

9 January 2024

Sector: Healthcare

# Master Style

## จิ๊กซอว์ที่หนุนการเติบโตสู่ Specialty Hospital

Bloomberg ticker	MASTER TB
Recommendation	BUY (maintained)
Current price	Bt57.00
Target price	Bt99.00 (maintained)
Upside/Downside	+74%
EPS revision	No change

Bloomberg target price	Bt80.33
Bloomberg consensus	Buy 7 / Hold 0 / Sell 0

Stock data	
Stock price 1-year high/low	Bt83.18 / Bt41.50
Market cap. (Bt mn)	15,048
Shares outstanding (mn)	264
Avg. daily turnover (Bt mn)	106
Free float	26%
CG rating	n.a.
ESG rating	Excellent

Financial & valuation highlights				
FY: Dec (Bt mn)	2021	2022	2023E	2024E
Revenue	660	1,483	1,984	2,397
EBITDA	242	421	572	783
Net profit	163	301	414	579
EPS (Bt)	0.62	1.14	1.57	2.19
Growth	26.6%	84.9%	37.8%	39.6%
Core EPS (Bt)	0.62	1.14	1.57	2.19
Growth	26.6%	84.9%	37.8%	39.6%
DPS (Bt)	0.42	1.73	0.94	1.31
Div. yield	0.7%	3.0%	1.7%	2.3%
PER (x)	92.5	50.1	36.3	26.0
Core PER (x)	92.5	50.1	36.3	26.0
EV/EBITDA (x)	62.2	36.4	24.5	18.2
PBV (x)	90.3	37.3	5.4	5.0

Bloomberg consensus				
Net profit	163	301	385	537
EPS (Bt)	0.62	1.61	1.44	1.99



Source: Aspen

Price performance	1M	3M	6M	12M
Absolute	1.3%	-3.8%	-20.1%	n.a.
Relative to SET	-1.4%	-2.4%	-15.3%	n.a.

Major shareholders		Holding
1. Dr. Raweevat Maschamadol		49.22%
2. In Glory Investment Limited		16.67%
3. Dr. Pongsak Thammathataree		5.21%

Analyst: Jacqueline Nham, (Reg. no. 112603)

เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" ที่ราคาเป้าหมาย 99.00 บาท อิง 2024E PER 45.0x (ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยตั้งแต่เข้าเทรดในตลาด) เรามีมุมมองเชิงบวก จากการจัด site visit วนนี้ โดยเราได้เข้าเยี่ยมชมธุรกิจของพันธมิตร MASTER ดังนี้ 1) Rattinan Medical Center (ปัจจุบัน MASTER ถือ 20% และ convertible loan อีก 16% จะ convert หลัง Rattinan สร้าง รพ.เสร็จ, รับผิดชอบแบ่งกำไร พ.ย. 23) ศูนย์ศัลยกรรมปรับรูปร่าง (มีจุดเด่นด้านดูดไขมันและตัดกระเพาะ) โรงพยาบาลใหม่จะเปิดดำเนินการใน 4Q24E, 2) BEQ Hair Center (MASTER ถือ 35%, รับผิดชอบแบ่งกำไร 3Q24E) ศูนย์ปลูกผมครบวงจร เน้นตลาดกลุ่ม premium มีลูกค้าต่างประเทศเพิ่มต่อเนื่อง โดยเฉพาะจีน เตรียมขยายต่างจังหวัดในรูปแบบแฟรนไชส์, 3) The Skin Clinic (MASTER ถือ 40%, รับผิดชอบแบ่งกำไร 2Q24E) ศูนย์ปลูกผมครบวงจรที่เน้นตลาดกลุ่ม mass ปัจจุบันมี 7 สาขา ส่งผลให้ MASTER เป็นผู้นำด้านการปลูกผมของไทย, 4) V Square Clinic (MASTER ถือ 40%, รับผิดชอบแบ่งกำไร 2Q24E) ผู้นำด้านฉีดโบทอกซ์ ฟิลเลอร์ และการยกกระชับหน้าด้วยเครื่อง Ultraformer มีการเติบโตดีอย่างต่อเนื่อง ปัจจุบันมีสาขา 25 สาขา ยังเน้นขยายสาขาในกรุงเทพฯ ปริมาณเป็นหลัก และ 5) Dr. Chen Surgery Hospital (MASTER ถือ 40%, รับผิดชอบแบ่งกำไรตั้งแต่ พ.ย. 2023) รพ.ศัลยกรรมเฉพาะทางใบหน้าแห่งแรกในไทย เริ่มเปิดใช้โรงพยาบาลใหม่ปลาย 2023E ที่มีขนาดใหญ่เตรียมรองรับลูกค้าที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง

เราคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2023E ที่ 414 ล้านบาท (+38% YoY) และปี 2024E ที่ 579 ล้านบาท (+40% YoY) จาก 1) การรับรู้ new OR capacity เต็มปี, 2) GPM เพิ่มขึ้น จาก utilization rate ที่ดีขึ้น และ 3) รับผิดชอบแบ่งกำไรจาก Wind Clinic และ KIN เต็มปี

ราคาหุ้น underperform SET -1% ใน 1 เดือนที่ผ่านมา ปัจจุบัน MASTER เทรดอยู่ที่ 2024E PER 26.0x เรามองว่าราคาปัจจุบันยังน่าสนใจ โดยยังไม่สะท้อนการเติบโต 2022-24E EPS CAGR +39% และมี upside จากการ synergy จาก 6 ตัดในปี 2023 ที่เป็นจิ๊กซอว์ที่หนุนให้ MASTER เติบโตก้าวขึ้นสู่การเป็นผู้นำด้าน Specialty Hospital ที่ใหญ่ที่สุดในไทย สำหรับปี 2024E เราคาดว่าทาง MASTER ยังมีแผนที่จะทำ M&P อย่างต่อเนื่องอีก 6-7 ตัด คาดจะเห็นความชัดเจนในช่วง 1H24E

### Event: Site Visit

□ Outlook ดีต่อเนื่อง เรื่องดี ๆ ยังมีอีกมาก เรามีมุมมองเชิงบวกจากการจัด site visit วนนี้ โดยเราได้เข้าเยี่ยมชมธุรกิจในเครือของ MASTER ดังนี้

1. Rattinan Medical Center เป็นศูนย์เฉพาะทางศัลยกรรมปรับรูปร่างแห่งแรกในไทย โดยมีหัตถการเด่น 4Bs ดังนี้ Bariatric surgery, Body contouring, Buttock surgery และ Breast surgery โดยทาง รตตินันท์มีทีมแพทย์ทั้งหมด 30 ท่าน ทั้งนี้ตลาด Global Bariatric Surgery 2020-28 CAGR ที่ 8.86% ซึ่งประเทศไทยมีประชากรที่เข้าข่าย obesity ที่ 10% ของจำนวนประชากรทั้งหมด แม้หัตถการบางอย่างจะคล้ายกับหัตถการของ MASTER แต่เรามองว่า target group แตกต่างกัน เนื่องจากลูกค้าส่วนใหญ่ของรตตินันท์จะเป็นลูกค้าต่างชาติ เน้นความเป็นส่วนตัว โดยสัดส่วนรายได้จากลูกค้าต่างชาติอยู่ที่ 30% ของรายได้รวม สำหรับ synergy ระหว่างรตตินันท์กับ MASTER ได้แก่ ใช้ รพ.มาสเตอร์พีช ในการทำหัตถการ Bariatric และ Buttock surgery, Men's Health, Hair Transplant, ใช้ทรัพยากรร่วมกัน อาทิ หมอวิศัญญา, เพิ่มอำนาจในการต่อรองในการซื้อขาย สำหรับ รพ.รตตินันท์ อยู่ระหว่างการก่อสร้าง คาดแล้วเสร็จและเปิดดำเนินการใน 4Q24E โดยมี 4 OR rooms และ 20 เตียง ทั้งนี้ MASTER เริ่มรับส่วนแบ่งกำไรจาก Rattinan ตั้งแต่ พ.ย. 2023

2. BEQ Hair Center ศูนย์ปลูกผมครบวงจร ซึ่งได้เปิดดำเนินการมากกว่า 13 ปี ตั้งอยู่ที่ถนนสีลม เน้นลูกค้ากลุ่ม premium market โดยราคาเฉลี่ยต่อเคสอยู่ที่ 200,000 บาท โดยมีแผนจะขยายสู่ รพ.เฉพาะทางด้านปลูกผม ทั้งนี้ทาง BEQ ยังมี Pavicon Academy เป็นสถาบันสอนด้านการปลูกผม และแบรนด์ Pavicon ซึ่งเจาะตลาดลูกค้ากลุ่ม mass market ราคาเฉลี่ยต่อเคสที่ 1 แสนบาท เน้นการขยายตลาดผ่านระบบ franchise คาดได้เห็นความชัดเจนในเดือน ก.พ. 2024 จุดเด่นของ BEQ คือ มีเครื่องปลูกผม

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

แบบ Neo Graft 1 เครื่อง ซึ่งได้รับการตอบรับที่ดีมากและในไทยมีเพียง 2 เครื่อง สำหรับ Synergy กับ MASTER ได้แก่ การใช้ Pavicon ในการ training แพทย์ด้านการปลูกผมของ MASTER, เพิ่มอำนาจต่อรองในการซื้อขายและอุปกรณ์, ขยายตลาดผ่านทาง MASTER's partner ทั่วไทย อย่างไรก็ตาม MASTER จะเริ่มรับรู้ส่วนแบ่งกำไรตั้งแต่ 3Q24E

3. The Skin Clinic ศูนย์ปลูกผมครบวงจรมีทั้งหมด 7 สาขาทั่วกรุงเทพและปริมณฑล โดยมี target customer เป็น mass market ราคาเฉลี่ยที่ 1 แสนบาทต่อเคส จุดเด่น ได้แก่ ทีมแพทย์ full time, reasonable price, Long Hair FUJ, มีแนวทางในการรักษาผมร่วง ผมบางโดยไม่ต้องปลูกผม อาทิ PRP & PRF, FRM Anti Hair Loss, ALMI Nano Fat, Rigena ทั้งนี้ The Skin Clinic มีแผนที่จะขยายสู่ รพ. เฉพาะทางด้านผม สำหรับ Synergy กับ MASTER ได้แก่ cross selling กับในเครือ MASTER อาทิ ดูดไขมัน และนำมาฉีดกระตุ้นผมต่อ, ขยายสาขา, มีแผนนำเข้าผลิตภัณฑ์บำรุงเส้นผมอันดับต้นๆ ของเกาหลีเพื่อมาใช้ร่วมกันในเครือของ MASTER ทั้งนี้ MASTER จะเริ่มรับรู้ส่วนแบ่งกำไรตั้งแต่ 2Q24E อย่างไรก็ตาม แม้ MASTER จะ consolidate ตลาดปลูกผม แต่เรามองว่าฐานลูกค้าไม่ทับซ้อนกัน เนื่องจากแต่ละแบรนด์มี brand characteristic ที่ชัดเจน โดย 3M Hair Transplant ของ MASTER จับกลุ่มลูกค้า mid-premium market ราคาเฉลี่ยที่ 1.2 แสนบาทต่อเคส ซึ่งไม่ทับซ้อนกับ BEQ (premium market), Pavicon (mass market), The Skin Clinic (mass market) เรามองว่าการร่วมมือกันในครั้งนี้ จะทำให้ MASTER เป็นผู้นำอันดับ 1 ด้านการปลูกผมของไทย ซึ่งตอบโจทย์ลูกค้าในทุก segments

4. V Square Clinic คลินิกที่มียอดฉีด Botox & Filler Premium อันดับ 1 ของไทยกว่า 5 ปีซ้อน โดยปัจจุบันมีแพทย์ full time มากกว่า 30 ท่าน ปัจจุบันมีสาขา 25 สาขา สำหรับ Synergy กับทาง MASTER ได้แก่ cross selling ด้านศัลยกรรม, training program, เพิ่มอำนาจต่อรองในการซื้อขายและอุปกรณ์, เพิ่มหัตถการอื่นๆ ในสาขาต่างๆ ของ V Square อาศัยความร่วมมือแพทย์ของ MASTER และ V Square ทั้งนี้ MASTER จะเริ่มรับรู้ส่วนแบ่งกำไร V Square ตั้งแต่ 2Q24E

5. Dr. Chen Surgery Hospital เป็น รพ. ศัลยกรรมเฉพาะทางใบหน้าแห่งแรกในไทย โดยตั้งอยู่ที่รามคำแหง 160 โดยเปิดให้บริการตั้งแต่ 19 ธ.ค. 2023 มีห้องผ่าตัดจำนวน 6 ห้องและห้องพักฟื้น 6 ห้อง โดยมีหัตถการเด่น ได้แก่ ศัลยกรรมปรับรูปหน้า, ยูนโหนดัดกระดูก, เสริมจมูก และมี Dr.Chen Clinic ที่เชียงใหม่ สำหรับ Synergy กับทาง MASTER ได้แก่ cross selling, training program, ทรัพยากรร่วมกัน อาทิ หมอวิสัญญี, ศัลยแพทย์ ฯลฯ ทั้งนี้ MASTER เริ่มรับรู้ส่วนแบ่งกำไรตั้งแต่ พ.ย. 2023

เรามองว่าดีลที่ทาง MASTER ปิดทั้งหมดจำนวน 10 ดีลในปี 2023 เป็นจิ๊กซอว์ที่เข้ากันได้อย่างลงตัว หนุนให้ MASTER เติบโตตามแผนในระยะยาวในการก้าวขึ้นสู่กลุ่ม Specialty Hospital ที่ใหญ่ที่สุดในไทย สำหรับปี 2024E เราคาดว่าทาง MASTER ยังมีแผนที่จะทำ M&P อย่างต่อเนื่องอีก 6-7 ดีล คาดจะเห็นความชัดเจนในช่วง 1H24E

Implication

□ **คาดการณ์กำไรปี 2023E-24E เติบโตสูงต่อเนื่อง** เราคาดว่ากำไรสุทธิ 4Q23E ขยายตัว YoY, QoQ จาก high season, utilization rate ห้อง OR ใหม่ขยายตัว เราประเมินกำไรสุทธิปี 2023E ที่ 414 ล้านบาท (+38% YoY) ด้านปี 2024E คาดกำไรสุทธิที่ 579 ล้านบาท (+40% YoY) จาก 1) การรับรู้ new OR capacity เต็มปี, 2) GPM เพิ่มขึ้น จาก utilization rate ที่ดีขึ้น และ 3) รับรู้ส่วนแบ่งกำไรจาก Wind Clinic และ KIN เต็มปี อย่างไรก็ตาม เรายังไม่ได้รวมดีล V Square, The Skin Clinic, BEQ Group, Twinkle Star, CMNH, TYP ในประมาณการ

Valuation/Catalyst/Risk

คงราคาเป้าหมายที่ 99.00 บาท 2024E PER 45.0x (ใกล้เคียงกับ PER เฉลี่ยตั้งแต่เข้าเทรดในตลาด) เราชอบ MASTER จาก 5 ปัจจัยหลัก ดังนี้ 1) เป็นธุรกิจที่เกาะเทรนด์เติบโตของอุตสาหกรรมความงาม, 2) เป็น รพ. ศัลยกรรม Top 5 ของไทย อีกทั้งยังเป็น Healthcare business platform ที่ครบวงจร, 3) unlock capacity หนุนการเติบโตระยะยาว โดยในปี 2023E มีพื้นที่ให้บริการ (+144% YoY), 4) มี 2022-24E EPS CAGR สูงถึง 39% และ 5) มี upside จาก M&A ดีล

Fig 1: Rattinan Medical Center



Source: DAOL

Fig 2: BEQ Hair Center



Source: DAOL

Fig 3: Pavicon Academy



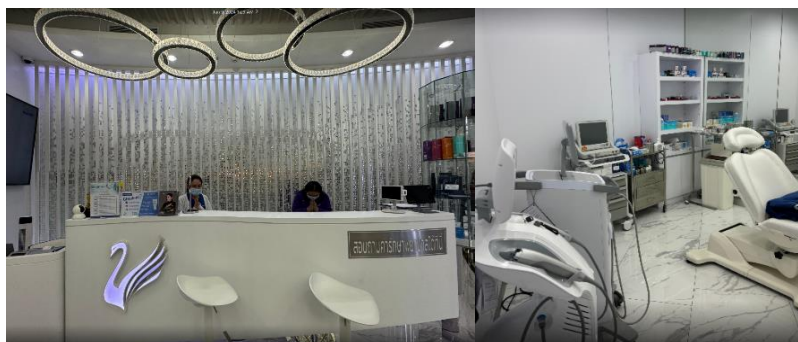
Sources: MASTER, BEQ

Fig 4: The Skin Clinic



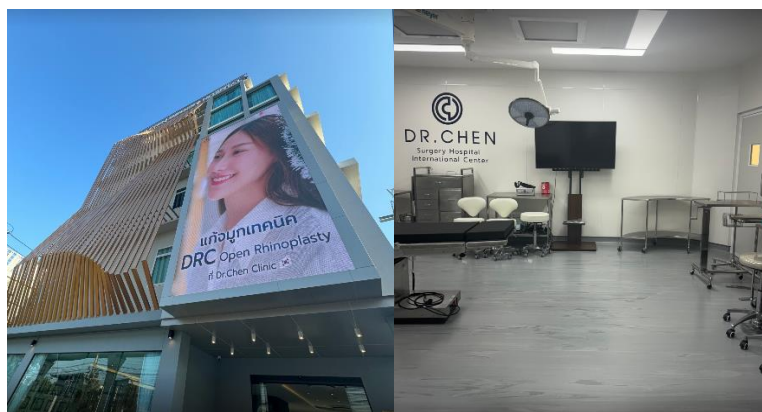
Sources: MASTER, DAOL

Fig 5: V Square Clinic – Promenade Ramindra



Source: DAOL

Fig 6: Dr.Chen Surgery Hospital



Source: DAOL

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

## Quarterly income statement

(Bt mn)	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23
Sales	401	471	436	459	479
Cost of sales	(167)	(210)	(182)	(204)	(200)
Gross profit	234	262	253	255	279
SG&A	(128)	(161)	(162)	(158)	(160)
EBITDA	116	110	91	107	130
Finance costs	(2)	(3)	(3)	(1)	(4)
Core profit	85	78	72	81	100
Net profit	85	78	72	81	100
EPS	0.35	0.33	0.30	0.34	0.42
Gross margin	58.4%	55.5%	58.2%	55.5%	58.2%
EBITDA margin	28.9%	23.3%	20.9%	23.4%	27.2%
Net profit margin	21.2%	16.7%	16.4%	17.7%	20.8%

## Balance sheet

FY: Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023E	2024E
Cash & deposits	171	182	98	1,479	1,279
Accounts receivable	1	3	5	5	6
Inventories	20	26	63	60	71
Other current assets	52	131	166	655	791
<b>Total cur. assets</b>	<b>245</b>	<b>342</b>	<b>331</b>	<b>2,199</b>	<b>2,147</b>
Investments	0	0	0	0	0
Fixed assets	106	111	131	481	723
Other assets	140	147	485	655	791
<b>Total assets</b>	<b>490</b>	<b>600</b>	<b>947</b>	<b>3,335</b>	<b>3,662</b>
Short-term loans	0	0	0	0	0
Accounts payable	23	40	75	72	86
Current maturities	40	65	88	116	119
Other current liabilities	31	182	86	79	96
<b>Total cur. liabilities</b>	<b>94</b>	<b>288</b>	<b>249</b>	<b>268</b>	<b>301</b>
Long-term debt	134	141	291	298	360
Other LT liabilities	5	5	3	4	5
<b>Total LT liabilities</b>	<b>139</b>	<b>145</b>	<b>294</b>	<b>302</b>	<b>364</b>
<b>Total liabilities</b>	<b>234</b>	<b>433</b>	<b>543</b>	<b>570</b>	<b>665</b>
Registered capital	101	101	240	240	240
Paid-up capital	101	101	190	190	190
Share premium	-1	-1	109	2,305	2,305
Retained earnings	156	66	104	270	502
Others	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
<b>Shares' equity</b>	<b>256</b>	<b>167</b>	<b>404</b>	<b>2,765</b>	<b>2,997</b>

## Cash flow statement

FY: Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023E	2024E
Net profit	128	163	301	414	579
Depreciation	23	31	35	50	58
Chg in working capital	(73)	9	(3)	(0)	1
Others	(195)	64	(471)	(664)	(255)
<b>CF from operations</b>	<b>(116)</b>	<b>267</b>	<b>(139)</b>	<b>(201)</b>	<b>382</b>
Capital expenditure	(14)	(37)	(54)	(400)	(300)
Others	0	0	0	0	0
<b>CF from investing</b>	<b>(14)</b>	<b>(37)</b>	<b>(54)</b>	<b>(400)</b>	<b>(300)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>(130)</b>	<b>230</b>	<b>(193)</b>	<b>(601)</b>	<b>82</b>
Net borrowings	145	32	173	35	64
Equity capital raised	69	0	199	2,196	0
Dividends paid	0	(101)	(416)	(249)	(347)
Others	8	(151)	154	0	0
<b>CF from financing</b>	<b>221</b>	<b>(220)</b>	<b>109</b>	<b>1,982</b>	<b>(283)</b>
<b>Net change in cash</b>	<b>92</b>	<b>10</b>	<b>(84)</b>	<b>1,382</b>	<b>(200)</b>

## Forward PER band



## Income statement

FY: Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023E	2024E
Sales	611	660	1,483	1,984	2,397
Cost of sales	(301)	(312)	(641)	(867)	(1,028)
<b>Gross profit</b>	<b>310</b>	<b>348</b>	<b>841</b>	<b>1,117</b>	<b>1,369</b>
SG&A	(147)	(167)	(463)	(629)	(731)
<b>EBITDA</b>	<b>191</b>	<b>242</b>	<b>421</b>	<b>572</b>	<b>783</b>
Depre. & amortization	23	31	35	50	58
Equity income	0	0	0	16	68
Other income	4	30	7	18	20
<b>EBIT</b>	<b>168</b>	<b>211</b>	<b>386</b>	<b>522</b>	<b>726</b>
Finance costs	(5)	(7)	(9)	(4)	(2)
Income taxes	(34)	(42)	(76)	(104)	(145)
<b>Net profit before MI</b>	<b>128</b>	<b>163</b>	<b>301</b>	<b>414</b>	<b>579</b>
Minority interest	0	0	0	0	0
<b>Core profit</b>	<b>128</b>	<b>163</b>	<b>301</b>	<b>414</b>	<b>579</b>
Extraordinary items	0	0	0	0	0
<b>Net profit</b>	<b>128</b>	<b>163</b>	<b>301</b>	<b>414</b>	<b>579</b>

## Key ratios

FY: Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023E	2024E
<b>Growth YoY</b>					
Revenue	47.6%	7.9%	124.8%	33.8%	20.8%
EBITDA	95.6%	27.0%	73.9%	35.7%	37.0%
Net profit	109.7%	26.6%	84.9%	37.8%	39.6%
Core profit	109.7%	26.6%	84.9%	37.8%	39.6%
<b>Profitability ratio</b>					
Gross profit margin	50.7%	52.7%	56.7%	56.3%	57.1%
EBITDA margin	31.2%	36.7%	28.4%	28.8%	32.7%
Core profit margin	21.0%	24.7%	20.3%	20.9%	24.1%
Net profit margin	21.0%	24.7%	20.3%	20.9%	24.1%
ROA	26.2%	27.1%	31.8%	12.4%	15.8%
ROE	50.1%	97.6%	74.5%	15.0%	19.3%
<b>Stability</b>					
D/E (x)	0.91	2.60	1.34	0.21	0.22
Net D/E (x)	0.01	0.15	0.70	Cash	Cash
Interest coverage ratio	30.55	30.53	42.32	126.08	303.21
Current ratio (x)	2.59	1.19	1.33	8.20	7.14
Quick ratio (x)	1.83	0.64	0.41	5.54	4.28
<b>Per share (Bt)</b>					
Reported EPS	0.49	0.62	1.14	1.57	2.19
Core EPS	0.49	0.62	1.14	1.57	2.19
Book value	0.97	0.63	1.53	10.47	11.35
Dividend	0.00	0.42	1.73	0.94	1.31
<b>Valuation (x)</b>					
PER	117.2	92.5	50.1	36.3	26.0
Core PER	117.2	92.5	50.1	36.3	26.0
P/BV	58.7	90.3	37.3	5.4	5.0
EV/EBITDA	78.9	62.2	36.4	24.5	18.2
Dividend yield	0.0%	0.7%	3.0%	1.7%	2.3%

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions. 5

Corporate governance report of Thai listed companies 2023

CG rating by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)

Score	Symbol	Description	ความหมาย
90-100	▲▲▲▲▲	Excellent	ดีเลิศ
80-89	▲▲▲▲	Very Good	ดีมาก
70-79	▲▲▲	Good	ดี
60-69	▲▲	Satisfactory	ดีพอใช้
50-59	▲	Pass	ผ่าน
< 50	No logo given	n.a.	n.a.

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลให้ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

DAOL SEC: ความหมายของคำแนะนำ

- “ซื้อ” เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- “ถือ” เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- “ขาย” เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน (ไม่รวมเงินปันผล)

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

IOD disclaimer

The Corporate Governance Report (CGR) of Thai listed Companies is based on a survey and assessment of information that companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment (“listed companies”) disclose to the public. The CGR is a presentation of information from the perspective of outsiders on the standards of corporate governance of listed companies. It is not any assessment of the actual practices of the listed companies, and the CGR does not use any non-public information. The CGR is not therefore an endorsement of the practices of the listed companies. It is not a recommendation for investment in any securities of any listed companies or any recommendation whatsoever. Investors should exercise their own judgment to analyze and consider any information relating to the listed companies presented in this CGR report. No representation or warranty is made by the Institute of Directors or any of its personnel as to the completeness or accuracy of the CGR report or the information used.

DAOL SEC's stock rating definition

- BUY** The stock's total return is expected to exceed 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals and attractive valuations.
- HOLD** The stock's total return is expected to be between 0% and 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals but may lack near-term catalysts or its valuations are not attractive.
- SELL** The stock's total return is expected to fall below 0% or more over the next 6-12 months. Stock should be sold as negative total return is anticipated due to deteriorating fundamentals compared with its valuations.

The stock's expected total return is the percentage difference between the target price and the current price, which excludes dividend yields.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC มีการจัดทำ ESG Rating (ESG: Environment, Social, Governance) เพื่อป้องกันความเสี่ยงที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการและมีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคมระดับใด โดยทาง DAOL SEC ให้ความสำคัญกับการลงทุนในบริษัทที่มีการพัฒนาที่ยั่งยืน จึงได้จัดทำเกณฑ์ในการให้คะแนน ESG สำหรับหุ้นที่เรา Cover อยู่ สำหรับหลักเกณฑ์ในการประเมินคะแนน ESG ของ DAOL SEC ทำการพิจารณาจาก 3 ด้าน ดังนี้

❑ **การจัดการด้านสิ่งแวดล้อม (Environment)** หมายถึง การที่บริษัทมีนโยบายและกระบวนการทำงานในองค์กรเพื่อจัดการสิ่งแวดล้อมอย่างชัดเจนและใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงมีการฟื้นฟูสภาพแวดล้อมทางธรรมชาติที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินธุรกิจ ซึ่งเราใช้เกณฑ์ด้านรายได้ของบริษัทว่าบริษัทนั้นๆ มีสัดส่วนรายได้ที่ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมเท่าไร

❑ **การจัดการด้านสังคม (Social)** การที่บริษัทมีนโยบายการบริหารทรัพยากรบุคคลอย่างเป็นธรรมและเท่าเทียม มีการส่งเสริมและพัฒนาพนักงานอย่างต่อเนื่องและมีคุณภาพ รวมถึงสนับสนุนคู่ค้าให้มีการปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนที่บริษัทมีความเกี่ยวข้องให้เติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเราใช้เกณฑ์คะแนนจาก Bloomberg โดยการสำรวจรายงานต่างๆ ที่ไม่เชิงการเงิน ข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับบริษัท และกิจกรรมทาง NGO

❑ **บรรษัทภิบาล (Governance)** การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดำเนินงานอย่างโปร่งใส มีแนวทางการบริหารความเสี่ยงที่ชัดเจน ต่อต้านทุจริตและคอร์รัปชัน ตลอดจนดูแลผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งรวมถึงการจ่ายภาษีให้แก่ภาครัฐอย่างโปร่งใส ซึ่งเราใช้เกณฑ์พิจารณาจาก CG rating ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ESG Rating ที่ DAOL SEC ประเมินมี 5 ระดับ ได้แก่

1. Excellent ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 5
2. Very Good ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 4
3. Good ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 3
4. Satisfactory ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 2
5. Pass ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 1

สำหรับบริษัทที่มีข้อมูลไม่เพียงพอในการประเมินจะได้ rating เป็น n.a.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC believes environment, social and governance (ESG) practices will help determine the sustainability and future financial performance of companies. We thus incorporate ESG into our valuation model.

❑ **Environment.** Environment factors relate to corporate responsibility for its actions and how it manages its impact on the environment. DAOL SEC analyzes revenue, which exposes to environment risks and opportunities.

❑ **Social.** Social factors deal with company's relationship with its employees and vendors. That also includes company's initiatives related to employee health and well-being, as well as community involvement. DAOL SEC's evaluation on social practices is based on Bloomberg, which measure from company's social responsibility news.

❑ **Governance.** Corporate government factors include company's transparency, decision-making structure, concrete risk assessment method, treatment of minority shareholders and anti-corruption practices. DAOL SEC conduct this analysis based on IOD's scores.

DAOL SEC's ESG ratings score from 1-5

1. Excellent scores at 5
2. Very Good scores at 4
3. Good scores at 3
4. Satisfactory scores at 2
5. Pass scores at 1

DAOL SEC provides "n.a." in cases of insufficient data.

Disclaimer: บทวิเคราะห์หรือฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอและเผยแพร่บทวิเคราะห์ให้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนทั่วไป โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของข้อมูลที่ได้เปิดเผยต่อสาธารณชนอันเชื่อถือได้ และมิได้มีเจตนาเชิญชวนหรือชี้แนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด ดังนั้น บริษัทหลักทรัพย์ เคทีบีเอสที จำกัด (มหาชน) จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการใช้บทวิเคราะห์หรือฉบับนี้ทั้งทางตรงและทางอ้อม และขอให้นักลงทุนใช้ดุลพินิจพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.