

NAMWIWAT MEDICAL CORPORATION

THAILAND / PERSONAL PRODUCTS & PHARMACEUTICALS

NAM TB

BUY

UNCHANGED

คาด 1H24 จะลดตัว แต่ 2H24 ฟิ้นตัวเด่น

- คาดกำไรสุทธิ 1Q24 -11% y-y, 22% y-y จากงบประมาณประจำปี 2024 ล่าช้าทำให้ลูกค้าส่วนใหญ่ของบริษัทที่เป็นโรงพยาบาลรัฐชะลอการซื้อ
- ปรับลดประมาณกำไรสุทธิปี 2024-26 จากรายได้ 1H24 ที่ชะลอมากกว่าคาด
- ราคาเป้าหมายใหม่ 6 บาท ยังแนะนำ "ซื้อ"

TARGET PRICE	THB6.00
CLOSE	THB5.00
UP/DOWNSIDE	+20.0%
PRIOR TP	THB10.00
CHANGE IN TP	-40.0%
TP vs CONSENSUS	-22.7%

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	1,096	1,190	1,309	1,440
Net profit	201	212	241	276
EPS (THB)	0.29	0.30	0.34	0.39
vs Consensus (%)	-	(31.8)	(38.2)	-
EBITDA	275	294	348	391
Recurring net profit	201	212	241	276
Core EPS (THB)	0.29	0.30	0.34	0.39
Chg. In EPS est. (%)	nm	(31.3)	(37.9)	nm
EPS growth (%)	(3.2)	5.6	13.7	14.6
Core P/E (x)	17.4	16.5	14.5	12.7
Dividend yield (%)	1.8	2.3	2.4	2.8
EV/EBITDA (x)	9.9	10.3	9.3	9.0
Price/book (x)	1.8	1.8	1.8	1.8
Net debt/Equity (%)	(39.3)	(24.8)	(13.4)	0.2
ROE (%)	12.7	10.9	12.6	14.4

คาดกำไรสุทธิ 1Q24 -11% q-q, -22% y-y จากงบประมาณรัฐที่เบิกจ่ายล่าช้า

เรคาดกำไรสุทธิ 1Q24 ที่ 45 ล้านบาท ลดลง 11% q-q, 22% y-y เนื่องจากรายได้ส่วนใหญ่ของบริษัทเป็นโรงพยาบาลของรัฐ จากงบประมาณประจำปี 2024 มีความล่าช้าเป็นเวลานาน การจัดซื้อจัดจ้างมีข้อจำกัดมาก ส่งผลให้รายได้จากการผลิตและจำหน่ายเครื่องมือและอุปกรณ์ฆ่าเชื้อโรคทางการแพทย์ (SM: 55-60% ของรายได้รวม) ชะลอลงไปด้วย ประกอบกับบริษัทไม่มีรายได้จากงานรับเหมาทำระบบทำความสะอาดและฆ่าเชื้อโรคเหมือนปีก่อนจึงทำให้รายได้ลดลง y-y ค่อนข้างมาก อย่างไรก็ตามรายได้ที่มาจากการผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์สิ้นเปลืองทางการแพทย์ (CS: 25% ของรายได้รวม) และการบริการซ่อมบำรุงอุปกรณ์ทางการแพทย์และการกำจัดของเสีย เพิ่มขึ้นต่อเนื่อง เนื่องจากมีผู้ป่วยขอเข้ารับบริการตามโรงพยาบาลต่างเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง รวมถึงการขายสินค้าใหม่เพิ่มขึ้น อย่าง เครื่องกำจัดของเสีย และเครื่องฟอกอากาศ เป็นต้น ขณะที่อัตรากำไรขั้นต้นยังทรงตัวอยู่ที่ 40% เทียบกับ 39.9% ใน 4Q24 แต่ลดลงจาก 1Q23 ที่กำไรจากงานรับเหมาก่อสร้าง ส่วนค่าใช้จ่ายดำเนินงานและบริหารคาดปรับเพิ่มขึ้นเล็กน้อยจากการทำ Promotion สินค้า การออกสินค้าใหม่และเพิ่มตัวแทนจำหน่าย

แนวโน้มกำไร 2Q24 ยังอ่อนแอ จากการจัดซื้อจัดจ้างที่ต้องใช้เวลาประมวลงาน

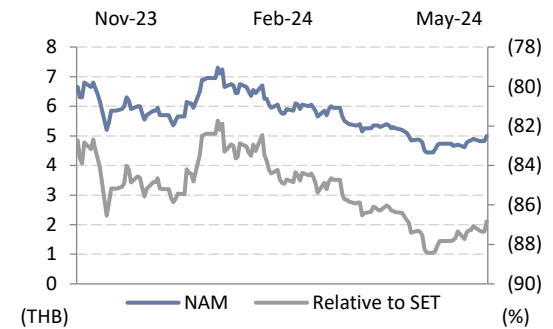
แม้งบประมาณประจำปี 2024 เริ่มมีผลบังคับใช้แล้วตั้งแต่ 26 เม.ย. 2024 แต่เรายังเชื่อว่าการเบิกจ่ายงบประมาณหรือการจัดซื้อจัดจ้าง รวมถึงการประมวลงานต่างๆ ยังต้องใช้เวลาอย่างน้อย 1-2 เดือน ดังนั้นเรจึงคาดว่ากำไร 2Q24 จะยังอ่อนแอ แต่เชื่อว่า 2H24 จะฟื้นตัวแข็งแกร่งจาก Pent up demand ที่เกิดขึ้นในช่วงที่อ่อนระบอบประมาณภาครัฐในช่วงหลายเดือนที่ผ่านมา ประกอบกับสินค้าใหม่ได้รับการตอบรับที่ดีทำให้ยอดขายเพิ่มต่อเนื่อง อาทิ เครื่องกำจัดของเสีย เครื่องฟอกอากาศ และเครื่องช่วยคนนอนกรน เป็นต้น

ปรับลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2024-26 เพื่อสะท้อนรายได้ที่ต่ำกว่าคาด

จากผลประกอบการ 1H24 ที่คาดว่าชะลออ่อนแอมากกว่าคาด และเชื่อว่าน่าจะกลับมาฟื้นตัวได้ในช่วง 2H24 รวมถึงประเด็นความกังวลเกี่ยวกับงบประมาณภาครัฐที่น่าจะคลี่คลายและจะกลับเข้าสู่ภาวะปกติในปีนี้และหากงบประมาณประจำปี 2025 มีผลบังคับใช้ตามปีปฏิทินของรัฐก็อาจส่งผลดีต่อบริษัทมากขึ้น ขณะที่อัตรากำไรขั้นต้นปรับเพิ่มเล็กน้อยจากต้นทุนวัตถุดิบที่ไม่ผันผวนมาก และได้ Economy of Scale จากการขายที่เพิ่มขึ้น ทำให้เราปรับลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2024-26 ลง 31%/38%/5% เป็นเดบิต 6%/14%/15% ตามลำดับ

ปรับลดราคาเป้าหมายเป็น 6 บาทและคงคำแนะนำ "ซื้อ"

จากผลการปรับประมาณดังกล่าวทำให้ได้ราคาเป้าหมายใหม่ 6 บาท จากเดิม 10 บาท อิง PE ปี 2024 ที่ 20 เท่า ใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มผู้ผลิตและจำหน่ายอุปกรณ์ทางการแพทย์ในต่างประเทศ แนวโน้มกำไร 1H24 ที่อ่อนแออาจยังกดดันราคาหุ้นในระยะสั้น แต่เชื่อว่าจะเห็นการฟื้นตัวในช่วง 2H24 ตาม guidance ของบริษัท และ upside ยังเปิดกว้าง คงคำแนะนำ "ซื้อ"



Share price performance	1 Month	3 Month	12 Month
Absolute (%)	2.9	(15.3)	n/a
Relative to country (%)	4.1	(15.0)	n/a
Mkt cap (USD m)	95		
3m avg. daily turnover (USD m)	0.1		
Free float (%)	26		
Major shareholder	Chaiturdkiat family (59%)		
12m high/low (THB)	7.90/4.38		
Issued shares (m)	700.00		

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



Songklod Wongchai

Fundamental Investment Analyst on Securities; License no. 018086
songklod.won@fssia.com, +66 2646 9970

Investment thesis

NAM เป็นหนึ่งในผู้นำในการผลิต และนำเข้าเครื่องมือและอุปกรณ์ทางการแพทย์ สำหรับการแพทย์สำหรับทำความสะอาดและฆ่าเชื้ออุปกรณ์ทางการแพทย์แบบครบวงจรและมีศักยภาพในการเติบโตสูง โดยมีฐานลูกค้าเป็น โรงพยาบาลรัฐเกือบทั่วประเทศ หรือราว 1,200 แห่ง อยู่ในธุรกิจการแพทย์ที่มีการเติบโตต่อเนื่อง โดยได้รับแรงหนุนจากภาครัฐที่ต้องการให้ไทยเป็น Medical Hub และ Medical Tourism ประกอบกับสังคมโลก และไทยกำลังเข้าสู่ Aging Society จึงเชื่อว่าความต้องการอุปกรณ์ฆ่าเชื้อจะเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง ปัจจุบันบริษัทมีรายได้ที่เป็น Recurring กว่า 30% ของรายได้รวม แนวโน้มกำไรปี 2024-26 เติบโตเฉลี่ยปีละ 11%

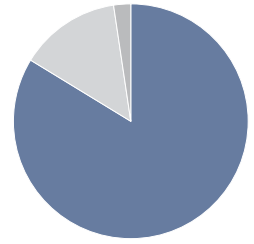
Company profile

NAM ทำธุรกิจผลิตและนำเข้าเครื่องมือและอุปกรณ์ทางการแพทย์ สำหรับการทำความสะอาดและฆ่าเชื้ออุปกรณ์ทางการแพทย์ในโรงพยาบาลและสถานพยาบาลตามมาตรฐานด้านสาธารณสุข รวมถึงการผลิต และจำหน่ายผลิตภัณฑ์วัสดุสิ้นเปลืองเพื่อใช้ร่วมกับเครื่องมือทำความสะอาด และฆ่าเชื้ออุปกรณ์ทางการแพทย์ และให้บริการอื่นที่เกี่ยวข้อง แบบครบวงจร ซึ่งบริษัทมีฐานลูกค้าสำคัญเป็นโรงพยาบาลกว่า 1,200 แห่ง ด้วยประสบการณ์กว่า 50 ปี และมีพันธมิตรที่แข็งแกร่งที่เป็นเจ้าของผลิตภัณฑ์ในต่างประเทศ, INNOBIC, WHA และ PS

www.namwiwat.com

Principal activities (revenue, 2023)

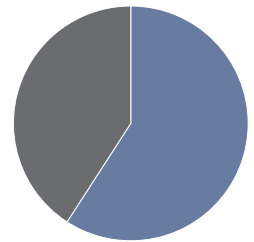
- Manufacture and Sale of medical devices (SM) - 83.7 %
- Manufacture and Sale of medical consumbles (CS) - 13.9 %
- Services (SV) - 2.4 %



Source: Namwiwat Medical Corporation

Major shareholders

- Chaiturdkiat family - 59.1 %
- Others - 40.9 %



Source: Namwiwat Medical Corporation

Catalysts

- ธุรกิจการแพทย์ในไทยเติบโตต่อเนื่องจากการส่งเสริมของภาครัฐ ไทยเป็น Medical Hub และ Medical tourism คนไทยกำลังเข้าสู่ยุค Aging Society รวมถึงนโยบายประกันสุขภาพ 30 บาทรักษาทุกที่
- บริษัทมีแผนขยายกำลังผลิตเครื่องมือและอุปกรณ์ทำความสะอาดอุปกรณ์ทางการแพทย์
- ขยายฐานลูกค้าไปสู่ภาคเอกชนเพิ่มมากขึ้น

Risks to our call

- แผนการขยายกำลังผลิตล่าช้ากว่ากำหนดในปี 2025
- การขยายฐานลูกค้าไปยังภาคเอกชนน้อยกว่าคาด
- ต้นทุนนำเข้าสแตนเลสมีราคาที่สูงกว่าคาด
- ค่าเงินบาทอ่อนค่าจะทำให้มีผลขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน

Event calendar

Date	Event
May 2024	1Q24 results announcement

Key assumptions

	2024E	2025E	2026E
การเติบโตของรายได้รวม	8.5%	10%	10%
เครื่องมือแพทย์ (SM)	10%	10%	10%
วัสดุสิ้นเปลืองทางการแพทย์ (CS)	15%	10%	10%
รายได้จากการให้เช่าและบริการ (SV)	10%	10%	10%
อัตรากำไรขั้นต้น	35.6%	35.4%	35.6%

Source: FSSIA estimates

Earnings sensitivity

	-1%	2024E	1%
Gross profit margin (%)	34.6	35.6	36.6
Net profits (THB m)	187	212	238
Change (%)	-12%	-	12%

Source: FSSIA estimates

Exhibit 1: NAM - 1Q24 Earnings Preview

Profit & Loss Statement Year to Dec 31	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	----- Change -----	
	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(q-q %)	(y-y %)
Revenue	301	210	232	356	278	316	288	214	200	(6.5)	(28.1)
Cost of goods sold	247	148	154	224	171	222	196	128	120	(6.6)	(29.9)
Gross profit	54	62	78	132	291	94	92	85	80	(6.2)	(72.5)
Operating costs	16	32	32	23	34	45	28	26	29	10.6	(14.9)
Operating profit	38	30	46	109	201	49	64	59	51	(13.7)	(74.6)
Other income	5	0	0	6	1	0	12	7	8	13.3	520.2
Interest expense	3	3	3	4	3	4	4	4	3	(30.1)	(13.3)
Profit before tax	40	28	43	111	214	46	72	62	56	(9.5)	(73.9)
Tax	7	7	9	23	13	12	13	12	11	(2.7)	(15.2)
Reported net profit	33	21	34	87	58	34	59	50	45	(11.0)	(22.1)

Key Ratios (%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(ppt)	(ppt)
Gross margin	18.1	29.5	33.6	37.1	104.6	29.8	31.9	39.9	40.0	8.0	2.8
Net margin	11.0	9.9	14.6	24.5	20.7	10.9	20.3	23.6	22.4	3.2	(1.0)
SG&A / Sales	5.4	15.1	13.8	6.6	12.2	14.2	9.8	12.3	14.5	2.5	5.7
Effective tax rate	17.2	24.2	21.4	21.2	6.2	25.2	18.5	18.6	20.0	0.1	(2.6)

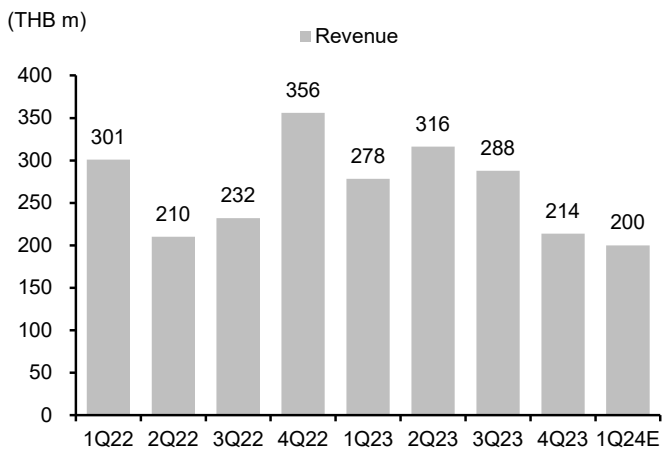
Sources: NAM, FSSIA estimates

Exhibit 2: Key Assumption for NAM

Key assumptions	----- Current -----			----- Previous -----			----- % change -----		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
Revenues (THB m)	1,190	1,309	1,440	1,490	1,788	1,440	(20)	(27)	(0)
Net profits (THB m)	212	241	276	309	388	290	(31)	(38)	(5)
Gross profit margin (%)	35.6	35.4	35.6	32.9	32.9	35.6	8	8	0
SG&A to sales (%)	13.0	12.1	11.5	13.0	12.0	11.5	0	1	(0)

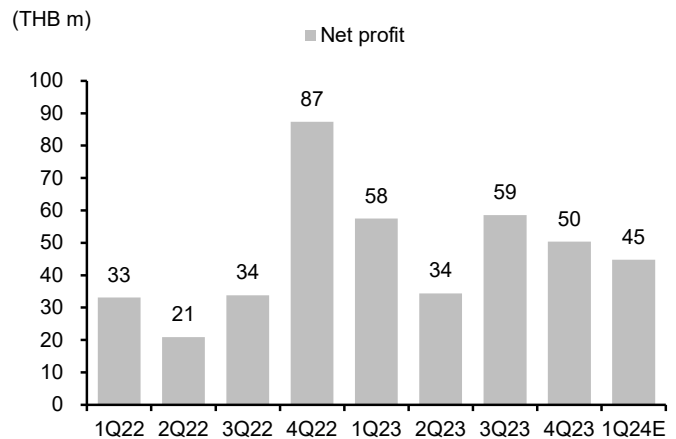
Source: FSSIA estimates

Exhibit 3: Quarterly Revenues



Sources: NAM, FSSIA estimates

Exhibit 4: Quarterly Net Profit



Sources: NAM, FSSIA estimates

Exhibit 5: บริษัทประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายเครื่องมือและอุปกรณ์ทางการแพทย์ในต่างประเทศ

Company	BBG	Market Cap (USD m)	--- EPS growth ---		----- PE -----		----- ROE -----		----- PBV -----		----- DivYld -----	
			24E (%)	25E (%)	24E (x)	25E (x)	24E (%)	25E (%)	24E (x)	25E (x)	24E (x)	25E (x)
Steris	STE US	20,261	42.3	9.1	19.3	21.7	13.5	14.5	3.2	3.0	15.9	14.0
Geringe	GETIB SS	5,809	(13.5)	17.3	20.7	18.5	9.2	10.1	2.0	1.8	10.6	9.3
Average		26,070	33.6	9.9	20.0	20.1	11.4	12.3	2.6	2.4	13.2	11.7

Source: Bloomberg

Financial Statements

Namwiwat Medical Corporation

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	1,099	1,096	1,190	1,309	1,440
Cost of goods sold	(773)	(718)	(766)	(845)	(927)
Gross profit	326	378	423	464	513
Other operating income	0	0	0	0	0
Operating costs	(103)	(133)	(155)	(159)	(165)
Operating EBITDA	244	275	294	348	391
Depreciation	(21)	(30)	(26)	(43)	(43)
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	223	245	268	305	348
Net financing costs	(12)	(16)	(14)	(14)	(13)
Associates	0	0	0	0	0
Recurring non-operating income	11	21	10	10	10
Non-recurring items	0	0	0	0	0
Profit before tax	222	250	264	301	345
Tax	(46)	(50)	(52)	(60)	(68)
Profit after tax	176	201	212	241	276
Minority interests	0	0	0	0	0
Preferred dividends	0	0	0	0	0
Other items	0	0	0	0	0
Reported net profit	176	201	212	241	276
Non-recurring items & goodwill (net)	0	0	0	0	0
Recurring net profit	176	201	212	241	276
Per share (THB)					
Recurring EPS *	0.30	0.29	0.30	0.34	0.39
Reported EPS	0.30	0.29	0.30	0.34	0.39
DPS	0.39	0.09	0.11	0.12	0.14
Diluted shares (used to calculate per share data)	595	700	700	700	700
Growth					
Revenue (%)	10.8	(0.3)	8.5	10.0	10.0
Operating EBITDA (%)	(1.8)	12.5	7.1	18.1	12.3
Operating EBIT (%)	(3.2)	10.0	9.4	13.5	14.1
Recurring EPS (%)	(96.6)	(3.2)	5.6	13.7	14.6
Reported EPS (%)	(96.6)	(3.2)	5.6	13.7	14.6
Operating performance					
Gross margin inc. depreciation (%)	29.7	34.5	35.6	35.4	35.6
Gross margin exc. depreciation (%)	31.6	37.2	37.8	38.7	38.6
Operating EBITDA margin (%)	22.2	25.1	24.7	26.6	27.1
Operating EBIT margin (%)	20.3	22.4	22.6	23.3	24.1
Net margin (%)	16.0	18.3	17.8	18.4	19.2
Effective tax rate (%)	20.8	19.8	19.8	19.8	19.8
Dividend payout on recurring profit (%)	131.6	31.4	37.9	35.2	34.9
Interest cover (X)	19.7	16.9	19.9	22.5	27.5
Inventory days	183.7	191.6	174.4	161.0	146.0
Debtor days	112.1	138.8	125.5	119.1	114.5
Creditor days	59.0	57.1	40.9	52.7	63.1
Operating ROIC (%)	17.2	16.2	17.3	16.6	16.3
ROIC (%)	17.1	16.3	16.3	15.8	15.5
ROE (%)	21.4	12.7	10.9	12.6	14.4
ROA (%)	13.5	10.5	9.6	10.8	11.9
* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted					
Revenue by Division (THB m)					
Manufacture and Sale of medical devices (SM)	887	918	736	809	890
Manufacture and Sale of medical consumables (CS)	142	153	286	315	346
Services (SV)	70	26	168	185	203

Sources: Namwiwat Medical Corporation; FSSIA estimates

Financial Statements

Namwiwat Medical Corporation

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Recurring net profit	176	201	212	241	276
Depreciation	21	30	26	43	43
Associates & minorities	0	0	0	0	0
Other non-cash items	0	0	0	0	0
Change in working capital	(530)	187	(26)	45	(35)
Cash flow from operations	(332)	418	212	329	284
Capex - maintenance	(47)	(27)	(255)	(300)	(300)
Capex - new investment	0	0	0	0	0
Net acquisitions & disposals	(56)	(21)	(6)	(7)	(8)
Other investments (net)	0	0	0	0	0
Cash flow from investing	(103)	(48)	(261)	(307)	(308)
Dividends paid	(232)	(63)	(80)	(85)	(96)
Equity finance	832	615	(169)	(169)	(169)
Debt finance	(86)	(39)	(20)	13	14
Other financing cash flows	-	-	-	-	-
Cash flow from financing	514	513	(269)	(241)	(251)
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	0	4	10	29
Net other adjustments	0	(7)	4	10	29
Movement in cash	79	876	(313)	(208)	(246)
Free cash flow to firm (FCFF)	(422.01)	385.76	(34.46)	36.27	(10.71)
Free cash flow to equity (FCFE)	(520.77)	323.93	(63.75)	45.78	19.63

Per share (THB)

FCFF per share	(0.60)	0.55	(0.05)	0.05	(0.02)
FCFE per share	(0.74)	0.46	(0.09)	0.07	0.03
Recurring cash flow per share	0.33	0.33	0.34	0.41	0.46

Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Tangible fixed assets (gross)	487	488	743	1,043	1,343
Less: Accumulated depreciation	(104)	(101)	(132)	(185)	(257)
Tangible fixed assets (net)	383	387	611	858	1,086
Intangible fixed assets (net)	0	0	0	0	0
Long-term financial assets	0	0	0	0	0
Invest. in associates & subsidiaries	0	4	4	4	4
Cash & equivalents	120	996	683	475	228
A/C receivable	439	394	424	430	473
Inventories	369	354	354	354	354
Other current assets	303	105	114	125	137
Current assets	1,231	1,849	1,574	1,384	1,192
Other assets	84	109	119	131	144
Total assets	1,697	2,350	2,308	2,376	2,426
Common equity	1,210	1,963	1,925	1,912	1,923
Minorities etc.	0	0	0	0	0
Total shareholders' equity	1,210	1,963	1,925	1,912	1,923
Long term debt	106	82	50	50	50
Other long-term liabilities	36	45	48	53	59
Long-term liabilities	142	126	98	103	109
A/C payable	135	80	86	146	160
Short term debt	157	143	155	168	182
Other current liabilities	53	38	44	47	53
Current liabilities	345	261	285	361	395
Total liabilities and shareholders' equity	1,697	2,350	2,309	2,376	2,426
Net working capital	923	735	761	716	752
Invested capital	1,389	1,236	1,496	1,709	1,986

* Includes convertibles and preferred stock which is being treated as debt

Per share (THB)

Book value per share	2.03	2.80	2.75	2.73	2.75
Tangible book value per share	2.03	2.80	2.75	2.73	2.75

Financial strength

Net debt/equity (%)	11.9	(39.3)	(24.8)	(13.4)	0.2
Net debt/total assets (%)	8.5	(32.8)	(20.7)	(10.8)	0.2
Current ratio (x)	3.6	7.1	5.5	3.8	3.0
CF interest cover (x)	(42.7)	21.6	(3.6)	4.3	2.5

Valuation	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Recurring P/E (x) *	16.9	17.4	16.5	14.5	12.7
Recurring P/E @ target price (x) *	20.3	20.9	19.8	17.4	15.2
Reported P/E (x)	16.9	17.4	16.5	14.5	12.7
Dividend yield (%)	7.8	1.8	2.3	2.4	2.8
Price/book (x)	2.5	1.8	1.8	1.8	1.8
Price/tangible book (x)	2.5	1.8	1.8	1.8	1.8
EV/EBITDA (x) **	12.8	9.9	10.3	9.3	9.0
EV/EBITDA @ target price (x) **	15.2	12.5	12.6	11.3	10.8
EV/invested capital (x)	2.2	2.2	2.0	1.9	1.8

* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted ** EBITDA includes associate income and recurring non-operating income

Sources: Namwiwat Medical Corporation; FSSIA estimates

Disclaimer for ESG scoring

ESG score	Methodology	Rating																			
The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) By S&P Global	The DJSI World applies a transparent, rules-based component selection process based on the companies' Total Sustainability Scores resulting from the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA). Only the top-ranked companies within each industry are selected for inclusion.	Be a member and invited to the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA) for DJSI. Companies with an S&P Global ESG Score of less than 45% of the S&P Global ESG Score of the highest scoring company are disqualified. The constituents of the DJSI indices are selected from the Eligible Universe.																			
Sustainability Investment List (THSI) by The Stock Exchange of Thailand (SET)	THSI quantifies responsibility in Environmental and Social issues by managing business with transparency in Governance, updated annually. Candidates must pass the preemptive criteria, with two crucial conditions: 1) no irregular trading of the board members and executives; and 2) free float of >150 shareholders, and combined holding must be >15% of paid-up capital. Some key disqualifying criteria include: 1) CG score of below 70%; 2) independent directors and free float violation; 3) executives' wrongdoing related to CG, social & environmental impacts; 4) equity in negative territory; and 5) earnings in red for > 3 years in the last 5 years.	To be eligible for THSI inclusion , verified data must be scored at a minimum of 50% for each indicator, unless the company is a part of DJSI during the assessment year. The scoring will be fairly weighted against the nature of the relevant industry and materiality. SETTHSI Index is extended from the THSI companies whose 1) market capitalization > THB5b (~USD150b); 2) free float >20%; and 3) liquidity >0.5% of paid-up capital for at least 9 out of 12 months. The SETTHSI Index is a market capitalisation-weighted index, cap 5% quarterly weight at maximum, and no cap for number of stocks.																			
CG Score by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)	An indicator of CG strength in sustainable development, measured annually by the Thai IOD, with support from the Stock Exchange of Thailand (SET). The results are from the perspective of a third party, not an evaluation of operations.	Scores are rated in six categories: 5 for Excellent (90-100), 4 for Very Good (80-89), 3 for Good (70-79), 2 for Fair (60-69), 1 for Pass (50-59), and not rated for scores below 50. Weightings include: 1) the rights; 2) and equitable treatment of shareholders (weight 25% combined); 3) the role of stakeholders (25%); 4) disclosure & transparency (15%); and 5) board responsibilities (35%).																			
AGM level By Thai Investors Association (TIA) with support from the SEC	It quantifies the extent to which shareholders' rights and equitable treatment are incorporated into business operations and information is transparent and sufficiently disclosed. All form important elements of two out of five the CG components to be evaluated annually. The assessment criteria cover AGM procedures before the meeting (45%), at the meeting date (45%), and after the meeting (10%). <i>(The first assesses 1) advance circulation of sufficient information for voting; and 2) facilitating how voting rights can be exercised. The second assesses 1) the ease of attending meetings; 2) transparency and verifiability; and 3) openness for Q&A. The third involves the meeting minutes that should contain discussion issues, resolutions and voting results.)</i>	The scores are classified into four categories: 5 for Excellent (100), 4 for Very Good (90-99), 3 for Fair (80-89), and not rated for scores below 79.																			
Thai CAC By Thai Private Sector Collective Action Against Corruption (CAC)	The core elements of the Checklist include corruption risk assessment, establishment of key controls, and the monitoring and developing of policies. The Certification is good for three years. <i>(Companies deciding to become a CAC certified member start by submitting a Declaration of Intent to kick off an 18-month deadline to submit the CAC Checklist for Certification, including risk assessment, in place of policy and control, training of managers and employees, establishment of whistleblowing channels, and communication of policies to all stakeholders.)</i>	The document will be reviewed by a committee of nine professionals. A passed Checklist will move for granting certification by the CAC Council approvals whose members are twelve highly respected individuals in professionalism and ethical achievements.																			
Morningstar Sustainalytics	The Sustainalytics' ESG risk rating provides an overall company score based on an assessment of how much of a company's exposure to ESG risk is unmanaged. <i>Sources to be reviewed include corporate publications and regulatory filings, news and other media, NGO reports/websites, multi-sector information, company feedback, ESG controversies, issuer feedback on draft ESG reports, and quality & peer reviews.</i>	A company's ESG risk rating score is the sum of unmanaged risk. The more risk is unmanaged, the higher ESG risk is scored. <table border="1" style="margin-left: auto; margin-right: auto;"> <thead> <tr> <th>NEGL</th> <th>Low</th> <th>Medium</th> <th>High</th> <th>Severe</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>0-10</td> <td>10-20</td> <td>20-30</td> <td>30-40</td> <td>40+</td> </tr> </tbody> </table>	NEGL	Low	Medium	High	Severe	0-10	10-20	20-30	30-40	40+									
NEGL	Low	Medium	High	Severe																	
0-10	10-20	20-30	30-40	40+																	
ESG Book	The ESG score identifies sustainable companies that are better positioned to outperform over the long term. The methodology considers the principle of financial materiality including information that significantly helps explain future risk-adjusted performance. Materiality is applied by over-weighting features with higher materiality and rebalancing these weights on a rolling quarterly basis.	The total ESG score is calculated as a weighted sum of the features scores using materiality-based weights. The score is scaled between 0 and 100 with higher scores indicating better performance.																			
MSCI	MSCI ESG ratings aim to measure a company's management of financially relevant ESG risks and opportunities. It uses a rules-based methodology to identify industry leaders and laggards according to their exposure to ESG risks and how well they manage those risks relative to peers. <table border="1" style="margin-left: auto; margin-right: auto;"> <tbody> <tr> <td>AAA</td> <td>8.571-10.000</td> <td rowspan="3">Leader:</td> <td rowspan="3">leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities</td> </tr> <tr> <td>AA</td> <td>7.143-8.570</td> </tr> <tr> <td>A</td> <td>5.714-7.142</td> </tr> <tr> <td>BBB</td> <td>4.286-5.713</td> <td rowspan="3">Average:</td> <td rowspan="3">a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers</td> </tr> <tr> <td>BB</td> <td>2.857-4.285</td> </tr> <tr> <td>B</td> <td>1.429-2.856</td> </tr> <tr> <td>CCC</td> <td>0.000-1.428</td> <td>Laggard:</td> <td>lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks</td> </tr> </tbody> </table>	AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities	AA	7.143-8.570	A	5.714-7.142	BBB	4.286-5.713	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers	BB	2.857-4.285	B	1.429-2.856	CCC	0.000-1.428	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities																		
AA	7.143-8.570																				
A	5.714-7.142																				
BBB	4.286-5.713	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers																		
BB	2.857-4.285																				
B	1.429-2.856																				
CCC	0.000-1.428	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks																		
Moody's ESG solutions	Moody's assesses the degree to which companies take into account ESG objectives in the definition and implementation of their strategy policies. It believes that a company integrating ESG factors into its business model and relatively outperforming its peers is better positioned to mitigate risks and create sustainable value for shareholders over the medium to long term.																				
Refinitiv ESG rating	Designed to transparently and objectively measure a company's relative ESG performance, commitment and effectiveness across 10 main themes, based on publicly available and auditable data. The score ranges from 0 to 100 on relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly. <i>(Score ratings are 0 to 25 = poor; >25 to 50 = satisfactory; >50 to 75 = good; and >75 to 100 = excellent.)</i>																				
S&P Global	The S&P Global ESG Score is a relative score measuring a company's performance on and management of ESG risks, opportunities, and impacts compared to its peers within the same industry classification. The score ranges from 0 to 100.																				
Bloomberg	ESG Score	Bloomberg score evaluating the company's aggregated Environmental, Social and Governance (ESG) performance. The score is based on Bloomberg's view of ESG financial materiality. The score is a weighted generalized mean (power mean) of Pillar Scores, where the weights are determined by the pillar priority ranking. Values range from 0 to 10; 10 is the best.																			
Bloomberg	ESG Disclosure Score	Disclosure of a company's ESG used for Bloomberg ESG score. The score ranges from 0 for none to 100 for disclosure of every data point, measuring the amount of ESG data reported publicly, and not the performance on any data point.																			

Rating regarding the sustainable development of Thai listed companies, both on the SET and MAI, are publicly available on the website of the Securities and Exchange Commission of Thailand (SEC). Currently, ratings available are 1) **"CG Score"**; 2) **"AGM Level"**; 3) **"Thai CAC"**; and 4) **THSI**. The ratings are updated on an annual basis. FSSIA does not confirm nor certify the accuracy of such ratings.

Source: FSSIA's compilation

GENERAL DISCLAIMER

ANALYST(S) CERTIFICATION

Songklod Wongchai FSS International Investment Advisory Securities Co., Ltd

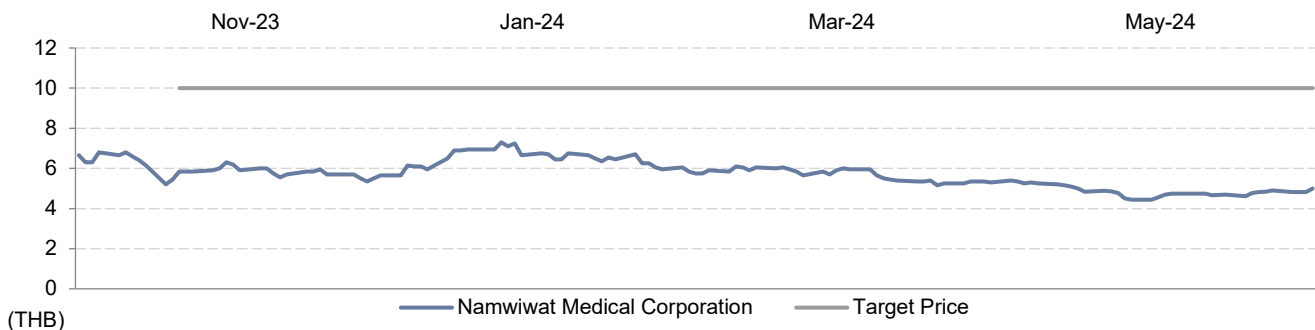
The individual(s) identified above certify(ies) that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal view of the analyst(s) with regard to any and all of the subject securities, companies or issuers mentioned in this report; and (ii) no part of the compensation of the analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed herein.

This report has been prepared by FSS International Investment Advisory Securities Company Limited (FSSIA). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however FSSIA makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. FSSIA has no intention to solicit investors to buy or sell any security in this report. In addition, FSSIA does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making investment decisions. All rights are reserved.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without permission of FSSIA. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making investment decisions.

History of change in investment rating and/or target price

Namwiwat Medical Corporation (NAM TB)



Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price
14-Nov-2023	BUY	10.00	-	-	-	-	-	-

Songklod Wongchai started covering this stock from 14-Nov-2023

Price and TP are in local currency

Source: FSSIA estimates

Company	Ticker	Price	Rating	Valuation & Risks
Namwiwat Medical Corporation	NAM TB	THB 5.00	BUY	<ul style="list-style-type: none"> แผนการขยายกำลังผลิตล่าช้ากว่ากำหนดในปี 2025 การขยายฐานลูกค้าไปยังภาคเอกชนน้อยกว่าคาด ต้นทุนนำเข้าแอสแตนเลสมีราคาที่สูงกว่าคาด ค่าเงินบาทอ่อนค่าจะทำให้มีผลขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน

Source: FSSIA estimates

Additional Disclosures

Target price history, stock price charts, valuation and risk details, and equity rating histories applicable to each company rated in this report is available in our most recently published reports. You can contact the analyst named on the front of this note or your representative at Finansia Syrus Securities Public Company Limited.

All share prices are as at market close on 02-May-2024 unless otherwise stated.

RECOMMENDATION STRUCTURE

Stock ratings

Stock ratings are based on absolute upside or downside, which we define as $(\text{target price}^* - \text{current price}) / \text{current price}$.

BUY (B). The upside is 10% or more.

HOLD (H). The upside or downside is less than 10%.

REDUCE (R). The downside is 10% or more.

Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on market price and the formal recommendation.

* In most cases, the target price will equal the analyst's assessment of the current fair value of the stock. However, if the analyst doesn't think the market will reassess the stock over the specified time horizon due to a lack of events or catalysts, then the target price may differ from fair value. In most cases, therefore, our recommendation is an assessment of the mismatch between current market price and our assessment of current fair value.

Industry Recommendations

Overweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be positive over the next 12 months.

Neutral. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be maintained over the next 12 months.

Underweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be negative over the next 12 months.

Country (Strategy) Recommendations

Overweight (O). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on two or more of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Neutral (N). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on one of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Underweight (U). Over the next 12 months, the analyst does not expect the market to score positively on any of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.