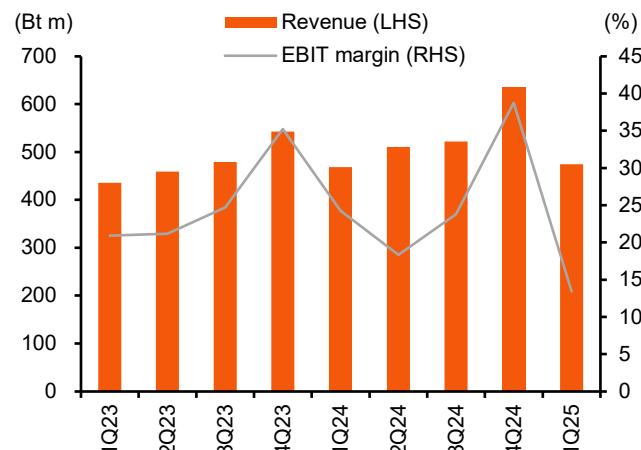
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนารมณ์ให้คำแนะนำหรือซื้อขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสาร ฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่ สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Very Weak 1Q25 Profits



Source: Company data

Ex 2: 1Q25 Revenue And Operating Margin



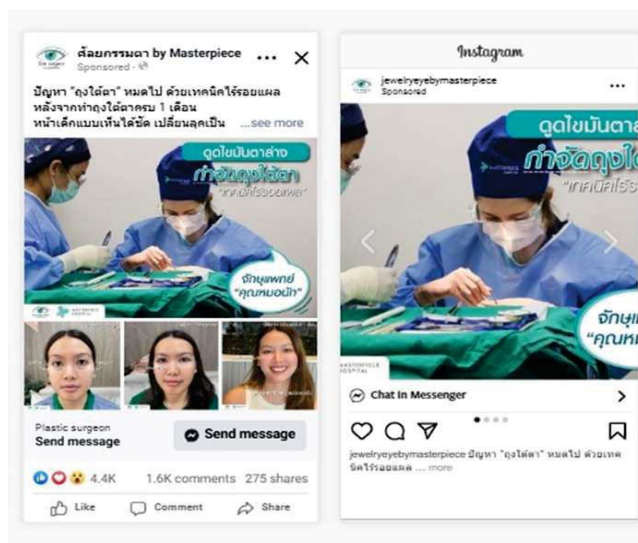
Source: Company data

Ex 3: Key Assumption Changes

	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Revenue growth (%)						
- New	124.8	29.3	11.4	(1.4)	3.6	3.6
- Old				7.8	7.5	9.6
- Change (ppt)				(9.2)	(3.9)	(6.0)
Average gross margin (%)						
- New	56.7	59.1	59.9	58.5	58.6	58.7
- Old				60.3	60.6	60.9
- Change (ppt)				(1.8)	(2.0)	(2.2)
SG&A to sales (%)						
- New	31.2	33.1	32.9	37.0	37.0	37.0
- Old				33.0	33.2	32.8
- Change (ppt)				4.0	3.8	4.2
Equity income (Bt m)						
- New	-	5	51	45	52	58
- Old				51	67	69
- Change (%)				(6.2)	(14.6)	(10.8)
Net profit (Bt m)						
- New	301	416	522	405	435	459
- Old				565	620	692
- Change (%)				(28.3)	(29.9)	(33.7)

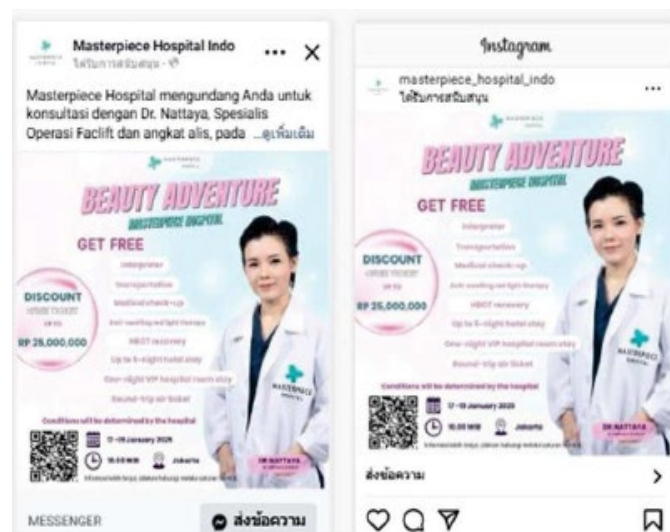
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: High-Performing Ads, But New Regulations A Risk



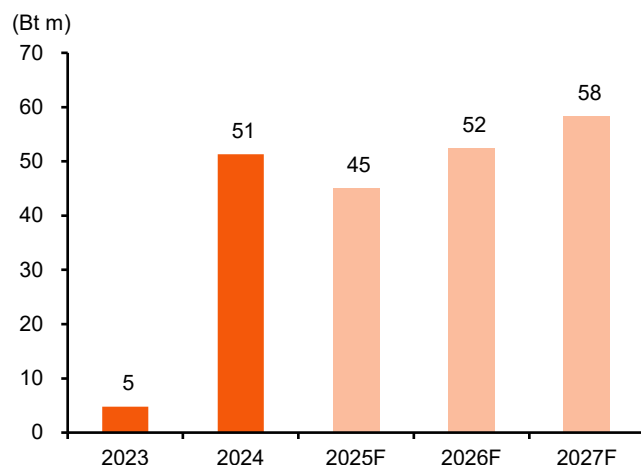
Source: Company data

Ex 5: Regulation-Safe, But Ineffective Advertising



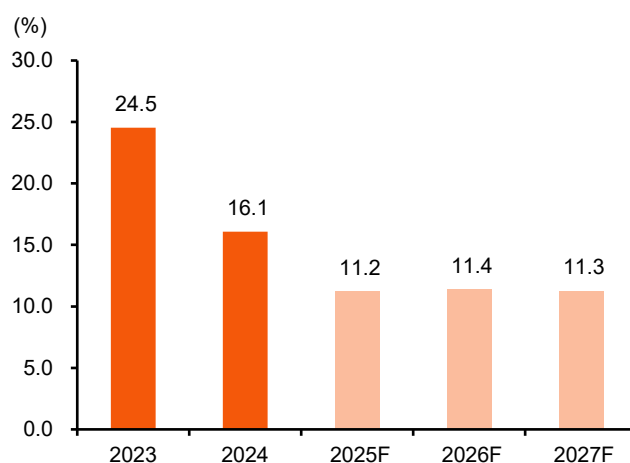
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Equity Income Contribution Via Bt2.3bn Investment



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: Falling ROE



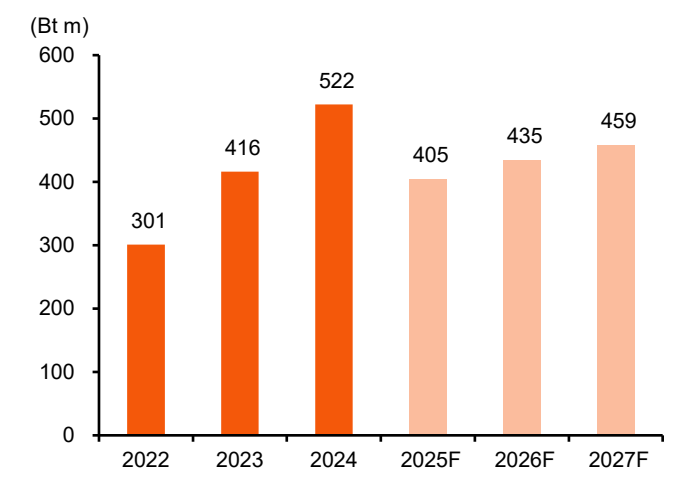
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: M&P Deals Using IPO Proceeds

