

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 23.00

Upside : 39.4%

(From: Bt 30.00)

17 DECEMBER 2025

Small Cap Research

MEB Corporation Pcl (MEB TB)

ให้อัตรากำไรตอบแทนปันผลที่ดี

แม้การเติบโตของกำไรจะชะลอตัวจากเศรษฐกิจที่ซบเซา แต่ MEB ยังคงสร้างกระแสเงินสดที่แข็งแกร่ง เราคาดว่าให้อัตรากำไรตอบแทนปันผลอยู่ที่ 6/7/7% ในปี 2025–27F หนุนโดยให้อัตรากำไรตอบแทนกระแสเงินสดอิสระที่ 8/10/10% เราจึงคำแนะนำ “ซื้อ” MEB ด้วยให้ผลตอบแทนที่น่าพอใจ



SAKSID PHADTHANANARAK

662-779-9119

saksid.pha@thanachartsec.co.th

ให้อัตรากำไรตอบแทนปันผลปีละ 6-7% แนะนำ “ซื้อ”

แม้เราจะปรับกำไรของ MEB ลง 13–17% ในปี 2025–27F หลังผลการดำเนินงาน 9M25 ต่ำกว่าคาด เนื่องจากค่าใช้จ่ายต่อผู้ใช้ลดลงท่ามกลางกำลังซื้อที่อ่อนแอ แต่เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” 1) แม้เราคาดว่ากำไรของ MEB จะลดลง 4% y-y ในปีนี้ ก่อนฟื้นตัว 3/8% y-y ในปี 2026–27F แต่บริษัท ยังคงมีให้อัตรากำไรตอบแทนกระแสเงินสดอิสระ (FCF yield) สูงที่ 8/10/10% ในปี 2025–27F ด้วยไม่มีแผนลงทุนใหญ่ในระยะใกล้ เราจึงคาดว่าให้อัตรากำไรตอบแทนปันผลจะอยู่ที่ 75% ทำให้อัตรากำไรตอบแทนปันผลอยู่ที่ 6/7/7% 2) MEB ยังคงทำกำไรสูง โดยมี EBITDA margin อยู่ที่ 24–26% และ ROE อยู่ที่ 28–29% ในปี 2025–27F และ 3) ผลตอบแทนสูงนี้เกิดขึ้นแม้บริษัทจะอยู่ในสถานะเป็นเงินสดสุทธิ ซึ่งอยู่ที่ 1.4 พันลบ. ณ 3Q25 และ 4) เรามองว่าราคาหุ้นของ MEB ไม่แพงที่ PE ที่ 11 เท่าในปี 2026F

การเติบโตชะลอตัว เนื่องจากเศรษฐกิจอ่อนแอ

ท่ามกลางกำลังซื้อที่อ่อนแอจากเศรษฐกิจที่ซบเซา ความต้องการ อีบุ๊ก (e-books) ซึ่งมีความยืดหยุ่นสูงกว่าความต้องการสินค้าอื่นอื่น จึงลดลง เราคาดว่ากำไรของกำไรของ MEB จะอยู่ที่ -4/3/8% y-y ในปี 2025–27F แม้ว่าจำนวนผู้ใช้งานรายเดือน (MAU) จะยังคงเพิ่มขึ้น 6% y-y ใน 9M25 แต่ขนาดการใช้จ่ายต่อผู้ใช้งาน (ticket size) กลับลดลง 8% y-y ด้วยแนวโน้มเศรษฐกิจที่ยังอ่อนแอ เราจึงคาดว่า MAU จะเติบโตในระดับปานกลางที่ 6/5/5% y-y ในปี 2025–27F ขณะที่การใช้จ่ายต่อ MAU จะลดลง 10/5% y-y ในปี 2025–26F ก่อนฟื้นตัว 3% y-y ในปี 2027F

โมเดลธุรกิจแข็งแกร่ง

ธุรกิจอีบุ๊กของ MEB ยังคงสอดคล้องกับแนวโน้ม digital disruption ที่ดำเนินต่อเนื่อง และสามารถแย่งส่วนแบ่งการตลาดจากหนังสือเล่มได้อย่างต่อเนื่อง ด้วยลักษณะของโมเดลธุรกิจอีบุ๊กที่มากกว่า 90% ของต้นทุนมาจากค่าตอบแทนของนักเขียนและสำนักพิมพ์ ขณะที่ความต้องการสินค้าคงคลังต่ำเพียง 5–10 ลบ. ค่าใช้จ่ายลงทุนสำหรับบำรุงรักษาต่อปีสำหรับแพลตฟอร์มและแอปพลิเคชันจึงต่ำเพียง 5–10 ลบ. และการหมุนเวียนลูกหนี้สั้นเพียง 14–15 วัน ด้วยเหตุนี้ MEB จึงคงสถานะเป็นเงินสดสุทธิพร้อมสร้างผลกำไรสูง โดยมี EBITDA margin อยู่ที่ 24–26% และ ROE อยู่ที่ 28–29% ในปี 2025–27F เราประมาณการว่า EBITDA จะอยู่ที่ 500–600 ลบ. ต่อปี ในปี 2025–27F (เทียบกับ 390 ลบ. ใน 9M25)

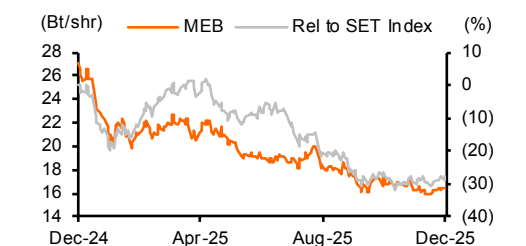
Incognito Lab มีกำไรเพียงเล็กน้อย

ในเดือนพฤษภาคม 2025 MEB ลงทุน 180 ลบ. เพื่อดำเนิน 51% ในบริษัท Incognito Lab ซึ่งเป็นบริษัทไอทีในเครือบริษัทในประเทศไทย โดยมองว่าการลงทุนนี้สอดคล้องกับเมกะเทรนด์การเปลี่ยนแปลงสู่ดิจิทัล (digital transformation) MEB คาดว่าการเข้าซื้อกิจการนี้จะช่วยเสริมความปลอดภัยให้กับแพลตฟอร์มอีบุ๊กของบริษัท และปกป้องข้อมูลผู้ใช้งานได้ดีขึ้น โดยคาดว่าจะได้ผลตอบแทน IRR ที่ 12–15% จากการลงทุนนี้ อย่างไรก็ตาม Incognito Lab เป็นบริษัทขนาดเล็ก โดยมีรายได้ 94 ลบ. และกำไร 16 ลบ. ในปี 2024 เราจึงไม่คาดว่าจะการลงทุนนี้จะสร้างผลกำไรอย่างมีนัยสำคัญให้กับ MEB ในช่วงไม่กี่ปีข้างหน้า

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	2,169	2,149	2,151	2,316
Net profit	440	421	435	468
Consensus NP	—	431	445	450
Diff frm cons (%)	—	(2.2)	(2.2)	4.0
Norm profit	440	421	435	468
Prev. Norm profit	—	483	522	561
Chg frm prev (%)	—	(12.7)	(16.7)	(16.5)
Norm EPS (Bt)	1.5	1.4	1.5	1.6
Norm EPS grw (%)	13.9	(4.3)	3.3	7.6
Norm PE (x)	11.2	11.7	11.4	10.6
EV/EBITDA (x)	6.4	6.7	6.0	5.3
P/BV (x)	3.5	3.3	3.0	2.8
Div yield (%)	6.7	6.4	6.6	7.1
ROE (%)	33.8	28.6	27.6	27.5
Net D/E (%)	(112.4)	(95.3)	(96.0)	(96.5)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 17-Dec-25 (Bt)	16.50
Market Cap (US\$ m)	157.0
Listed Shares (m shares)	300.0
Free Float (%)	29.6
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.1
12M Price H/L (Bt)	27.00/15.90
Sector	mai
Major Shareholder	B2S Co. Ltd. 51.26%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P6

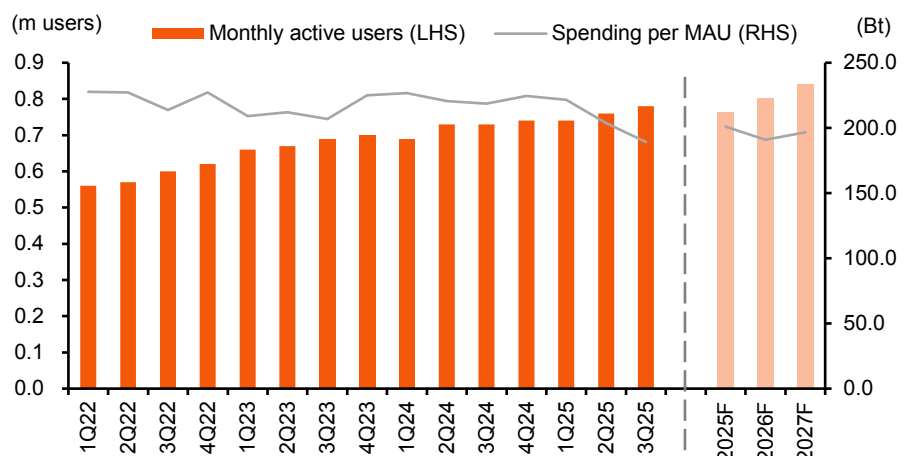
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่ผู้ลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือชักชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

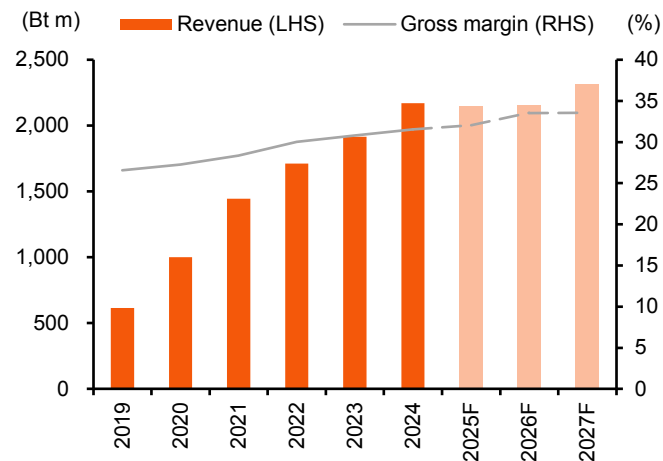
Ex 1: Key Assumption Changes

	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Revenues (Bt m)						
- New	1,712	1,916	2,169	2,149	2,151	2,316
- Old				2,353	2,546	2,736
- Change (%)				(8.7)	(15.5)	(15.3)
Monthly active users (MAU) (m users)						
- New	0.59	0.68	0.72	0.76	0.80	0.84
- Old				0.76	0.79	0.83
- Change (%)				1.0	1.0	1.0
Spending per MAU (Bt)						
- New	223	214	223	201	191	197
- Old				230	237	243
- Change (%)				(12.6)	(19.4)	(19.0)
Gross margin (%)						
- New	30.0	30.8	31.5	32.1	33.5	33.6
- Old				31.5	31.5	31.5
- Change (ppt)				0.6	2.0	2.1
SG&A-to-sales ratio (%)						
- New	6.7	6.6	7.6	8.5	8.4	8.3
- Old				7.5	7.4	7.3
- Change (ppt)				1.0	1.0	1.0
Normalized profit (Bt m)						
- New	330	386	440	421	435	468
- Old				483	522	561
- Change (%)				(12.7)	(16.7)	(16.5)

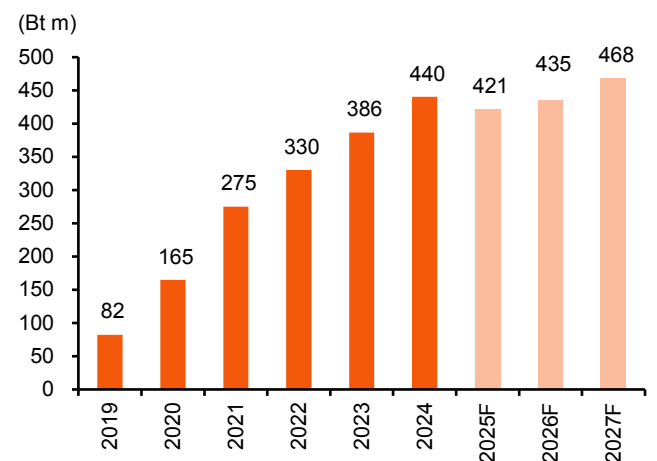
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: MEB's Monthly Active Users (MAU) And Spending Per MAU

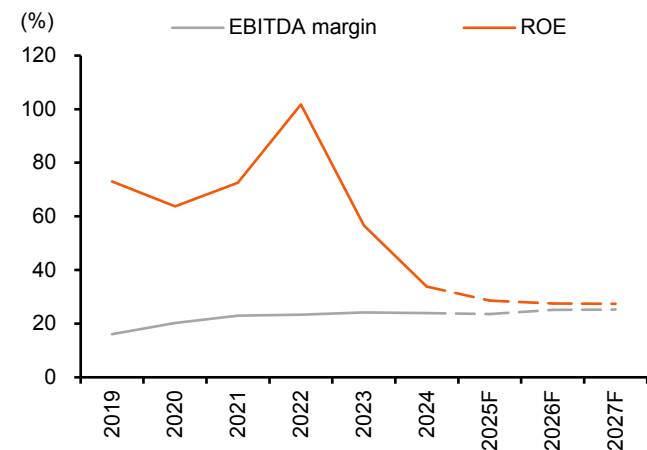
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: MEB's Revenue And Gross Margin

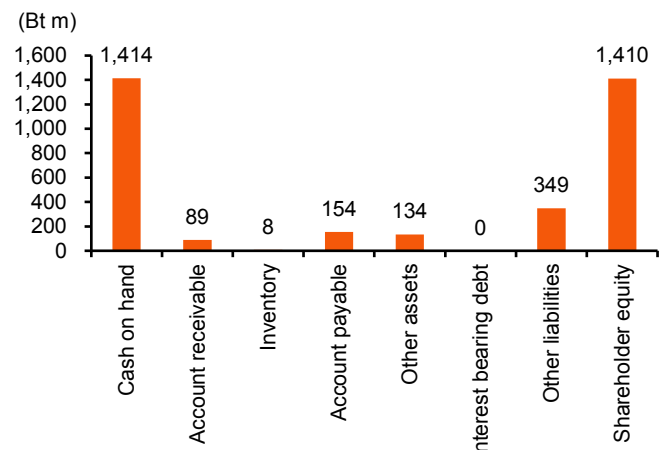
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: MEB's Earnings

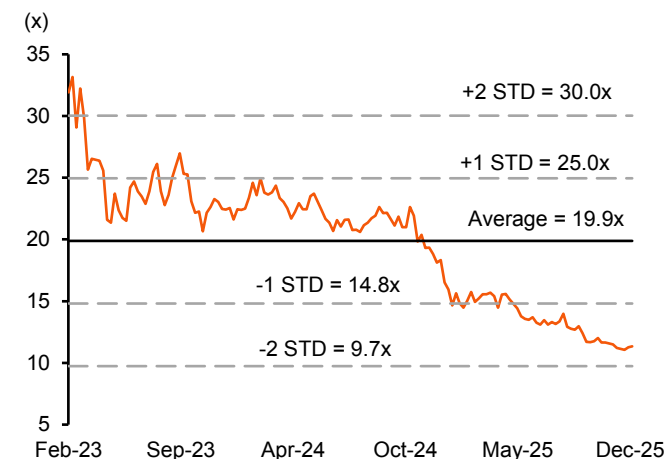
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: MEB's EBITDA Margin And ROE

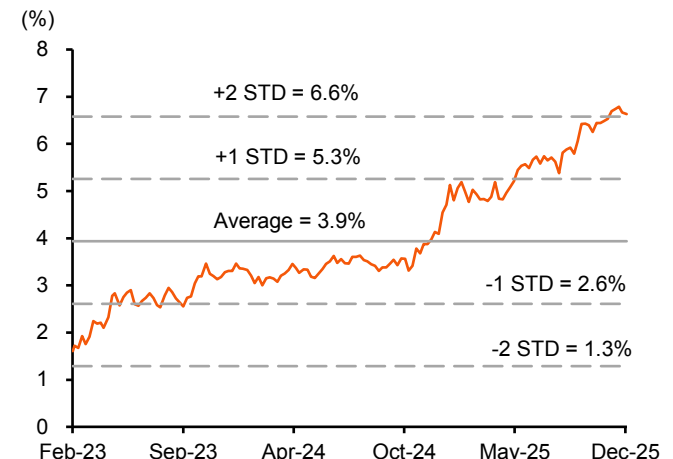
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: MEB's Asset-light Model As Of 3Q25

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: MEB's PE Standard Deviation

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 8: MEB's Dividend Yield Band

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 9: 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	550	595	628	657	686	717	749	782	819	856	895	—
Free cash flow	433	476	502	524	548	573	599	626	655	685	717	7,240
PV of free cash flow	431	379	356	332	310	289	269	251	234	219	204	2,060
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.2											
WACC (%)	12.1											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	5,334											
Net debt (2025F)	(1,640)											
Minority interest	72											
Equity value	6,901											
# of shares (m)*	300											
Target price/share (Bt)	23											

Source: Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บมจ. เมฟ คอร์ปอเรชั่น (MEB) เป็นผู้จัดทำราย e-book ที่ใหญ่ที่สุดในแง่ของรายได้ในประเทศไทยผ่านแพลตฟอร์ม meb และ readAwrite อีกทั้งยังให้บริการ e-library สำหรับองค์กร และจำหน่ายอุปกรณ์อ่านหนังสืออิเล็กทรอนิกส์ (e-reader) ผู้ถือหุ้นใหญ่ของบริษัทคือ B2S ซึ่งเป็นหนึ่งในร้านหนังสือที่ใหญ่ที่สุดในประเทศไทย ซึ่งถือหุ้นโดยบมจ. เซ็นทรัล รีเทล คอร์ปอเรชั่น (CRC)

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

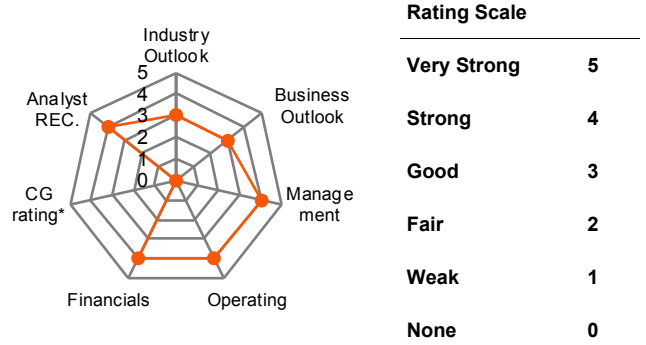
S — Strength

- MEB เป็นผู้จัดทำราย e-book รายใหญ่ที่สุดในแง่ของรายได้ โดยแพลตฟอร์ม e-book ของตนมีผู้ใช้งานสูงสุด
- วงจรชีวิตของ E-book นั้นยาวนาน
- ได้รับการสนับสนุนจากผู้ถือหุ้นใหญ่ - B2S ซึ่งเป็นร้านหนังสือที่ใหญ่ที่สุดแห่งหนึ่ง อาทิเช่น การเจรจากับนักเขียนและสำนักพิมพ์

O — Opportunity

- Digital disruption และข้อได้เปรียบของ e-book ทำให้ความต้องการ e-book ขยายตัวอย่างต่อเนื่องแทนหนังสือเล่ม
- ความต้องการ e-book เติบโตไม่เฉพาะในประเทศไทย แต่รวมถึงทั่วโลก ทำให้มีโอกาสมากมายในการขยายธุรกิจ

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *No CG Rating

W — Weakness

- ผู้อ่าน E-book ต้องใช้อินเทอร์เน็ตและอุปกรณ์การอ่าน
- รายได้กว่า 90% ของ MEB มาจากการขาย e-book
- แบรินด์ MEB เป็นที่รู้จักเฉพาะในประเทศไทย

T — Threat

- มีอุปสรรคในการเข้ามาของผู้เล่นใหม่ต่ำ
- การเปลี่ยนแปลงทางเทคโนโลยีอย่างรวดเร็วและการโจมตีทางไซเบอร์
- ความนิยมของสื่อบันเทิงอื่นๆ

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	19.62	23.00	17%
Net profit 25F (Bt m)	431	421	-2%
Net profit 26F (Bt m)	445	435	-2%
Consensus REC	BUY: 2	HOLD: 2	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรของเราในปี 2025-26F ต่ำกว่าตัวเลขคาดการณ์เฉลี่ยของตลาด ซึ่งเป็นผลจากสมมติฐานที่ระมัดระวังกว่าเกี่ยวกับจำนวนผู้ใช้งานรายเดือน (MAU) และการใช้จ่ายต่อผู้ใช้งาน (spending per MAU)
- อย่างไรก็ตาม ราคาเป้าหมายของเรา สูงกว่าของโบรกเกอร์รายอื่น 17% เนื่องจากเราคาดการณ์กำไรระยะยาวสูงกว่า อันเป็นผลมาจากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ

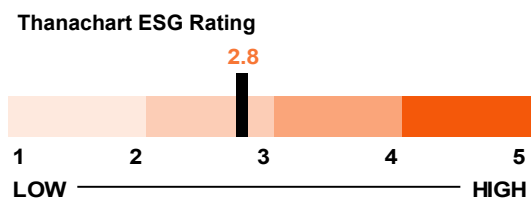
Sources: Bloomberg consensus, Thanachart forecasts

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- สงครามราคาจากคู่แข่งเป็นความเสี่ยงด้านลบต่อสมมติฐาน MAU และรายได้ต่อการเติบโตของ MAU ของเรา
- ปัจจัยลบอื่นๆ เช่น การเกิดขึ้นของสื่อใหม่อื่นๆ การเจรจากับนักเขียนและสำนักพิมพ์ที่ไม่สำเร็จในเรื่องของการนำ e-book ใหม่มาวางบนชั้น และความไม่เสถียรของแอปพลิเคชันจะส่งผลเสียต่อสมมติฐานการเติบโตของ MAU ของเรา
- การขยายธุรกิจไปยังประเทศอื่นๆ อย่างประสบความสำเร็จจะส่งผลบวกต่อประมาณการอัตรากำไรขั้นต้นและกำไรสุทธิของเรา และเป็น upside risk ต่อคำแนะนำของเรา

Source: Thanachart

MEB เป็นผู้จัดทำ e-book ที่ใหญ่ที่สุดในแง่ของรายได้ในประเทศไทยผ่านแพลตฟอร์ม meb และ readAwrite เราให้คะแนน ESG สำหรับ MEB อยู่ในระดับปานกลางที่ 2.8 สะท้อนถึงลักษณะธุรกิจที่ไม่ก่อให้เกิดก๊าซเรือนกระจกมากนัก แต่ยังคงขาดเป้าหมายและแผนที่ชัดเจนสำหรับประเด็น ESG



	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)
MEB	-	-	-	-	-	-	-	-	-

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

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- เราให้คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (Environment) ของ MEB อยู่ในระดับต่ำที่ 2.3 - แม้ธุรกิจอู่จะเป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อมโดยธรรมชาติ เนื่องจากไม่ใช้กระดาษและปล่อยก๊าซเรือนกระจกต่ำ และ MEB มีนโยบายเพื่อลดมลพิษและประหยัดพลังงานในสำนักงาน แต่บริษัทยังขาดเป้าหมายที่ชัดเจน แผนบริหารจัดการที่เป็นระบบ และการดำเนินงานที่เป็นรูปธรรม - แผนประหยัดพลังงานของบริษัทยังคงค่อนข้างทั่วไป โดยบริษัททำการตรวจสอบและบำรุงรักษาอุปกรณ์ไฟฟ้าเป็นประจำ เพื่อให้การทำงานมีประสิทธิภาพและเพิ่มความประหยัดพลังงาน - บริษัทส่งเสริมการคัดแยกขยะในสำนักงาน ส่งผลให้มีการรีไซเคิลและนำวัสดุกลับมาใช้ใหม่มากขึ้น ลดปริมาณขยะที่ต้องฝังกลบ และลดมลพิษ ซึ่งช่วยลดความเสียหายต่อสิ่งแวดล้อม
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- เราให้คะแนนด้านสังคม (Social) ของ MEB อยู่ในระดับที่ดีที่ 3.0 - MEB กล่าวว่าบริษัท มีนโยบายที่จะปฏิบัติต่อพนักงานทุกคนด้วยความเป็นธรรม และมีสภาพแวดล้อมการทำงานที่ปลอดภัย - บริษัท ให้การฝึกอบรมเพื่อพัฒนาทักษะวิชาชีพของพนักงาน - บริษัท สนับสนุนการพัฒนาชุมชนและสังคมอย่างต่อเนื่องด้วยการส่งเสริมการอ่านในโรงเรียนโดยอนุญาตให้โรงเรียนเข้าถึงแพลตฟอร์ม e-book ของบริษัท - นอกจากนี้ MEB ยังจัดกิจกรรมและสนับสนุนโครงการสังคมและสาธารณประโยชน์ เช่น โครงการ Read More Gain More, โครงการ 1 E-Library และโครงการ Writer School
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- เราให้คะแนนด้านการกำกับดูแลกิจการ (Governance) ของ MEB อยู่ในระดับปานกลางที่ 2.8 - ประธานคณะกรรมการไม่เป็นอิสระ โดยมีกรรมการอิสระเพียง 4 คน จากทั้งหมด 10 คน ซึ่งต่ำกว่าอัตราส่วนอุดมคติที่สี่ในสาม และมีกรรมการหญิง 2 คน อีกทั้งกรรมการ 2 คนถือหุ้น MEB คนละ 9.4% - แม้ว่าบริษัทจะมี คณะกรรมการตรวจสอบ (Audit), คณะกรรมการสรรหา (Nomination) และคณะกรรมการค่าตอบแทน (Remuneration) โดยมีประธานเป็นอิสระ แต่ประธานคณะกรรมการบริหารความเสี่ยง (Risk Management Committee) ไม่เป็นอิสระ - MEB มีความยั่งยืนทางธุรกิจในระดับดี เนื่องจากเป็นผู้นำในตลาดการจำหน่ายอู่ในประเทศไทย โดยได้รับการสนับสนุนจาก แพลตฟอร์มพัฒนาซอฟต์แวร์ที่เป็นกรรมสิทธิ์ของบริษัท และการหนุนหลังจากผู้ถือหุ้นใหญ่ B2S ซึ่งเป็นหนึ่งในเครือร้านหนังสือที่ใหญ่ที่สุดภายใต้ Central Retail Corporation

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	1,916	2,169	2,149	2,151	2,316
Cost of sales	1,326	1,485	1,460	1,429	1,539
Gross profit	590	684	689	721	777
% gross margin	30.8%	31.5%	32.1%	33.5%	33.6%
Selling & administration expenses	127	164	183	181	192
Operating profit	463	520	506	541	585
% operating margin	24.1%	24.0%	23.6%	25.1%	25.3%
Depreciation & amortization	5	5	8	9	10
EBITDA	467	525	514	550	595
% EBITDA margin	24.4%	24.2%	23.9%	25.6%	25.7%
Non-operating income	10	12	12	12	12
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Pre-tax profit	472	532	518	553	597
Income tax	98	114	104	111	119
After-tax profit	374	418	414	442	477
% net margin	19.5%	19.3%	19.3%	20.6%	20.6%
Shares in affiliates' Earnings	14	25	25	25	25
Minority interests	(1)	(3)	(18)	(32)	(34)
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	386	440	421	435	468
Normalized profit	386	440	421	435	468
EPS (Bt)	1.3	1.5	1.4	1.5	1.6
Normalized EPS (Bt)	1.3	1.5	1.4	1.5	1.6

We project MEB's earnings growth to fall 4% y-y this year...
...before a slight 3/8% y-y recovery in 2026-27F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	1,438	1,721	1,646	1,796	1,974
Cash & cash equivalent	1,346	1,606	1,490	1,640	1,806
Account receivables	73	86	88	88	95
Inventories	6	11	8	8	8
Others	13	17	60	60	65
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	2	2	44	50	55
Other assets	17	26	217	218	219
Total assets	1,458	1,749	1,907	2,064	2,249
LIABILITIES:					
Current liabilities:	266	294	310	321	339
Account payables	146	158	156	153	164
Bank overdraft & ST loans	0	0	1	0	1
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	121	136	154	168	174
Total LT debt	0	0	0	0	0
Others LT liabilities	8	26	35	36	38
Total liabilities	274	320	345	357	377
Minority interest	2	5	40	72	106
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	150	150	150	150	150
Share premium	627	627	627	627	627
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	0	0	0	0	0
Retained earnings	406	647	745	859	989
Shareholders' equity	1,182	1,424	1,522	1,636	1,765
Liabilities & equity	1,458	1,749	1,907	2,064	2,249

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	472	532	518	553	597
Tax paid	(94)	(109)	(132)	(97)	(123)
Depreciation & amortization	5	5	8	9	10
Chg In working capital	(19)	(5)	(2)	(3)	4
Chg In other CA & CL / minorities	(103)	31	45	26	30
Cash flow from operations	260	455	438	487	518
Capex	(5)	(5)	(50)	(15)	(15)
Right of use	1	3	(6)	(1)	(1)
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	(7)	6	(176)	1	3
Cash flow from investments	(10)	4	(232)	(15)	(13)
Debt financing	0	0	1	(0)	0
Capital increase	628	0	0	0	0
Dividends paid	(145)	(195)	(323)	(321)	(339)
Warrants & other surplus	130	(4)	0	0	0
Cash flow from financing	613	(199)	(322)	(322)	(338)
Free cash flow	256	450	388	472	503

Given the nature of the e-book business, its capex is very low

VALUATION

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	12.8	11.2	11.7	11.4	10.6
Normalized PE - at target price (x)	17.9	15.7	16.4	15.9	14.7
PE (x)	12.8	11.2	11.7	11.4	10.6
PE - at target price (x)	17.9	15.7	16.4	15.9	14.7
EV/EBITDA (x)	7.7	6.4	6.7	6.0	5.3
EV/EBITDA - at target price (x)	11.9	10.1	10.5	9.6	8.6
P/BV (x)	4.2	3.5	3.3	3.0	2.8
P/BV - at target price (x)	5.8	4.8	4.5	4.2	3.9
P/CFO (x)	19.0	10.9	11.3	10.2	9.6
Price/sales (x)	2.6	2.3	2.3	2.3	2.1
Dividend yield (%)	3.9	6.7	6.4	6.6	7.1
FCF Yield (%)	5.2	9.1	7.8	9.5	10.2
(Bt)					
Normalized EPS	1.3	1.5	1.4	1.5	1.6
EPS	1.3	1.5	1.4	1.5	1.6
DPS	0.7	1.1	1.1	1.1	1.2
BV/share	3.9	4.7	5.1	5.5	5.9
CFO/share	0.9	1.5	1.5	1.6	1.7
FCF/share	0.9	1.5	1.3	1.6	1.7

Sources: Company data, Thanachart estimates

Besides a PE multiple of 11x in 2026F, its dividend yield of 6-7% is high in our view

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	11.9	13.2	(0.9)	0.1	7.7
Net profit (%)	16.9	13.9	(4.3)	3.3	7.6
EPS (%)	16.9	13.9	(4.3)	3.3	7.6
Normalized profit (%)	16.9	13.9	(4.3)	3.3	7.6
Normalized EPS (%)	16.9	13.9	(4.3)	3.3	7.6
Dividend payout ratio (%)	50.5	75.0	75.0	75.0	75.0
Operating performance					
Gross margin (%)	30.8	31.5	32.1	33.5	33.6
Operating margin (%)	24.1	24.0	23.6	25.1	25.3
EBITDA margin (%)	24.4	24.2	23.9	25.6	25.7
Net margin (%)	19.5	19.3	19.3	20.6	20.6
D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	(1.1)	(1.1)	(1.0)	(1.0)	(1.0)
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	na	na	na
Interest coverage - EBITDA (x)	na	na	na	na	na
ROA - using norm profit (%)	38.3	27.4	23.0	21.9	21.7
ROE - using norm profit (%)	56.6	33.8	28.6	27.6	27.5
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	54.8	32.1	28.1	28.0	28.1
- asset turnover (x)	1.9	1.4	1.2	1.1	1.1
- operating margin (%)	24.6	24.5	24.1	25.7	25.8
- leverage (x)	1.5	1.2	1.2	1.3	1.3
- interest burden (%)	100.0	100.0	99.9	99.9	99.9
- tax burden (%)	79.2	78.5	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	12.1	12.1	12.1	12.1	12.1
ROIC (%)	(122.4)	(249.9)	(221.8)	1,314.4	(12,795.9)
NOPAT (Bt m)	366	409	405	433	468
invested capital (Bt m)	(163)	(183)	33	(4)	(40)

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.

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

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาติเป็นธนาคารพาณิชย์ 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: ธนาคารทหารไทยธนชาติ 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
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, หิดมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ rata.lim@thanachartsec.co.th	ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน รวิสรา 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 , วิโตรเคมี ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ yupapan.pol@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพยมณฑล lapinee.dib@thanachartsec.co.th
วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง witchanan.tam@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์ sittichet.run@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน นริภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA nariporn.kla@thanachartsec.co.th		

Data Support Team

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

Thanachart Securities Pcl.

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