

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt49.00

(From: Bt 50.00)

25 NOVEMBER 2025

Upside : 43.1%

Moshi Moshi Retail Corp. (MOSHI TB)

กลยุทธ์ใหม่

แม้สินค้าของ MOSHI จะอยู่ในช่วงราคา และกลุ่มสินค้าที่แตกต่างจาก MRDIYT และ MINISO แต่บริษัท กำลังปรับกลยุทธ์สินค้าและการตลาด เพื่อรักษาความเป็นผู้นำในตลาดค้าปลีกไลฟ์สไตล์ต่อไป เราคาดว่า EPS จะเติบโตเฉลี่ยที่ 20% ในปี 2026-28F และคงคำแนะนำ "ซื้อ" MOSHI



PHANNARAI TIYAPITTAYARUT

662-779-9119

phannarai.von@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์ใหม่

แม้ว่ากลุ่มราคาสินค้าและหมวดหมู่ผลิตภัณฑ์ของ MOSHI จะแตกต่างจากคู่แข่ง แต่บริษัทก็ตระหนักถึงการขยายสาขาเชิงรุกของ MR DIY Holding (Thailand) (MRDIYT, unrated) ที่ตั้งเป้าเปิดสาขาเพิ่มปีละ 200-210 แห่ง ในปี 2025-27 เพื่อให้ถึง 1,500 สาขา ในปี 2027 และการกลับเข้ามาทำตลาดในประเทศไทยของ MINISO ที่ดำเนินการโดยสำนักงานใหญ่ในจีนในปีนี้ เพื่อรักษาความเป็นผู้นำตลาด MOSHI มีแผนที่จะ: 1) เพิ่มงบการตลาดตั้งแต่ปีหน้าเป็น 1.5% ของยอดขาย จากปัจจุบันที่ต่ำกว่า 1% เพื่อโปรโมทสินค้าหลัก (product champions) สร้างการรับรู้แบรนด์ และดึงดูดลูกค้าผ่านแคมเปญส่งเสริมการขาย และ 2) นำเสนอสินค้าระดับราคาสูงขึ้น เพื่อขยายความครอบคลุมของไลน์สินค้า แม้จะมีอัตรากำไรขั้นต้นต่ำลง เพื่อทดสอบตลาดและลดความเสี่ยงด้านคลั่งสินค้า

เดินหน้าขยายสาขา

แม้จะมีผู้เล่นรายใหม่และการเร่งเปิดสาขาของผู้ประกอบการเดิม MOSHI ก็ยังคงเดินหน้าขยายสาขาต่อเนื่อง โดยปีนี้จะเปิดสาขาใหม่สูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 39 สาขา ทำให้มีสาขารวม 203 สาขา และตั้งเป้าเปิดสาขาใหม่ปีละ 35 สาขา ในอนาคต เราสมมติให้มีการเปิดสาขาใหม่ 35/34/33 สาขา ในปี 2026-28F ส่งผลให้มีสาขารวม 305 สาขาในปี 2028F ซึ่งยังคงต่ำกว่าเป้าหมายระยะกลางของบริษัทที่ 350 สาขา MOSHI มองเห็นโอกาสเติบโตในระยะยาว จึงเตรียมลงทุนในคลังสินค้าแห่งใหม่ในปีหน้า ด้วยงบลงทุน 220 ลบ. ซึ่งจะช่วยรองรับรายได้ที่ 6.5 พันลบ. จากปัจจุบันที่ 3.7 พันลบ. เมื่อคลังเต็มเต็มขีดความสามารถในการรองรับ

ยอดขายสาขาเดิมฟื้นตัวเร็วในเดือนพฤศจิกายน

จนถึงขณะนี้ MOSHI ได้รับผลกระทบจากการแข่งขันค่อนข้างน้อย และยอดขายสาขาเดิมฟื้นตัวเร็วกว่าคาด กลับมาเติบโตในระดับเลขตัวเดียวต้นๆ ในเดือนพฤศจิกายน เทียบกับ -9% y-y ในเดือนตุลาคม การลดลงของยอดขายสาขาเดิมในเดือนตุลาคมมาจากฐานที่สูงมาก จากยอดขายสาขาเดิมที่เติบโตที่ 30% และ 23% ในเดือนตุลาคม/พฤศจิกายนปีที่แล้ว จากการเปิดตัวคอลเลกชัน NCT Dream และการปรับโฉมร้าน เราปรับเพิ่มสมมติฐานยอดขายสาขาเดิมใน 4Q25F เป็น -0.7% (จากเดิม -2.0%) สำหรับทั้งปี ยอดขายสาขาเดิมเติบโต 3.9% ในปี 2024 และเราคาดว่าจะเติบโตที่ 7.1/3.0/3.0% ในปี 2025-27F (จากเดิม 6.7/2.0/2.0%).

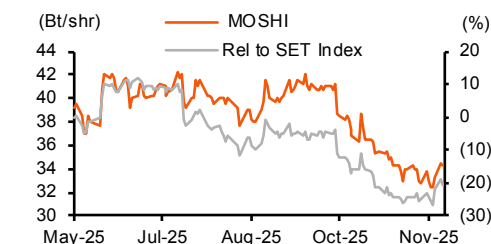
ยังคงเติบโตแข็งแกร่ง แนะนำ "ซื้อ"

เราปรับลดประมาณการกำไรโลง 0.6/0.3/1.5% ในปี 2025-27F สะท้อนอัตรากำไรขั้นต้นที่ลดลง (จากสินค้าใหม่) และ SG&A/Sale ที่สูงขึ้น (งบการตลาดเพิ่มขึ้นและต้นทุนคลังสินค้า) ซึ่งถูกชดเชยบางส่วนด้วยยอดขายสาขาเดิมที่สูงขึ้นและจำนวนสาขาที่เพิ่มขึ้น ราคาเป้าหมายจึงถูกปรับลง 2% เหลือ 49 บาท และเรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" MOSHI เราไม่คาดว่าจะเล่นรายใหม่จะกระทบต่อแนวโน้มการเติบโตของบริษัท โดยเราคาดว่า EPS จะเติบโตเฉลี่ยที่ 20% ในปี 2026-28F MOSHI ยังอยู่ในสถานะเป็นเงินสดสุทธิ ไม่มีหนี้ที่มีภาระดอกเบี้ย อีกทั้งเรายังมองว่า PE ที่ 13.7 เท่า ในปี 2026F ถือว่าถูกเมื่อเทียบกับแนวโน้มการเติบโตดังกล่าว

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	3,111	3,665	4,534	5,384
Net profit	521	664	827	983
Consensus NP	—	644	754	873
Diff frm cons (%)	—	3.2	9.6	12.6
Norm profit	521	664	827	983
Prev. Norm profit	—	668	829	998
Chg frm prev (%)	—	(0.6)	(0.3)	(1.5)
Norm EPS (Bt)	1.6	2.0	2.5	3.0
Norm EPS grw (%)	29.7	27.6	24.5	18.9
Norm PE (x)	21.7	17.0	13.7	11.5
EV/EBITDA (x)	10.8	8.4	6.9	5.7
P/BV (x)	4.9	4.2	3.6	3.1
Div yield (%)	2.3	3.0	3.7	4.4
ROE (%)	24.2	26.5	28.4	28.9
Net D/E (%)	(7.6)	(16.7)	(18.6)	(26.8)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 25-Nov-25 (Bt)	34.25
Market Cap (US\$ m)	349.9
Listed Shares (m shares)	330.0
Free Float (%)	24.9
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.6
12M Price H/L (Bt)	48.00/32.50
Sector	Commerce
Major Shareholder	Boonsongkor Family 73.2%

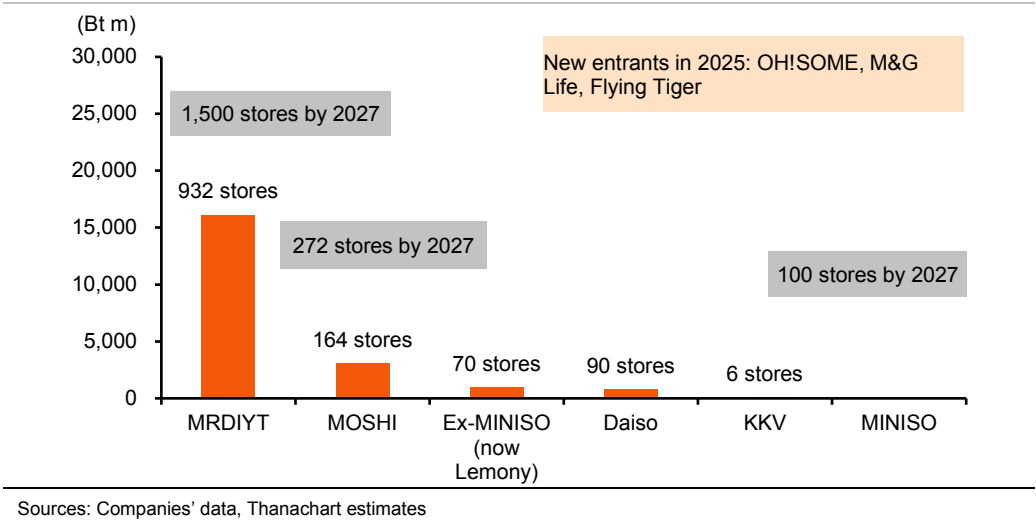
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P8

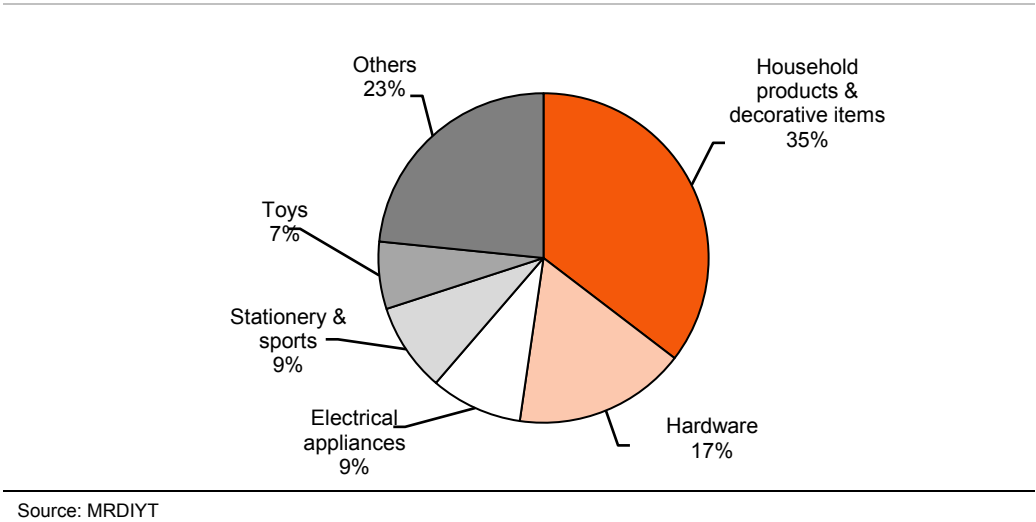
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การบริการแก่ผู้ลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลนี้ไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



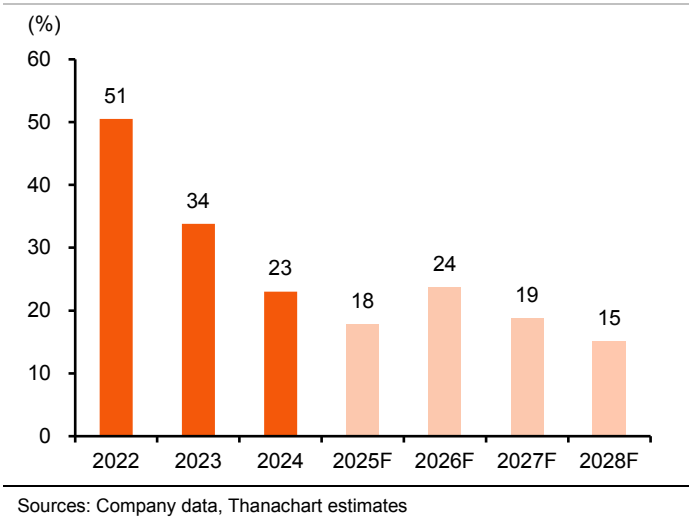
Ex 1: 2024 Sales



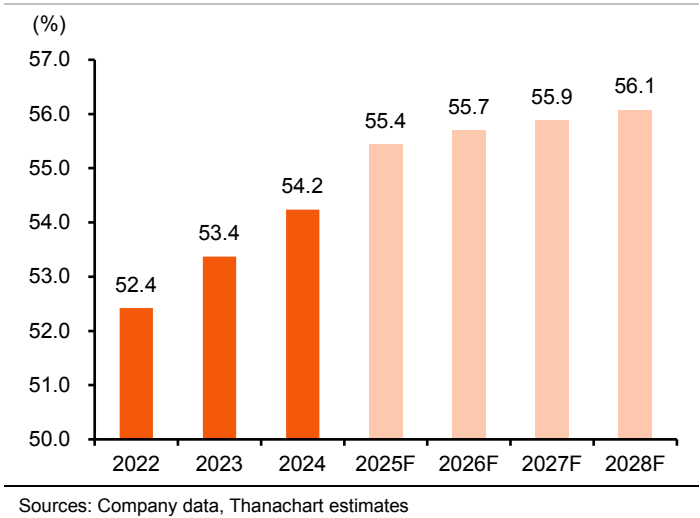
Ex 2: MRDIYT's Sales Mix

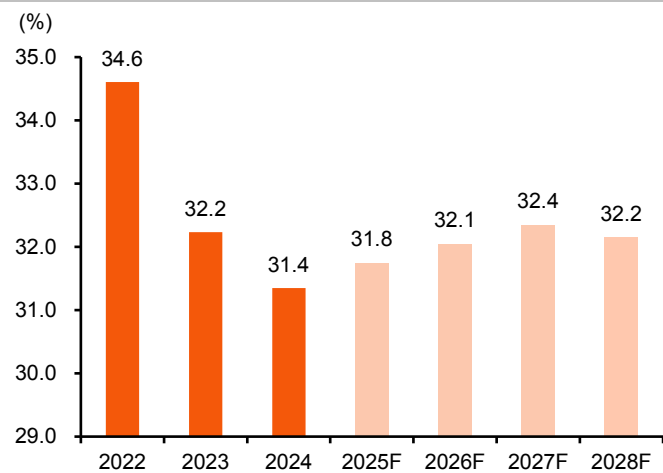


Ex 3: Revenue Growth

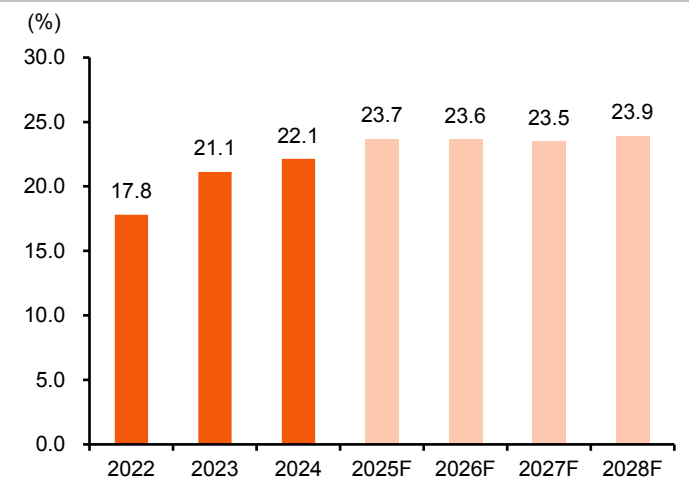


Ex 4: Gross Margin On Sales

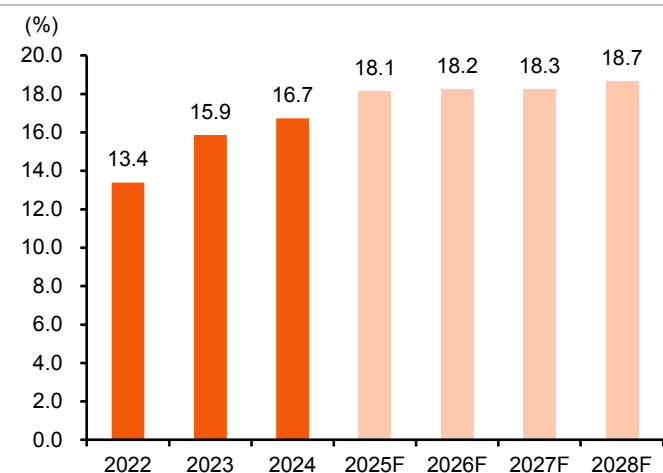


Ex 5: SG&A/Sales

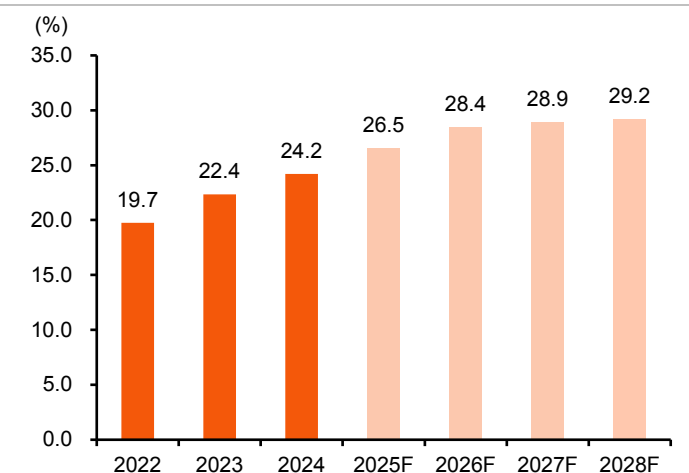
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: EBIT Margin

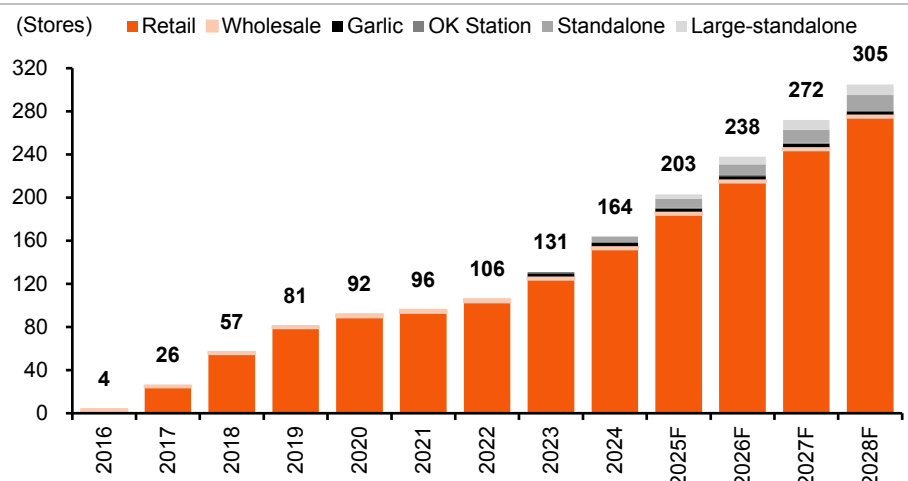
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: Net Margin

Sources: Company data, Thanachart estimates

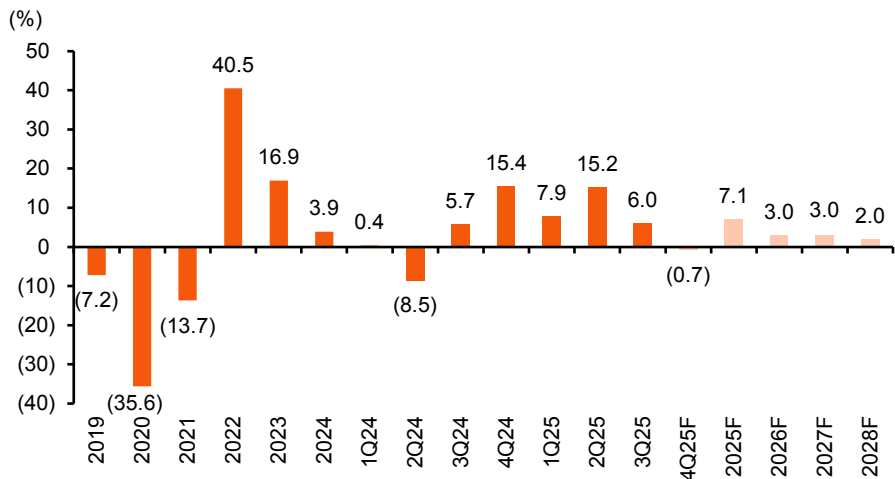
Ex 8: ROE

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: Store Numbers (YE)

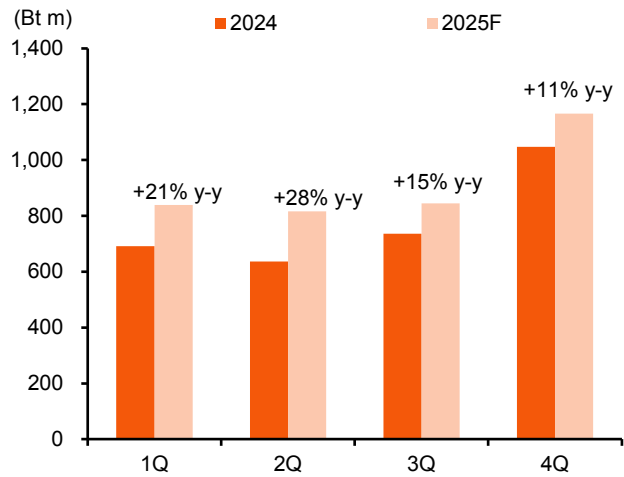
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: SSSG Forecasts



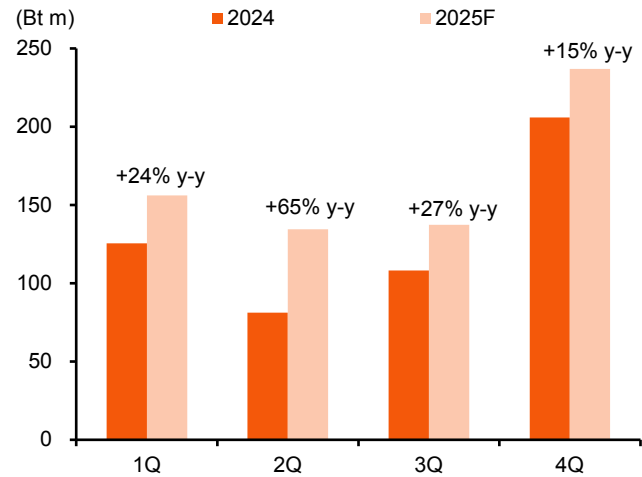
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: Quarterly Sales Growth



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 12: Quarterly Profit



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 13: Key Assumption Changes

	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
SSSG (%)						
New	16.9	3.9	7.1	3.0	3.0	2.0
Old			6.7	2.0	2.0	2.0
New stores						
New	25	33	39	35	34	33
Old	-	-	35	35	34	33
No. of branches (YE)						
Retail	124	152	184	214	244	274
Wholesale	3	3	3	3	3	3
Garlic	3	3	3	3	3	3
OK Station	1	1	1	1	1	1
Standalone	0	5	8	10	12	14
Large-standalone	0	0	4	7	9	10
Average gross margin - exc. JV (%)						
New	53.4	54.2	55.4	55.7	55.9	56.1
Old	-	-	55.5	55.8	55.9	56.2
Change (bp)	-	-	(9)	(6)	(7)	(8)
SG&A/sales (%)						
New	32.2	31.4	31.8	32.1	32.4	32.2
Old	-	-	31.8	31.6	31.4	31.2
Normalized profit (Bt m)						
New	402	521	664	827	983	1,158
Old			668	829	998	1,176
Change (%)			(0.6)	(0.3)	(1.5)	(1.5)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 14: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2026F

(Bt m)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	Terminal value
EBITDA	1,167	1,385	1,608	1,834	2,052	2,286	2,527	2,782	3,047	3,327	3,644	
Free cash flow	553	863	1,052	1,241	1,417	1,606	1,802	2,009	2,223	1,723	1,986	22,759
PV of free cash flow	551	702	772	821	844	863	873	878	876	612	636	7,289
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.1											
WACC (%)	10.9											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value	15,716											
Net debt (2025F)	(448)											
Minority interest	0											
Equity value	16,164											
# of shares (m)	330											
Equity value/share (Bt)	49.0											

Source: Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 15: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Market	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div. yield —	
			25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F
Marks & Spencer	MKS LN	UK	25.0	(19.3)	10.3	12.7	1.8	2.0	6.3	6.7	1.6	1.5
J Sainsbury PLC	SBRY LN	UK	3.7	2.7	13.1	12.7	1.0	1.0	5.5	5.6	4.6	6.6
Tesco	TSCO LN	UK	12.1	4.5	15.0	14.4	2.4	2.8	8.2	8.0	3.3	3.5
Carrefour SA	CA FP	France	(11.7)	16.8	8.5	7.3	0.8	0.8	4.8	4.6	7.3	8.2
Casino Guichard	CO FP	France	na	na	na	na	0.1	0.2	4.7	3.9	0.0	na
L'Oreal SA	OR FP	France	5.3	6.4	28.3	26.6	5.5	5.1	18.7	17.7	2.0	2.1
Alimentation Couche	ATD/B CN	Canada	(4.1)	6.7	na	na	na	na	10.1	9.5	na	na
Aeon	8267 JP	Japan	(69.6)	53.4	na	na	6.9	6.3	16.6	15.2	0.5	0.5
Kao Corporation	4452 JP	Japan	15.3	12.0	23.9	21.3	2.8	2.6	11.6	10.8	2.4	2.5
Lion Corporation	4912 JP	Japan	30.0	(5.1)	17.7	18.6	1.5	1.4	7.9	7.7	1.8	1.9
Shiseido Co. Ltd	4911 JP	Japan	na	na	na	23.3	1.5	1.4	11.9	8.8	1.9	2.2
Seven & I Holdings	3382 JP	Japan	(27.3)	55.8	32.2	20.6	1.5	1.4	9.4	9.8	1.8	2.4
Lotte Corp	004990 KS	South Korea	na	na	na	30.0	0.5	0.5	10.2	9.3	4.1	4.6
Shinsegae	004170 KS	South Korea	(31.5)	81.5	14.4	7.9	0.5	0.4	8.8	8.0	2.2	2.5
Amore Pacific Group	002790 KS	South Korea	(38.8)	3.4	13.1	12.7	0.5	0.4	6.7	6.3	1.8	2.0
Best Buy Co Inc	BBY US	USA	0.5	7.8	12.2	11.3	5.1	5.2	6.0	5.9	5.1	5.4
Wal-Mart Stores	WMT US	USA	5.8	12.2	39.5	35.2	8.2	7.4	19.7	17.9	0.9	0.9
Home Depot Inc	HD US	USA	(3.7)	6.4	23.1	21.7	na	na	15.7	15.0	2.7	2.8
Levi Strauss & Co.	LEVI US	USA	7.4	10.7	15.7	14.2	3.7	3.3	9.2	8.4	2.6	2.8
Yonghui Superstores	601933 CH	China	7.0	160.2	na	72.1	9.8	8.0	36.5	16.1	0.0	0.1
Sa Sa International	178 HK	Hong Kong	(62.1)	30.3	19.1	14.7	1.6	na	5.6	10.2	4.9	4.6
Dairy Farm Intl Hldgs	DFI SP	Hong Kong	29.1	5.1	17.5	16.6	na	10.0	5.9	6.0	16.3	3.8
President Chain Store	2912 TT	Taiwan	(0.4)	7.3	20.8	19.4	5.5	5.2	8.9	8.7	4.0	4.3
7-Eleven Malaysia	SEM MK	Malaysia	(17.2)	16.7	42.1	36.1	11.1	10.0	9.1	8.9	1.1	1.2
Berli Jucker *	BJC TB	Thailand	(0.8)	3.7	13.6	13.1	0.5	0.5	8.8	8.7	4.9	5.3
CP All *	CPALL TB	Thailand	12.8	15.9	14.1	12.2	2.8	2.5	7.2	6.4	3.5	4.1
CP Axtra *	CPAXT TB	Thailand	6.6	15.3	15.0	13.0	0.5	0.5	7.2	6.7	4.7	5.4
Central Pattana *	CPN TB	Thailand	(5.7)	15.7	15.3	13.3	2.2	2.0	10.5	9.5	4.0	4.4
Central Retail Corp. *	CRC TB	Thailand	(10.7)	(4.9)	14.9	15.7	1.5	1.5	5.5	5.7	9.3	2.6
Dohome *	DOHOME TB	Thailand	(2.7)	(13.8)	19.6	22.7	0.9	0.9	12.8	13.5	1.3	1.1
Siam Global House *	GLOBAL TB	Thailand	(21.5)	4.4	18.8	18.1	1.4	1.3	11.8	11.4	2.1	2.2
Home Product*	HMPRO TB	Thailand	(7.1)	3.9	13.6	13.1	3.1	2.9	7.8	7.4	5.9	6.1
MC Group *	MC TB	Thailand	5.6	6.4	11.1	10.5	2.3	2.3	5.0	4.8	9.0	9.6
Moshi Moshi Retail*	MOSHI TB	Thailand	27.6	24.5	17.0	13.7	4.2	3.6	8.4	6.9	3.0	3.7
Average			(3.9)	17.6	18.6	19.2	3.0	3.0	10.1	9.1	3.7	3.5

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates
Note: * Thanachart estimates using normalized EPS growth,
Based on 25 November 2025 closing price

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บมจ. โมชิ โมชิ รีเทล คอร์ปอเรชั่น (MOSHI) ดำเนินธุรกิจร้านค้าปลีกที่ตอบสนองต่อลักษณะการใช้ชีวิตประจำวันของผู้บริโภคแต่ละกลุ่ม (สินค้าไลฟ์สไตล์ (Lifestyle)) ภายใต้ชื่อทางการค้า “Moshi Moshi” หลังจากเปิดสาขาแรกในปี 2016 ปัจจุบันเป็นผู้นำตลาดด้วยส่วนแบ่งตลาดยอดขาย 62.0% ในปี 2024 ณ 3Q25 มีสาขา 188 แห่ง และมี SKUs สินค้ามากกว่า 25,000 รายการ

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

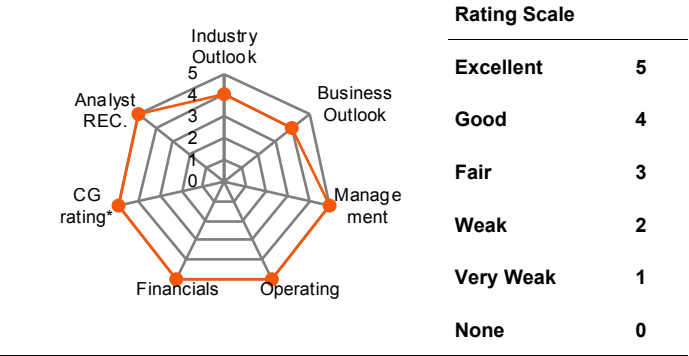
S — Strength

- ผู้ค้าปลีกสินค้าไลฟ์สไตล์อันดับ 1 ตั้งแต่ปี 2019
- การออกแบบผลิตภัณฑ์ภายในบริษัทพร้อมผลิตภัณฑ์ที่มีจำหน่ายเฉพาะที่ Moshi Moshi
- การเงินแข็งแกร่ง

O — Opportunity

- การขยายโอกาสในประเทศไทยและต่างประเทศ
- รูปแบบร้านค้าใหม่และผลิตภัณฑ์ใหม่
- ใบอนุญาตดำเนินธุรกิจนิทรรศการตัวละคร

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *No CG Rating

W — Weakness

- ร้านค้าส่วนใหญ่ทำสัญญาเช่าในห้างสรรพสินค้าและไฮเปอร์มาร์เก็ต และมีความเสี่ยงที่จะถูกยกเลิกสัญญาหรือขึ้นค่าเช่า

T — Threat

- ผลิตภัณฑ์คู่แข่งจากช่องทางออนไลน์
- โรคระบาดที่อาจทำให้เกิดการปิดร้านชั่วคราว

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	49.26	49.00	-1%
Net profit 25F (Bt m)	644	664	3%
Net profit 26F (Bt m)	754	827	10%
Consensus REC	BUY: 11	HOLD: 0	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- กำไรสุทธิของเราสำหรับปี 2025-26F สูงกว่าคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ในตลาด 3-10% เนื่องจากเราให้สมมติฐานอัตรากำไรขั้นต้นที่สูงขึ้นจากการมีอัตรากำไรขั้นต้นที่าสถิติใหม่ใน 3Q25 และการฟื้นตัวของ SSSG ที่เร็วกว่าคาด
- ราคาเป้าหมายของเราใกล้เคียงกับของ Bloomberg Consensus

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

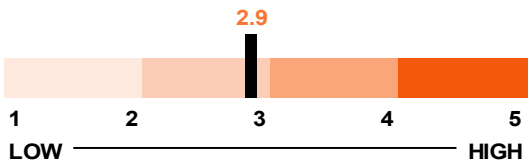
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากเศรษฐกิจอ่อนแอกว่าที่เราคาดไว้ในปัจจุบัน จะเป็นความเสี่ยงต่อคาดการณ์ของเรา
- หากคู่แข่งขยายตัวเร็วกว่าที่เราคาดไว้ จะเป็นอีกความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

MOSHI ดำเนินธุรกิจเครือข่ายร้านค้าสินค้าไลฟ์สไตล์ภายใต้แบรนด์ "Moshi Moshi" โดยใน 3Q25 มีสาขาทั้งหมด 188 สาขา มีสินค้า SKU กว่า 25,000 รายการ และมีคลังสินค้า 1 แห่ง เราให้คะแนน ESG แก่ MOSHI ที่ 2.92 ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มค้าปลีก คะแนนนี้สะท้อนถึงการเริ่มต้นที่ช้าและการขาดการจัดอันดับ ESG ตามมาตรฐานสากล

Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
MOSHI	YES	A	-	-	-	-	-	-	5.0

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

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงาน/ไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- เรามอบคะแนน E ให้กับ MOSHI เพียง 2.2 เพื่อสะท้อนถึงการเริ่มต้นที่ช้าในการตั้งเป้าหมายและการดำเนินการตามแผน เป้าหมายของบริษัทฯ ไม่เป็นไปในเชิงรุกในมุมมองของเรา - MOSHI ใช้โมเดล OEM และไม่มีโรงงานผลิต โดยมีคลังสินค้าเพียงแห่งเดียว บริษัทฯ ไม่สร้างก๊าซเรือนกระจก (GHG) โดยตรงมากนัก โดยปล่อย CO2e เพียง 0.004 ล้านตันในปี 2024 - บริษัทฯ ยังคงมุ่งมั่นที่จะลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกใน scope 1 และ 2 ลง 5/10% ภายในปี 2025 และ 2030 จากปีฐาน 2023 โดยตั้งเป้าหมายที่จะบรรลุความเป็นกลางทางคาร์บอน (carbon neutrality) ภายในปี 2050 และการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ในทุก scope ภายในปี 2065 - ในปี 2024 บริษัทฯ ได้ติดตามและลดการปล่อย GHG ต่อหน่วย และลดการปล่อย CO2 ผ่านโครงการต่างๆ เช่น การติดตั้งระบบแผงโซลาร์เซลล์ที่คลังสินค้า ซึ่งผลิตไฟฟ้าสะอาดได้ 18.6% ของการใช้ไฟฟ้าทั้งหมด - บริษัทฯ ได้ลดการใช้กระดาษสำหรับรายงานสำนักงานและสาขาการขาย รวมทั้งใบกำกับภาษี โดยลดการใช้กระดาษลง 355 รีม หรือการลดลง 9.6% เมื่อเทียบกับปี 2023 - MOSHI ออกแบบและผลิตสินค้าจากวัสดุที่เป็นมิตรกับสิ่งแวดล้อม
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- เรามอบคะแนน S ให้กับ MOSHI ที่ 3.0 เพื่อสะท้อนถึงคุณภาพสินค้าที่ดี ความสามารถในการเข้าถึงราคา และการดำเนินงานที่ดีของบริษัทฯ รวมทั้งการให้การสนับสนุนที่เหมาะสมแก่พนักงาน - MOSHI ปฏิบัติต่อพนักงานอย่างเท่าเทียมและยุติธรรม และส่งเสริมการจ้างงานของแรงงานท้องถิ่น ผู้ด้อยโอกาส และผู้พิการ บริษัทฯ มีนโยบายไม่เลือกปฏิบัติต่อความแตกต่างทางเชื้อชาติ ศาสนา เพศ อายุ การศึกษา ความเชื่อ เป็นต้น - บริษัทฯ จัดสวัสดิการ ความปลอดภัย และสุขอนามัยในสถานที่ทำงานให้กับพนักงานทุกคน พนักงานทุกคนได้รับการคุ้มครองตามระบบการจัดการด้านสุขภาพและความปลอดภัยในการทำงาน มีการฝึกอบรมความปลอดภัยเป็นประจำ ทำให้ปี 2024 ไม่มีโรคที่เกี่ยวกับการทำงานและไม่มีการเสียชีวิตจากอุบัติเหตุในการทำงาน - MOSHI เข้าร่วมกิจกรรมในชุมชน โรงเรียน และองค์กรภาครัฐเพื่อมีส่วนร่วมและทำให้สภาพแวดล้อมในชุมชนสามารถอยู่อาศัยได้ดีขึ้น
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- เรามอบคะแนน G ที่ดีให้กับ MOSHI ที่ 3.4 เพื่อสะท้อนถึงการบริหารจัดการที่แข็งแกร่งและนวัตกรรมที่ใช้ในการสร้างความยั่งยืนทางธุรกิจของบริษัทฯ รวมทั้งมีคณะกรรมการที่จำเป็นทั้งหมด - ประธานคณะกรรมการของบริษัทฯ เป็นอิสระ แต่สัดส่วนของกรรมการอิสระ (มี 4 จาก 10 คนในคณะกรรมการ) ต่ำกว่าสัดส่วนคณะกรรมการอิสระที่เหมาะสมซึ่งควรจะเป็นสองในสาม - บริษัทฯ มีคณะกรรมการตรวจสอบ คณะกรรมการจัดการความเสี่ยง และคณะกรรมการค่าตอบแทน นอกจากนี้ในปีที่แล้วยังได้จัดตั้งคณะกรรมการกำกับดูแลกิจการและการพัฒนาที่ยั่งยืน - เรามอบคะแนนสูงสุด 5 ให้กับโมเดลธุรกิจและนวัตกรรมของ MOSHI จากการเป็นธุรกิจของครอบครัว ผู้ก่อตั้ง/CEO มีประสบการณ์ยาวนานในธุรกิจไลฟ์สไตล์ และมุ่งมั่นที่จะปรับปรุงผลิตภัณฑ์/ร้านค้าเพื่อสร้างความสามารถในการแข่งขัน

Sources: Company data, Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	2,530	3,111	3,665	4,534	5,384
Cost of sales	1,180	1,447	1,633	2,009	2,375
Gross profit	1,350	1,664	2,032	2,525	3,008
% gross margin	53.4%	53.5%	55.4%	55.7%	55.9%
Selling & administration expenses	815	975	1,164	1,453	1,742
Operating profit	535	689	868	1,072	1,267
% operating margin	21.1%	22.1%	23.7%	23.6%	23.5%
Depreciation & amortization	296	345	428	479	535
EBITDA	831	1,033	1,296	1,551	1,801
% EBITDA margin	32.9%	33.2%	35.4%	34.2%	33.5%
Non-operating income	14	17	18	20	23
Non-operating expenses	15	25	32	35	38
Interest expense	(53)	(75)	(88)	(93)	(99)
Pre-tax profit	510	655	831	1,034	1,229
Income tax	108	134	166	207	246
After-tax profit	402	521	664	827	983
% net margin	15.9%	16.7%	18.1%	18.2%	18.3%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	402	521	664	827	983
Normalized profit	402	521	664	827	983
EPS (Bt)	1.2	1.6	2.0	2.5	3.0
Normalized EPS (Bt)	1.2	1.6	2.0	2.5	3.0

A growth stock with a 20% three-year EPS CAGR over 2026-28F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	1,624	1,886	2,204	2,468	3,014
Cash & cash equivalent	95	177	448	584	979
Account receivables	12	24	28	34	41
Inventories	422	703	671	743	879
Others	1,095	982	1,057	1,107	1,115
Investments & loans	6	6	6	6	6
Net fixed assets	717	783	961	1,292	1,405
Other assets	1,296	1,701	1,727	1,843	1,927
Total assets	3,643	4,376	4,897	5,609	6,351
LIABILITIES:					
Current liabilities:	601	732	841	991	1,123
Account payables	283	327	380	468	553
Bank overdraft & ST loans	0	0	(0)	(0)	0
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	318	405	461	523	569
Total LT debt	0	0	0	0	0
Others LT liabilities	1,060	1,322	1,370	1,484	1,570
Total liabilities	1,661	2,054	2,212	2,475	2,693
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	330	330	330	330	330
Share premium	1,178	1,178	1,178	1,178	1,178
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	0	0	0	0	0
Retained earnings	474	813	1,177	1,626	2,150
Shareholders' equity	1,982	2,322	2,685	3,134	3,658
Liabilities & equity	3,643	4,376	4,897	5,609	6,351

Sales are mostly in cash, with very low accounts receivable

Clean B/S, with no interest-bearing debts

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	510	655	831	1,034	1,229
Tax paid	(86)	(109)	(157)	(180)	(225)
Depreciation & amortization	296	345	428	479	535
Chg In working capital	38	(249)	81	9	(57)
Chg In other CA & CL / minorities	(997)	250	(28)	(15)	18
Cash flow from operations	(239)	892	1,155	1,326	1,500
Capex	(84)	(137)	(260)	(426)	(232)
Right of use	(644)	(557)	(500)	(500)	(500)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	0	0	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	336	65	176	113	87
Cash flow from investments	(392)	(629)	(584)	(813)	(645)
Debt financing	0	0	(0)	(0)	0
Capital increase	30	0	0	0	0
Dividends paid	(30)	(198)	(300)	(378)	(459)
Warrants & other surplus	(30)	17	0	0	0
Cash flow from financing	(30)	(181)	(300)	(378)	(459)
Free cash flow	(323)	755	895	900	1,268

Very high EBITDA/capex

VALUATION

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	28.2	21.7	17.0	13.7	11.5
Normalized PE - at target price (x)	40.3	31.1	24.3	19.6	16.5
PE (x)	28.2	21.7	17.0	13.7	11.5
PE - at target price (x)	40.3	31.1	24.3	19.6	16.5
EV/EBITDA (x)	13.5	10.8	8.4	6.9	5.7
EV/EBITDA - at target price (x)	19.3	15.5	12.1	10.0	8.4
P/BV (x)	5.7	4.9	4.2	3.6	3.1
P/BV - at target price (x)	8.2	7.0	6.0	5.2	4.4
P/CFO (x)	(47.3)	12.7	9.8	8.5	7.5
Price/sales (x)	4.5	3.6	3.1	2.5	2.1
Dividend yield (%)	1.8	2.3	3.0	3.7	4.4
FCF Yield (%)	(2.9)	6.7	7.9	8.0	11.2
(Bt)					
Normalized EPS	1.2	1.6	2.0	2.5	3.0
EPS	1.2	1.6	2.0	2.5	3.0
DPS	0.6	0.8	1.0	1.3	1.5
BV/share	6.0	7.0	8.1	9.5	11.1
CFO/share	(0.7)	2.7	3.5	4.0	4.5
FCF/share	(1.0)	2.3	2.7	2.7	3.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

PE has fallen despite its strong EPS growth for many years

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	33.8	23.0	17.8	23.7	18.7
Net profit (%)	58.6	29.7	27.6	24.5	18.9
EPS (%)	28.3	29.7	27.6	24.5	18.9
Normalized profit (%)	58.6	29.7	27.6	24.5	18.9
Normalized EPS (%)	28.3	29.7	27.6	24.5	18.9
Dividend payout ratio (%)	49.3	50.7	50.7	50.7	50.7
Operating performance					
Gross margin (%)	53.4	53.5	55.4	55.7	55.9
Operating margin (%)	21.1	22.1	23.7	23.6	23.5
EBITDA margin (%)	32.9	33.2	35.4	34.2	33.5
Net margin (%)	15.9	16.7	18.1	18.2	18.3
D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.0)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.3)
Interest coverage - EBIT (x)	10.0	9.1	9.9	11.5	12.8
Interest coverage - EBITDA (x)	15.6	13.7	14.8	16.6	18.2
ROA - using norm profit (%)	12.5	11.9	14.3	15.7	16.4
ROE - using norm profit (%)	22.4	24.2	26.5	28.4	28.9
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	22.4	24.2	26.5	28.4	28.9
- asset turnover (x)	0.8	0.7	0.8	0.9	0.9
- operating margin (%)	22.3	23.5	25.1	24.9	24.7
- leverage (x)	1.8	2.0	1.9	1.8	1.8
- interest burden (%)	90.5	89.7	90.4	91.7	92.6
- tax burden (%)	78.8	79.5	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	10.9	10.9	10.9	10.9	10.9
ROIC (%)	49.3	29.0	32.4	38.3	39.7
NOPAT (Bt m)	421	548	695	858	1,013
invested capital (Bt m)	1,887	2,144	2,237	2,551	2,679

Sources: Company data, Thanachart estimates

Record profits in 2024 with
28/24/19% growth in 2025-
27F

High and rising ROE, based
on our estimates

ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com

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

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

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

SETESG Index (SETESG)

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

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

SET ESG Index (SET ESG)

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

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

ESG Book's Disclaimer

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

MSCI ESG Research LLC

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

"Although [User ENTITY NAME's] information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or 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.

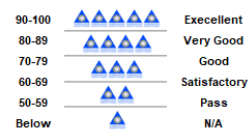
You represent to us that you are lawfully able to enter into these Terms of Use. If you are accepting these Terms of Use for and on behalf of an entity such as the company you work for, you represent to us that you have legal authority to bind that entity.

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

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาตเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุน และใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) which is owned 99.97% by TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) as a resource only for clients of TNS, TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) 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:

หมายเหตุ: ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็น Joint Lead Underwriter ให้กับบริษัท บริษัท ยูโรเอเชีย โทเทิล โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน) Euroasia Total Logistics Pcl (ETL) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท แอดวานซ์อินโฟร์เซอร์วิสเซ จำกัด (มหาชน) (ADVANC) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท พีทีที โกลบอล เคมิคอล จำกัด (มหาชน) (PTTGC) ครั้งที่ 1/2568" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy พิมพ์ภา นิการุณ, CFA pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ pattarawan.wan@thanachartsec.co.th
สาธารถูปโภค, สื่อสาร ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์ nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th	อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ พัทธดนย์ บุณนาค pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ phannarai.von@thanachartsec.co.th
ยานยนต์, หินคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ rata.lim@thanachartsec.co.th	ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน รวีสรา สุวรรณอำไพ rawisara.suw@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 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