	Business type	Stake	Purchase value (Bt m)	1Q25 equity income contribution	Comment
Kin Corporation	Advertising company	40%	160	2.9	– An advertising media business that carries out marketing promotion activities.
Dr. Chen Clinic	Aesthetic clinic	40%	94	(2.1)	– A cosmetic surgery clinic in Chiang Mai province, northern Thailand, providing consultancy services for beauty-related issues, plastic surgery, comprehensive beauty treatments, facial skincare, and facial contouring. This is to expand MASTER's footprint upcountry.
WIND Clinic	Aesthetic clinic	40%	64	0.5	– A cosmetic surgery clinic with two branches, one in Bangkok and the other in the northeastern province of Ubon Ratchathani, providing nose and eye surgery, facelifts, and skin treatment, i.e., Botox, filler. – It plans to open a new hospital in Ubon Ratchathani in 3Q25 with three major ORs and five IPD rooms. – This is to expand MASTER's footprint upcountry.
Rattinan Medical Center	Aesthetic clinic	20%	39	0.2	– A beauty clinic business in Bangkok providing surgery, i.e., weight loss surgery, buttock implants, tummy tucks, and laser treatments, i.e., vaginal tightening and rejuvenation, varicose veins. – This is to expand into new specialty surgery areas. – MASTER also loaned Bt31m to Rattinan with an option to convert the debt into equity not exceeding a 16% stake.
Twinkle Star	Advertising company	40%	65	(0.4)	– Advertising media
TYP Medical	Aesthetic clinic	40%	74	2.9	– Aesthetic clinic, TYP Clinic, in Hat Yai, Songkhla province. – It plans to open a new hospital in Hat Yai in 3Q25 with three major ORs, one minor OR, and five IPD rooms. – This is to expand MASTER's footprint upcountry.
CMNH 2012	Nursing home	40%	50	0.3	– Nursing home care in Chiang Mai province. – This is to enter a new business.
Doctor Top Hair	Aesthetic clinic	40%	96	2.1	– “The Skin Clinic”, which has expertise in hair transplants (seven branches). – This is to strengthen its existing service market share.
V Exclusive Group (V Square)	Aesthetic clinic	40%	720	(2.2)	– Aesthetic clinic, V Square, 31 branches for Botox, filler, and laser treatment – This is to strengthen its existing service market share.
ME Center	Psychiatric clinic	35%	55	0.4	– Vision: To be Thailand's leading psychiatric hospital – Currently, the clinic has nine full-time and exclusive part-time doctors and is in Bangkok.
Aescode	Silicone manufacturer	20%	0.2		– A manufacturer of premium-grade silicone implants. – 2023 profit was Bt200,000. MASTER plans to invest at par.
Aurora	Aesthetic clinic	40%	19	0.8	– The clinic is located in Samui, Surat Thani province. Services include aesthetic (nose, breast, eyes), skin, and laser treatments. – Surat Thani province does not have a dominant player in the aesthetic market. The province is a key market for European and Russian tourists. – The future plan is to open an aesthetic hospital in the province.
Korawin	Aesthetic clinic	15%	155	(2.2)	– 46 aesthetic clinics nationwide with 20 full-time doctors. – The key product champion is closed rhinoplasty. It also offers other surgeries, such as lip and sub-brow lifting. – It opened a new hospital in Khon Kaen in mid-March 2025 with four major ORs, three minor ORs, and six IPD rooms.
S45 Clinic	Aesthetic clinic	40%	285	4.3	– S45 Clinic has one branch with seven full-time doctors. Some 85% of S45 Clinic's revenue comes from open rhinoplasty and the rest from other aesthetic surgery procedures.

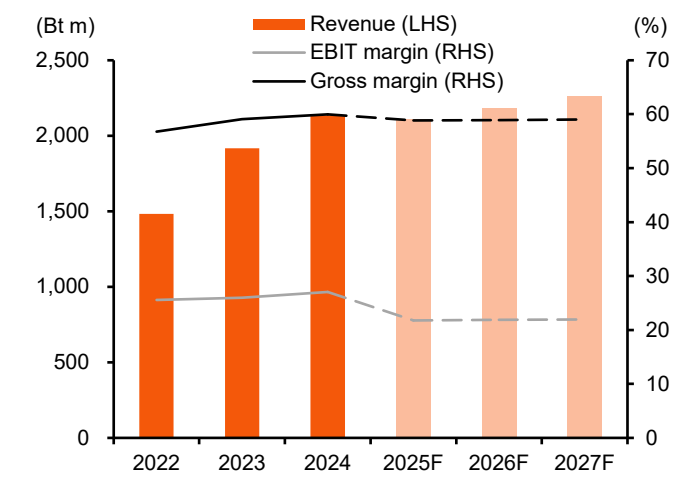
Source: Company data

Ex 9: Earnings Growth At -22/+7/+5% In 2025-27F



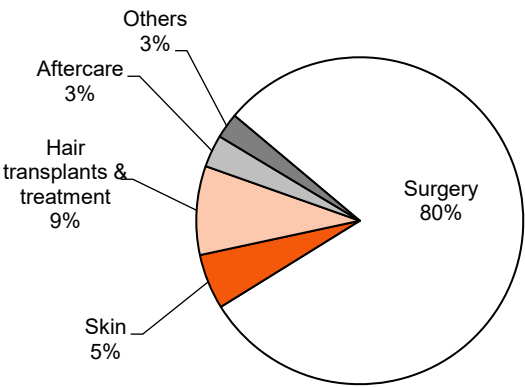
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: Revenue And Margin Forecasts



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: 2025F Revenue Mix



Sources: Company data, Thanachart estimates

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

(Bt m)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	Terminal value
EBITDA	621	660	692	682	674	671	668	665	660	651	643	—
Free cash flow	333	365	544	537	441	382	332	332	330	325	270	2,409
PV of free cash flow	332	300	405	362	270	212	167	151	136	122	92	739
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.0											
WACC (%)	10.3											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	3,348											
Net debt (2024)	209											
Minority interest	0											
Equity value	3,139											
# of shares (m)	302											
Equity value / share (Bt)	10											

Source: Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 13: Comparison With Regional Peers

Name	BBG Code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div Yield —	
			25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Medytox Inc	086900 KS	Korea	199.8	36.4	24.1	17.7	2.2	2.0	15.2	12.1	0.7	0.8
Hugel Inc	145020 KS	Korea	29.8	24.1	25.2	20.3	4.1	3.5	17.4	14.0	0.0	0.0
Humedix Pcl	200670 KS	Korea	17.6	17.7	11.6	9.9	2.2	1.8	6.7	5.7	1.2	1.3
Ramsay Health Care	RHC AU	Australia	(66.7)	23.8	28.5	23.0	1.7	1.6	9.3	8.7	2.2	2.7
The Klinique Medical Clinic	KLINIQ TB	Thailand	12.9	13.2	13.7	12.1	2.8	2.7	6.3	5.6	7.0	7.8
Bangkok Chain Hospital *	BCH TB	Thailand	16.8	9.9	24.3	22.1	2.6	2.5	11.7	10.9	3.1	3.4
Bangkok Dusit Medical *	BDMS TB	Thailand	5.2	6.0	20.5	19.3	3.3	3.2	15.8	14.7	3.7	3.9
Bumrungrad Hospital *	BH TB	Thailand	(4.2)	2.5	15.3	15.0	3.7	3.3	10.9	10.1	3.6	3.7
Chularat Hospital *	CHG TB	Thailand	9.5	10.1	15.4	14.0	2.0	2.0	8.3	7.8	5.2	5.7
Master Style *	MASTER TB	Thailand	(22.4)	7.4	9.0	8.4	1.0	0.9	5.4	4.7	5.1	5.5
Praram 9 Hospital *	PR9 TB	Thailand	12.8	9.6	22.3	20.3	3.0	2.8	13.2	11.7	2.2	2.7
Thonburi Healthcare Group*	THG TB	Thailand	na	22.3	33.5	27.4	1.0	1.0	10.4	9.6	1.4	2.0
Average			19.2	15.3	20.3	17.5	2.5	2.3	10.9	9.6	3.0	3.3

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 23 May 2025 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บมจ. มาสเตอร์ สตีล (MASTER) เป็นผู้ประกอบการกิจการสถานพยาบาลด้านศัลยกรรมความงามครบวงจรภายใต้ชื่อ "โรงพยาบาลมาสเตอร์พีช" ในกรุงเทพฯ ปัจจุบันมีขนาด 17 เตียง บริษัทฯ เป็นหนึ่งในผู้นำด้านการดูแลสุขภาพด้านความงามในประเทศไทย ให้บริการที่หลากหลาย เช่น ศัลยกรรมจมูก ยกกระชับใบหน้า ดูดไขมัน ฟิเลเลอร์ โบ톡ซ์ ปลูกผม MASTER กำลังขยายเครือข่ายและความเชี่ยวชาญผ่านการควบรวมกิจการ

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- หนึ่งในโรงพยาบาลเสริมความงามขนาดใหญ่ในประเทศไทยที่มีประสบการณ์และเป็นแบรนด์ที่มีชื่อเสียง
- แพทย์ที่มีประสบการณ์สูงและมีชื่อเสียง
- ทีมการตลาดที่แข็งแกร่ง

O — Opportunity

- รายได้ที่เพิ่มขึ้นจะช่วยเพิ่มความสามารถในการใช้จ่ายของประชากร
- การเข้าสู่สังคมผู้สูงอายุจะต้องการหัตถการทางด้านความงามเพื่อชะลอวัยมากขึ้น
- มีความต้องการจากผู้ชาย และ LGBTQ มากขึ้น
- มีผู้มาใช้บริการจากประเทศเพื่อนบ้านเพิ่มขึ้น

CONSENSUS COMPARISON

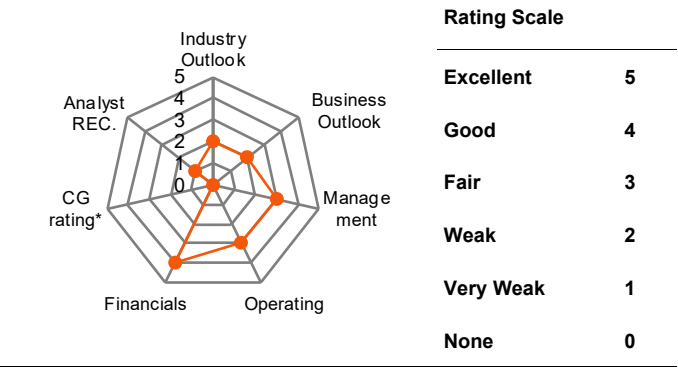
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	32.39	10.00	-69%
Net profit 25F (Bt m)	533	405	-24%
Net profit 26F (Bt m)	613	435	-29%
Consensus REC	BUY: 7	HOLD: 2	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรและราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าของตลาด ซึ่งเราคิดว่าน่าจะมาจากอำนาจซื้อที่อ่อนแอ และผลกระทบจากหลักเกณฑ์ด้านการโฆษณาใหม่

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG Rating

W — Weakness

- ฟังหาแพทย์ที่มีชื่อเสียง
- ฟังหาอัลกอริธึมของแพลตฟอร์มออนไลน์ ซึ่ง MASTER ใช้เป็นช่องทางสำคัญในการดึงดูดลูกค้าใหม่

T — Threat

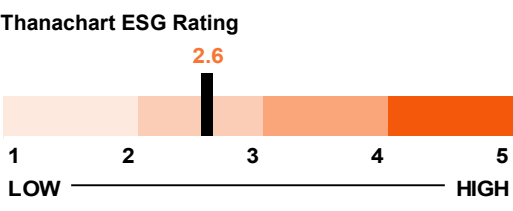
- การแข่งขันที่เพิ่มขึ้นจากโรงพยาบาลและคลินิกความงามในประเทศ ตลอดจนโรงพยาบาลเอกชน และคู่แข่งในระดับภูมิภาค เช่น เกาหลี
- ความเสี่ยงด้านกฎระเบียบ
- เศรษฐกิจชะลอตัว

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การฟื้นตัวทางเศรษฐกิจที่แข็งแกร่งกว่าที่คาดอาจกระตุ้นกำลังซื้อและความต้องการในหัตถการเสริมความงาม ซึ่งอาจทำให้มี upside ต่อประมาณการของเรา
- หากการแข่งขันจากโรงพยาบาลและคลินิกเสริมความงามทั้งจากผู้ประกอบการภายในประเทศและต่างประเทศผ่นคลายลง อาจทำให้มี upside ต่อประมาณการของเรา
- ส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนที่แข็งแกร่งกว่าที่คาดลง อาจทำให้มี upside ต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

MASTER ดำเนินธุรกิจโรงพยาบาลศัลยกรรมความงาม ธุรกิจของบริษัทมีความเกี่ยวข้องกับ ESG ในหลายด้าน เช่น การปฏิบัติทางการแพทย์อย่างมีจริยธรรม ปัญหาสิ่งแวดล้อมจากการใช้ไฟฟ้าและขยะติดเชื้อ เป็นต้น เราให้คะแนน ESG ที่ 2.6 โดยมีจุดที่ต้องปรับปรุง ได้แก่ การวางแผนและกำหนดเป้าหมายด้านสิ่งแวดล้อมที่ชัดเจน, โครงสร้างคณะกรรมการ, และความเสี่ยงจากการลงทุนในธุรกิจ



	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)
MASTER	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "terms of use" in the following back page.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) <ul style="list-style-type: none">นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อมการบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้าการบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจกการบริหารจัดการน้ำการบริหารจัดการของเสีย	<ul style="list-style-type: none">เราให้คะแนน E (ด้านสิ่งแวดล้อม) แก่ MASTER ที่ 2.0 ซึ่งสะท้อนถึงขั้นตอนเริ่มต้นในการปรับตัวให้สอดคล้องกับมาตรฐานความยั่งยืนระดับโลก โดยยังขาดเป้าหมายและแผนการที่ชัดเจนในปี 2024 บริษัท เริ่มรวมแนวทางการดำเนินธุรกิจที่สอดคล้องกับเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืนขององค์การสหประชาชาติ (SDGs)จากลักษณะธุรกิจ การปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) ของ MASTER ค่อนข้างต่ำ โดยปล่อยก๊าซ CO2 รวมทั้งสิ้น 3,215 ตัน ในปี 2024 (+9% y-y)ธุรกิจโรงพยาบาลศัลยกรรมมีอัตราการใช้ไฟฟ้าที่ค่อนข้างสูง โดยใช้ไฟฟ้าทั้งหมด 2,242,690 กิโลวัตต์ชั่วโมง ในปี 2024 (+26% y-y)บริษัท มีขยะติดเชื้อที่ต้องกำจัด และจ้างบริษัทเอกชนที่มีความเชี่ยวชาญในการเก็บและทำลายขยะดังกล่าว
ด้านสังคม (SOCIAL) <ul style="list-style-type: none">การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชนการดูแลพนักงานสุขอนามัยและความปลอดภัยความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	<ul style="list-style-type: none">เราให้คะแนน S (ด้านสังคม) แก่ MASTER ที่ 3.0 ซึ่งสะท้อนถึงการรักษาพนักงาน ความปลอดภัยในที่ทำงาน และการลดจำนวนคำร้องเรียนจากลูกค้า ที่ดีขึ้นMASTER ให้ความสำคัญกับการปฏิบัติที่เป็นธรรมต่อแรงงานและการพัฒนาพนักงาน ในปี 2024 พนักงานหญิงคิดเป็น 70% ของจำนวนพนักงานทั้งหมด ชั่วโมงการฝึกอบรมเฉลี่ยเพิ่มขึ้นเป็น 16 ชั่วโมง/คน จาก 5 ชั่วโมงในปี 2023 อย่างไรก็ตาม อัตราการลาออกโดยสมัครใจค่อนข้างสูงที่ 29% เพิ่มขึ้นจาก 18% และ 23% ในปี 2022-2023 โดยมีอุบัติเหตุจากการทำงาน 7 ครั้ง ในปี 2024การบริการลูกค้าได้รับการปรับปรุง โดยจำนวนกรณีการร้องเรียนลดลงจาก 58 คดี ในปี 2023 เหลือ 26 คดี ในปี 2024 ทุกกรณีได้รับการแก้ไขและคลี่คลายบริษัท ยังสนับสนุนโครงการความรับผิดชอบต่อสังคม โดยเฉพาะในด้านการศึกษา โดยมีโครงการชุมชน 16 โครงการ ที่ดำเนินการในปีที่ผ่านมา
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) <ul style="list-style-type: none">โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัทจริยธรรมและความโปร่งใสความยั่งยืนของธุรกิจการบริหารความเสี่ยงนวัตกรรม	<ul style="list-style-type: none">เราให้คะแนน G (ด้านการกำกับดูแล) แก่ MASTER ที่ 2.7 ซึ่งสะท้อนถึงโครงสร้างคณะกรรมการบริหารที่แข็งแกร่ง แต่โครงสร้างคณะกรรมการ (committee) ที่อ่อนแอ และความเสี่ยงจากการลงทุนในธุรกิจที่ไม่ใช่ธุรกิจหลักประธานคณะกรรมการเป็นอิสระ โดย 5 จาก 8 คน (63%) เป็นกรรมการอิสระ ซึ่งใกล้เคียงกับอัตราส่วนที่เหมาะสมที่ควรเป็นที่ 2 ใน 3 คณะกรรมการมีความหลากหลายทั้งในเรื่องอายุ (40-65 ปี) และมีทักษะที่หลากหลาย แต่กรรมการที่เป็นผู้หญิงเพียงคนเดียว (13%)MASTER มีคณะกรรมการย่อยทั้งหมดที่จำเป็น แต่ ผู้ก่อตั้งซึ่งดำรงตำแหน่งผู้บริหาร นั่งในทั้งคณะกรรมการคำตอบแทนและคณะกรรมการความเสี่ยง ซึ่งคิดเป็น หนึ่งในสาม ของแต่ละคณะกรรมการเราชี้ให้เห็นความเสี่ยงจากกลยุทธ์ M&A ที่ค่อนข้างเป็นไปในเชิงรุกของบริษัท โดยบริษัท ได้ทำการควบรวมและซื้อกิจการ 13 รายการในเวลา 1.5 ปี แต่ผลตอบแทนจากการลงทุนยังคงต่ำ

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	1,917	2,135	2,105	2,180	2,259
Cost of sales	785	855	873	903	933
Gross profit	1,132	1,280	1,231	1,278	1,326
% gross margin	59.1%	59.9%	58.5%	58.6%	58.7%
Selling & administration expenses	634	702	779	807	837
Operating profit	498	577	452	470	490
% operating margin	26.0%	27.0%	21.5%	21.6%	21.7%
Depreciation & amortization	62	127	184	206	220
EBITDA	560	705	636	676	710
% EBITDA margin	29.2%	33.0%	30.2%	31.0%	31.4%
Non-operating income	32	28	22	24	27
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(14)	(18)	(25)	(16)	(16)
Pre-tax profit	516	586	450	478	500
Income tax	105	115	90	96	100
After-tax profit	412	471	360	383	400
% net margin	21.5%	22.1%	17.1%	17.6%	17.7%
Shares in affiliates' Earnings	5	51	45	52	58
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	416	522	405	435	459
Normalized profit	416	522	405	435	459
EPS (Bt)	1.4	1.7	1.3	1.4	1.5
Normalized EPS (Bt)	1.4	1.7	1.3	1.4	1.5

Muted growth

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	1,871	346	406	661	1,067
Cash & cash equivalent	1,744	191	250	500	900
Account receivables	7	15	14	15	15
Inventories	101	121	122	126	130
Others	19	20	20	20	21
Investments & loans	362	2,282	2,282	2,282	2,282
Net fixed assets	838	1,302	1,333	1,344	1,191
Other assets	566	591	332	337	340
Total assets	3,637	4,520	4,353	4,623	4,880
LIABILITIES:					
Current liabilities:	348	476	329	347	353
Account payables	182	118	122	126	130
Bank overdraft & ST loans	0	50	6	7	6
Current LT debt	0	114	13	16	13
Others current liabilities	165	193	189	198	204
Total LT debt	0	236	26	33	27
Others LT liabilities	298	299	297	301	304
Total liabilities	646	1,011	653	681	684
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	264	302	302	302	302
Share premium	2,305	2,305	2,305	2,305	2,305
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	0	0	0	0	0
Retained earnings	422	903	1,094	1,336	1,589
Shareholders' equity	2,991	3,509	3,701	3,943	4,196
Liabilities & equity	3,637	4,520	4,353	4,623	4,880

Sales are mostly in cash,
low accounts receivable

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	516	586	450	478	500
Tax paid	(88)	(103)	(94)	(92)	(98)
Depreciation & amortization	62	127	184	206	220
Chg In working capital	67	(92)	2	(1)	(1)
Chg In other CA & CL / minorities	(18)	65	44	57	61
Cash flow from operations	539	584	587	649	683
Capex	(784)	(591)	(200)	(200)	(50)
Right of use	8	12	(20)	(20)	(20)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(362)	(1,920)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(72)	(34)	261	3	2
Cash flow from investments	(1,210)	(2,533)	41	(217)	(68)
Debt financing	0	400	(355)	11	(9)
Capital increase	2,270	38	0	0	0
Dividends paid	(75)	(4)	(214)	(193)	(206)
Warrants & other surplus	(24)	(38)	0	0	0
Cash flow from financing	2,171	396	(569)	(182)	(215)
Free cash flow	(244)	(7)	387	449	633

MASTER has used its IPO proceeds for expansion and M&As

VALUATION

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	8.7	7.0	9.0	8.4	8.0
Normalized PE - at target price (x)	7.2	5.8	7.4	6.9	6.6
PE (x)	8.7	7.0	9.0	8.4	8.0
PE - at target price (x)	7.2	5.8	7.4	6.9	6.6
EV/EBITDA (x)	3.3	5.5	5.4	4.7	3.9
EV/EBITDA - at target price (x)	2.2	4.6	4.4	3.8	3.0
P/BV (x)	1.2	1.0	1.0	0.9	0.9
P/BV - at target price (x)	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7
P/CFO (x)	6.7	6.3	6.2	5.6	5.3
Price/sales (x)	1.9	1.7	1.7	1.7	1.6
Dividend yield (%)	0.1	6.6	5.1	5.5	5.8
FCF Yield (%)	(6.8)	(0.2)	10.6	12.3	17.3
(Bt)					
Normalized EPS	1.4	1.7	1.3	1.4	1.5
EPS	1.4	1.7	1.3	1.4	1.5
DPS	0.0	0.8	0.6	0.7	0.7
BV/share	9.9	11.6	12.3	13.1	13.9
CFO/share	1.8	1.9	1.9	2.2	2.3
FCF/share	(0.8)	(0.0)	1.3	1.5	2.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

Even at low valuations, the stock lacks meaningful catalysts

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	29.3	11.4	(1.4)	3.6	3.6
Net profit (%)	38.3	25.5	(22.4)	7.4	5.4
EPS (%)	10.8	24.1	(22.4)	7.4	5.4
Normalized profit (%)	38.3	25.5	(22.4)	7.4	5.4
Normalized EPS (%)	10.8	24.1	(22.4)	7.4	5.4
Dividend payout ratio (%)	1.0	46.2	46.0	46.0	46.0
Operating performance					
Gross margin (%)	59.1	59.9	58.5	58.6	58.7
Operating margin (%)	26.0	27.0	21.5	21.6	21.7
EBITDA margin (%)	29.2	33.0	30.2	31.0	31.4
Net margin (%)	21.5	22.1	17.1	17.6	17.7
D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.6)	0.1	(0.1)	(0.1)	(0.2)
Interest coverage - EBIT (x)	35.9	31.3	18.3	29.2	30.1
Interest coverage - EBITDA (x)	40.3	38.2	25.8	42.1	43.6
ROA - using norm profit (%)	18.2	12.8	9.1	9.7	9.7
ROE - using norm profit (%)	24.5	16.1	11.2	11.4	11.3
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	24.2	14.5	10.0	10.0	9.8
- asset turnover (x)	0.8	0.5	0.5	0.5	0.5
- operating margin (%)	27.7	28.3	22.6	22.7	22.9
- leverage (x)	1.4	1.3	1.2	1.2	1.2
- interest burden (%)	97.4	96.9	94.8	96.7	96.8
- tax burden (%)	79.7	80.3	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	10.3	10.3	10.3	10.3	10.3
ROIC (%)	247.5	37.2	9.7	10.8	11.2
NOPAT (Bt m)	397	464	362	376	392
invested capital (Bt m)	1,247	3,718	3,495	3,498	3,342

Sources: Company data, Thanachart estimates

ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com

SETTRADE: You acknowledge that the use of data, information or service displayed and/or contained in this website may require third party's data, content or software which is subject to the terms of third party provider. By accessing and/or using of such certain data, you acknowledge and agree to comply with and be bound by the applicable third party terms specified below.

ESG Scores by Third Party data from www.SETTRADE.com

1. MSCI (CCC- AAA)
2. ESG Book (0-100)
3. Refinitiv (0-100)
4. S&P Global (0-100)
5. Moody's ESG Solutions (0-100)
6. SET ESG Rating (BBB-AAA)

SETESG Index (SETESG)

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

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

SET ESG Index (SET ESG)

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

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

ESG Book's Disclaimer

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

MSCI ESG Research LLC

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

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

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

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

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

S&P Global Market Intelligence

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

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

Moody's ESG Solutions

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Refinitiv ESG

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



Disclaimers

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

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

Recommendation Structure:

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

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

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TCAP) ถือหุ้น 89.97% 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 จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ 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 จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บ้านปู จำกัด (มหาชน) (BANPU) ครั้งที่1/2568 ชุดที่1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2573, 2575, 2578" ("หุ้นกู้ชุดที่1-3") ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ ของบริษัท เมืองไทยแคปปิตอล จำกัด (มหาชน) (MTC) ครั้งที่ 3/2568 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2572, 2573, 2575 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy พิมพ์ภา นิการุณ, CFA pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ pattarawan.wan@thanachartsec.co.th
สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์ nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th	อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ พัทธดนย์ บุณนาค pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ phannarai.von@thanachartsec.co.th
ยานยนต์, หินคมฯ, Property Fund, REITs, บันทึ รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ rata.lim@thanachartsec.co.th	ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน สรัชดา ศรทรง sarachada.sor@thanachartsec.co.th	ขนส่ง, รับเหมา ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์ saksid.pha@thanachartsec.co.th
Small Cap, การแพทย์, โรงแรม ศิริพร อรุโณทัย siriporn.aru@thanachartsec.co.th	พลังงาน, วิโทรเคมี ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ yupapan.pol@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพยมณฑล lapinee.dib@thanachartsec.co.th
วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง witchanan.tam@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์ sittichet.run@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน นริภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA nariporn.kla@thanachartsec.co.th		

Data Support Team

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