

SVI (SVI TB)

มุมมองเชิงบวกในปี 2568 แต่ยังมีความกังวลระยะยาว

ปรับลดประมาณการกำไรจากผลกระทบของค่าเงินบาทที่แข็งค่าขึ้น

เรายังคงคำแนะนำ "ถือ" หุ้น SVI แต่ปรับลดราคาเป้าหมาย (TP) ที่ได้จากวิธี DDM ลง 2% เหลือ 8.00 บาท (อิง COE 10.4% และอัตราการเติบโต 7.5%) จากเดิม 8.20 บาท เราปรับลดประมาณการกำไรหลักปี 2567 ลง 15% เหลือ 1.3 พันล้านบาท เพื่อสะท้อนผลกระทบเชิงลบจากการแข็งค่าของเงินบาทที่กดดันอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) และค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้น แม้กระนั้น เรายังคาดว่ากำไรหลักของ SVI จะเติบโตเป็น 1.5 พันล้านบาท (+17% YoY) ในปี 2568 ซึ่งได้รับแรงหนุนจากการเติบโตของยอดขายทั้งจากลูกค้าเดิมและลูกค้าใหม่ ทั้งนี้ SVI ยังเป็นหุ้นที่ได้ประโยชน์จากประเด็นสงครามการค้า โดยมีพื้นที่โรงงานที่ใช้การได้เพียง 30% ของความจุที่มีอยู่ ซึ่งอาจมีโอกาสเติบโตจากความขัดแย้งทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีนที่มีแนวโน้มรุนแรงขึ้นในยุค "Trump 2.0" อย่างไรก็ตาม เรายังมองว่าแนวโน้มการเติบโตระยะยาวมีข้อจำกัด จากการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างผลิตภัณฑ์ (ยอดขายเครื่องชุด Bitcoin ลดลง) และ การบังคับใช้ภาษีขั้นต่ำทั่วโลก (GMT)

คาดการณ์ไตรมาส 4 พุ่งตัว 41% QoQ

เราคาดว่ากำไรหลักไตรมาส 4/67 จะพุ่งตัวมาอยู่ที่ 281 ล้านบาท (+16% YoY, +41% QoQ) เราเชื่อว่าสินค้าเกี่ยวกับการชุด Bitcoin (BTC) กำลังได้รับความต้องการเพิ่มขึ้นชั่วคราว โดยเฉพาะหลังจากราคาของ BTC ปรับตัวสูงขึ้นอย่างมากหลังการชนะการเลือกตั้งของ Trump เนื่องจากสินค้าเหล่านี้มีอัตรากำไรสูง เราคาดว่ายอดขายและอัตรากำไรขั้นต้นจะเพิ่มขึ้นทั้ง YoY และ QoQ อีกทั้ง การเติบโต QoQ ยังได้รับแรงหนุนเพิ่มเติมจากการอ่อนค่าของเงินบาทในช่วงเดือนตุลาคม-พฤศจิกายน

แนวโน้มปี 2568 เป็นบวก แต่การเติบโตจะชะลอลงในระยะต่อไป

เราคาดว่ากำไรหลักของ SVI จะมีอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ที่ 7% ในช่วงปี 2567-2571 แม้คาดว่ากำไรหลักจะเพิ่มขึ้น 17% YoY ในปี 2568 แต่เราเชื่อว่าไม่แนมต่อการเติบโตจะเริ่มชะลอลงในปี 2569 เนื่องจากกระแสความต้องการเครื่องชุด BTC มีแนวโน้มลดลง และคำสั่งซื้อจะค่อยๆ ลดลง นอกจากนี้ เรายังคาดว่าอัตราภาษีที่เพิ่มขึ้นจาก GMT จะจำกัดการเติบโตของกำไรหลักในปี 2570 เนื่องจากรายได้ของ SVI จะเกินเกณฑ์ 830 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ

มีข้อจำกัดจากสงครามการค้า

แม้ว่า SVI จะมียอดขายจากลูกค้าใหม่เฉลี่ยปีละ 20-30 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ แต่เราคิดว่า SVI อาจได้รับประโยชน์เพิ่มเติมจากลูกค้าใหม่ที่ต้องการลดความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ โดยลูกค้าเหล่านี้มาจากประเทศที่เผชิญกับความไม่สงบที่เพิ่มขึ้นในยุค Trump 2.0 เช่น จีนและเวียดนาม (สองในสามอันดับแรกของประเทศที่สหรัฐฯ ขาดดุลการค้า ณ 9M67 ตามข้อมูลของ US Census Bureau)

FYE Dec (THB m)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
Revenue test	25,898	22,691	22,324	24,557	26,734
EBITDA	2,089	1,476	1,775	2,016	2,051
Core net profit	1,772	924	1,346	1,486	1,512
Core EPS (THB)	0.77	0.44	0.59	0.69	0.70
Core EPS growth (%)	25.4	(42.8)	35.2	16.5	1.8
Net DPS (THB)	0.26	0.14	0.22	0.24	0.25
Core P/E (x)	12.6	16.0	12.4	10.6	10.5
P/BV (x)	3.2	2.2	2.0	1.8	1.6
Net dividend yield (%)	2.7	1.9	3.0	3.3	3.3
ROAE (%)	30.3	13.9	18.5	17.9	16.2
ROAA (%)	11.0	5.7	8.5	8.7	8.1
EV/EBITDA (x)	11.9	12.3	10.1	8.7	8.5
Net gearing (%) (incl perps)	64.1	45.3	27.1	20.2	16.5
Consensus net profit	-	-	1,308	1,280	1,417
MIBG vs. Consensus (%)	-	-	2.9	16.1	6.7

Yugi Takeshima

yugi.takeshima@maybank.com

(66) 2658 5000 ext 1530

HOLD

Share Price THB 7.35
12m Price Target THB 8.00 (+9%)
Previous Price Target THB 8.20

Company Description

EMS provider, ranging from component manufacturing to end-to-end solutions including PCBA, for box-build products for a diverse set of customers.

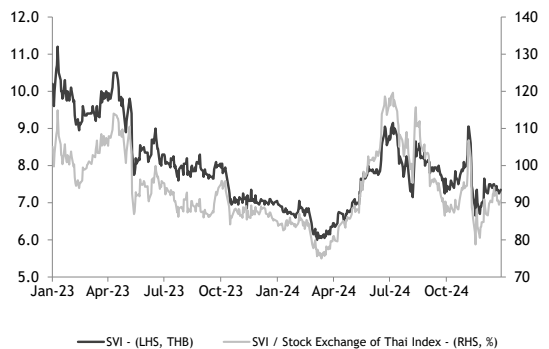
Statistics

52w high/low (THB) 9.15/6.00
3m avg turnover (USDm) 1.0
Free float (%) 18.5
Issued shares (m) 2,153
Market capitalisation THB15.8B
USD464M

Major shareholders:

Pongsak Lothongkam 73.7%
UBS AG/Singapore 8.4%
Eagle Mount Asia Equities Ltd 7.7%

Price Performance



	-1M	-3M	-12M
Absolute (%)	5	(4)	5
Relative to index (%)	7	1	6

Source: FactSet

Terms defined

BTC - Bitcoin
COE - Cost of Equity
GMT - Global Minimum Tax
GPM - Gross Profit Margin

Other stock(s) mentioned

Cal-comp Electronics (CCET TB, CP THB10.10, BUY, TP THB9.91)

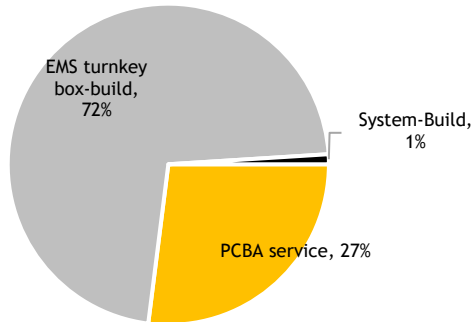
ESG@MAYBANK IBG

Tear Sheet Insert

Value Proposition

- SVI primarily focuses on providing affordable full turn-key EMS and PCBA services. By limiting its R&D, SVI can focus on volume production; Aside from some early phases of designing, the customer mostly does the critical R&D.
- SVI's manufacturing facilities are mostly located in geographically neutral countries (i.e. Thailand and Cambodia). Although most of its customers are Western companies, SVI's location allows it to serve customers on both sides of the trade war.

Revenue composition by business service

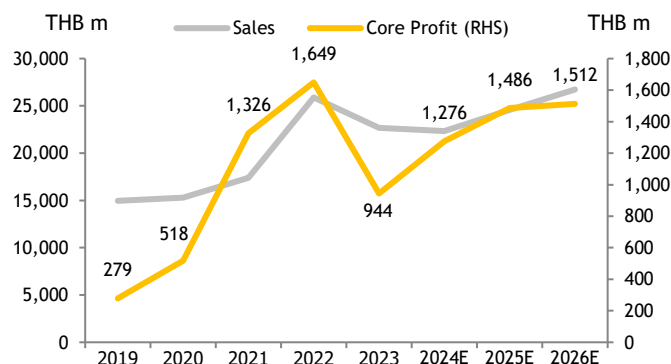


Source: Company

Financial Metrics

- Record sales and core earnings in FY22 due to increase in demand caused by raw material shortages.
- In FY23, weak global demand, slight Baht appreciation and higher SG&A costs caused core earnings to decline by 43%YoY.
- While we expect a strong earnings recovery in FY24E, driven by a favourable product mix and a weak Baht, we expect the opposite trend to occur past FY25E, which would lead to flat earnings growth during those periods.

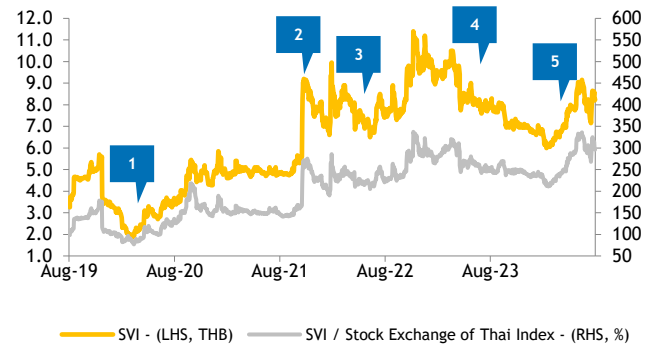
SVI's sales and core profit



Source: Company

Price Drivers

Historical share price trend



Source: Company, MST

- Covid sell-off.
- Record high earnings in 3Q21 (+209% YoY), driven by increase in ASP (by passing the higher costs, caused by the semiconductor shortage, onto customers).
- Concerns about slower revenue growth and gross margin narrowing in 1Q22 due to shortage of raw materials.
- Steep sell-off caused by disappointing earnings in 1Q23 (-70% QoQ), dragged by lower sales and Baht appreciation.
- Strong 2Q24 results, driven by higher gross margin due to new Bitcoin mining machine.

Swing Factors

Upside

- Deals with new major customers or significant capacity expansion to prepare for new customer orders.
- Higher-than-expected gross margin, driven by operational improvements, product mix, or high-margin products that push SVI's technological edge up a notch.
- Higher-than-expected gross margin due to Baht depreciation or improvement in semiconductor supply.

Downside

- Shutdown of production facilities or warehouses due to floods or fire.
- Loss or fewer orders from a major customer that has a meaningful impact on revenue and/or gross margin.
- Lower-than-expected gross margin due to Baht appreciation or shortage of raw materials.

Risk Rating & Score ¹	na
Score Momentum ²	na
Last Updated	na
Controversy Score ³	na

Business Model & Industry Issues

- SVI mainly offers PCBA and box-build assembly services (EMS) for customers in a diverse set of industries, ranging from communications & network systems (32% of FY23 sales), industrial (25%), automotive & transportation (11%), to professional audio & video products (9%). SVI's full assembly services and efficiency in box-build assembly services make them an attractive and affordable option for global OEMs.
- The company has clear strategic ESG targets to achieve by FY25, modelled after the UN Sustainability Development Goals, with a key focus on the environmental (increase renewable energy usage, and reduce greenhouse gas emissions and waste) and social aspects (providing adequate training and wellbeing for employees, and making efforts to ensure the supply chain is free of human rights violations).
- SVI was awarded the "Green Industry Level 4" award, indicating strong commitment to ESG practices, by the Thai Green Industry under the Thai Ministry of Industry in FY24. Additionally, SVI was awarded the "Good Labour Practices" award by the Thai Department of Labour Protection and Welfare in FY23.

Material E issues

- Total electricity consumption was at 23.1 MWh in FY23, which was 7% lower than in FY22, but higher by 1% than in FY21. Around 91% of the electricity was sourced from fossil fuels in FY23 (no change from FY22), while 5.29% came from solar energy (up from 4.49% in FY22).
- The company has a strong focus on reducing hazardous waste by following the guidelines set up by the Department of Industrial Works. In FY23, the company disposed 18,600 kg of waste, a 7% reduction from FY22. The company has also managed to reduce overall waste intensity to 0.51 tonne per USD in FY23, from 0.68 tonne per USD in FY22.
- Its GHG emissions intensity were at 17.4 tCO₂e/USDm in FY23, which is lower than its FY21 levels of 20.2 tCO₂e/USDm, but slightly higher than FY22 levels of 16.7 tCO₂e/USDm.

Material S issues

- The company requires its suppliers to conduct ESG Risk self-assessments and cover at least 80% of ESG risks. SVI takes a step further by categorizing, vetting, and assessing the supplier with on-site audits with their engineers. If the suppliers fail to meet 50% of the score level, the supplier will be warned to improve within 6 months and the relationship will be terminated if the supplier fails to do so.
- The company emphasizes Humans Rights and provides training to its employees annually. Between FY21-23, they have received 0 humans rights violations complaints.
- The company supports women as part of its workforce. In FY23, women comprised 66% of the overall workforce.

Key G metrics and issues

- SVI's segment on corporate governance can be found at (<https://investor.svi-hq.com/cg.html>) under the "Sustainability" tab.
- The Board of Directors is part of the company's Sustainable Strategy, Plan of Action, and Target.
- SVI board of directors currently consists of nine directors, five of whom are independent. There are no female directors as of FY23.
- Each director cannot serve as a director of more than five companies and also cannot exceed the age of 80. Additionally, independent directors cannot serve for more than 9 consecutive years from the date of appointment.
- Its current auditor is EY.
- SVI paid THB26m to its executive team, which consisted of four members in FY23. Meanwhile the board of directors, consisting of seven members in FY23, were paid THB9m.
- Its whistleblowing policies can be found on its 56-1 One Report (<https://investor.svi-hq.com/ar.html>). Complaints can be filed via the Head of HR or Legal department, the company's comment box, or through the company's email (whistleblower@svi.co.th). Its majority shareholder, Mr. Pongsak Lothongkam (owns 73.7% of total shares outstanding) has a few counts of breaching SEC laws - one for trading on insider information in 2018 and another for failing to file a public report on acquiring SVI shares through a securities account to exceed a trigger point of owning 50% of voting rights of SVI. This led to Mr. Pongsak to step down as CEO in 2021 and nominate Mr. Somchai Siripanyanon as President. Mr. Somchai headed the company until August 2024, when Mr. Pitak Pruittisarikorn was elected as CEO.

¹**Risk Rating & Score** - derived by Sustainalytics and assesses the company's exposure to unmanaged ESG risks. Scores range between 0 - 50 in order of increasing severity with low/high scores & ratings representing negligible/significant risk to the company's enterprise value, respectively, from ESG-driven financial impacts. ²**Score Momentum** - indicates changes to the company's score since the last update - a **negative** integer indicates a company's improving risk score; a **positive** integer indicates a deterioration. ³**Controversy Score** - reported periodically by Sustainalytics in the event of material ESG-related incident(s), with the impact severity scores of these events ranging from Category 0-5 (0 - no reports; 1 - negligible risks; ...; 5 - poses serious risks & indicative of potential structural deficiencies at the company).

1. Earnings revisions and preview

1.1 Revise FY24E and FY25E earnings downwards

We revise our FY24E core profit forecast downwards by 15%, as we factor in the impact from the Baht appreciation in 3Q24, increased SG&A expenses, and higher interest rate expenses to support its new facility expansion in the US.

We also adjusted out FY25E core profit forecast downwards by 3% to factor in slightly weaker-than-expected outlook in its Industrial control segment, especially with expected slowing GDP growth in FY25E within key Western countries and China.

As a result of these changes, our Gordon-growth derived TP was revised down to THB8.00 (down 2% from the previous TP of THB8.20).

Fig 1: Downward earnings revision

	Revised		Previous		% Chg.	
	FY24E	FY25E	FY24E	FY25E	FY24E	FY25E
Revenue (USD m)	632	702	651	723	-3%	-3%
Revenue (THB m)	22,324	24,557	23,006	25,311	-3%	-3%
Gross profit margin (%)	9.9	10.0	10.5	10.0	-0.7	0.0
SG&A (THB m)	(864)	(884)	(828)	(911)	4%	-3%
Interest expense (THB m)	(131)	(98)	(111)	(98)	18%	0%
Equity income (THB m)	0	0	0	0	0%	0%
Core profit (THB m)	1,276	1,486	1,508	1,539	-15%	-3%
Net profit (THB m)	1,346	1,486	1,508	1,539	-11%	-3%
Core EPS (THB)	0.59	0.69	0.70	0.71	-15%	-3%
EPS (THB)	0.62	0.69	0.70	0.71	-11%	-3%

Source: Company data, MST

Fig 2: Gordon growth valuation

	FY21	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E
Gordon Growth Model								
EPS (THB)	0.66	0.82	0.43	0.62	0.69	0.700	0.71	0.78
Dividend payout ratio	35%	32%	31%	35%	35%	35%	35%	35%
DPS (THB)			0.14	0.22	0.24	0.25	0.25	0.27
Growth rate in dividends				62.0%	10.5%	1.8%	0.7%	10.1%
Long-term growth								7.50%
Terminal value (THB)								10.35
Cost of equity								10.40%
PV of dividends (THB)				0.22	0.22	0.20	0.18	0.18
PV of terminal value of dividends (THB)								6.97
Fair Value (THB)								7.98*

*Rounded to THB8.00 in the official rating

Source: MST

1.2 Expect 4Q24 earnings to recover QoQ

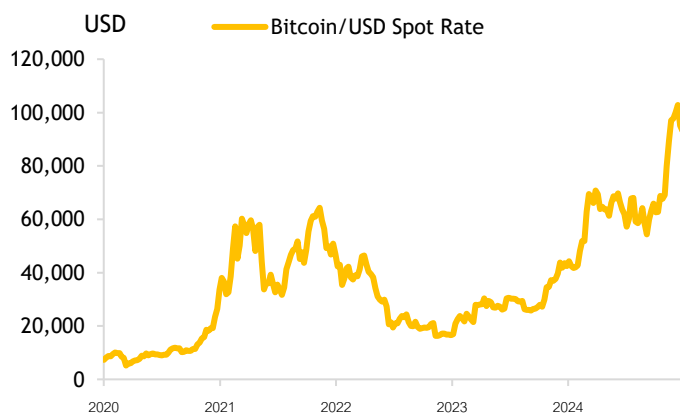
We estimate 4Q24E core profit at THB281m (+16% YoY, +41% QoQ). Both the YoY and QoQ growth would largely be due to continued strong demand for Bitcoin mining products, especially after a sharp rise in the price of Bitcoin in Nov 2024 (after a temporary slowdown in 2Q24) in response to Trump's victorious election campaign. This should lead to an increase in both sales and GPM, especially as 2024 iterations of the Bitcoin mining product have offered a higher margin relative to the past few years. QoQ growth is larger, compared to the YoY growth, due to the positive impact of baht depreciation in Oct and Nov 2024 further supporting GPM expansion.

Fig 3: Quarterly earnings

P&L (THB m)	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	% chg YoY	% chg QoQ	FY23	FY24E	% chg YoY
Sales	5,287	5,066	5,938	5,567	5,697	8%	2%	22,691	22,324	-2%
Gross profit	434	540	708	423	526	21%	24%	1,845	2,199	19%
SG&A	206	216	211	217	220	7%	2%	817	864	6%
Operating Profit	228	324	497	206	306	34%	48%	1,027	1,335	30%
Net other income	67	22	61	30	22	-67%	-27%	161	136	-15%
Interest expense	43	39	37	27	28	-34%	5%	159	131	-17%
Pretax profit	252	307	521	210	299	19%	43%	1,029	1,340	30%
Income Tax	10	19	25	11	17	75%	62%	86	71	-17%
Minority Interest	1	7	0	(0)	(1)			1	6	
Core Profit	243	296	497	199	281	16%	41%	944	1,276	35%
Extraordinaries	(22)	22	82	(34)	0	-100%	-100%	(19)	70	
Reported net profit	221	318	578	165	281	27%	71%	924	1,346	46%
Core EPS	0.11	0.14	0.23	0.09	0.13	0.16	0.41	0.44	0.59	0.35
EPS	0.10	0.15	0.27	0.08	0.13	0.27	0.71	0.43	0.62	0.46
Key ratios										
Gross margin (%)	8.2%	10.7%	11.9%	7.6%	9.2%	1.0%	1.6%	8.1%	9.9%	1.7%
SG&A/Revenue (%)	3.9%	4.3%	3.6%	3.9%	3.9%	0.0%	0.0%	3.6%	3.9%	0.3%
EBITDA margin (%)	7.0%	8.4%	10.7%	5.7%	7.4%	0.3%	1.6%	6.5%	8.0%	1.4%
Net profit margin (%)	4.2%	6.3%	9.7%	3.0%	4.9%	0.8%	2.0%	4.1%	6.0%	2.0%

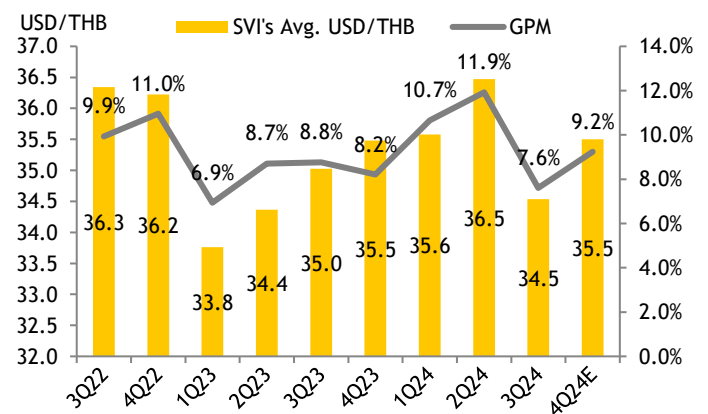
Source: Company data, MST

Fig 4: Bitcoin prices increased significantly in 4Q24



Source: Bloomberg, MST

Fig 5: SVI's USD/THB rate and GPM



Source: Company data, MST

2. Trade war could lead to long-term upside for SVI

We believe that SVI has potential to see long-term upsides to its revenue amid the trade war impact.

SVI is already expanding its presence in the US with a small facility (capex about THB1.2b) to attract potential customers. In addition to expanding its manufacturing footprint, this new facility will allow SVI to demonstrate its manufacturing capabilities and convince potential customers to use SVI's services in Thailand or Cambodia. The company has also set-up an office in China to serve as a point of contact with new customers (trial tests will be done in Thailand or Cambodia). Thus, SVI is looking to take advantage of being a geopolitically neutral player by serving customers on both sides of the trade war.

Fig 6: SVI has the available land to support growth if it secures new customers

		FY21	FY22	FY23	Average
(a)	Revenue (USD m)	488	540	741	646
(b)	Factory & Manufacturing Area (sq.m.)	92,000	111,373	135,740	
(c)	Existing Machine Production Utilization Rate*	76%	79%	83%	
(d) = (b) x (c)	Used Factory & Manufacturing Area (sq.m.)	70,370	87,931	113,329	98,043
(f) = (d) / (a)	Revenue per Factory & Manufacturing Area (USD/sq.m.)	6,940	6,139	6,538	6,585
(f) x (b)	Maximum Revenue with Current Factory & Manufacturing Area (USD m)	639	684	888	894
(e)	Total Owned Land Area (sq.m.)	312,000	333,214	328,900	
(d) x (e)	Factory Area Occupation to Total Land Area	26%	34%	28%	30%
(f) x (e)	Maximum Revenue If All Land Area Were Occupied (USD m)	2,165	2,046	2,150	2,173
	Upside to FY24E revenue				244%

*Utilization rate is based on mainly SMT production lines only, but we used it as a proxy for overall factory utilization rates;

Source: Company data, MST

Just like its Thai EMS peer, Cal-comp Electronics PCL. (CCET TB, CP THB10.10, BUY, TP THB9.91), SVI's management believes that the Trump 2.0 trend will likely further accelerate the trade-war momentum and that Thailand is favourably positioned to capture fleeing customers. These customers are likely from countries with a high risk of being targeted by the Trump administration due to their high trade-deficit contribution to the US, such as China and Vietnam.

Fig 7: US trade balance with key trading countries as of 9M24

Rank	Country	Trade Balance (USD b)
1	China	(217.5)
2	Mexico	(125.5)
3	Vietnam	(90.6)
11	Thailand	(32.9)
15	Indonesia	(12.8)
29	The Philippines	(3.3)
228	Brazil	5.9

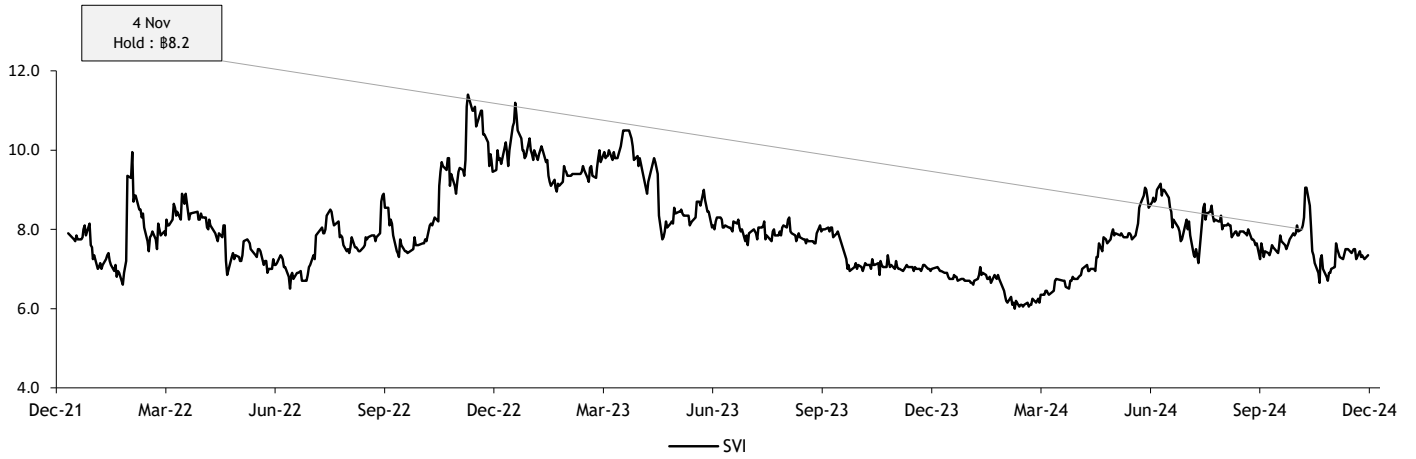
Source: US Census Bureau, MST

FYE 31 Dec	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
Key Metrics					
P/E (reported) (x)	9.8	19.7	11.8	10.6	10.5
Core P/E (x)	12.6	16.0	12.4	10.6	10.5
P/BV (x)	3.2	2.2	2.0	1.8	1.6
P/NTA (x)	3.2	2.2	2.0	1.8	1.6
Net dividend yield (%)	2.7	1.9	3.0	3.3	3.3
FCF yield (%)	1.8	9.0	7.9	6.1	4.4
EV/EBITDA (x)	11.9	12.3	10.1	8.7	8.5
EV/EBIT (x)	13.7	15.5	12.2	10.4	10.2
INCOME STATEMENT (THB m)					
Revenue	25,898.2	22,691.2	22,324.0	24,557.4	26,734.4
EBITDA	2,088.6	1,475.9	1,775.0	2,015.5	2,050.6
Depreciation	(255.4)	(286.2)	(289.7)	(305.2)	(321.4)
Amortisation	(16.1)	(16.2)	(16.3)	(17.1)	(17.8)
EBIT	1,817.1	1,173.5	1,469.0	1,693.3	1,711.4
Net interest income / (exp)	(115.1)	(144.6)	(128.7)	(94.1)	(84.0)
Associates & JV	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Exceptionals	122.7	(19.0)	70.0	0.0	0.0
Other pretax income	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pretax profit	1,824.6	1,009.9	1,410.3	1,599.2	1,627.3
Income tax	(52.3)	(86.0)	(71.0)	(111.9)	(113.9)
Minorities	(0.4)	0.6	6.3	(1.0)	(1.0)
Discontinued operations	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Reported net profit	1,771.9	924.5	1,345.6	1,486.3	1,512.4
Core net profit	1,771.9	924.5	1,345.6	1,486.3	1,512.4
BALANCE SHEET (THB m)					
Cash & Short Term Investments	716.0	918.0	1,228.0	1,646.1	1,990.5
Accounts receivable	5,423.7	4,724.7	4,801.5	5,277.2	5,745.8
Inventory	6,688.6	5,701.2	5,921.1	6,499.8	7,130.2
Reinsurance assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Property, Plant & Equip (net)	2,558.5	2,859.1	3,028.5	3,247.9	3,447.2
Intangible assets	54.7	45.6	44.3	42.2	39.4
Investment in Associates & JVs	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other assets	1,623.4	1,195.2	1,174.0	1,157.4	1,144.7
Total assets	17,064.9	15,443.7	16,197.4	17,870.6	19,497.9
ST interest bearing debt	3,545.5	3,147.4	2,665.5	2,324.9	2,309.2
Accounts payable	5,050.4	4,075.5	4,385.9	4,973.7	5,444.1
Insurance contract liabilities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
LT interest bearing debt	1,333.4	844.8	680.2	1,106.1	1,297.7
Other liabilities	646.0	585.0	659.0	642.0	630.0
Total Liabilities	10,575.2	8,652.3	8,390.2	9,047.1	9,681.2
Shareholders Equity	6,480.1	6,782.1	7,804.2	8,819.5	9,811.8
Minority Interest	9.6	9.3	3.0	4.0	4.9
Total shareholder equity	6,489.8	6,791.5	7,807.2	8,823.5	9,816.7
Total liabilities and equity	17,064.9	15,443.7	16,197.4	17,870.6	19,497.9
CASH FLOW (THB m)					
Pretax profit	1,824.6	1,009.9	1,410.3	1,599.2	1,627.3
Depreciation & amortisation	271.5	302.4	306.0	322.2	339.2
Adj net interest (income)/exp	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Change in working capital	(1,253.0)	452.6	6.6	(473.7)	(635.6)
Cash taxes paid	(52.3)	(86.0)	(71.0)	(111.9)	(113.9)
Other operating cash flow	14.1	184.2	33.5	73.3	24.5
Cash flow from operations	947.2	1,786.9	1,681.9	1,459.7	1,196.1
Capex	(563.4)	(428.7)	(430.0)	(500.0)	(500.0)
Free cash flow	383.8	1,358.2	1,251.9	959.7	696.1
Dividends paid	(495.2)	(559.8)	(323.6)	(471.0)	(520.2)
Equity raised / (purchased)	(17.4)	0.0	0.0	0.0	0.0
Change in Debt	533.2	(925.2)	(646.5)	85.3	175.9
Other invest/financing cash flow	(273.8)	328.1	28.2	(156.0)	(7.4)
Effect of exch rate changes	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net cash flow	130.6	201.3	310.0	418.1	344.5

FYE 31 Dec	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
Key Ratios					
Growth ratios (%)					
Revenue growth	48.8	(12.4)	(1.6)	10.0	8.9
EBITDA growth	27.0	(29.3)	20.3	13.6	1.7
EBIT growth	29.3	(35.4)	25.2	15.3	1.1
Pretax growth	29.0	(44.7)	39.7	13.4	1.8
Reported net profit growth	24.2	(47.8)	45.6	10.5	1.8
Core net profit growth	24.2	(47.8)	45.6	10.5	1.8
Profitability ratios (%)					
EBITDA margin	8.1	6.5	8.0	8.2	7.7
EBIT margin	7.0	5.2	6.6	6.9	6.4
Pretax profit margin	7.0	4.5	6.3	6.5	6.1
Payout ratio	31.6	31.4	35.0	35.0	35.0
DuPont analysis					
Net profit margin (%)	6.8	4.1	6.0	6.1	5.7
Revenue/Assets (x)	1.5	1.5	1.4	1.4	1.4
Assets/Equity (x)	2.6	2.3	2.1	2.0	2.0
ROAE (%)	30.3	13.9	18.5	17.9	16.2
ROAA (%)	11.0	5.7	8.5	8.7	8.1
Liquidity & Efficiency					
Cash conversion cycle	92.1	108.7	105.1	98.8	98.1
Days receivable outstanding	74.6	80.5	76.8	73.9	74.2
Days inventory outstanding	94.3	107.0	104.0	101.1	101.3
Days payables outstanding	76.8	78.8	75.7	76.2	77.5
Dividend cover (x)	3.2	3.2	2.9	2.9	2.9
Current ratio (x)	1.6	1.6	1.7	1.9	1.9
Leverage & Expense Analysis					
Asset/Liability (x)	1.6	1.8	1.9	2.0	2.0
Net gearing (%) (incl perps)	64.1	45.3	27.1	20.2	16.5
Net gearing (%) (excl. perps)	64.1	45.3	27.1	20.2	16.5
Net interest cover (x)	15.8	8.1	11.4	18.0	20.4
Debt/EBITDA (x)	2.3	2.7	1.9	1.7	1.8
Capex/revenue (%)	2.2	1.9	1.9	2.0	1.9
Net debt/ (net cash)	4,162.8	3,074.2	2,117.7	1,784.9	1,616.4

Source: Company; Maybank IBG Research

Historical recommendations and target price: SVI (SVI TB)



APPENDIX I : TERMS FOR PROVISION OF REPORT, DISCLOSURES AND DISCLAIMERS

รายงานนี้ ถูกจัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ และเพื่อเป็นการให้ข้อมูลเท่านั้น มิใช่การชักจูงให้ซื้อหรือขายหุ้นที่กล่าวถึงในรายงานนี้ นักลงทุนควรพึงตระหนักไว้เสมอว่า มูลค่าของหุ้นอาจมีความผันผวน มีการเพิ่มขึ้นและลดลงได้ตลอดเวลา ความเห็น หรือคำแนะนำต่างๆ จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของเทคนิค และปัจจัยพื้นฐาน ซึ่งอาจมีความแตกต่างกัน การประเมินมูลค่าที่เหมาะสมทางเทคนิค อาจใช้วิธีการที่แตกต่างจากการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐาน โดยขึ้นอยู่กับปัจจัยทางด้านราคา และมูลค่าการซื้อขาย ซึ่งแตกต่างไปจากการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐาน ดังนั้นผลตอบแทนของนักลงทุนจึงอาจต่ำกว่าต้นทุนได้ และผลตอบแทนจากการลงทุนในอดีตไม่สามารถสะท้อนถึงผลตอบแทนในอนาคตได้ บทวิเคราะห์นี้ไม่ได้มีจุดประสงค์เพื่อแนะนำการลงทุนเพื่อบุคคลใดเป็นการเฉพาะ และเพื่อวัตถุประสงค์เฉพาะเจาะจงต่อการลงทุน ในฐานะทางการเงิน และความต้องการส่วนบุคคลของนักลงทุนที่ได้รับหรืออ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เพราะฉะนั้น นักลงทุนจึงควรใช้วิจารณญาณ ในการอ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

การจัดทำรายงานฉบับนี้ ได้อ้างอิงมาจากแหล่งข้อมูลที่ได้รับการยอมรับว่ามีคุณภาพ เชื่อถือได้ แต่ไม่ได้เป็นการรับรองจาก Maybank Investment Bank Berhad และ (บริษัทย่อยและในเครือ) รวมเรียก "Maybank IBG" ผลที่ตามมาทั้งในส่วนของการดำเนินงาน หรือเรียกโดยสรุปคือไม่ได้อาศัยเป็นความรับผิดชอบจากทาง Maybank IBG และ เจ้าหน้าที่ , กรรมการ , บริษัทร่วม และหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง และ/หรือพนักงาน รวมเรียกว่า "Representatives" จะไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อการสูญเสียต่างๆ ที่เกิดขึ้นทั้งทางตรงหรือทางอ้อมจากการใช้รายงานฉบับนี้ ข้อมูล , ความเห็น และคำแนะนำที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ตลอดเวลา โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า

บทวิเคราะห์นี้อาจมีการคาดการณ์ผลการดำเนินงานล่วงหน้า ซึ่งส่วนใหญ่จะเห็นได้จากการใช้คำต่างๆ เหล่านี้ เช่น "คาดว่า" "เชื่อว่า" "คาดการณ์ว่า" "มีแนวโน้มว่า" "มีแผนว่า" "ประมาณการ" หรือ การอธิบายว่า เหตุการณ์นี้ "อาจ" เกิดขึ้น หรือ เหตุการณ์นี้ "เป็นไปได้" ที่เกิดขึ้น เป็นต้น การคาดการณ์ล่วงหน้า จะอยู่บนพื้นฐานของสมมติฐานที่ตั้งขึ้นและอ้างอิงบนข้อมูลในปัจจุบัน และยังขึ้นอยู่กับความเสี่ยงและความไม่แน่นอนที่จะทำให้ผลการดำเนินงานที่แท้จริงแตกต่างไปจากที่คาดการณ์ได้อย่างมีนัยยะสำคัญ นักลงทุนจึงไม่ควรใช้การคาดการณ์ล่วงหน้านี้เป็นหลักในการตัดสินใจลงทุนหลังจากวันที่บทวิเคราะห์ถูกเผยแพร่ออกไป Maybank IBG ไม่ถือเป็นการผูกพันในการปรับประมาณการ หากมีข้อมูลใหม่หรือเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิดขึ้น

Maybank IBG รวมถึงเจ้าหน้าที่ , กรรมการ และพนักงาน ซึ่งรวมถึงหน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับการจัดทำ หรือการเผยแพร่บทวิเคราะห์นี้ อาจมีส่วนร่วม หรือมีสิทธิลงทุนในหุ้นตัวนี้ หรือ มีส่วนได้เสียต่างๆ กับผู้ถือหลักทรัพย์นี้ นอกจากนี้ราคาหุ้นอาจเคลื่อนไหวไปตามสิ่งที่เสนอในบทวิเคราะห์นี้ Maybank IBG มีสิทธิใช้ข้อมูลในรายงานนี้ ก่อนที่รายงานนี้จะถูกเผยแพร่ออกไปภายใต้ขอบเขตที่กฎหมายรับรองเท่านั้น กรรมการ , เจ้าหน้าที่ และ/หรือพนักงานของ Maybank IBG ท่านหนึ่งท่านใด หรือมากกว่าหนึ่งท่าน สามารถเป็นกรรมการในบริษัทจดทะเบียนนี้ได้

บทวิเคราะห์นี้ถูกทำขึ้นมาเพื่อลูกค้าของ Maybank IBG และห้ามนำไปแก้ไข ตัดแปลง แจกจ่าย และนำไปจัดทำใหม่ ไม่ว่าจะเป็นบางส่วน หรือเต็มฉบับ หากไม่ได้รับอนุญาตจาก Maybank IBG เป็นการล่วงหน้า ทั้งนี้ Maybank IBG และตัวแทนที่เกี่ยวข้อง จะไม่รับผิดชอบต่อผลที่ตามมาจากการกระทำของบุคคลที่ 3 ที่กระทำสิ่งที่ถูกห้ามดังกล่าว

บทวิเคราะห์นี้ไม่ได้ทำขึ้นมาโดยตรง หรือมีจุดประสงค์เพื่อการแจกจ่าย หรือถูกใช้โดยสาธารณชนทั่วไป หรือประชาชนทั้งหมดที่อาศัยในประเทศที่ออกหลักทรัพย์นี้ หรือในท้องถิ่น เมือง หรือประเทศอื่นๆ ที่กฎหมายในประเทศนั้นไม่อนุญาต บทวิเคราะห์นี้ทำขึ้นมาเพื่อการใช้ในในประเทศที่กฎหมายอนุญาตเท่านั้นหลักทรัพย์นี้อาจจะไม่ได้รับการรับรองการซื้อขายโดยกฎหมายทุกกฎหมาย หรือทำการซื้อขายได้สำหรับนักลงทุนทุกประเภท นักลงทุนควรใช้วิจารณญาณอย่างยิงในการนำคำแนะนำ หรือคำเตือนต่างๆ ที่ดังกล่าวไว้ข้างต้นมาใช้ เนื่องจากความแตกต่างทางด้านภูมิศาสตร์ของแต่ละบุคคล และระยะเวลาในการได้รับบทวิเคราะห์นี้

มาเลเซีย

ความเห็นหรือคำแนะนำที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้เป็นผลการประเมินจากด้านเทคนิค และปัจจัยพื้นฐาน โดยความเห็นทางด้านเทคนิคอาจมีความแตกต่างจากปัจจัยพื้นฐาน เนื่องจากการประเมินด้านเทคนิคไม่ได้วิธีที่แตกต่างกัน โดยมุ่งเน้นข้อมูลด้านราคา และปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ที่ Bursa Malaysia Securities Berhad วิเคราะห์หลักทรัพย์

สิงคโปร์

รายงานฉบับนี้จะทำขึ้นบนวันและข้อมูลที่เกิดขึ้น ซึ่งอาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ บริษัท Maybank Research จำกัด ("MRPL") ในสิงคโปร์ไม่มีเงื่อนไขที่จะต้องปรับปรุงข้อมูลต่างๆ ให้แก่ผู้รับข้อมูลนี้ การเผยแพร่ในสิงคโปร์ ผู้รับรายงานฉบับนี้จะติดต่อกับ MRPL ในสิงคโปร์ ทั้งในแง่ของการแนะนำ หรือเกี่ยวข้องกับรายงานฉบับนี้ หากผู้รับรายงานฉบับนี้ไม่ได้เป็นนักลงทุน, ผู้เชี่ยวชาญทางการลงทุน หรือนักลงทุนประเภทสถาบัน (จำกัดความใน Section 4A ตามกฎหมาย Singapore Securities and Futures) ทั้งนี้ MRPL จะรับผิดชอบบนเนื้อหาที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ แต่เป็นการรับผิดชอบที่จำกัดความเขตตามกฎหมายที่กำหนด

ไทย

เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นการเฉพาะ ไม่ว่าส่วนใดส่วนหนึ่งของรายงานฉบับนี้ ไม่อนุญาตให้มีการคัดลอก จัดทำสำเนา ลอกเลียน หรือในความหมายที่ใกล้เคียง หรือการเผยแพร่ด้วยตนเองโดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรเป็นการล่วงหน้าจากบริษัท หลักทรัพย์เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ทั้งนี้ บริษัท หลักทรัพย์เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ("MST") จะไม่รับผิดชอบต่อผลที่ตามมาจากการกระทำของบุคคลที่ 3 ที่กระทำสิ่งที่ถูกห้ามดังกล่าว

ฝ่ายวิจัยหลักทรัพย์ของ บมจ. หลักทรัพย์ เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) มีวัตถุประสงค์ในการจัดทำบทวิเคราะห์เพื่อสนับสนุนข้อมูลการลงทุนแก่นักลงทุนในประเทศและนักลงทุนสถาบันต่างประเทศ ท่านสามารถดูรายละเอียดได้จาก <http://kelive.maybank-ke.co.th> ทั้งรายงานฉบับภาษาไทยและภาษาอังกฤษ โดยฉบับภาษาอังกฤษของรายงานนี้เป็นฉบับแปลของบทวิเคราะห์ภาษาไทย อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์บางส่วนจาก MST Research ซึ่งจัดทำเป็นภาษาไทยก่อนอาจถูกแปลเป็นภาษาอังกฤษ ดังนั้นความสำคัญอาจเกิดขึ้นในการส่งรายงานบทวิเคราะห์ฉบับภาษาอังกฤษให้กับนักลงทุน

MST อาจมีธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับ หรือ มีความเป็นไปได้ที่จะเป็นผู้ออกตราสารอนุพันธ์ Derivatives Warrants บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ ดังนั้นนักลงทุนควรใช้วิจารณญาณพิจารณาถึงประเด็นนี้ ก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ MST หน่วยงานที่เกี่ยวข้อง กรรมการ และ/หรือ พนักงาน อาจมีส่วนเกี่ยวข้อง และ/หรือ การเป็นผู้ใช้บริการจากการจัดจำหน่ายในหลักทรัพย์ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูล ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายใน ในการประเมิน อนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าว เป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการ บริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจ จึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของ ผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

การเปิดเผยการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันความเสี่ยงจากการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่จัดทำโดยสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งมีการเปิดเผยโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียนโดยผลการประเมินดังกล่าว สถาบันที่เกี่ยวข้องอาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งอ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนแล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งเป็นผู้เปิดเผย โดยมิได้มีการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด

สหรัฐอเมริกา

บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ในสหรัฐฯ ("US") สำหรับลูกค้าสถาบันในสหรัฐฯ เป็นสำคัญ (ตามคำนิยามใน Rule 15a-6 ภายใต้กฎหมาย Securities Exchange Act of 1934) โดย Webush Securities Inc. ("Webush"), เท่านั้น ซึ่งถือเป็น Broker-Dealer ที่ได้จดทะเบียนในสหรัฐฯ (ตามกฎหมาย Section 15 ของ Securities Exchange Act of 1934) ทั้งนี้ความรับผิดชอบในการเผยแพร่รายงานฉบับนี้ อยู่ที่ Webush ในสหรัฐฯ เท่านั้น รายงานฉบับนี้ไม่สามารถจัดส่งถึงท่านได้ หาก Webush ไม่อนุญาต หรือภายใต้ข้อกำหนดกฎหมายหรือหลักเกณฑ์ที่ไม่สามารถจัดส่งถึงท่านได้ ทั้งนี้ผู้ได้รับรายงานฉบับนี้จะต้องทำความเข้าใจด้วยว่า Webush ได้นำเสนอบทวิเคราะห์นี้ภายใต้หลักเกณฑ์ของการลงทุนที่เกี่ยวข้องกับกฎหมาย และหลักเกณฑ์การกำกับ

อังกฤษ

เอกสารฉบับนี้ได้ถูกเผยแพร่โดย บริษัท Maybank Securities (London) จำกัด (“MSUK”) ซึ่งได้รับอนุญาตและอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Financial Services Authority และ Informational Purposes เท่านั้น เอกสารฉบับนี้ไม่ได้มีเจตนาที่จะเผยแพร่แก่บุคคลที่ถูกจำกัดความเป็นนักลงทุนรายย่อย (Retail Client) ตามความหมายของ The Financial Services and Markets Act 2000 ภายในประเทศอังกฤษ ข้อสรุปใดๆ ที่เกิดจากบุคคลที่ 3 เพื่อเป็นความสะดวกแก่ผู้ได้รับเอกสารฉบับนี้เท่านั้น ทั้งนี้บริษัทฯ ไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อความเห็น หรือความถูกต้องดังกล่าว และการเข้าถึงข้อมูลดังกล่าวเป็นความเสี่ยงของผู้รับเอกสารเท่านั้น นอกจากนี้ผู้รับเอกสารฉบับนี้ควรปรึกษาที่ปรึกษาทางภาษีของตนเองเพื่อให้เกิดความถูกต้องในการแนวทางดังกล่าว เพราะเอกสารฉบับนี้ไม่ได้ประเมินถึงกฎหมายเฉพาะทาง, บัญชี หรือที่ปรึกษาทางด้านภาษี

DISCLOSURES

Legal Entities Disclosures

มาเลเซีย: เอกสารฉบับนี้ได้จัดทำและเผยแพร่ในประเทศมาเลเซีย โดย Maybank Investment Bank Berhad (15938-H) ซึ่งเป็นในกลุ่มเดียวกับ Bursa Malaysia Berhad และเป็นผู้ถือใบอนุญาต Capital Market and Services ที่ออกโดย The Securities Commission ในประเทศมาเลเซีย **สิงคโปร์:** เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นและเผยแพร่ในประเทศสิงคโปร์โดย MRPL (จดทะเบียนเลขที่ 198700034E) ภายใต้การกำกับดูแล Monetary Authority of Singapore **อินโดนีเซีย:** PT Maybank Sekuritas (“PTMSI”) (จดทะเบียนเลขที่ KEP-251/PM/1992) เป็นสมาชิกของ Indonesia Stock Exchange และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ the Financial Services Authority (Indonesia) **ไทย:** MST (จดทะเบียนเลขที่ 0107545000314) เป็นสมาชิกของ The Stock Exchange of Thailand และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของกระทรวงการคลัง และกสท. **ฟิลิปปินส์:** Maybank Securities Inc (จดทะเบียนเลขที่ 01-2004-00019) เป็นสมาชิกของ The Philippines Stock Exchange และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Securities and Exchange Commission **เวียดนาม:** บริษัท Maybank Securities Limited (ใบอนุญาตเลขที่ 117/GP-UBCK) ซึ่งใบอนุญาตต่ออยู่ภายใต้ The State Securities Commission of Vietnam **ฮ่องกง:** MIB Securities (Hong Kong) Limited (Central Entity No: AAD284) ภายใต้กำกับโดย The Securities and Futures Commission **อินเดีย:** บริษัท MIB Securities India Private จำกัด (“MIBSI”) เป็นส่วนหนึ่งของ The National Stock Exchange of India Limited and the Bombay Stock Exchange and is regulated by Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) (จดทะเบียนเลขที่ INZ000010538) ทั้งนี้ MIBSI ได้จดทะเบียนกับ SEBI ประเภท 1 Merchant Banker (จดทะเบียนเลขที่ INM 000011708) and as Research Analyst (Reg No: INH000000057) **อังกฤษ:** Maybank Securities (London) Ltd (จดทะเบียนเลขที่ 2377538) เป็นสมาชิกที่ได้รับอนุญาต และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Financial Conduct Authority

Disclosure of Interest

มาเลเซีย: Maybank IBG และตัวแทนที่เกี่ยวข้อง อาจมีสถานะหรือมีความเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ในเวลาใดเวลาหนึ่ง และอาจมีกิจกรรมที่มากขึ้นในฐานะ market maker หรือ อาจเป็นผู้รับประกนการจำหน่าย หรือเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้ และอาจเป็นผู้ให้บริการด้านวิเคราะห์, ให้คำปรึกษา หรือบริการอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้

สิงคโปร์: ณ วันที่ 2 มกราคม 2568, Maybank Research Pte. Ltd และนักวิเคราะห์ที่วิเคราะห์หลักทรัพย์นี้ไม่มีส่วนได้เสียกับการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

ไทย: MST อาจมีธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับ หรือ มีความเป็นไปได้ที่จะเป็นผู้ออกตราสารอนุพันธ์ Derivatives Warrants บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ ดังนั้นนักลงทุนควรใช้วิจารณญาณพิจารณาถึงประเด็นนี้ ก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ MST หน่วยงานที่เกี่ยวข้อง กรรมการ และ/หรือ พนักงาน อาจมีส่วนเกี่ยวข้อง และ/หรือ การเป็นผู้รับประกนการจำหน่ายในหลักทรัพย์ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้

ฮ่องกง: ณ วันที่ 2 มกราคม 2568, MIB Securities (Hong Kong) Limited และนักวิเคราะห์ที่ได้รับอนุญาต ไม่มีส่วนได้เสีย ในการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

ช่วง 3 ปีที่ผ่านมา Maybank IBG อาจมี หรือ ให้บริการแก่ผู้จัดการ หรือ ผู้ร่วมจัดการในการเสนอขายหลักทรัพย์ดังกล่าว หรือ ณ ปัจจุบัน อาจให้บริการแก่หลักทรัพย์ในตลาดแรก หรือหน่วยงานที่ได้มีการอ้างอิงในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ หรืออาจให้บริการดังกล่าวภายใน 12 เดือนข้างหน้า ซึ่งเป็นการให้คำปรึกษา หรือบริการด้านการลงทุนที่มีนัยยะสำคัญ ที่อาจเกี่ยวข้องกับการลงทุนทางตรงหรือทางอ้อมได้

OTHERS

Analyst Certification of Independence

ความถูกต้องของมุมมองที่ผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เป็นการสะท้อนถึงแนวความคิด และมุมมองของนักวิเคราะห์ และรวมถึงหลักทรัพย์หรือผู้ออกหลักทรัพย์เท่านั้น ผลตอบแทนของนักวิเคราะห์ที่ทางตรงหรือทางอ้อมของนักวิเคราะห์ ไม่ได้ขึ้นอยู่กับการให้คำแนะนำ หรือมุมมองผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

คำเตือน

Structure Securities ซึ่งเป็นตราสารที่มีความซับซ้อน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในส่วนของความเสี่ยงที่สูงขึ้นนั้น มีวัตถุประสงค์ที่จะเสนอขายให้แก่นักลงทุนที่มีความรู้ความเข้าใจ รวมถึงสามารถรับความเสี่ยงได้เป็นอย่างดี ทั้งนี้มูลค่าตลาดของตราสารประเภทนี้ อาจเปลี่ยนแปลงไปตามสภาพเศรษฐกิจ ตลาดเงินตลาดทุน การเมือง (รวมถึงอัตราดอกเบี้ย Spot / ล่วงหน้า และอัตราแลกเปลี่ยน), Time to Maturity, ภาวะตลาด และความผันผวน รวมถึงคุณภาพ/ ความน่าเชื่อถือของผู้ออก หรือหลักทรัพย์อ้างอิงนั้นๆ นักลงทุนที่ให้ความสนใจในการลงทุนตราสารประเภทนี้ จะต้องเข้าใจและวิเคราะห์ถึงตราสารประเภทนี้ด้วยตนเอง และปรึกษากับผู้เชี่ยวชาญของตนในส่วนของความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากการลงทุนในตราสารประเภทนี้

ทั้งนี้ไม่ว่าส่วนใดส่วนหนึ่งของรายงานฉบับนี้ ไม่อนุญาตให้มีการคัดลอก, จัดทำสำเนา, ลอกเลียน หรือในความหมายที่ใกล้เคียง หรือการเผยแพร่ด้วยตนเอง โดยไม่ได้รับความเห็นชอบจาก Maybank IBG

Definition of Ratings

Maybank IBG Research uses the following rating system

BUY	Return is expected to be above 10% in the next 12 months (including dividends)
HOLD	Return is expected to be between 0% to 10% in the next 12 months (including dividends)
SELL	Return is expected to be below 0% in the next 12 months (including dividends)

Applicability of Ratings

The respective analyst maintains a coverage universe of stocks, the list of which may be adjusted according to needs. Investment ratings are only applicable to the stocks which form part of the coverage universe. Reports on companies which are not part of the coverage do not carry investment ratings as we do not actively follow developments in these companies.

THAI INSTITUTE OF DIRECTORS ASSOCIATION (IOD) CORPORATE GOVERNANCE REPORT RATING 2023


						Score Range	Number of Logo	Description
7UP	BC	CRC	ICC	MFEC	PRINC*	90-100	▲▲▲▲▲	Excellent
AAV	BCH	CRD	ICHI	MILL*	PRM	80-89	▲▲▲▲	Very Good
ABM	BCP	CSC	ICN	MINT	PRTR	70-79	▲▲▲	Good
ACE	BCPG	CSS	III	MONO	PSH	60-69	▲▲	Satisfactory
ACG	BDM S	CV	ILINK	MOONG	PSL	50-59	▲	Pass
ADB	BEC	DCC	ILM	MSC	PT	Lower than 50	No logo given	N/A
ADD	BEM	DDD	IMH	MST	PTC			
ADVANC	BEYOND	DELTA	IND	MTC	PTT	SICT	TEGH	TSTE
AEONTS	BGC	DEMCO	INET	MTI	PTTEP*	SIRI	TFG	TSTH
AF	BGRIM	DMT	INTUCH	NC	PTTGC	SIS	TFMAMA	TTA
AGE	BH	DOHOME	IP	NCH	Q-CON	SITHAI	TGE	TTB
AH	BIZ	DRT	IRC	NCL	QH	SJWD	TGH	TTCL
AHC	BJC	DUSIT	IRPC	NDR	QTC	SKR	THANA	TTW
AIRA	BJCHI	EA*(*)	ITC	NER	RATCH	SM	THANI	TURTLE
AIT	BKI	EASTW	ITEL	NKI	RBF	SMPC	THCOM	TVDH
AJ	BLA	ECL	IVL	NOBLE	RPH	SMT	THIP	TVH
AKP	BOL	ECL	JAS	NRF	RS	SNC	THRE	TVO
AKR	BPP	EE	JTS	NTV	RT	SNNP	THREL	TVT
ALLA	BRI	EGCO	KBANK	NVD	S	SNP	TIDLOR	TWPC
ALT	BROOK	EPG	KCC	NWR	S&J	SO	TIPH	UAC
AMA	BRR	ERW	KCE	NYT	SA	SPALI	TISCO	UBE
AMARIN	BTS	ETC	KEX	OCC	SABINA	SPC	TK	UBIS
AMATA	BTW	ETE	KKP	OISHI**	SAK	SPCG	TKN	UKEM
AMATAV	BWG	FE	KSL	ONEE	SAMART	SPI	TKS	UP
ANAN	BYD*	FLOYD	KTB	OR	SAMTEL	SPRC	TKT	UPF
AOT	CBG	FN	KTC	ORI	SAPPE	SR	TLI	UPOIC
AP	CENDEL	FPI	KTMS	OSP	SAT	SSC	TM	UV
APCO	CFRESH	FPT	KUMWEL	OTO	SBNEXT	SSF	TMC	VCOM
APCS	CHASE	FSX	KUN	PAP	SC	SSSC	TMD	VGI
ARIP	CHEWA	FVC	LALIN	PATO	SCB	STA	TMT	VIBHA
ARROW	CHG*	GBX	LANNA	PB	SCC	STC	TNDT	VIH
ASEFA	CHOW	GC	LH	PCSGH	SCCC	STEC	TNITY	VL
ASK	CIMBT	GCAP	LHFG	PDG	SCG	STGT	TNL	WACOAL
ASP	CIVIL	GENCO	LIT	PDJ	SCGP	STI	TNR	WGE
ASW	CK	GFPT	LOXLEY	PG	SCM	SUC	TOA	WHA
ATP30	CKP	GGC	LPN	PHOL	SDC	SUN	TOG	WHAUP
AUCT	CM	GLAND	LRH	PIMO	SEAFCO	SUSCO	TOP	WICE
AWC	CNT	GLOBAL	LST	PJW	SEA OIL	SUTHA	TPBI	WINMED
AYUD	COLOR	GPSC	M	PLANB	SECURE	SVI	TPCS	WINNER
B	COM7	GRAMMY	MAJOR	PLAT	SELIC	SVT	TPIPL	XPG
BA	COTTO	GULF	MALEE	PLUS	SENA	SYM C	TPIPP	YUASA
BAFS	CPALL	GUNKUL	MATCH	PM	SENX	SYNEX	TPS	ZEN
BAM	CPAXT	HANA	MBK	POLY	SFP**	SYNTEC	TQM	
BANPU	CPF	HARN	MC	PORT	SFT	TACC	TQR	
BAY	CPI	HENG	M-CHAI	PPP	SGC	TAE	TRT	
BBGI	CPL	HMPRO	MCOT	PPS	SGF	TCAP	TRUE	
BBIK	CPN	HPT	MEGA	PR9	SGP	TCMC	TRV	
BBL	CPW	HTC	MFC	PRG	SHR	TEAMG	TSC	



2S	BR	DV8	INSET	KTIS	PACO	SANKO	STP	TSE
A5	B SBM	EFORL	IT	KWC	PIN	SCI	SUPER	VRANDA
AAI	BTG	EKH	J	KWM	PQS	SCN	SVOA	WAVE
AIE	CEN	ESSO	JCKH	LDC	PREB	SE	SWC	WFX
ALUCON	CGH	ESTAR	JDF	LEO	PRI	SE-ED	TCC	WIK
AMR	CH	EVER	JKN*	LHK	PRIME	SFLEX	TEKA	WIN
APURE	CHIC	FORTH	JMART	MACO	PROEN	SINGER	TFM	WP
ARIN	CI	FSMART	JUBILE	METCO	PROS	SKN	TMILL	XO
AS*	CIG	FTI	K	MICRO	PROUD	SONIC	TNP	
ASIA	CMC	GEL	KCAR	MK	PSTC	SORKON	TPLAS	
ASIAN	COMAN	GPI	KGI	MVP	PTECH	SPVI	TPOLY	
ASIMAR	CSP	HEALTH	KIAT	NCAP	PYLON	SSP	TRC*	
ASN	DOD	HUMAN	KISS	NOVA	RCL	SST	TRU	
AURA	DPAINT	IFS	KK	NTSC	SALEE	STANLY	TRUBB	



24CS	CHARAN	GTB	JSP	MUD	PMTA	SAMCO	TC	UTP
AMANAH	CHAYO	GTV	KBS	NATION	PPM	SAWAD	TCCC**	VARO
AMARC	CHOTI	GYT	KGEN	NNCL	PRAKIT	SCAP	TEAM	VPO
AMC	CITY	HL	KJL	NPK	PRAPAT	SCP	TFI	W
APP	CMAN	HTECH	L&E	NSL	PRECHA	SIAM	TIGER	WARRIX
ASAP	CMR	HYDRO*	LEE	NV	PRIN	SKE	TITLE	WORK
BCT	CRANE	IIG	MASTER	OGC	PSG	SKY	TKC	WPH
BE8	CWT	INGRS	MBAX	PAF	RABBIT	SMART	TMI	YONG
BIG	DHOUSE	INSURE	MEB	PCC	READY	SMD	TNH	ZIGA
BIOTEC	DTCENT	IRCP	MENA	PEACE	RJH	SMIT	TPA	
BLESS	EASON	ITD*	META	PICO*	RSP	SOLAR	TPAC	
BSM	FNS	ITNS	MGT	PK	RWI	SPA	TRITN	
BVG	FTE	JCK	MITSIB	PL	S11	STECH	UBA	
CAZ	GIFT	JMT	MJD	PLANET	SAAM	STPI	UMI	
CCET	GJS	JR	MOSHI	PLE	SAF	SVR	UMS	

Source: Thai Institute of Directors (IOD)

คำชี้แจง : ข้อมูล CG Score ประจำปี 2566 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

หมายเหตุ * บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข่าวด้านกรรมาการกำกับดูแลกิจการ เช่น การกระทำผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรตระหนักถึงข่าวดังกล่าวประกอบด้วย

** voluntarily delisted from the Stock Exchange of Thailand

Anti-Corruption Progress Indicator 2023

ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC

ACE	B52	ECL	IHL	LDC	PLE	PTC	SHR	SONIC	UOBKH
ALT	BLAND	EVER	IP	LIT	PLUS	RT	SINGER	SUPER	UREKA
AMARIN	BPS	FLOYD	ITC	MITSIB	PQS	S	SINO	TBN	VNG
AMC	CHASE	GREEN	JDF	MJD	PRI	SAWAD	SJWD	TMI	WELL
ANI	CHG	HL	JMART	MOSHI	PRIME	SCAP	SKE	TPAC	WIN
APCO	DEXON	HUMAN	K	NEX	PROEN	SCGD	SNNP	TPP	XPG
ASAP	DITTO	ICN	KJL	NTSC	PROUD	SFT	SOLAR	TQM	

ได้รับการรับรอง CAC

2S	BE8	CPW	GPI	KSL	NKI	PSTC	SELIC	TAE	TRT
AAI	BEC	CRC	GPSC	KTB	NOBLE	PT	SENA	TAKUNI	TRU
ADB	BEYOND	CSC	GSTEL	KTC	NRF	PTECH	SENX	TASCO	TRUE
ADVANC	BGC	CV	GULF	L&E	OCC	PTG	SFLEX	TCAP	TSC
AE	BGRIM	DCC	GUNKUL	LANNA	OGC	PTT	SGC	TEGH	TSI
AF	BLA	DELTA	HANA	LH	OR	PTTEP	SGP	TFG	TSTE
AH	BPP	DEMCO	HARN	LHFG	ORI	PTTGC	SIRI	TFI	TSTH
AI	BRI	DIMET	HEMP	LHK	OSP	PYLON	SIS	TFMAMA	TTB
AIE	BROOK	DMT	HENG	LPN	PAP	Q-CON	SITHAI	TGE	TTCL
AIRA	BRR	DOHOME	HMPRO	LRH	PATO	QH	SKR	TGH	TU
AJ	BSBM	DRT	HTC	M	PB	QLT	SM	THANI	TURTLE
AKP	BTG	DUSIT	ICC	MAJOR	PCSGH	QTC	SMIT	THCOM	TVDH
AMA	BTS	EA	ICHI	MALEE	PDG	RABBIT	SMPC	THIP	TVO
AMANAHA	BWG	EASTW	IFS	MATCH	PDJ	RATCH	SNC	THRE	TWPC
AMATA	CAZ	ECF	III	MBAX	PG	RBF	SNP	THREL	UBE
AMATAV	CBG	EGCO	ILINK	MBK	PHOL	RML	SORKON	TIDLOR	UBIS
AP	CEN	EP	ILM	MC	PIMO	RS	SPACK	TIPCO	UEC
APCS	CENTEL	EPG	INET	MCOT	PK	RWI	SPALI	TIPH	UKEM
AS	CFRESH	ERW	INOX	MEGA	PL	S&J	SPC	TISCO	UPF
ASIAN	CGH	ETC	INSURE	MENA	PLANB	SA	SPI	TKN	UV
ASK	CHEWA	ETE	INTUCH	META	PLANET	SAAM	SPRC	TKS	VCOM
ASP	CHOTI	FNS	IRPC	MFC	PLAT	SABINA	SRICHA	TKT	VGI
ASW	CHOW	FPI	ITEL	MFEC	PM	SAK	SSF	TMD	VIBHA
AWC	CI	FPT	IVL	MILL	PPP	SAPPE	SSP	TMILL	VIH
AYUD	CIG	FSMART	JAS	MINT	PPPM	SAT	SSSC	TMT	WACOAL
B	CIMBT	FSX	JR	MODERN	PPS	SC	SST	TNITY	WHA
BAFS	CM	FTE	JTS	MONO	PR9	SCB	STA	TNL	WHAUP
BAM	CMC	GBX	KASET	MOONG	PREB	SCC	STGT	TNP	WICE
BANPU	COM7	GC	KBANK	MSC	PRG	SCCC	STOWER	TNR	WIJK
BAY	CPALL	GCAP	KCAR	MTC	PRINC	SCG	SUSCO	TOG	WPH
BBGI	CPAXT	GEL	KCC	MTI	PRM	SCGP	SVI	TOP	XO
BBL	CPF	GFPT	KCE	NATION	PROS	SCM	SVOA	TOPP	YUASA
BCH	CPI	GGC	KGEN	NCAP	PRTR	SCN	SVT	TPA	ZEN
BCP	CPL	GJS	KGI	NEP	PSH	SEA OIL	SYMC	TPCS	
BCPG	CPN	GLOBAL	KKP	NER	PSL	SE-ED	SYNTEC	TPLAS	

N/A

3K-BAT	BDMS	CPNCG	GL	KTIS	MPIC	PRIN	SHR	TCCC	TTT
A	BEAUTY	CPNREIT	GLAND	KWC	M-STOR	PRO	SHREIT	TCJ	TTW
AAV	BEM	CPT	GLOCON	KYE	NC	PROSPECT	SIAM	TCOAT	TU-PF
ACC	BH	CPTGF	GRAMMY	LALIN	NCH	PTL	SIRIP	TEAM	TWP
ACG	BIG	CRANE	GRAND	LEE	NEW	QHHR	SISB	TEAM G	TWZ
AEONTS	BIOTEC	CSP	GROREIT	LHHOTEL	NFC	QHOP	SKN	TEKA	TYCN
AFC	BIZ	CSR	GVREIT	LHPF	NNCL	QHPF	SKY	TFIF	UAC
AGE	BJC	CSS	GYT	LHSC	NOVA	RAM	SLP	TFM	UMI
AHC	BJCHI	CTARAF	HFT	LOXLEY	NSL	RCL	SM	TGPRO	UNIQ
AIMCG	BKD	CTW	HPF	LPH	NTV	RICHY	SMT	TH	UP
AIMIRT	BKKCP	CWT	HTECH	LPH	NUSA	RJH	SNNP	THAI	UPOIC
AIT	BLISS	DCON	HUMAN	LST	NV	ROCK	SO	THE	URBNPF
AJA	BOFFICE	DDD	HYDROGEN	LUXF	NVD	ROH	SOLAR	THG	UTP
AKR	BR	DIF	IFEC	MACO	NYT	ROJNA	SPCG	THL	UVAN
ALLA	BROCK	DREIT	IMPACT	MANRIN	OHTL	RPC	SPG	TIF1	VARO
ALLY	BRRGIF	DTCENT	INETREIT	MATI	OISHI	RPH	SPRIME	TK	VNG
ALUCON	BTNC	DTCI	INGRS	MAX	ONEE	RSP	SQ	TKC	VPO
AMARIN	BTSIGIF	EASON	INSET	M-CHAI	PACE	S	SRIPANWA	TLHPF	VRANDA
AMATAR	BUI	EE	IT	MCS	PAF	S1	SSC	TLI	WAVE
AMR	B-WORK	EGATIF	ITD	MDX	PCC	SABUY	SSPF	TNPC	WFX
ANAN	CCET	EMC	JASIF	METCO	PEACE	SAFARI	SSTRT	TNPF	WGE
AOT	CCP	ERWPF	JCK	MICRO	PERM	SAM	STANLY	TOA	WHABT
APCO	CGD	ESSO	JCT	MIDA	PF	SAMART	STEC	TPBI	WHAIR
APEX	CH	EVER	JDF	M-II	PIN	SAMCO	STECH	TIPL	WHART
APURE	CHARAN	F&D	JWD	MIPF	PLE	SAMTEL	STHAI	TIPI	WIN
AQ	CHAYO	FANCY	KAMART	MIT	PMTA	SAUCE	STI	TPOLY	WORK
ASAP	CHG	FMT	KBSPIF	MJD	POLAR	SAWAD	STPI	TPRIME	WORLD
ASEFA	CITY	FN	KC	MJLF	POMPUI	SAWANG	SUC	TR	WP
ASIA	CIVIL	FORTH	KDH	MK	POPF	SCAP	SUN	TRC	
ASIMAR	CK	FTI	KEX	ML	PORT	SCI	SUPER	TRITN	
AURA	CKP	FTREIT	KIAT	MNIT	POST	SCP	SUPEREIF	TRUBB	
B52	CMAN	FUTUREPF	KISS	MNIT2	PPF	SDC	SUTHA	TSE	
BA	CMR	GAHREIT	KKC	MNRF	PRAKIT	SEAFKO	SYNEX	TSR	
BAREIT	CNT	GENCO	KPNPF	MOSHI	PRECHA	SFP	TC	TTI	
BCT	CPH	GIFT	KTBSTMR	M-PAT	PRIME	SHANG	TCC	TTLPF	

Source : Thai Institute of Directors

คำชี้แจง ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย ข้อมูล ณ วันที่ 20 พฤศจิกายน 2567 มี 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC