

Osotspa PCL (OSP TB)

ผู้นำตลาดกลับมาเดินเกมรุกอีกครั้ง

คงคำแนะนำ ถือ อุปสรรคข้างหน้าอาจชะลอการเติบโต

เราคงคำแนะนำ "ถือ" สำหรับ OSP พร้อมลดราคาเป้าหมายลงเหลือ 16.10 บาท (อิง P/E ปี 68 ที่ 15 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีอยู่ -2 SD) เนื่องจากแนวโน้มการเติบโตของกำไรที่อ่อนแอลง โดยคาดว่าในปี 68 กำไรจะเติบโตเพียง 4% YoY เทียบกับ 42% YoY ในปี 67 โดยได้รับแรงกดดันจากฐานที่สูง อานิสงส์จากต้นทุนที่ลดลงเริ่มอ่อนแรง และสัดส่วนผลิตภัณฑ์ที่ไม่เอื้อต่อการเติบโต เรามองว่าการเปิดตัวผลิตภัณฑ์ใหม่ในราคาที่ตั้งอาจช่วยให้ OSP สามารถชิงคืนส่วนแบ่งตลาดกลับมาได้เพียงเล็กน้อย เนื่องจากการแข่งขันในตลาดเครื่องดื่มชูกำลังยังคงรุนแรง

แผนชิงคืนส่วนแบ่งตลาดด้วยราคาที่เข้าถึงง่ายขึ้น

OSP เตรียมเปิดตัวเครื่องดื่มชูกำลัง M-150 Yellow ซึ่งเป็นสูตรรสชาติดั้งเดิม ในราคาขวดละ 10 บาท โดยจำหน่ายเฉพาะในช่องทางค้าปลีกแบบดั้งเดิม (Traditional Trade) ตั้งแต่กลางเดือนกุมภาพันธ์ 68 แผนเปลี่ยนมีเป้าหมายเพื่อชิงคืนส่วนแบ่งตลาดที่ลดลงจาก 45.4% ใน 3Q67 เหลือ 45.0% ใน 4Q67 โดยผู้บริหารคาดว่าจะการเปิดตัว M-150 Yellow จะช่วยเพิ่มส่วนแบ่งตลาดของ M-150 สู่อันดับ 50.0% โกลด์เคียงระดับ 54.6% ใน 4Q65 (ก่อนการปรับขึ้นราคา)

คาดการณ์การแข่งขันในตลาดเครื่องดื่มชูกำลังรุนแรงขึ้น

เราคาดว่า การเปิดตัวผลิตภัณฑ์ใหม่ของ OSP จะกระตุ้นการแข่งขันด้านราคาในตลาดเครื่องดื่มชูกำลังให้รุนแรงขึ้น โดยมีความเสี่ยงที่ M-150 Yellow อาจส่งผลกระทบต่อยอดขายของ M-150 Blue Honey ซึ่งมีราคาขวดละ 10 บาทอยู่แล้ว ขณะเดียวกันลูกค้าของ M-150 Gold (ขวดละ 12 บาท) อาจเปลี่ยนไปเลือกซื้อ M-150 Yellow แทน เนื่องจากภาวะเศรษฐกิจที่อ่อนแอ อย่างไรก็ตาม ผู้บริหารเชื่อว่าผลิตภัณฑ์เหล่านี้มีกลุ่มลูกค้าเป้าหมายที่แตกต่างกัน และการแทนที่ M-150 Gold ด้วย M-150 Yellow ทั้งหมดจะกระทบต่อกำไรไม่เกิน 5%

รายได้ที่เพิ่มขึ้นถูกหักล้างด้วยต้นทุนการตลาดที่สูงขึ้น

เราคาดการณ์ยอดขายปี 68 เติบโตที่ 4.7% และอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) อยู่ที่ 37.5% (ทรงตัวจากปี 67) ซึ่งต่ำกว่าคาดการณ์ของผู้บริหารที่ตั้งเป้าการเติบโตของยอดขายไว้ที่ 5-9% เนื่องจากเราคาดว่าส่วนแบ่งตลาดของ OSP จะเพิ่มขึ้นเพียง 1% เทียบกับเป้าหมายของผู้บริหารที่ 5% ดังนั้น เราประเมินว่า กำไรหลักต่อหุ้น (Core EPS) ในปี 68 จะเติบโตเพียง 4% ต่ำกว่าที่ผู้บริหารคาดว่าจะเติบโตเป็นเลขสองหลัก (Double Digit Growth) ทั้งนี้ เรายังคงคำแนะนำ ถือ เนื่องจากอัตราเงินปันผลที่น่าสนใจที่ 4.4% ในปี 68

FYE Dec (THB m)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
Revenue	27,266	26,062	27,129	28,415	29,501
EBITDA	3,644	4,064	5,176	5,154	5,341
Core net profit	1,914	2,181	3,108	3,227	3,328
Core EPS (THB)	0.64	0.73	1.03	1.07	1.11
Core EPS growth (%)	(37.8)	14.0	42.5	3.8	3.1
Net DPS (THB)	0.90	1.65	0.63	0.71	0.74
Core P/E (x)	44.3	30.3	14.8	14.2	13.8
P/BV (x)	4.6	4.0	2.8	2.7	2.5
Net dividend yield (%)	3.2	7.5	4.1	4.6	4.9
ROAE (%)	10.1	13.8	10.8	19.3	18.7
ROAA (%)	7.2	8.6	12.8	13.0	12.7
EV/EBITDA (x)	23.4	16.6	9.1	9.2	8.6
Net gearing (%) (incl perps)	2.3	6.2	4.9	6.9	net cash
Consensus net profit	-	-	1,752	3,115	3,318
MIBG vs. Consensus (%)	-	-	0.2	3.6	0.3

Tanida Jirapornkasemsuk
tanida.jirapornkasemsuk@maybank.com
(66) 2658 5000 ext 1396

HOLD

Share Price	THB 15.30
12m Price Target	THB 16.40 (+7%)
Previous Price Target	THB 22.30

Company Description

OSP produces and sells energy drinks and personal care products in Thailand and overseas.

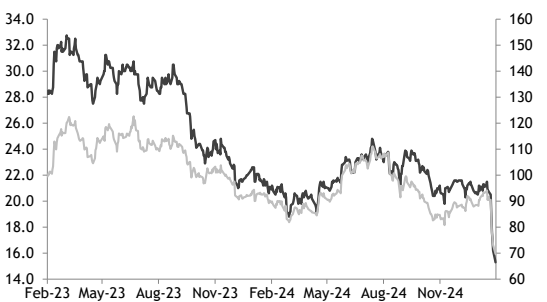
Statistics

52w high/low (THB)	24.80/15.30
3m avg turnover (USDm)	6.3
Free float (%)	52.8
Issued shares (m)	3,004
Market capitalisation	THB46.0B USD1.4B

Major shareholders:

Niti Osathanugrah	24.1%
Bank Julius Bear & Co. Ltd, Singapore	8.7%
Pasuree Osathanugrah	3.5%

Price Performance



	-1M	-3M	-12M
Absolute (%)	(26)	(27)	(27)
Relative to index (%)	(21)	(18)	(23)

Source: FactSet

Link to sector note:

[Thailand Food & Beverage - Let the dust settle | NEUTRAL](#)

ESG@MAYBANK IBG
Tear Sheet Insert

1. 4Q24E earnings likely pressured by marketing cost

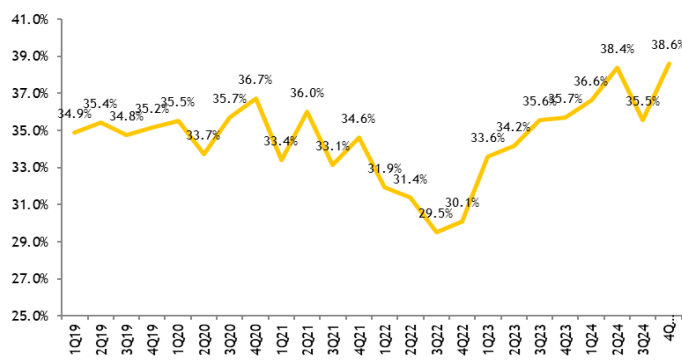
We estimate OSP's 4Q24 core net profit at THB685m (+16% YoY, +2% QoQ), 7% lower than our previous forecast. OSP reports its 4Q result on 26 Feb. We estimate sales declined 1% YoY due to the absence of OEM sales after it divested its glass factory in Myanmar which is likely to be partially offset by increasing overseas and personal care sales. 4Q sales likely increased 7% QoQ thanks to the high season sales of overseas operations and personal care products. GPM likely rose due to better product mix. SG&A-to-sales likely increased due to increases YoY and QoQ due to its more active marketing activities during 4Q24E. OSP reports 4Q results on 26 Feb.

Fig 1: 4Q24E results preview

(THB m)	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	YoY	QoQ	2023	2024E	YoY
Sales	6,530	7,260	7,345	6,043	6,485	(1%)	7%	26,062	27,133	4%
Other income	60	68	29	324	60	0%	(82%)	282	481	70%
COGS	4,213	4,613	4,541	3,863	3,996	(5%)	3%	17,059	17,012	(0%)
Gross profit	2,317	2,647	2,804	2,180	2,489	7%	14%	9,003	10,121	12%
SG&A	1,782	1,797	1,765	1,572	1,785	0%	14%	6,769	6,919	2%
EBITDA	963	1,276	1,428	1,291	1,127	17%	(13%)	4,014	5,122	28%
Interest expense	34	29	26	27	21	(38%)	(22%)	108	103	(4%)
Share of profit from associates	43	59	59	49	72	70%	46%	146	240	65%
Income tax	171	82	143	59	124	(27%)	109%	431	408	(5%)
Normalised profit	592	828	923	672	685	16%	2%	2,181	3,310	52%
Net profit	433	828	604	(361)	685	58%	N/A	2,402	1,756	(27%)
EPS (THB)	0.14	0.28	0.20	(0.12)	0.23	58%	N/A	0.80	0.58	(27%)
Gross margin (%)	35.5%	36.5%	38.2%	36.1%	38.4%			34.5%	37.3%	
SG&A/sales (%)	27.3%	24.7%	24.0%	26.0%	27.5%			26.0%	25.5%	
EBITDA margin (%)	14.6%	17.4%	19.4%	20.3%	17.2%			15.2%	18.5%	
Net margin (%)	6.6%	11.3%	8.2%	-5.7%	10.5%			9.1%	6.4%	

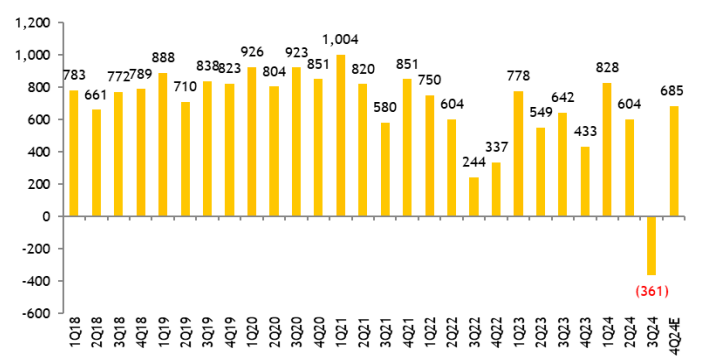
Source: Company, MST

Fig 2: OSP's quarterly core net profit (THB m)



Source: Company, MST

Fig 3: OSP's profitability by quarter

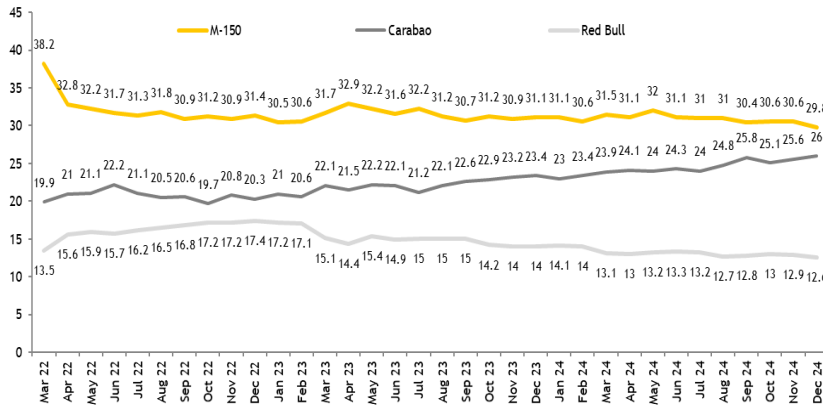


Source: Company, MST

2. Market share declined in 4Q24

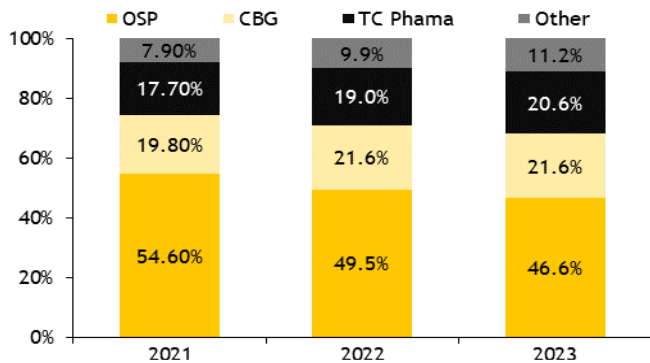
In 4Q24, OSP's market share by value continued to decline to 45.0% vs 45.4% in 3Q24 and 46.0% in 9M24. With its new product launch at a lower price, OSP targets to regain market share to 50% in FY25E, which we view as challenging as the new product may cannibalise current products.

Fig 4: Energy drink market share by volume



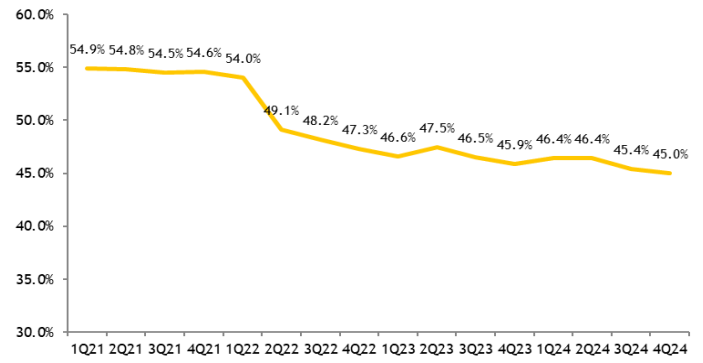
Source: Nielsen, MST

Fig 5: Energy drinks - market share by value



Source: Nielsen, OSP, MST

Fig 6: OSP's share of the energy drink market (by value)



Source: Nielsen, OSP, MST

3. Financials & valuation

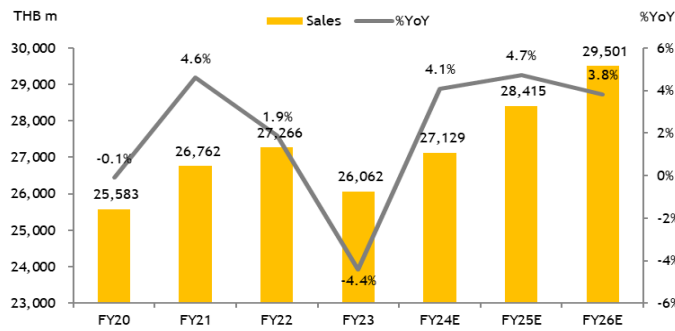
We maintain our HOLD rating on OSP with a lower TP of THB16.6 as we revise down our FY24-26E core EPS forecast by 0.9-1.7% and prefer to wait for signs of market share recovery to revisit the stock.

Fig 7: Earnings revision

(THB m)	New			Previous			%/pt Revision		
	FY 24E	FY 25E	FY 26E	FY 24E	FY 25E	FY 26E	FY 24E	FY 25E	FY 26E
Sales	27,129	28,415	29,501	27,549	29,204	30,442	-1.5%	-2.7%	-3.1%
Gross margin	37.5%	37.5%	37.6%	37.1%	37.2%	37.5%	0.0	0.0	0.0
SG&A-to-sales	11.5%	11.4%	11.3%	11.5%	11.2%	11.0%	(0.0)	0.0	0.0
EBITDA	5,176	5,154	5,341	5,212	5,306	5,534	-0.7%	-2.9%	-3.5%
Core profit	3,310	3,227	3,328	3,363	3,276	3,357	-1.6%	-1.5%	-0.9%
Net profit	1,756	3,227	3,328	1,809	3,276	3,357	-3.0%	-1.5%	-0.9%
Core EPS (THB)	1.03	1.07	1.11	1.05	1.09	1.12	-1.7%	-1.5%	-0.9%
EPS (THB)	0.58	1.07	1.11	0.60	1.09	1.12	-3.0%	-1.5%	-0.9%

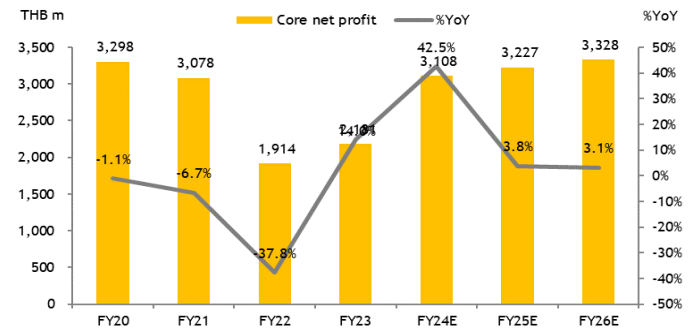
Source: Company, MST

Fig 8: OSP's sales (THB m)



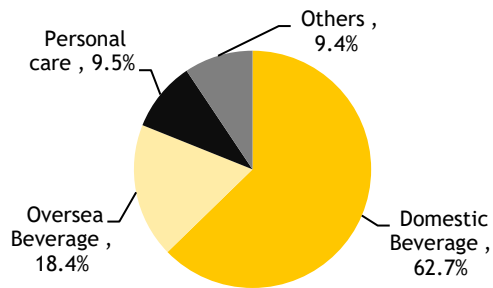
Source: Company, MST

Fig 9: OSP's core net profit (THB m)



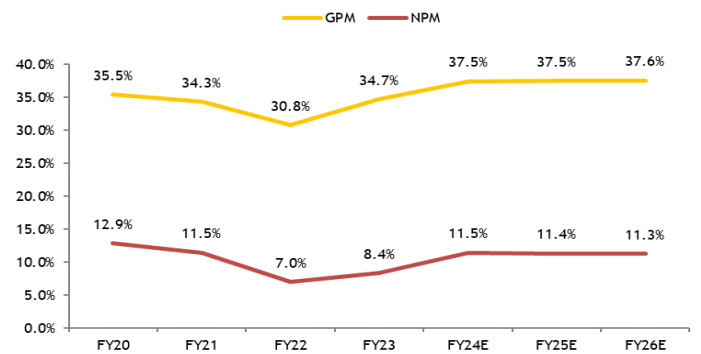
Source: Company, MST

Fig 10: Sales by business (FY23)



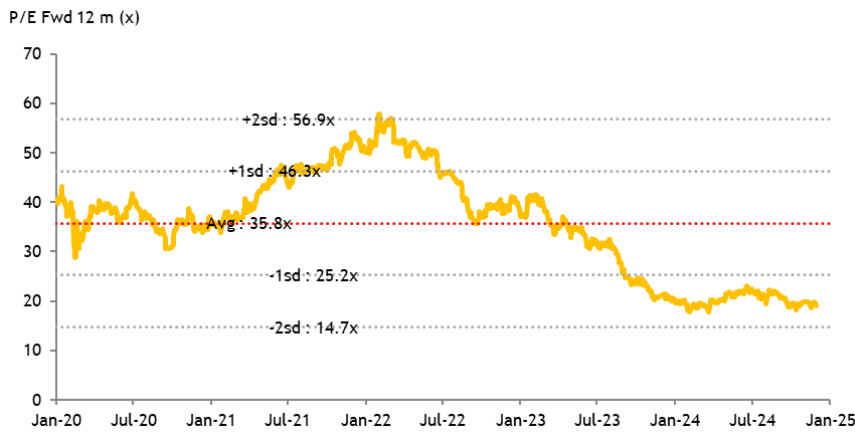
Source: Company, MST

Fig 11: OSP's gross profit and net profit margins



Source: Company, MST

Fig 12: OSP's 1-year forward P/E

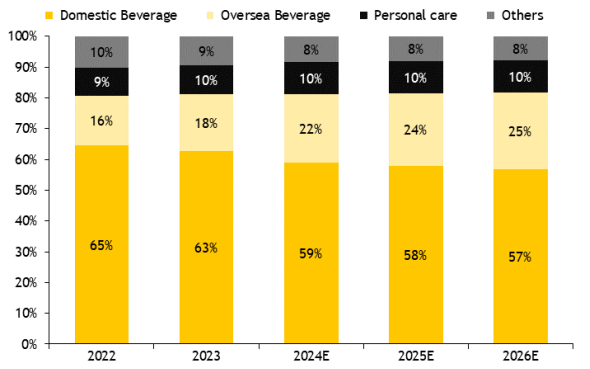


Company, MST

Value Proposition

- OSP operates a fully integrated beverage business with high operational efficiency throughout the value chain, including production, packaging and distribution.
- OSP has dominated the energy drink market in Thailand for a long time, with its strong brands, such as M-150, Lipovitan-D and Chalarm.
- Domestic beverage sales, including energy drinks and functional drinks, generated 63% of OSP's sales in FY23 while overseas (mainly Myanmar) accounted for 18%.

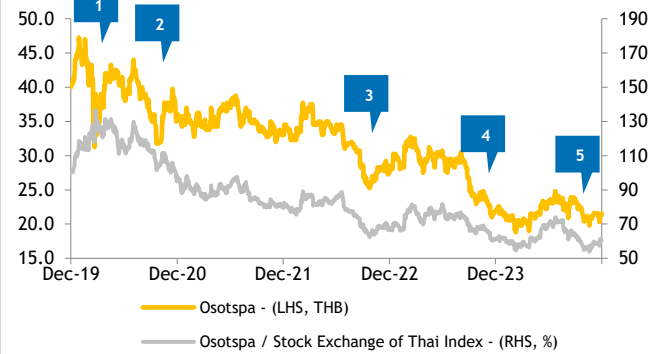
OSP's sales breakdown and forecasts



Source: Company

Price Drivers

Historical share price trend



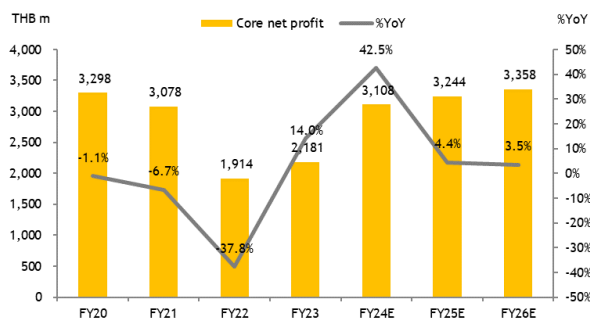
Source: Company, Maybank IBG Research

1. Lockdown in Thailand during Covid-19.
2. Lockdown still pressuring energy drinks industry.
3. Lower market share after energy drink price raised to THB12 in March from THB10, and a decline in gross margin due to rising energy costs. Concern about its operations after Myanmar government imposed financial restrictions.
4. Pressure from rising sugar prices and lower-than-expected increase in market share.
5. Pressured by lower market share

Financial Metrics

- Expect EBITDA of above THB5b pa in FY24-25E, sufficient for capex of THB1.5-2b pa.
- Strong balance sheet, with estimated net D/E only 0.02x in FY25E, supporting resilient dividend payments and M&A opportunity.
- We project core net profit to post a 15% CAGR in FY24-26E, mostly thanks to its increasing sales overseas and margin expansion from premium product sales.

Core net profit and growth



Source: Company

Swing Factors

Upside

- Substantial increase in market share.
- Declining energy and raw material prices.
- Successful M&A deals resulting in accretive earnings.

Downside

- Rising prices of energy, raw materials and packaging.
- Stiff competition dampens market share.
- Regulatory risks, such as excise tax increase.
- Political turmoil and/or some restrictions in Myanmar.

ESG@MAYBANK IBG

Tanida.jirapornkasemsuk@maybank.com

Risk Rating & Score¹	26.8 (Medium Risk)
Score Momentum²	-8.4
Last Updated	31 Jan2025
Controversy Score³ (Updated: 31 Jan 2025)	No Evidence of Controversies

Business Model & Industry Issues

- OSP produces packaging and consumer products, focusing on the safety and quality of the products while creating economic value from products and services throughout the value chain through innovation. Helps develop the potential of retail partners who are small entrepreneurs throughout the supply chain.
- Manages resources efficiently and cost-effectively under the 3Rs principles: Reduce, Reuse, and Recycle, focusing on four environmental issues: energy and climate management, care of water resources, waste management and developing sustainable packaging.
OSP focuses on improving business capabilities throughout the supply chain, ensuring sustainable consumption, protecting the environment, enhancing the well-being of the community, and instilling a sustainability mindset in the workplace.

Material E issues

- OSP is actively exploring portfolio diversification into renewable energy projects that reduce Green House Gas emissions, in line with the UN Sustainable Development Goals.
- Using more renewable sources of energy to operate beverage and glass production, including biomass boiler and heat recovery, solar cell implementation, and EV fleets.
- Installing solar rooftops at 5 OSP plants with a total capacity of 4,251,436 kWh.
- OSP focuses on increasing water efficiency in production, managing wastewater through its high-quality treatment unit, and evaluating business risk associated with the global water situation.
OSP has designed packaging materials to be recyclable, reusable, or compostable. OSP has introduced a strategy that promotes reduction of food loss & waste, in turn increasing efficiency across its value chain and reducing global methane emissions.

Material S issues

- OSP delivered on its commitment to reduce sugar levels for 100% of its domestic beverage products for consumer well-being.
- OSP collaborates with a wide range of suppliers, from multi-national corporations to community enterprises and SMEs, to ensure high quality and reasonable pricing of raw materials and supplies for packaging and OEM production in order to achieve sustainability goals and manage supplier risk across the entire supply chain.
To help prevent workplace accidents and illnesses, promote employee welfare, and ensure that the work environment stays in line with local laws and safety standards as well as international regulations, OSP has employed the “SHE Vision Zero” campaign.

Key G metrics and issues

- OSP has 17 members on its board of directors (five women), consisting of:
 - Eight executive directors.
 - Nine non-executive directors, including six independent directors (equivalent to 35% of the entire board).
- OSP has an employee joint investment programme starting from 1 April, 2020 to 31 March, 2025, for a period of 5 years.
- Targets to use the equivalent of 1-3% of revenue to invest in research and innovation, with R&D Lab at the head office and it has established the Osotspa Innovation Centre at the Thailand Science Park, Pathum Thani Province. OSP has more than 50 researchers.
- The new vendor evaluation form has been established with criteria covering environmental, social and good governance (ESG) areas comprising 6 categories: financial quality, trade conditions, personnel / expertise, experience and practice in compliance with good governance. For current partners that are registered in the company’s system (approved vendor list), OSP will require an annual supplier performance assessment.

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).

Quantitative Parameters (Score: 59)						
	Particulars	Unit	2021	2022	2023	CBG TB (2023)
E	Scope 1 GHG emissions	tCO2e	182,988	186,256	153,645	81,550
	Scope 2 GHG emissions	tCO2e	88,258	98,199	84,581	38,330
	Total	tCO2e	271,246	284,456	238,226	119,880
	Scope 3 GHG emissions	tCO2e	285,684	274,681	327,830	296,178
	Total	tCO2e	556,930	559,137	566,057	416,058
	Scope 1 & 2 CO2 emission intensity	kgCO2e/t prod.	0.243	0.275	0.238	0.240
	Electricity Consumption	GJ/t prod.	3.2	3.8	3.4	5.1
	Water consumption	Million cu. M	3.1	2.9	2.6	1.3
	RE as % of total energy consumed	%	3.7%	3.7%	4.6%	1.6%
	Waste recycled/reused	%	72%	83%	88%	92%
Food loss discarded	tons	3,118	2,962	2,793	0	
S	% of women in workforce	%	42.8%	42.7%	44.3%	36%
	% of women in management roles	%	51.5%	51.8%	52.5%	2.6%
	Employee turnover rate	%	19.5%	19.1%	21.0%	50.0%
	Employee training hours/year		13.00	18.56	19.29	36.2
	Lost time injury frequency rate	no/Million man-hours	0.59	0.47	0.27	2.66
G	MD/CEO salary as % of net profit	%	3.7%	5.8%	5.1%	5.1%
	Directors remuneration as % of net profit	%	0.5%	0.9%	0.8%	0.5%
	Independent directors on board	%	35.3%	35.3%	41.2%	46.2%
	Women directors on board	%	29.4%	29.4%	35.3%	30.8%

Qualitative Parameters (Score: 100)	
a) Is there an ESG policy in place and is there a standalone ESG committee or is it part of the risk committee?	<i>Yes. OSP has an ESG policy and a standalone board ESG committee.</i>
b) Are senior management salaries linked to fulfilling ESG targets?	<i>Yes, the remuneration of the CEO and the high executive level (CEO-2) linked to corporate ESG performance.</i>
c) Does the company follow the TCFD framework for ESG reporting?	<i>Yes. In 2022, Osotspa conducted a risk and opportunity assessment in accordance with the international operating framework of TCFD - Task Force on Climate-related Financial Disclosures. The assessment covers aspects such as physical risks, transition risks, etc.</i>
d) Does the company have a mechanism to capture Scope 3 emissions - which parameters are captured?	<i>Yes. Purchased goods & services and fuel & energy related activities</i>
e) What are the 2-3 key carbon mitigation/water/waste management strategies adopted by the company?	<i>1) installing solar rooftop at 5 plants has helped reduce GHG emissions of 2125 tCO2e; 2) bio mass consumption to generate steam has helped reduce GHG emissions by 10786 tCO2e, 3) sustainable packaging strategies have led to plastic usage weight reduction of 505 tonnes, glass, iron and aluminium and paper usage reduction of 33,269 tonnes.</i>
f) Does buying/developing carbon offset/credit form part of the company's strategy for emissions reduction/net zero/carbon neutrality?	<i>Yes, OSP plans to launch the 2050 Carbon Neutrality roadmap at the end of 2023. The carbon offset is considered as one of the solutions.</i>

Target (Score: 100)			
Particulars	Target	Achieved	
Net zero emission (Scope 1&2)	2050	NA	
15-30% GHG reduction	2050-30	NA	
10% reduction in energy consumption	2025	NA	
40% reduction in water consumption	2025	12%	
Terminate the use of problematic packaging materials (PVC)	2025	NA	
Reduce the weight of our consumer packaging by 5%	2025	NA	
Use of recycled materials by increasing the amount of cullet to 40k tons	2025	NA	
100% of beverage portfolio with less sugar	2025	90%	
100% recyclable, 100% package take back	2030	NA	
Impact			
NA			
Overall Score: 79			
As per our ESG matrix, Osotspa (OSP TB) has an overall score of 79.			

ESG score	Weights	Scores	Final Score
Quantitative	50%	59	29
Qualitative	25%	100	25
Target	25%	100	25
Total			79

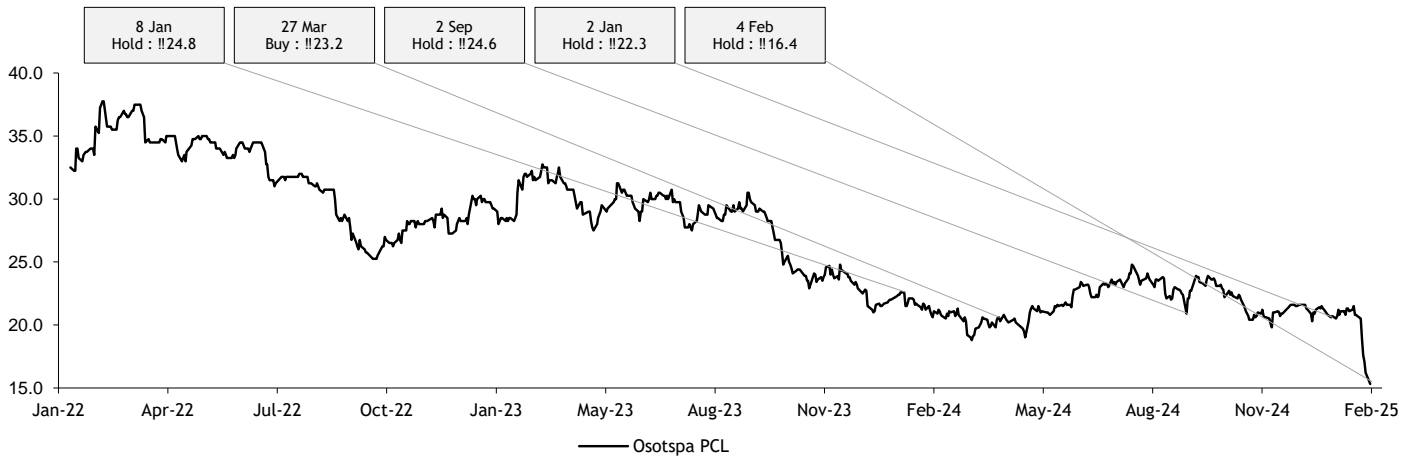
As per our ESG assessment, OSP has an established framework, internal policies, and tangible mid/long-term targets. Key areas for improvement are GHG emissions, employee turnover and female participation in management roles. OSP's overall ESG score is 79, higher than the average score (average ESG rating = 50).

FYE 31 Dec	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
Key Metrics					
P/E (reported) (x)	49.5	35.0	26.2	14.2	13.8
Core P/E (x)	44.3	30.3	14.8	14.2	13.8
P/BV (x)	4.6	4.0	2.8	2.7	2.5
P/NTA (x)	4.6	4.0	2.8	2.7	2.5
Net dividend yield (%)	3.2	7.5	4.1	4.6	4.9
FCF yield (%)	1.6	2.6	7.2	5.6	7.1
EV/EBITDA (x)	23.4	16.6	9.1	9.2	8.6
EV/EBIT (x)	41.7	26.7	12.8	13.1	11.9
INCOME STATEMENT (THB m)					
Revenue	27,265.7	26,061.8	27,128.9	28,414.7	29,500.6
EBITDA	3,644.4	4,064.2	5,176.0	5,154.4	5,340.9
Depreciation	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Amortisation	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT	2,046.6	2,515.8	3,682.9	3,645.2	3,831.4
Net interest income / (exp)	(88.8)	(107.7)	(103.1)	(102.3)	(94.8)
Associates & JV	314.9	145.5	240.2	252.2	264.8
Exceptionals	20.0	300.0	(1,553.7)	0.0	0.0
Other pretax income	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pretax profit	2,292.7	2,853.6	2,266.3	3,795.1	4,001.4
Income tax	(368.9)	(430.5)	(408.1)	(460.6)	(560.5)
Minorities	9.9	(21.0)	(102.4)	(107.5)	(112.8)
Discontinued operations	(20.0)	(220.8)	1,352.2	0.0	0.0
Reported net profit	1,933.8	2,402.1	1,755.8	3,227.0	3,328.1
Core net profit	1,913.8	2,181.3	3,108.0	3,227.0	3,328.1
BALANCE SHEET (THB m)					
Cash & Short Term Investments	1,086.6	1,339.2	926.7	748.7	2,680.8
Accounts receivable	3,415.3	3,695.9	3,588.0	3,729.7	3,544.4
Inventory	3,146.8	3,626.6	3,261.4	3,527.7	3,256.5
Reinsurance assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Property, Plant & Equip (net)	13,660.4	13,199.9	13,461.1	13,707.3	13,954.3
Intangible assets	358.9	267.1	267.1	267.1	267.1
Investment in Associates & JVs	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other assets	4,485.8	2,273.2	2,494.0	3,673.8	3,004.7
Total assets	26,153.8	24,402.0	23,998.4	25,654.3	26,707.9
ST interest bearing debt	1,048.2	2,090.1	1,603.8	1,848.5	1,662.0
Accounts payable	2,499.2	2,091.9	2,159.9	2,306.5	2,154.3
Insurance contract liabilities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
LT interest bearing debt	459.5	267.3	139.0	129.8	150.2
Other liabilities	3,692.0	3,443.0	3,593.0	3,642.0	3,784.0
Total Liabilities	7,698.8	7,892.1	7,495.3	7,927.2	7,750.0
Shareholders Equity	18,463.7	16,325.6	16,185.1	17,282.3	18,380.6
Minority Interest	(8.8)	184.3	317.9	456.9	601.7
Total shareholder equity	18,455.0	16,509.9	16,503.0	17,739.2	18,982.2
Total liabilities and equity	26,153.8	24,402.0	23,998.4	25,666.4	26,732.3
CASH FLOW (THB m)					
Pretax profit	2,292.7	2,853.6	2,266.3	3,795.1	4,001.4
Depreciation & amortisation	1,597.8	1,548.4	1,493.0	1,509.1	1,509.4
Adj net interest (income)/exp	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Change in working capital	(1,086.2)	(1,077.5)	509.3	(138.7)	429.1
Cash taxes paid	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other operating cash flow	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash flow from operations	2,684.0	2,879.3	5,071.7	4,345.3	5,001.8
Capex	(1,328.4)	(1,139.0)	(1,754.3)	(1,755.3)	(1,756.4)
Free cash flow	1,355.6	1,740.2	3,317.5	2,589.9	3,245.4
Dividends paid	(3,304.1)	(2,553.1)	(1,896.3)	(2,129.8)	(2,229.8)
Equity raised / (purchased)	(28.2)	193.1	133.6	139.0	144.7
Change in Debt	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other invest/financing cash flow	1,112.7	1,808.9	(940.2)	(822.5)	(981.8)
Effect of exch rate changes	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net cash flow	(864.0)	1,189.1	614.6	(223.4)	178.4

FYE 31 Dec	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
Key Ratios					
Growth ratios (%)					
Revenue growth	1.9	(4.4)	4.1	4.7	3.8
EBITDA growth	(25.5)	11.5	27.4	(0.4)	3.6
EBIT growth	(39.4)	22.9	46.4	(1.0)	5.1
Pretax growth	(40.4)	24.5	(20.6)	67.5	5.4
Reported net profit growth	(40.6)	24.2	(26.9)	83.8	3.1
Core net profit growth	(37.8)	14.0	42.5	3.8	3.1
Profitability ratios (%)					
EBITDA margin	13.4	15.6	19.1	18.1	18.1
EBIT margin	7.5	9.7	13.6	12.8	13.0
Pretax profit margin	8.4	10.9	8.4	13.4	13.6
Payout ratio	139.8	206.3	108.0	66.0	67.0
DuPont analysis					
Net profit margin (%)	7.1	9.2	6.5	11.4	11.3
Revenue/Assets (x)	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1
Assets/Equity (x)	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5
ROAE (%)	10.1	13.8	10.8	19.3	18.7
ROAA (%)	7.2	8.6	12.8	13.0	12.7
Liquidity & Efficiency					
Cash conversion cycle	51.3	72.1	76.2	69.8	67.0
Days receivable outstanding	41.8	49.1	48.3	46.4	44.4
Days inventory outstanding	55.2	71.5	72.9	68.6	66.1
Days payables outstanding	45.8	48.4	45.0	45.1	43.5
Dividend cover (x)	0.7	0.5	0.9	1.5	1.5
Current ratio (x)	1.4	1.4	1.3	1.4	1.5
Leverage & Expense Analysis					
Asset/Liability (x)	3.4	3.1	3.2	3.2	3.4
Net gearing (%) (incl perps)	2.3	6.2	4.9	6.9	net cash
Net gearing (%) (excl. perps)	2.3	6.2	4.9	6.9	net cash
Net interest cover (x)	23.1	23.4	35.7	35.6	40.4
Debt/EBITDA (x)	0.4	0.6	0.3	0.4	0.3
Capex/revenue (%)	4.9	4.4	6.5	6.2	6.0
Net debt/ (net cash)	421.1	1,018.2	816.2	1,229.6	(868.6)

Source: Company; Maybank IBG Research

Historical recommendations and target price: Osotspa PCL (OSP 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" ผลที่ตามมาทั้งในส่วนของความแม่นยำ หรือเรียบร้อยสมบูรณ์จึงไม่ได้เป็นความรับผิดชอบจากทาง Maybank IBG ดังนั้น 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 หรือประชาชนทั้งหมดที่อาศัยในประเทศท้องถิ่นที่ออกหลักทรัพย์นี้ หรือในท้องถิ่น เมือง หรือประเทศอื่นๆ ที่กฎหมายในประเทศนั้นไม่อนุญาต บทวิเคราะห์นี้ทำขึ้นมาเพื่อการใช้ในในประเทศที่กฎหมายอนุญาตเท่านั้นหลักทรัพย์นี้อาจจะไม่ได้รับการรับรองการซื้อขายโดยกฎหมายทุกกฎหมาย หรือทำการซื้อขายได้สำหรับนักลงทุนทุกประเภท นักลงทุนควรใช้วิจารณญาณอย่างยิงในการนำคำแนะนำ หรือคำเตือนต่างๆ ที่ดังกล่าวไว้ข้างต้นมาใช้ เนื่องจากความแตกต่างทางด้านภูมิศาสตร์ของแต่ละบุคคล และระยะเวลาในการได้รับบทวิเคราะห์นี้

มาเลเซีย

ความเห็นหรือคำแนะนำที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้เป็นผลการประเมินจากด้านเทคนิค และปัจจัยพื้นฐาน โดยความเห็นทางด้านเทคนิคอาจมีความแตกต่างจากปัจจัยพื้นฐาน เนื่องจากภาพประเมินด้านเทคนิคไม่ได้วิธีที่แตกต่างกัน 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 ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งมีบุคคลภายนอก โดยมีได้มีการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด

สหรัฐอเมริกา

บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ในสหรัฐฯ ("US") สำหรับลูกค้าสถาบันในสหรัฐฯ เป็นสำคัญ (ตามคำนิยามใน Rule 15a-6 ภายใต้กฎหมาย Securities Exchange Act of 1934) โดย Webdush Securities Inc. ("Webdush"), เท่านั้น ซึ่งถือเป็น Broker-Dealer ที่ได้จดทะเบียนในสหรัฐฯ (ตามกฎหมาย Section 15 ของ Securities Exchange Act of 1934) ทั้งนี้ความรับผิดชอบในการเผยแพร่รายงานฉบับนี้ อยู่ที่ Webdush ในสหรัฐฯ เท่านั้น รายงานฉบับนี้ไม่สามารถจัดส่งถึงท่านได้ หาก Webdush ไม่อนุญาต หรือภายใต้ข้อกำหนดกฎหมายหรือหลักเกณฑ์ที่ไม่สามารถจัดส่งถึงท่านได้ ทั้งนี้ผู้ได้รับรายงานฉบับนี้จะต้องทำความเข้าใจด้วยว่า Webdush 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 เพื่อเป็นความสะดวกแก่ผู้ได้รับเอกสารฉบับนี้นั้น ทั้งบริษัทฯ 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:** เอกสารฉบับนี้ได้จัดทำขึ้นและเผยแพร่ในประเทศสิงคโปร์โดย 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) ซึ่งใบอนุญาตอยู่ภายใต้ 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 และอาจเป็นผู้ให้บริการด้านวาณิชธนกิจ, ให้คำปรึกษา หรือบริการอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้

สิงคโปร์: ณ วันที่ 5 กุมภาพันธ์ 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 5 กุมภาพันธ์ 2568, MIB Securities (Hong Kong) Limited และนักวิเคราะห์ที่ได้รับอนุญาต ไม่มีส่วนได้เสีย ในการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

อินเดีย: ณ วันที่ 5 กุมภาพันธ์ 2568 และ ณ วันสิ้นเดือนก่อนวันที่ตีพิมพ์บทวิเคราะห์ฉบับนี้ MIBSI นักวิเคราะห์ที่ได้รับอนุญาตหรือหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง / ญาติไม่มีส่วนได้เสียทางการเงินหรือเป็นเจ้าของที่แท้จริงหรือเป็นผู้มีส่วนได้เสียในหุ้นใด ๆ หรือมีผลประโยชน์ทับซ้อนในบริษัทนั้นๆ เว้นแต่จะเปิดเผยเป็นอย่างอื่นในบทวิเคราะห์

ในช่วงสิบสองเดือนที่ผ่านมา MIBSI และนักวิเคราะห์ที่ได้รับอนุญาตหรือหน่วยงานที่เกี่ยวข้องไม่ได้รับค่าตอบแทนหรือผลประโยชน์อื่นใดจากบริษัทที่กล่าวถึงในบทวิเคราะห์หรือบุคคลที่สามที่เกี่ยวข้องกับบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เว้นแต่จะเปิดเผยเป็นอย่างอื่นในบทวิเคราะห์

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

OTHERS

Analyst Certification of Independence

ความถูกต้องของมุมมองที่ผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เป็นการสะท้อนถึงแนวความคิด และมุมมองของนักวิเคราะห์ และรวมถึงหลักทรัพย์หรือผู้ออกหลักทรัพย์เท่านั้น ผลตอบแทนของนักวิเคราะห์ทั้งทางตรงหรือทางอ้อมของนักวิเคราะห์ 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 2024



AAV	BR	ETE	KEX	OSP	SC	Score Range	Number of Logo	Description
ABM	BRI	FLOYD	KKP	PAP	SCAP	90-100	▲▲▲▲▲	Excellent
ACE	BRR	FN	KSL	PB	SCB	80-89	▲▲▲▲	Very Good
ACG	BSRC	FPI	KTB	PCC	SCC	70-79	▲▲▲	Good
ADVANC	BTG	FPT	KTC	PCSGH	SCCC	60-69	▲▲	Satisfactory
AE	BTS	FVC	KTMS	PDJ	SCG	50-59	▲	Pass
AF	BTW	GABLE	KUMWEL	PEER	SCGD	Lower than 50	No logo given	N/A
AGE	BWG	GC	LALIN	PG	SCGP	SUN	TIIPP	
AH	CBG	GCAP	LANNA	PHOL	SCM	SUTHA	TPS	
AIT	CENTEL	GFC	LH	PIMO	SCN	SVI	TQM	
AJ	CFRESH	GFPT	LHFG	PLANB	SDC	SYM	TQR	
AKP	CHASE	GGC	LIT	PLAT	SEAFCO	SYNEX	TRP	
AKR	CHEWA	GLAND	LOXLEY	PLUS	SEAOIL	SYNTEC	TRUBB	
ALLA	CHOW	GLOBAL	LPN	PM	SELIC	TASCO	TRUE	
ALT	CIMBT	GPSC	LRH	PORT	SENA	TBN	TRV	
AMA	CIVIL	GRAMMY	LST	PPP	SENX	TCAP	TSC	
AMARIN	CK	GULF	M	PPS	SGC	TCMC	TSTE	
AMATA	CKP	GUNKUL	MAJOR	PR9	SGF	TEAMG	TSTH	
AMATAV	CNT	HANA	MALEE	PRG	SGP	TEGH	TTA	
ANAN	COLOR	HARN	MBK	PRIME	SHR	TFG	TTB	
AOT	COM7	HENG	MC	PRM	SICT	TFMAMA	TTCL	
AP	CPALL	HMPRO	M-CHAI	PRTR	SIRI	TGE	TTW	
ASIMAR	CPAXT	HPT	MCOT	PSH	SIS	TGH	TU	
ASK	CPF	HTC	MFC	PSL	SITHAI	THANA	TVDH	
ASP	CPL	ICC	MFEC	PTT	SJWD	THANI	TVO	
ASW	CPN	ICHI	MINT	PTTEP	SKE	THCOM	TVT	
AURA	CPW	III	MODERN	PTTGC	SKR	THG*	TWPC	
AWC	CRC	ILINK	MONO	Q-CON	SM	THIP	UAC	
B	CRD	ILM	MOONG	QH	SMPC	THRE	UBE	
BAFS	CREDIT	IND	MOSHI	QTC	SNC	THREL	UBIS	
BAM	CSC	INET	MSC	RATCH	SNNP	TIPH	UKEM	
BANPU	CV	INSET	MST	RBF	SNP	TISCO	UPF	
BAY	DCC	INTUCH	MTC	RPC	SO	TK	UPOIC	
BBGI	DDD	IP	MTI	RPH	SONIC	TKS	UV	
BBL	DELTA	IRC	MVP	RS	SPALI	TKT	VARO	
BCH	DEMCO	IRPC	NCH	RT	SPC	TLI	VGI	
BCP	DITTO	IT	NER	RWI	SPI	TM	VIH	
BCPG	DMT	ITC	NKI	S	SPRC	TMILL	WACOAL	
BDMS	DOHOME	ITEL	NOBLE	S&J	SR	TMT	WGE	
BEC	DRT	ITTHI	NRF	SA	SSC	TNDT	WHA	
BEM	DUSIT	IVL	NSL	SAAM	SSF	TNITY	WHAUP	
BEYOND	EASTW	JAS	NTSC	SABINA	SSP	TNL	WICE	
BGC	ECF	JTS	NVD	SAK	SSSC	TOA	WINMED	
BGRIM	ECL	K	NWR	SAMART	STA	TOG	WINNER	
BJC	EGCO	KBANK	NYT	SAMTEL	STECON	TOP	ZEN	
BKIH	EPG	KCC	OCC	SAT	STGT	TPAC		
BLA	ERW	KCE	OR	SAV	STI	TPBI		
BPP	ETC	KCG	ORI	SAWAD	SUC	TIPL		



2S	AYUD	COCOCO	HUMAN	MEGA	PROUD	SINO	TFM	UP
AAI	BA	COMAN	IFS	METCO	PSG	SMT	TITLE	UREKA
ADB	BBIK	CPI	INSURE	MICRO	PSP	SPCG	TKN	YCOM
AEONTS	BC	CSS	JCK	NC	PSTC	SPVI	TMD	VIBHA
AHC	BE8	DTCENT	JDF	NCAP	PT	STANLY	TNR	VRANDA
AIRA	BH	EVER	JMART	NCL	PTECH	STPI	TPA	WARRIX
APCO	BIZ	FE	KGI	NDR	PYLON	SUPER	TPCH	WIN
APCS	BOL	FORTH	KJL	ONEE	QLT	SUSCO	TPCS	WP
APURE	BSBM	FSMART	KTIS	PATO	RABBIT	SVOA	TPLAS	
ARIP	BTC	FSX	KUN	PDG	RCL	SVT	TPOLY	
ARROW	CH	FTI	L&E	PJW	SAPPE	TACC	TRT	
ASIAN	CI	GEL	LHK	POLY	SECURE	TAE	TURTLE	
ATP30	CIG	GIFT	MATCH	PQS	SFLEX	TCC	TVH	
AUCT	CM	GPI	MBAX	PREB	SFT	TEKA	UBA	



A5	BVG	EASON	J	MCA	PRI	SISB	TFI	ZAA
ADD	CEN	EE	JCKH	META	PRIN	SKN	TMC	
AIE	CGH	EFORL	JMT	MGC	PROEN	SKY	TMI	
ALUCON	CHARAN	EKH	JPARK	MITSIB	PROS	SMD	TNP	
AMC	CHAYO	ESTAR	JR	MK	PTC	SMIT	TOPP	
AMR	CHIC	ETL	JSP	NAM	READY	SORKON	TRU	
ARIN	CHOTI	FNS	JUBILE	NOVA	ROCTEC	SPG	UEC	
ASEFA	CITY	GBX	KBS	NTV	SABUY	SST	UOBKH	
ASIA	CMC	GENCO	KCAR	NV	SALEE	STC	VL	
ASN	CPANEL	GTB	KIAT	OGC	SAMCO	STOWER	WAVE	
BIG	CSP	GYT	KISS	PACO	SANKO	STP	WFX	
BIOTEC	DEXON	ICN	KK	PANEL	SCI	SVR	WIIK	
BIS	DOD	IIG	KWC	PHG	SE	SWC	XO	
BJCHI	DPAINT	IMH	LDC	PIN	SE-ED	TAKUNI	XPG	
BLC	DV8	IRCP	LEO	PRAPAT	SINGER	TC	YUASA	

Source: Thai Institute of Directors (IOD)

คำชี้แจง : ข้อมูล CG Score ประจำปี 2567 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

หมายเหตุ * บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข่าวด้านการกำกับดูแลกิจการ เช่น การกระทำผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรตระหนักถึงข้อดังกล่าวประกอบด้วย

Anti-Corruption Progress Indicator 2024

ประกาศเจตนาสมัครเข้าร่วม CAC

ACE	B52	EVER	IP	M-CHAI	PRI	SFT	SOLAR	TQM	WP
ALT	BKIH	FLOYD	IT	MEDEZE	PRIME	SHR	SONIC	UOBKH	
AMARIN	BPS	GFC	J	MJD	PROEN	SINGER	SUPER	UREKA	
AMC	CHASE	GREEN	JDF	MOSHI	PROUD	SINO	TBN	VL	
ANI	CHG	HL	KJL	NEX	PTC	SJWD	TMI	VNG	
APCO	DITTO	HUMAN	LDC	NTSC	S	SKE	TPAC	WELL	
ASAP	ECL	IHL	LIT	PLE	SCAP	SNNP	TPP	WIN	

ได้รับการรับรอง CAC

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

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	TEAMG	TWZ
AEONTS	BIOTEC	CSP	GROREIT	LHHOTEL	NFC	QHOP	SKN	TEKA	TYCN
AFC	BIZ	CSR	GVREIT	LHPF	NNCL	QHPF	SKY	TFFF	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	LPF	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	INREIT	MATI	OISHI	RPH	SPRIME	TK	VPO
ALUCON	BTNC	DTCI	INGRS	MAX	ONEE	RSP	SQ	TKC	VRANDA
AMARIN	BTSIGIF	EASON	INSET	M-CHAI	PACE	S	SRIPANWA	TLHPF	WAVE
AMATAR	BUI	EE	IT	MCS	PAF	S11	SSC	TLI	WFX
AMR	B-WORK	EGATIF	ITD	MDX	PCC	SABUY	SSPF	TNPC	WGE
ANAN	CCET	EMC	JASIF	METCO	PEACE	SAFARI	SSTRT	TNPF	WHABT
AOT	CCP	ERWPF	JCK	MICRO	PERM	SAM	STANLY	TOA	WHAIR
APCO	CGD	ESSO	JCT	MIDA	PF	SAMART	STECON	TPBI	WHART
APEX	CH	EVER	JDF	M-II	PIN	SAMCO	STECH	TPIPL	WORK
APURE	CHARAN	F&D	JWD	MIPF	PLE	SAMTEL	STHAI	TPIPP	WORLD
AQ	CHAYO	FANCY	KAMART	MIT	PMTA	SAUCE	STI	TPOLY	
ASAP	CHG	FMT	KBSPIF	MJD	POLAR	SAWAD	STPI	TPRIME	
ASEFA	CITY	FN	KC	MJLF	POMPUI	SAWANG	SUC	TR	
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	SEAFCO	SYNEX	TSR	
BAREIT	CNT	GENCO	KPNPF	MOSHI	PRECHA	SFP	TC	TTI	
BCT	CPH	GIFT	KTBSTMR	M-PAT	PRIME	SHANG	TCC	TPLPF	

Source : Thai Institute of Directors

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

- ได้ประกาศเจตนาสมัครเข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC