

MAGURO GROUP MAGURO TB

THAILAND / AGRO & FOOD INDUSTRY

ร้านอาหารที่เป็นแบรนด์ของคนรุ่นใหม่

TARGET PRICE

THB24.00

- MAGURO ประกอบธุรกิจร้านอาหารแบบ Premium – Mass เน้นลูกค้าที่มีกำลังซื้อสูง และบริหารงานโดยทีมผู้บริหารรุ่นใหม่ ที่เน้นการทำ R&D พัฒนาเมนูและสร้างแบรนด์
- สิ้น มี.ค. 24 มี 3 แแบรนด์ 26 สาขา ยังมีโอกาสขยายสาขาและสร้างแบรนด์ใหม่ได้อีกมาก
- คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2024 +50% y-y และคาดการณ์ 3 ปีโตเฉลี่ย 29.8% ราคาเป้าหมาย 24 บาท

MAGURO ร้านอาหารระดับ Premium - Mass

บริษัทดำเนินธุรกิจร้านอาหารระดับ Premium – Mass สไตล์ญี่ปุ่นและเกาหลี ปัจจุบันมี 3 แแบรนด์ MAGURO, SSAMTHING Together และ Hitori Shabu สิ้น 1Q24 มีทั้งหมด 26 สาขา ตั้งอยู่ในเขตกรุงเทพฯ และปริมณฑล เน้นกลุ่มลูกค้าที่มีรายได้ระดับปานกลาง-สูง และเป็นรูปแบบ A La Carte ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา มีการเติบโตของรายได้สูงถึง 65% CAGR มาจากทั้ง SSSG ที่ฟื้นตัวหลังโควิด และการขยายสาขาใหม่ ขณะที่มีอัตรากำไรขั้นต้นสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องจาก 41.6% ในปี 2021 เป็น 45.2% ในปี 2023 หนุนให้กำไรสุทธิปี 2023 เติบโตแข็งแกร่ง +132% y-y

จุดแข็งคือ ทีมผู้บริหาร และการให้ความสำคัญกับ R&D

กรรมการผู้บริหารร่วมก่อตั้งบริษัทจำนวน 4 ท่านคือ คนรุ่นใหม่ ที่สามารถนำเสนอคุณภาพรสชาติอาหารแปลกใหม่ ทำให้แบรนด์เป็นที่จดจำของลูกค้าได้เร็ว แม้จะเลือกทำเลที่ตั้งสาขาในโซนนอกเมือง หรือเลือก Community Mall ที่มีจำนวน traffic ต่ำกว่าห้างในเมืองขนาดใหญ่ เราขอการทำ R&D ของบริษัทที่นอกจากพัฒนาเมนูใหม่ๆ แล้ว ยังมีการสร้างแบรนด์ใหม่ โดยเน้นกลุ่มลูกค้าที่มีกำลังซื้อสูง ซึ่งเหมาะกับพฤติกรรมผู้บริโภคคนรุ่นใหม่ ที่ชอบความแปลกใหม่ ชอบค้นหาและรีวิวร้านอาหารที่อร่อย คุณภาพดี และบริการนำประทับใจ เรามองเป็นการโตแบบกระจายความเสี่ยง ลดการพึ่งพิงแบรนด์ใดแบรนด์หนึ่ง รวมถึงมีการนำเสนอประเภทอาหารแตกต่างกัน ช่วยลดผลกระทบจาก Cannibalization

คาดการณ์ 3 ปีข้างหน้าจะโตเฉลี่ย 29.8% CAGR ถือเป็นหุ้นในกลุ่ม Growth stock

บริษัทมีแผนขยายสาขาใหม่ในปี 2024 รวม 11 สาขา และเราคาดว่าในอีก 3 ปีข้างหน้าจะมีการเปิดสาขาใหม่ไม่น้อยกว่า 10 สาขาต่อปี ด้วยศักยภาพของบริษัท และจำนวนสาขาปัจจุบันยังน้อย ไม่เพียงแต่การขยายในกรุงเทพฯ และปริมณฑล แต่ยังมีโอกาสขยายไปยังหัวเมืองใหญ่ในต่างจังหวัดได้อีกในอนาคต ทั้งนี้เราคาดกำไรสุทธิปี 2024 จะเติบโตราว 50% y-y และคาดการณ์กำไรสุทธิ 3 ปีข้างหน้าจะโตเฉลี่ย 29.8% CAGR ด้วยสมมติฐาน SSSG ราว 3% ต่อปี และคาดการณ์ขยาย Hitori Shabu มากขึ้น ซึ่งเป็นแบรนด์ที่อัตรากำไรสูง รวมถึงคาดการณ์จะมีการเปิดแบรนด์ใหม่ตามกลยุทธ์ของผู้บริหาร

ประเมินราคาเป้าหมายปี 2024 เท่ากับ 24 บาท

เราประเมินมูลค่าเหมาะสม MAGURO ปี 2024 เท่ากับ 24 บาท อิงวิธี DCF โดยนำ FCFF มาคิดลดด้วย WACC 7.9%, Beta 1.0, Risk Premium 8.5% และ Terminal Growth 2% ทั้งนี้ที่ราคาเป้าหมายดังกล่าว Implied 2024E PE ที่ 28 เท่า ซึ่งต่ำกว่า PE เฉลี่ย 5 ปีย้อนหลังของกลุ่มร้านอาหารที่ 38x (ไม่รวมปี 2020-21 ที่มีโควิด) และสามารถ Implied เป็น PEG เพียง 0.94 เท่า เราจึงมองเป็น Valuation ที่เหมาะสมกับ MAGURO

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	1,044	1,387	1,673	2,006
Net profit	72	108	146	183
EPS (THB)	0.69	0.86	1.16	1.45
vs Consensus (%)	-	-	-	-
EBITDA	218	276	334	392
Recurring net profit	72	108	146	183
Core EPS (THB)	0.69	0.86	1.16	1.45
EPS growth (%)	131.1	24.2	34.3	25.5
Net debt/Equity (%)	117.1	37.0	35.0	29.4
ROE (%)	26.5	22.8	20.4	23.4

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates

MAGURO's IPO summary

รายละเอียด	
Pre-IPO shares	104,539 ล้านหุ้น
Share offering	34,060 ล้านหุ้น (21,460 ล้านหุ้นใหม่ และ 12,600 ล้านหุ้นเดิม) คิดเป็น 27.03% ของจำนวนหุ้นหลัง IPO
Use of proceeds	1) ขยายสาขา 2) ปรับปรุงสาขาเดิมและครัวกลาง 3) เพื่อใช้พัฒนาระบบจัดการ 4) ใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนในกิจการ
Blackout date	12 May 2024
Financial advisor	Jay Capital Advisory
Lead Underwriter	Finansia Syrus Securities

NOTE: FINANSIA SYRUS SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED MAY ACT AS A LEAD UNDERWRITER OF THE INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO) OF MAGURO GROUP PUBLIC COMPANY LIMITED

ALL RECIPIENTS HEREOF, TO THE EXTENT THAT THEY ARE CONSIDERING MAKING AN INVESTMENT IN UNITS OF MAGURO BUSINESS, SHOULD READ THE PROSPECTUS PREPARED BY JAY CAPITAL ADVISORY



Sureporn Teewasuwet

Fundamental Investment Analyst on Securities; License no. 040694
sureporn.t@fssia.com, +66 2646 9972

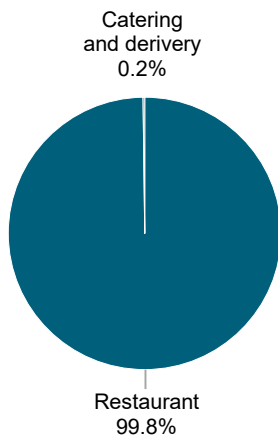
สารบัญ

ลักษณะการประกอบธุรกิจ	3
ผลการดำเนินงานในอดีต	6
ภาวะอุตสาหกรรมและการแข่งขัน	9
ประเด็นการลงทุน และคาดการณ์ผลประกอบการ	13
ประเมินมูลค่าเหมาะสม	19
โครงสร้างการถือหุ้น และนโยบายการจ่ายเงินปันผล	21
ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ.....	22
Appendix	23
GENERAL DISCLAIMER	27

ลักษณะการประกอบธุรกิจ

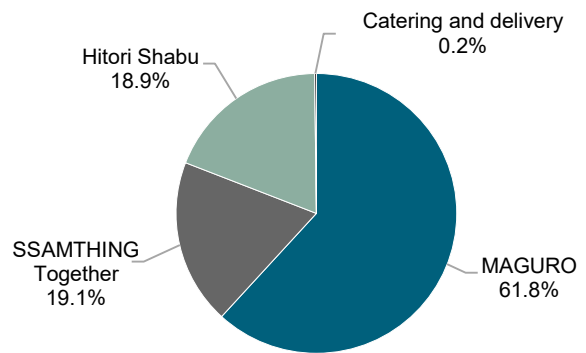
บริษัท มากูโร กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) หรือ MAGURO ก่อตั้งขึ้นในปี 2015 ประกอบธุรกิจร้านอาหารจำหน่ายอาหารและเครื่องดื่ม รวมถึงให้บริการจัดส่งอาหาร (Delivery) และรับจัดเลี้ยงนอกสถานที่ (Catering) โดยเปิดร้านแรกแบรนด์ Maguro ที่โครงการ Chic Republic สาขาบางนาวันที่ 27 พ.ค. 2015 ปัจจุบันมีร้านอาหาร 3 แรนด์คือ 1) Maguro ร้านอาหารญี่ปุ่น 2) SSAMTHING Together ร้านปิ้งย่างเกาหลีพรีเมียม และ 3) Hitori Shabu ร้านอาหารชาบู สุกี้ยากี้สไตล์ญี่ปุ่น โดยสิ้นปี 2023 มีจำนวนสาขาแต่ละแบรนด์เท่ากับ 13 / 6 / 6 สาขา ตามลำดับ รวมจำนวนสาขาทั้ง 3 แรนด์เท่ากับ 25 สาขา ขณะที่ให้บริการจัดส่งอาหารผ่านแพลตฟอร์มของบริษัทเองที่ชื่อว่า MAGURO Go บริษัทมีสัดส่วนรายได้จากร้าน Maguro มากที่สุดราว 62% ของรายได้จากการขายรวมในปี 2023 รองมาคือ SSAMTHING Together 19.1% และ Hitori Shabu 18.9% ตามลำดับ

Exhibit 1: Revenue breakdown by type of service in 2023



Sources: MAGURO, FSSIA's compilation

Exhibit 2: Revenue breakdown by brand in 2023



Sources: MAGURO, FSSIA's compilation

Exhibit 3: ท่าเลที่ตั้งของร้าน Maguro (ข้อมูลจนถึงสิ้น 1Q24)

แบรนด์	ลำดับ	ตำแหน่งที่ตั้ง	วันที่เปิดให้บริการ
มากูโร (MAGURO)	1	โครงการ ชิค รีพับลิค บางนา (Chic Republic Bangna)	27 พ.ค. 2558
	2	โครงการ อินท์ อินเตอร์เซกต์ พระราม 3 (Int Intersect Rama 3)	18 มิ.ย. 2559
MAGURO	3	โครงการ ชิค รีพับลิค ราชพฤกษ์ (Chic Republic Ratchapruek)	22 พ.ย. 2559
	4	โครงการ เฮลท์แลนด์ แจ้งวัฒนะ (Health Land Chaengwattana)	21 ธ.ค. 2559
	5	ศูนย์การค้า เมกาบางนา (Mega Bangna)	8 ธ.ค. 2560
	6	โครงการ เดอะเซอร์เคิล ราชพฤกษ์ (The Circle Ratchapruek)	8 ก.พ. 2562
	7	โครงการ ดี เอสพลานาด รัชดาภิเษก (The Esplanade Ratchadapisek)	18 เม.ย. 2562
	8	ศูนย์การค้า สยาม สแควร์วัน (Siam Square One)	10 พ.ค. 2562
	9	ศูนย์การค้า เอสบี ดีไซน์สแควร์ พระราม 2 (SB Design Square Rama 2)	26 พ.ย. 2563
	10	ศูนย์การค้า เซ็นทรัลเวิลด์ (Central World)	12 พ.ค. 2564
	11	ศูนย์การค้า เดอะไนน์ พระราม 9 (The Nine Rama IX)	18 ส.ค. 2565
	12	ศูนย์การค้า เดอะพรอมานาด รามอินทรา (The Promenade Ramintra)	1 ก.พ. 2566
	13	ศูนย์การค้า เดอะมอลล์ไลฟ์สไตล์ บางแค (The Mall Lifestyle Bangkae)	1 พ.ย. 2566
	14	โครงการ มาร์เช่ ทองหล่อ (Marché Thonglor)	15 มี.ค. 2567

Source: MAGURO

Exhibit 4: ทำเลที่ตั้งของ SSAMTHING Together (สิ้น 1Q24)

แบรนด์	ลำดับ	ตำแหน่งที่ตั้ง	วันที่เปิดให้บริการ
ซัมติง ทูเก็ทเธอร์ (SSAMTHING TOGETHER) 	1	ศูนย์การค้า เมกาบางนา (Mega Bangna)	28 ก.ค. 2564
	2	ศูนย์การค้า เซ็นทรัลเวสต์เกต (Central Westgate)	19 พ.ค. 2565
	3	ศูนย์การค้า เซ็นทรัลพลาซ่า 2 (Central Rama 2)	5 ต.ค. 2565
	4	ศูนย์การค้า สามย่านมิตรทาวน์ (Samyan Mitrtown)	9 ธ.ค. 2565
	5	ศูนย์การค้า โรบินสันไลฟ์สไตล์ ราชพฤกษ์ (Robinson Lifestyle Ratchapruek)	10 ก.พ. 2566
	6	ศูนย์การค้า เดอะไนน์ พระราม 9 (The Nine Rama IX)	4 ธ.ค. 2566

Source: MAGURO

Exhibit 5: ทำเลที่ตั้งของ Hitori Shabu (สิ้น 1Q24)

แบรนด์	ลำดับ	ตำแหน่งที่ตั้ง	วันที่เปิดให้บริการ
ฮิโตรี ซาบู (HITORI SHABU) 	1	ศูนย์การค้า สยามพารากอน (Siam Paragon)	11 ก.ค. 2565
	2	โครงการ ชิครีพับลิค ราชพฤกษ์ (Chic Republic Ratchapruek)	30 ม.ค. 2566
	3	โครงการ มาร์เช่ ทองหล่อ (Marché Thonglor)	11 เม.ย. 2566
	4	ศูนย์การค้า เมกาบางนา (Mega Bangna)	3 ก.ค. 2566
	5	ศูนย์การค้า เดอะพรอมานาด รามอินทรา (The Promenade Ramintra)	16 พ.ย. 2566
	6	ศูนย์การค้า ดี เอ็มสเฟียร์ (The Emsphere)	1 ธ.ค. 2566

Source: MAGURO

Exhibit 6: รู้จักกับแบรนด์ร้านอาหารของ MAGURO

โลโก้แบรนด์	รายละเอียด	
	<p>ร้านอาหารญี่ปุ่นและซูชิที่มุ่งเน้นการใช้วัตถุดิบคุณภาพสูง โดยสาขาแรกเปิดในปี 2015 ปัจจุบันสิ้น 1Q24 มีจำนวน 14 สาขา และยังมีบริการจัดส่งอาหารผ่านแพลตฟอร์ม Maguro Go และผู้ให้บริการจัดส่งอาหารรายอื่น รวมถึงรับจัดเลี้ยงนอกสถานที่ในเขต กทม.และปริมณฑล</p>	
	<p>ร้านบึ่งย่างเกาหลีพรีเมียม ต้นตำรับเกาหลี ที่นำเสนออาหารที่หลากหลายผ่านวัตถุดิบพรีเมียม และวัฒนธรรมการทานแบบ ซัม เพื่อให้ทุกคนมานั่งพูดคุยผ่านโต๊ะอาหาร ในราคาที่เข้าถึงได้สำหรับลูกค้าทุกกลุ่ม โดยเปิดสาขาแรกในปี 2021 ปัจจุบันสิ้น 1Q24 มีจำนวน 6 สาขา</p>	
	<p>ร้านอาหารซาบูและสูกียากี้สไตล์ญี่ปุ่นแบบต้นตำรับ (Authentic Japanese Sukiyaki and Shabu Shabu) ด้วยวัตถุดิบเกรดพรีเมียมในราคาที่จับต้องได้ โดยเปิดสาขาแรกที่ยามพารากอนในปี 2022 ปัจจุบันสิ้น 1Q24 มีจำนวน 6 สาขา</p>	

Source: MAGURO, FSSIA's compilation

Exhibit 7: รายละเอียดกลุ่มลูกค้า และราคาอาหารเฉลี่ยต่อคน

ร้านอาหาร	รูปแบบให้บริการ	พื้นที่เฉลี่ยต่อสาขา (ตร.ม.)	ลูกค้าเป้าหมาย	ระดับรายได้	ราคาอาหารต่อคน (บาท)
Maguro	A La Carte	150	ครอบครัว คู่รัก คนทำงาน	ปานกลาง-สูง ช่วงอายุ 36-45 ปี	750-850
SSAMTHING Together	A La Carte	200	คนทำงาน นักเรียน นักศึกษา คู่รัก	ปานกลาง ช่วงอายุ 26-35 ปี	450-500
Hitori Shabu	A La Carte	170	ครอบครัว คนทำงาน นักศึกษา คู่รัก	ปานกลาง-สูง ช่วงอายุ 36-45 ปี	850-950

Sources: MAGURO; FSSIA's compilation

Exhibit 8: ธุรกิจรับจัดเลี้ยงนอกสถานที่ (Catering)



Source: MAGURO

Exhibit 9: ธุรกิจจัดส่งอาหาร (Delivery)



Source: MAGURO

ทำเลที่ตั้งสาขา และครวักลาง

ปัจจุบันสาขาทั้งหมดของบริษัทตั้งอยู่ในกรุงเทพฯและปริมณฑล ซึ่งเป็นทำเลที่มีกำลังซื้อสูง และเป็น การเช่าพื้นที่ของบุคคลภายนอกทั้งหมด ได้แก่ ศูนย์การค้า ห้างค้าปลีก Community Mall และเจ้าของ พื้นที่เช่า โดยอายุสัญญาเช่าส่วนใหญ่มีระยะเวลา 3 ปี ปัจจุบันบริษัทมีการเช่าครวักลางเพื่อเป็นที่ผลิต และจัดเก็บสินค้า วัตถุประสงค์ และเป็นสถานที่สำหรับผลิตซอสและเครื่องเคียง ตั้งอยู่ที่ซอยเฉลิมพระเกียรติ ร.9 บนพื้นที่ใช้สอยราว 700 ตร.ม. สามารถรองรับการผลิตได้ถึง 40 สาขา และมีแผนนำเงินที่ได้จากการ ขาย IPO ครั้งนี้ไปใช้ปรับปรุงครวักลางเพื่อรองรับการขยายสาขาเพิ่มขึ้นในอนาคต นอกเหนือจากการ เปิดสาขาใหม่ และการปรับปรุงสาขาเดิม

สำหรับการให้บริการในร้านแบรนด์ MAGURO และ Hitori Shabu มีจำนวนพนักงานเฉลี่ยราว 25 คนต่อ สาขา ส่วน SSAMTHING Together มีจำนวนพนักงานต่อสาขามากกว่าอยู่ที่ 35 คน เนื่องจากมี พนักงานคอยให้บริการบั้งย่างอาหารที่โต๊ะของลูกค้า ทั้งนี้จำนวนพนักงานจะแตกต่างกันขึ้นอยู่กับขนาด ของแต่ละสาขา บริษัทจะมีจัดอบรมให้กับพนักงานใหม่ของร้านภายใน 1 เดือน และมีการฝึกอบรม ทบทวนพนักงานเก่าอย่างสม่ำเสมอ เพื่อนำไปสู่การให้บริการลูกค้าที่มีคุณภาพ และเป็นไปตาม มาตรฐานที่บริษัทกำหนด

ผลการดำเนินงานในอดีต

กลับมาฟื้นตัวหลังโควิดได้อย่างแข็งแกร่ง

ธุรกิจร้านอาหารเป็นธุรกิจหนึ่งที่ได้รับผลกระทบจากการแพร่ระบาดของโควิดค่อนข้างมาก เพราะภาครัฐมีมาตรการห้ามให้บริการนั่งทานอาหารในร้านชั่วคราว และเป็นสาเหตุที่ทำให้บริษัทหยุดธุรกิจร้านอาหารญี่ปุ่นแบบโอมาคาเสะ (ภายใต้แบรนด์ซูชิโยชิ) ทั้งนี้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ปรับลดลงในปี 2021 โดยมีกำไรสุทธิเพียง 9.6 ลบ.คิดเป็นอัตรากำไรสุทธิเพียง 2.5% แต่ถ้าว่ายังมีกำไรได้ บริษัทปรับตัวได้ทันช่วงที่ ด้วยการให้บริการซื้อกลับบ้าน และจัดส่งอาหารผ่าน Delivery Partner ต่างๆ รวมถึงจัดส่งผ่านช่องทาง Delivery ของตนเองที่มีชื่อว่า MAGURO Go อย่างไรก็ตามในช่วงที่มีการปิดร้านชั่วคราว บริษัทได้เดินหน้าขยายสาขาใหม่เพิ่มขึ้นอีก 2 สาขา เป็น 11 สาขา ณ สิ้นปี 2021

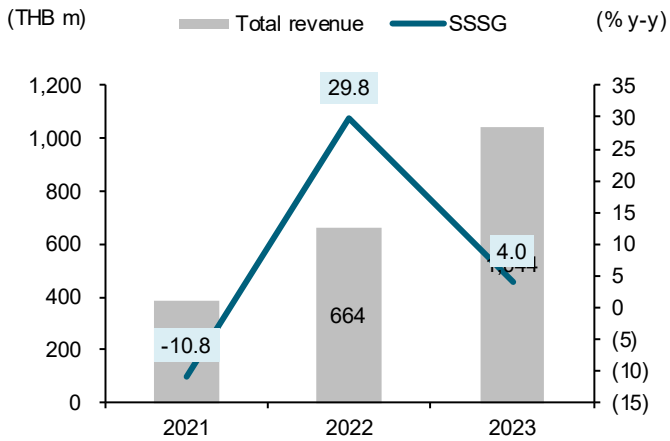
ภายหลังสถานการณ์โควิดคลี่คลาย บริษัทสามารถกลับมาให้บริการนั่งทานในร้านได้อีกครั้ง ทำให้ SSSG ฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่ง +29.8% y-y ในปี 2022 แม้ฐานค่อนข้างสูง แต่ยังคงเติบโตต่อเนื่อง +4% y-y ในปี 2023 และยังเปิดสาขาใหม่ต่อเนื่องในปี 2022-23 อีก 5 สาขา และ 9 สาขา ตามลำดับ ทำให้รายได้รวมในช่วงปี 2021-23 เติบโตสูงถึง 65% CAGR

แม้ในช่วงปี 2022-23 บริษัทจะเผชิญกับภาวะอัตราเงินเฟ้อ ส่งผลให้ราคาวัตถุดิบปรับตัวสูงขึ้น อาทิ ราคาปลาแซลมอนปี 2022-23 เพิ่มขึ้น +35.6% y-y และ +18.8% y-y ตามลำดับ, ราคาปลาทูน่า +18.3% y-y และ 7.3% y-y ในระยะเวลาเดียวกัน เช่นเดียวกับราคาเนื้อสัตว์ เราอ้างอิงราคาหมูหน้าฟาร์มในไทยเฉลี่ยปี 2022 เท่ากับ 101.5 บาท/กก. (+36.8% y-y) และได้ปรับลง -30.5% y-y ในปี 2023 แต่ด้วยความสามารถในการบริหารจัดการต้นทุน, การนำเสนออาหารที่เน้นคุณภาพ สำหรับกลุ่มลูกค้าที่มีรายได้ระดับกลางถึงสูง ในรูปแบบ A La Carte และมีสัดส่วนรายได้เพิ่มขึ้นจากแบรนด์ใหม่อย่าง Hitori Shabu ซึ่งเป็นแบรนด์ระดับพรีเมียมและมีอัตรากำไรสูง ส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นในปี 2023 ขยับขึ้นได้ นำประทับใจมาอยู่ที่ 45.2% จาก 41.6% และ 41.9% ในปี 2021-22 ตามลำดับ

ธุรกิจอาหารมีสัดส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้ค่อนข้างสูง ส่วนใหญ่คือ ค่าใช้จ่ายพนักงาน และค่าเช่า ค่าสาธารณูปโภค โดยบริษัทมีค่าใช้จ่ายทั้ง 2 กลุ่มราว 45% และ 27% ของค่าใช้จ่ายรวมในปี 2023 ตามลำดับ ถือเป็นค่าใช้จ่ายคงที่ ไม่ได้แปรผันตามยอดขายของร้าน ยกเว้นค่าสาธารณูปโภค ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา บริษัทสามารถควบคุมค่าใช้จ่ายได้ค่อนข้างดี โดยมี SG&A to sales เท่ากับ 34.9% ในปี 2023 ใกล้เคียงปี 2022 แต่ลดลงจาก 37.3% ในปี 2021 มาจากรายได้ที่เติบโตได้มากกว่าการเพิ่มขึ้นของค่าใช้จ่าย

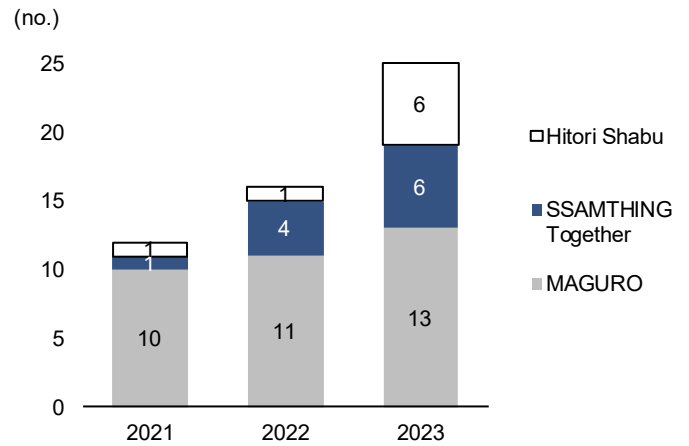
ทั้งนี้ ในปี 2023 บริษัทมีกำไรสุทธิเท่ากับ 72 ลบ. เติบโตสูง +132% y-y และคิดเป็นอัตรากำไรสุทธิที่ 6.9% ปรับขึ้นต่อเนื่องจาก 2.5% ในปี 2021 และ 4.7% ในปี 2022

Exhibit 10: Total revenue and SSSG



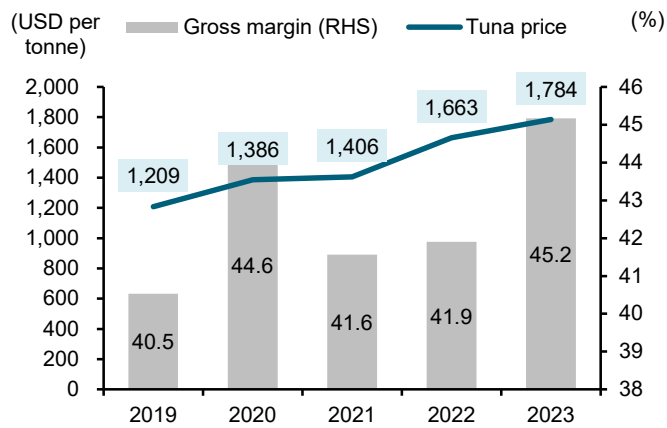
Sources: MAGURO, FSSIA's compilation

Exhibit 11: Branches expansion



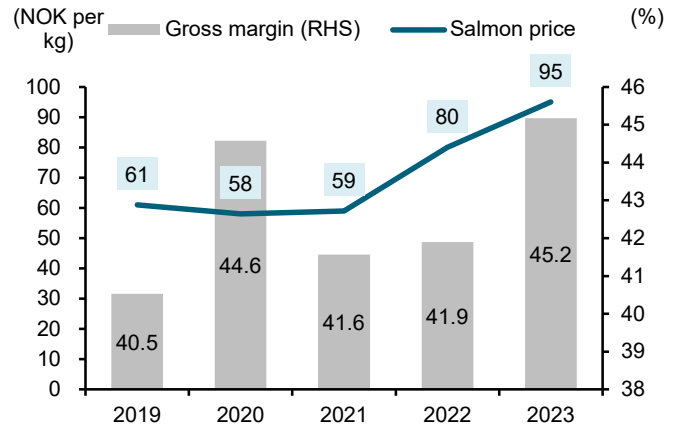
Sources: MAGURO, FSSIA's compilation

Exhibit 12: Tuna price vs gross margin



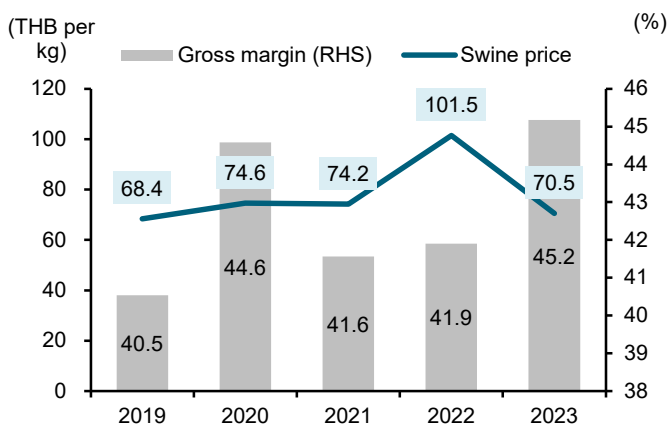
Sources: TU, MAGURO, FSSIA's compilation

Exhibit 13: Salmon price vs gross margin



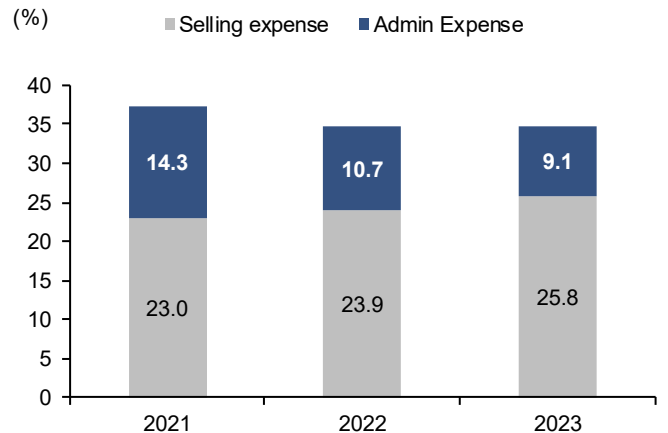
Sources: Bloomberg, MAGURO, FSSIA's compilation

Exhibit 14: Domestic swine price vs gross margin



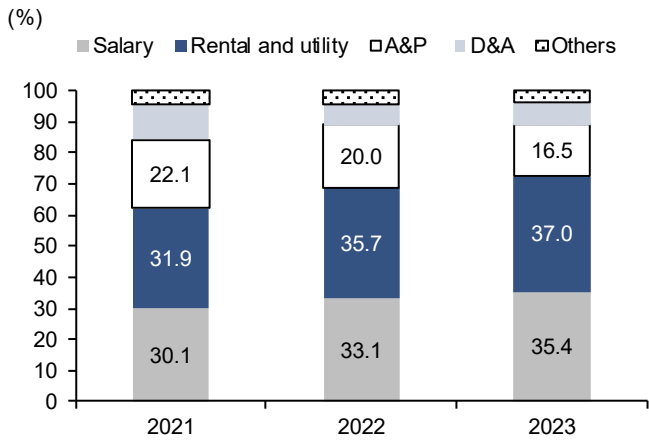
Sources: CPF, MAGURO, FSSIA's compilation

Exhibit 15: SG&A to sales



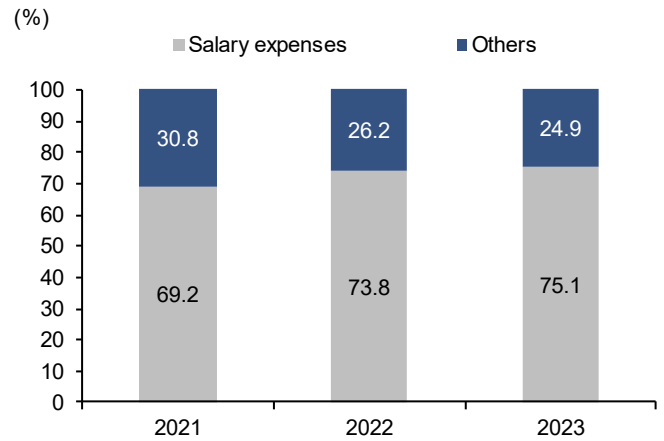
Sources: MAGURO, FSSIA's compilation

Exhibit 16: Selling expenses breakdown



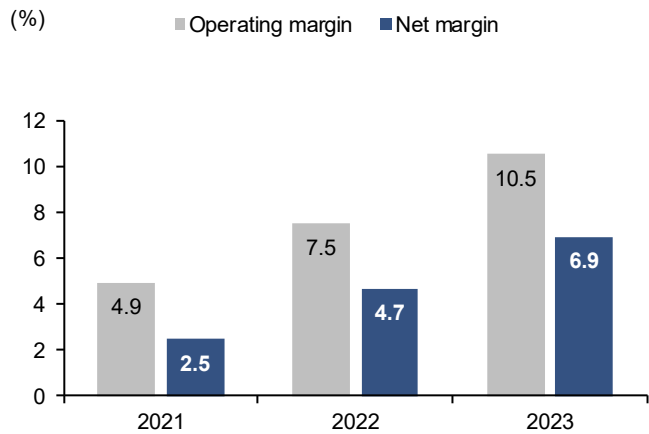
Sources: MAGURO, FSSIA's compilation

Exhibit 17: Admin expenses breakdown



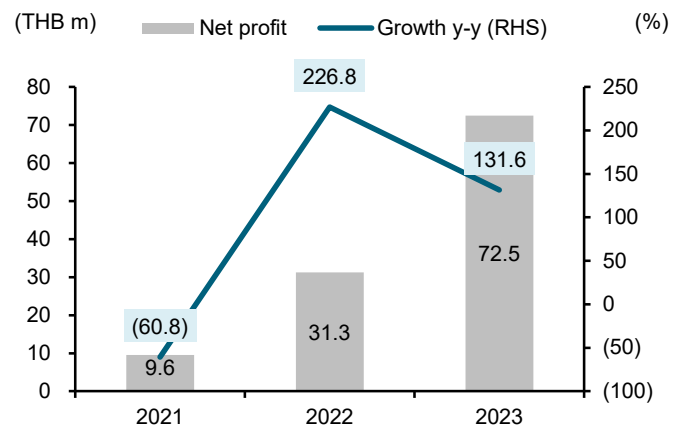
Sources: MAGURO, FSSIA's compilation

Exhibit 18: MAGURO's profitability



Sources: MAGURO, FSSIA's compilation

Exhibit 19: Net profit and growth



Sources: MAGURO, FSSIA's compilation

ภาวะอุตสาหกรรมและการแข่งขัน

คาดการณ์ GDP ปี 2024 ของไทยจะเติบโตอยู่ในกรอบ 2.2-3.2%

อ้างอิงตัวเลขของ NESDC และ BOT ได้คาดการณ์ GDP ของไทยในปี 2024 จะเติบโตมากขึ้นอยู่ในกรอบ 2.2-3.2% y-y และ 2.5-3.0% y-y ตามลำดับ พื้นตัวได้ดีขึ้นจากที่ขยายตัว 1.9% y-y ในปี 2023 โดย NESDC คาดการณ์การบริโภคภาคเอกชนในปี 2024 จะเติบโตราว 3% y-y ถือเป็นขยายตัวเป็นปีที่ 4 ติดต่อกัน นับตั้งแต่การแพร่ระบาดของโควิดในปี 2020 โดยหลักมาจากผู้บริโภคสามารถกลับออกมาทำกิจกรรมนอกบ้านได้ตามปกติ กอปรกับมีมาตรการกระตุ้นกำลังซื้อจากภาครัฐ

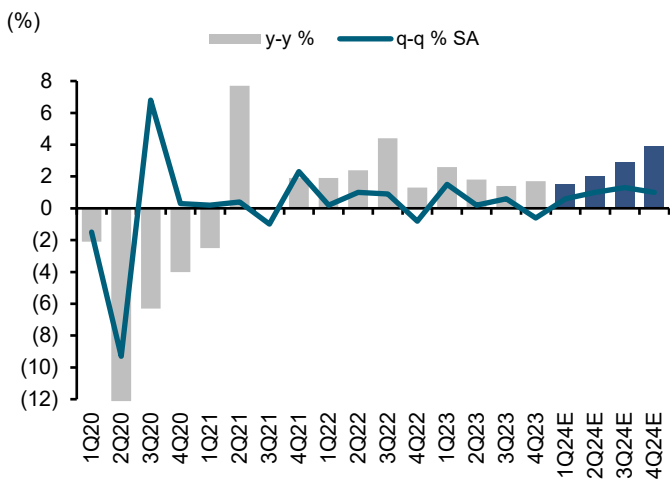
ขณะที่จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติในปี 2023 จบปีที่ 28.1 ล้านคน และแนวโน้มในปี 2024 ยังมีทิศทางที่ดีขึ้นต่อเนื่อง โดย NESDC คาดจะเพิ่มขึ้นเป็น 35 ล้านคน (+24.6% y-y) ใกล้เคียง BOT คาดการณ์ไว้ที่ 34.5 ล้านคน (+22.8% y-y) ซึ่งเป็นอีกปัจจัยสำคัญในการกระตุ้นการเติบโตของการบริโภคและการใช้จ่ายในสอยในประเทศ

Exhibit 20: NESDC and BoT economic projections

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	----- NESDC -----	---- Bank of Thailand ----
	(y-y%)	(y-y%)	(y-y%)	(y-y%)	(y-y%)	(y-y%)	2024E	2024E
							(y-y%)	(y-y%)
Real GDP growth	4.2	2.3	(6.4)	1.5	2.6	1.9	2.2-3.2	2.5-3
Private consumption	4.6	4.0	(0.8)	0.6	6.3	7.1	3.0	-
Private investment	4.1	2.7	(8.1)	3.0	5.1	3.2	3.5	-
Public consumption	2.6	1.7	1.4	3.7	(0.0)	(4.6)	1.5	-
Public investment	2.8	0.1	5.1	3.4	(4.9)	(4.6)	(1.8)	-
Export value growth (USD b)	7.5	(3.3)	(6.5)	19.2	5.5	(1.7)	2.9	-
Headline inflation	1.1	0.7	(0.8)	1.2	6.1	1.2	0.9-1.9	c1.0
Current account to GDP (%)	5.6	7.0	4.2	(2.0)	(3.2)	1.3	1.4	-
Number of tourist arrivals (m)	38.2	39.9	0.0	0.4	11.2	28.1	35	34.5

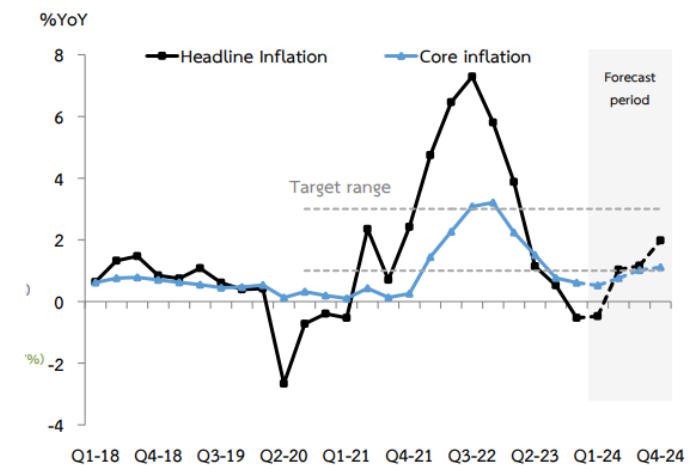
Note: 2024E NESDC and BoT projections do not include the digital wallet scheme
Sources: NESDC and BoT

Exhibit 21: Quarterly TH GDP growth



Sources: NESDC and Bloomberg

Exhibit 22: BoT expects headline CPI to stabilize around the lower bound of the target



Note: Headline inflation excl. subsidies is estimated using 2023 inflation outcomes
Sources: Ministry of Commerce and BoT

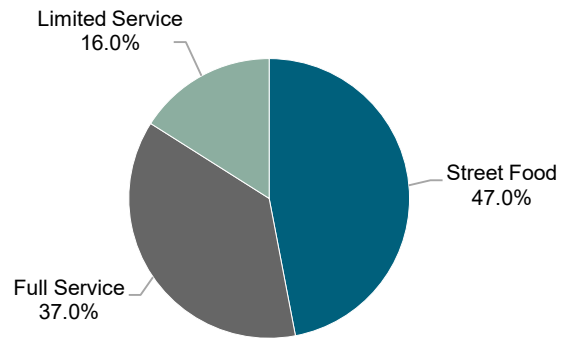
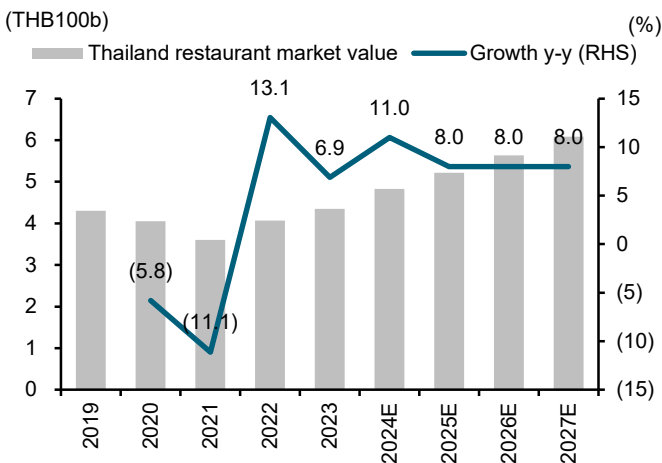
แนวโน้มมูลค่าธุรกิจร้านอาหารในไทยยังโตต่อเนื่อง โดยเฉพาะ Full Service Restaurant

ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา มูลค่าตลาดร้านอาหารของประเทศไทยได้กลับมาเติบโตเฉลี่ย 9.9% CAGR อยู่ที่ราว 4.35 แสนล้านบาท ในปี 2023 (อ้างอิงข้อมูลจากศูนย์วิจัยกสิกรไทย) สูงขึ้นจาก 3.6 แสนลบ. ในปี 2021 ซึ่งถูกกระทบจากโควิด ด้วยมาตรการห้ามให้บริการนั่งทานในร้าน สามารถสั่งซื้อแบบเดลิเวอรี่หรือซื้อกลับไปทานที่บ้านได้เท่านั้น

ทั้งนี้ SCB EIC ได้คาดการณ์มูลค่าตลาดร้านอาหารในปี 2024 จะเติบโตต่อเนื่องราว 11% เป็น 4.83 แสนลบ. และคาดการณ์ในอีก 3 ปีข้างหน้า (2025-28) จะเติบโตได้ดีเฉลี่ย 8% CAGR จากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจและกำลังซื้อแบบค่อยเป็นค่อยไป รวมถึงการเพิ่มขึ้นของนักท่องเที่ยวต่างชาติ

Exhibit 23: Thailand restaurant market value and growth

Exhibit 24: Restaurant market value breakdown by type of restaurant



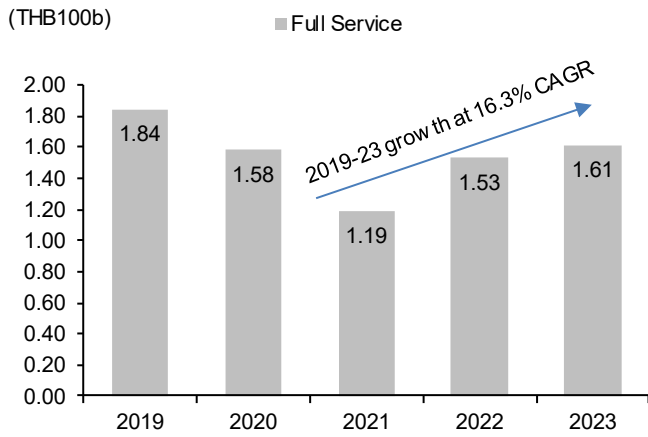
Sources: Kasikorn Research, SCB EIC, MAGURO

Sources: Kasikorn Research, MAGURO

ศูนย์วิจัยกสิกรไทยแบ่งประเภทของธุรกิจร้านอาหารออกเป็น 3 ประเภทหลักคือ 1) ร้านอาหารข้างทางที่มีหน้าร้าน (Street Food) ซึ่งมีมูลค่าตลาดมากที่สุดราว 2.02 แสนลบ. หรือ 47% ของมูลค่าร้านอาหารในปี 2023 รองมาคือ 2) ร้านอาหารที่ให้บริการเต็มรูปแบบ (Full Service Restaurant) มีมูลค่าตลาดอยู่ที่ 1.61 แสนลบ. หรือ 37% และ 3) ร้านอาหารที่ให้บริการจำกัด (Limited Service) มีมูลค่าตลาดราว 7.2 หมื่นลบ. หรือ 16%

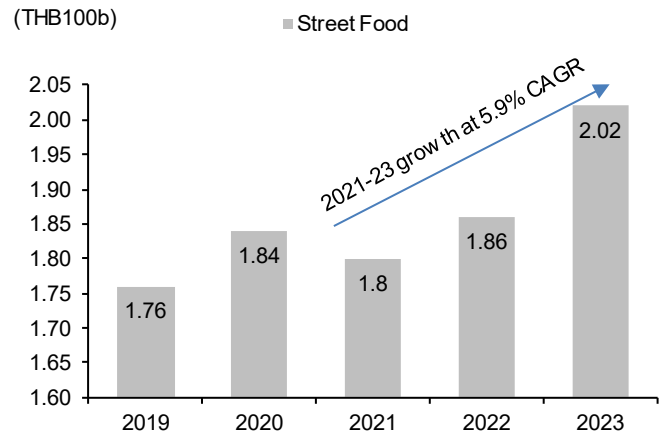
ทั้งนี้ MAGURO จัดอยู่ในกลุ่มร้านอาหารที่ให้บริการเต็มรูปแบบ โดยหากพิจารณาแนวโน้มการเติบโตในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา (2021-23) พบว่าเป็นประเภทร้านอาหารที่มีอัตราการเติบโตสูงสุดราว 16.3% CAGR สะท้อนถึงพฤติกรรมของผู้บริโภคชาวไทยที่ยังต้องการออกมารับประทานอาหารนอกบ้าน ไม่ว่าจะเป็นการทานอาหารร่วมกับครอบครัว เพื่อนฝูง หรือคู่รัก และยังคงต้องการได้รับบริการที่อำนวยความสะดวก นอกเหนือไปจากคุณภาพและรสชาติของอาหารที่เป็นตัวเลือกลำดับแรกของผู้บริโภค รองมาคือ ร้านอาหารที่ให้บริการจำกัด ซึ่งมีอัตราการโตเฉลี่ย 8.6% CAGR โดยเป็นร้านอาหารที่ไม่มีหน้าร้านและให้บริการซื้อกลับบ้านหรือจัดส่งไปที่บ้าน ส่วนหนึ่งได้ปัจจัยหนุนการเติบโตมาจากช่วงโควิด และร้านอาหารแบบ Street Food มีอัตราการโตเฉลี่ย 5.9% CAGR ส่วนหนึ่งเพราะฐานที่ค่อนข้างสูง และเป็นรูปแบบที่มีการแข่งขันสูง เพราะมีอุปสรรคของผู้ประกอบการรายใหม่ต่ำ

Exhibit 25: Full service restaurant market value



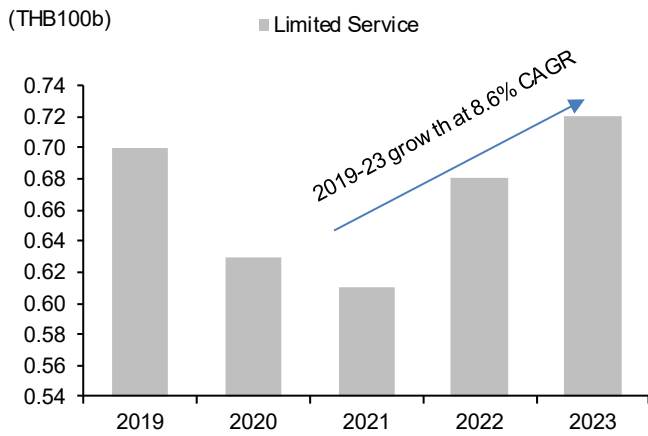
Sources: Kasikorn Research, MAGURO, FSSIA's compilation

Exhibit 26: Street food market value



Sources: Kasikorn Research, MAGURO, FSSIA's compilation

Exhibit 27: Limited service restaurant market value



Sources: Kasikorn Research, MAGURO, FSSIA's compilation

ภาวะการแข่งขัน และคู่แข่งของบริษัท

เนื่องด้วยธุรกิจร้านอาหารมีการแข่งขันค่อนข้างสูง จากจำนวนผู้ประกอบการหลายราย ทำให้เราเห็นการเคลื่อนไหวของอุตสาหกรรมร้านอาหารอยู่ตลอดเวลา แม้จะเป็นเซ่นร้านอาหารที่ดำเนินธุรกิจมายาวนาน และมีจำนวนสาขาจำนวนมาก แต่อาจไม่สามารถเติบโตหรืออยู่รอดในอุตสาหกรรมนี้ได้ บางร้านอาหารต้องปิดตัวลงเป็นระยะ แต่ก็มึร้านอาหารที่เปิดใหม่เข้าสู่ตลาดอย่างต่อเนื่องเช่นกัน กอปรกับพฤติกรรมผู้บริโภคเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วตามเทรนด์ที่เกิดขึ้น และไลฟ์สไตล์ของคนรุ่นใหม่ที่แตกต่างกันออกไป รวมถึงกลุ่มคนที่มีรายได้แตกต่างกัน ก็มีอำนาจในการซื้อที่แตกต่างกัน

MAGURO ถือเป็นแบรนด์ร้านอาหารญี่ปุ่นระดับพรีเมียม อ้างอิงข้อมูลจาก Jetro Bangkok ระบุว่าในปี 2023 มีจำนวนร้านอาหารญี่ปุ่นทั่วประเทศไทยราว 5,751 ร้าน โดยแบ่งเป็นร้านในกรุงเทพฯ และปริมณฑลราว 3,452 ร้าน คิดเป็นสัดส่วน 60% ของจำนวนร้านอาหารญี่ปุ่นในไทย ขณะที่คู่แข่งของร้าน MAGURO ส่วนใหญ่เป็น Chained Restaurant อาทิ Shichi, Kabocha Sushi และ Sushiro เป็นต้น

SSAMTHING Together เป็นร้านอาหารบึงย่างเกาหลีระดับพรีเมียม เน้นกลุ่มลูกค้าที่มีรายได้ระดับปานกลางที่ต้องการบริการจากพนักงานอย่างใกล้ชิด โดยคู่แข่งหลักคือกลุ่ม Chained Restaurant เช่นกัน ได้แก่ Sukishi Korean Charcoal Grill, Saemaeul Sikdang และ Nice Two Meat U เป็นต้น

Hitori Shabu เป็นร้านอาหารชาบูและสุกีสไตล์ญี่ปุ่นแบบต้นตำรับ สำหรับกลุ่มลูกค้าที่มีรายได้ปานกลางถึงสูง ที่ให้ความสำคัญกับความพรีเมียมของวัตถุดิบ โดยคู่แข่งหลักเป็นกลุ่ม Chained Restaurant เช่น Yuzu Suki, Nabezo Premium, Suki Masa และ Shabu Baru เป็นต้น

Exhibit 28: ผู้ประกอบการในธุรกิจร้านอาหารญี่ปุ่นและเกาหลี และบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

บริษัท	ปีที่ก่อตั้ง	แบรนด์	จำนวนแบรนด์	จำนวนสาขา	----- 2022 หรือ 2023 -----	
					รายได้ (ลบ.)	กำไร (ลบ.)
บริษัทที่ประกอบธุรกิจร้านอาหารและจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์						
บมจ.เอ็มเค เรสโตรองด์ กรุ๊ป (M TB)	1986	MK, Yayoi แหลมเจริญ ซีฟู้ด	11	703	16,794	1,682
บมจ.เอส แอนด์ พี ซินดิเคท (SNP TB)	1973	S&P	5	143	6,290	485
บมจ.เซ็น คอร์ปอเรชั่น กรุ๊ป (ZEN TB)	1991	ZEN, AKA, On the Table, ต่ำมั่ว	13	341	3,945	158
บมจ.อาฟเตอร์ยู (AU TB)	2007	After U, Mikka	4	76	1,231	178
บมจ. มากูโร กรุ๊ป (MAGURO TB)	2015	MAGURO, SSAMTHING, Hitori Shabu	3	25	1,046	72
บริษัทที่ประกอบธุรกิจร้านอาหารญี่ปุ่นและเกาหลี						
บจ.ข้าวปั้นเอโดะ	2011	Kabocha Sushi	1	12	270	5
บจ.ซูชิโร่ จีเอช (ประเทศไทย)	2020	Sushiro	1	21	1,892	172
บจ.ซูกิชิ อินเตอร์กรุ๊ป	2001	Sukishi	3	46	1,752	77
บจ.มีทซัน บาบี้คิว	2020	Saemaeul Sikdang	1	14	250	25
บจ.สัมพาสุข	2019	Yuzu Suki	9	26	427	80
บจ.โนเบิล เรสเทอรัองด์	2007	Nabezo Premium	2	36	1,519	213
บจ.ชาบู บารู	2007	Shabu Baru	1	3	56	8

Sources: MAGURO, BOL, Company website, FSSIA's compilation

ประเด็นการลงทุน และคาดการณ์ผลประกอบการ

วัตถุประสงค์การใช้เงินจาก IPO ครั้งนี้

Exhibit 29: รายละเอียดแผนการใช้เงิน IPO

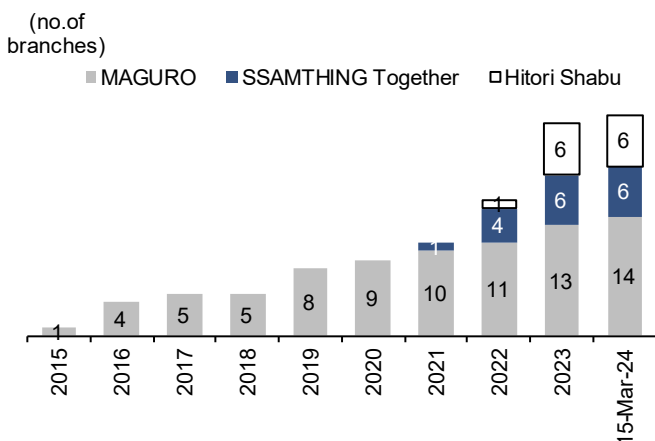
วัตถุประสงค์	รายละเอียด
การขยายสาขา	บริษัทมีแผนเปิดสาขาใหม่ของแบรนด์เดิม และสาขาใหม่ของแบรนด์ใหม่ สำหรับปี 2024 บริษัทตั้งเป้าเปิด 11 สาขา คาดใช้เงินลงทุนรวม 13-25 ลบ.ต่อสาขา
การปรับปรุงสาขาเดิมและครัวกลาง	บริษัทมีแผนปรับปรุงสาขาเดิมที่เปิดดำเนินการมานานระยะเวลาหนึ่ง และมีแผนปรับปรุงครัวกลางเพื่อรองรับการเติบโตในอนาคต
การติดตั้งและปรับปรุงเทคโนโลยีสารสนเทศที่เกี่ยวข้องกับการปฏิบัติงาน เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพการทำงาน และรองรับการขยายสาขาในอนาคต	บริษัทมีแผนติดตั้งและปรับปรุงระบบเทคโนโลยีสารสนเทศเพื่อรองรับการขยายสาขาเพิ่มขึ้น และสนับสนุนการปฏิบัติงานให้มีประสิทธิภาพมากขึ้น
ใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนในกิจการ	--

Source: MAGURO

ปัจจุบันสาขายังน้อย ยังมีโอกาสการขยายสาขาต่อเนื่อง ปีนี้จะเปิดอีก 11 สาขาใหม่

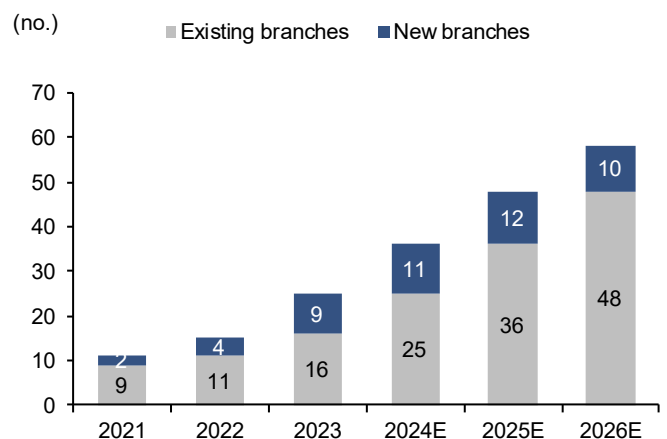
ณ วันที่ 15 มี.ค. 2024 บริษัทมีจำนวนสาขาทั้งหมด 26 สาขา อยู่ในกรุงเทพฯและปริมณฑลเท่านั้น จำนวนสาขายังน้อย เรามองว่ายังมีโอกาสในการขยายสาขาได้อย่างต่อเนื่อง ทั้งนี้บริษัทมีแผนเปิดสาขาใหม่ในปี 2024 จำนวน 11 สาขา เราประเมินศักยภาพของบริษัท รวมถึงเงินทุนที่จะได้รับจากการขาย IPO ครั้งนี้ ทำให้เราคาดว่าบริษัทจะสามารถเปิดสาขาใหม่ได้ต่อเนื่องไม่น้อยกว่า 10 สาขาต่อปี ไปอย่างน้อยอีก 3-5 ปีข้างหน้า นอกจากเป็นการขยายสาขาใหม่ในแบรนด์เดิม เรายังคาดหวังการนำเสนอแบรนด์ใหม่ของบริษัทอย่างต่อเนื่อง เพื่อสร้างความแปลกใหม่ให้กับตลาด และยังคงมองเป็นโอกาสในการเพิ่มความถี่ของลูกค้าประจำ (ที่เป็นสมาชิก) ให้มาใช้บริการกับแบรนด์ต่างๆในเครือของบริษัทมากขึ้น ซึ่งเราประเมินว่าการประสบความสำเร็จของแบรนด์ใหม่ จะยิ่งช่วยตอกย้ำการเป็นที่จดจำของลูกค้า และช่วยสร้างการเติบโตของผลประกอบการได้อย่างต่อเนื่อง และไม่เพียงแต่การขยายสาขาในกรุงเทพฯ ปริมณฑลเท่านั้น แต่ยังมีโอกาสในการขยายสาขาไปยังหัวเมืองใหญ่ในต่างจังหวัดในอนาคต

Exhibit 30: จำนวนสาขาตั้งแต่ปี 2015-15 มี.ค. 24



Sources: MAGURO, FSSIA's compilation

Exhibit 31: คาดการณ์จำนวนสาขาใหม่ในปี 2024-26



Source: FSSIA estimates

เรามองจุดแข็งอยู่ที่ทีมผู้บริหาร

แม้เราจะเห็นด้วยว่าทำเลที่ตั้งของร้านเป็นปัจจัยหลักของความสำเร็จของร้านอาหาร แต่ยังมีอีกหนึ่งปัจจัยแห่งความสำเร็จของบริษัทคือ ทีมผู้บริหาร ซึ่งสามารถนำเสนอคุณภาพ รสชาติอาหารที่แปลกใหม่ และเป็นสิ่งที่พึงพอใจ ทำให้แบรนด์เป็นที่จดจำของลูกค้าได้รวดเร็ว ซึ่งประกอบด้วยกรรมการบริหารที่ร่วมก่อตั้งบริษัทจำนวน 4 ท่าน ได้แก่ คุณเอกฤกษ์ แสงเสรีดำรง, คุณจักรกฤติ สายสมบูรณ์, คุณธนภจ ชินสำราญ และคุณชัชวรัศย์ ศรีอรุณ รวมถึงทีมผู้บริหารที่มีประสบการณ์และมีความเชี่ยวชาญในธุรกิจร้านอาหารมาเป็นเวลานาน เราตั้งข้อสังเกตว่า บริษัทได้เลือกเปิดร้าน MAGURO สาขาแรกในปี 2015 ที่ Chic Republic สาขาบางนา อยู่บนถนนบางนาตราด ซึ่งเป็นโซนนอกเมือง เพิ่งเริ่มต้นการขยายตัวของความเป็นสังคมเมือง และไม่ได้มีกำลังซื้อสูงเท่ากับในกรุงเทพฯ แต่ด้วยการนำเสนอคุณภาพและรสชาติอาหารที่โดดเด่น ทำให้แบรนด์ MAGURO เป็นที่รู้จักและได้รับการตอบรับที่ดีจากลูกค้า จนมีคิวยาว และเป็นทีกล่าวถึงในโซเชียล

ยังมีอีกหนึ่งกลยุทธ์ของบริษัทที่เราชอบคือ การมองหาโอกาสทางธุรกิจใหม่ๆอย่างต่อเนื่อง ด้วยการสร้างแบรนด์ใหม่ ถือเป็นกลยุทธ์ที่เหมาะสมกับพฤติกรรมผู้บริโภครุ่นใหม่ ที่ชอบความแปลกใหม่ ชอบค้นหาและรีวิวร้านอาหารที่อร่อย คุณภาพดี รวมถึงบริการที่น่าประทับใจ เรามองเป็นการเติบโตแบบกระจายความเสี่ยง ลดการพึ่งพิงแบรนด์ใดแบรนด์หนึ่งโดยเฉพาะ รวมถึงมีการนำเสนอประเภทอาหารที่แตกต่างกัน ช่วยลดผลกระทบจากการแย่งลูกค้ากัน หรือ Cannibalization

โดยในปี 2021 บริษัทได้ขยายแบรนด์ใหม่อย่าง SSAMTHING Together ซึ่งได้รับการตอบรับที่ดีมากในเวลาอันรวดเร็ว สอดคล้องกับเทรนด์กระแสความนิยมวัฒนธรรมเกาหลีของคนไทย โดยเปิดสาขาแรกที่ Mega Bangna ต่อมาในปี 2022 บริษัทได้ขยายไปยังแบรนด์ที่ 3 Hitori Shabu โดยมีคอนเซ็ปต์การนำเสนอวัตถุดิบระดับพรีเมียมในหม้อส่วนตัวของลูกค้า โดยเป็นการให้บริการแบบ A La Carte ด้วยกลุ่มลูกค้าเป้าหมายจัดอยู่ในกลุ่มรายได้ระดับกลางถึงสูง บริษัทจึงเปิดสาขาแรกที่ Siam Paragon และได้รับการตอบรับที่ดีมากในเวลาอันรวดเร็ว จึงได้ขยายสาขาเพิ่มขึ้นเป็น 6 สาขาในปี 2023 และสามารถสร้างรายได้เพิ่มขึ้นเป็น 197 ลบ.ในปี 2023 คิดเป็นสัดส่วน 19% ของรายได้รวม ขณะที่เรามองเป็นการเพิ่มอำนาจการต่อรองจากการสั่งซื้อวัตถุดิบ (ประเภทเนื้อสัตว์) ในปริมาณที่มากขึ้น ช่วยเพิ่มประสิทธิภาพการบริหารจัดการต้นทุนได้อีกทางหนึ่ง

ปัจจุบันสัดส่วนสาขาของบริษัทอยู่ในโครงการ Mixed-use building หรือ Community Mall ราว 37.5% ของสาขาทั้งหมด สะท้อนถึงแบรนด์ที่แข็งแกร่ง สามารถดึงดูดลูกค้าที่ต้องการทานอาหารของบริษัทได้โดยตรง ไม่ได้เป็นเพียงแบรนด์สำรองในห้างสรรพสินค้า รวมถึงมีการแข่งขันที่ต่ำกว่าห้างสรรพสินค้าขนาดใหญ่ที่มีร้านอาหารจำนวนมาก และบริษัทได้ประโยชน์จากต้นทุนค่าเช่าที่ต่ำกว่าด้วย

Exhibit 32: กรรมการบริหารที่ร่วมก่อตั้งบริษัท



นายเอกฤกษ์
แสงเสรีดำรง

กรรมการบริษัท/
ประธานกรรมการด้านสิ่งแวดล้อม
สังคม และบรรษัทภิบาล/
ประธานเจ้าหน้าที่บริหาร/
Co-founder



นายจักรกฤติ
สายสมบูรณ์

กรรมการบริษัท/
กรรมการบริหาร/
Co-founder



นายธรรมา
ชินสำราญ

กรรมการบริษัท/
กรรมการบริหาร/
Co-founder



นายชัชวรัศย์
ศรีอรุณ

กรรมการบริษัท/
กรรมการบริหาร/
Co-founder

Source: MAGURO

Exhibit 33: คณะผู้บริหาร

รายชื่อ	นายเอกฤกษ์ แสงเสรีดำรง	นางวชิราภรณ์ วานิชชัย	นางกัญพัชร ตันติพงษ์	นายพิรพล สทธิyakorn	นายธีรภพ กรานเลิศ
ตำแหน่ง	ประธานเจ้าหน้าที่บริหาร	ประธานเจ้าหน้าที่บริหาร สายงานปฏิบัติการ	ประธานเจ้าหน้าที่บริหาร สายงานบัญชีและการเงิน	ประธานเจ้าหน้าที่บริหาร สายงานทรัพยากรบุคคล	รองประธานเจ้าหน้าที่ บริหารสายงานการตลาด
ความเชี่ยวชาญ	เป็นหนึ่งในผู้ก่อตั้งและเป็น ผู้เชี่ยวชาญในธุรกิจร้าน อาหารและมีประสบการณ์ ในการเปิดร้านอาหาร มากกว่า 5 ปี	เป็นผู้เชี่ยวชาญในธุรกิจ ร้านอาหารและเครื่องดื่ม และมีประสบการณ์ทำงาน ในบริษัทชั้นนำมากกว่า 15 ปี	เป็นผู้เชี่ยวชาญด้านบัญชี และการเงินที่มีประสบ การณ์ทำงานกับบริษัทกวด ทะเบียนมากกว่า 10 ปี	เป็นผู้เชี่ยวชาญด้าน ทรัพยากรบุคคล ที่มี ประสบการณ์ในการจัดการ ทรัพยากรบุคคลมากกว่า 10 ปี	เป็นผู้เชี่ยวชาญการตลาด ที่มีประสบการณ์ในการ วางแผนด้านการตลาด ให้กับบริษัทชั้นนำกว่า 10 ปี

Source: MAGURO

บริษัทให้ความสำคัญกับ R&D ควบคู่กับการทำ Branding และ Digital Marketing

เรามุ่งมองบวกต่อการให้ความสำคัญกับการทำ R&D นอกจากทีม R&D แล้ว บริษัทยังมีทีมเซฟและผู้เชี่ยวชาญด้านการทำอาหารร่วมกันคิดค้นเมนูอาหารแปลกใหม่ และปรับแต่งเมนูที่มีอย่างสม่ำเสมอ รวมถึงนำเสนอเมนูในช่วงเทศกาลวันสำคัญต่างๆ บริษัทจะออกเมนูอาหารแนะนำใหม่ในทุกไตรมาส พัฒนาเมนูพิเศษในช่วงเทศกาลสำคัญต่างๆ รวมถึงการสร้างแบรนด์ใหม่ เพื่อสร้างความตื่นตาตื่นใจ และเพิ่มตัวเลือกให้กับลูกค้า อีกทั้งยังเป็นการรักษาความสามารถในการทำกำไรผ่านการนำเสนอเมนูใหม่ ในราคาอาหารที่มีการประเมินถึงโครงสร้างต้นทุนให้สอดคล้องกับสถานการณ์ปัจจุบัน โดยในช่วงปี 2021-23 บริษัทมีค่าใช้จ่ายการทำ R&D ในการพัฒนาเมนูอาหาร และพัฒนาแบรนด์ใหม่ราว 3-5 ลบ.ต่อปี หรือคิดเป็นสัดส่วนราว 1.3-2.2% ของค่าใช้จ่ายรวม และคิดเป็นเพียง 0.4%-0.8% ของรายได้รวม

นอกจากนี้บริษัทยังมีความสามารถในการสร้างแบรนด์ และทำให้เป็นที่รู้จักด้วยการเป็นกระแสในโซเชียล ส่วนหนึ่งเป็นการทำ Digital Marketing ผ่าน Content Creator หรือ Celebrity เพื่อทำให้เกิดกระแสการตามรอยคนดังหรือ ผู้ที่มีอิทธิพลบน Social Media ปัจจุบันบริษัทมียอดผู้ติดตามบน Social Media กว่า 500,000 ราย (ข้อมูล ณ 10 มี.ค. 24) และมีลูกค้าประจำที่เป็นสมาชิกสิ้นปี 2023 ที่ 145,615 ราย

Exhibit 34: ยอดผู้ติดตามบน Social Media ของบริษัท

ยอดผู้ติดตาม¹
กว่า 500,000 ราย

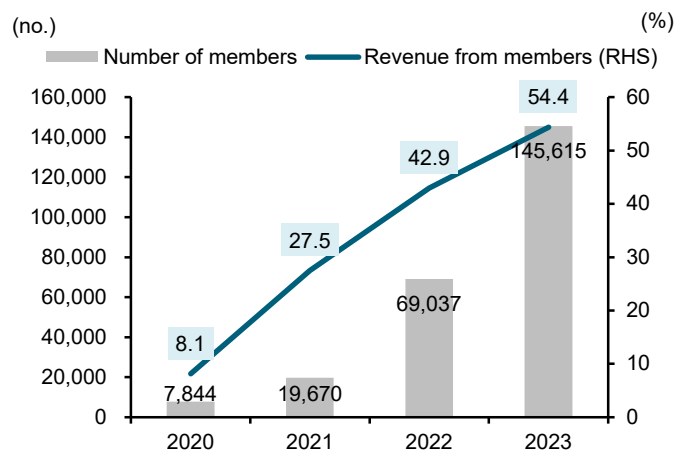
ยอดผู้ติดตาม¹
กว่า 60,000 ราย

ยอดผู้ติดตาม¹
กว่า 30,000 ราย

หมายเหตุ /1 ข้อมูล ณ วันที่ 10 มีนาคม 2567

Source: MAGURO

Exhibit 35: จำนวนสมาชิก และรายได้จากสมาชิกของร้าน



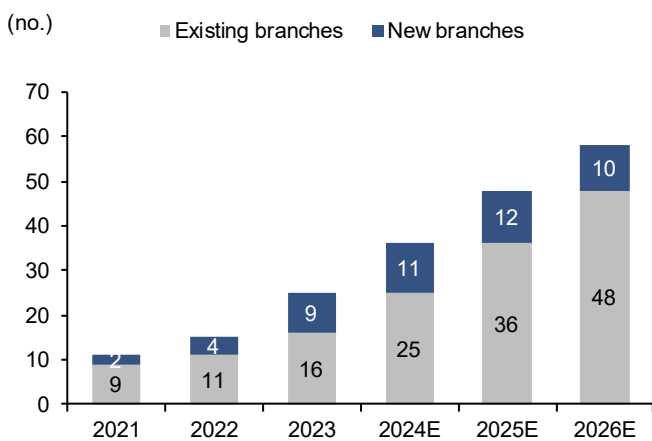
Sources: MAGURO, FSSIA's compilation

คาดการณ์ปี 2024 จะโตเร่งตัวขึ้น และคาดการณ์ 3 ปีข้างหน้าโตเฉลี่ย 29.8% CAGR

สำหรับปี 2024 เราคาดการณ์กำไรสุทธิจะเติบโตสูงต่อเนื่อง +50% y-y เป็น 108 ลบ. แม้ภาวะเศรษฐกิจโดยรวมจะเติบโตอย่างค่อยเป็นค่อยไป และคาดการณ์ลิ่งซื้อจะเติบโตได้เล็กน้อย เราจึงคาดการณ์ SSSG แบบ Conservative ให้เติบโตราว 3% y-y แต่ด้วยแผนเปิดสาขาใหม่ของบริษัทในปีที่ 11 สาขา จะทำให้สิ้นปี 2024 มีจำนวนสาขาทั้งสิ้น 36 สาขา จึงคาดการณ์รายได้รวมจะเติบโตสูง 32.7% y-y และเชื่อว่าจะมีการเปิดสาขาใหม่ของแบรนด์ Hitori Shabu ที่มีอัตรากำไรสูงอย่างต่อเนื่อง โดยคาดการณ์ส่วนรายได้ของ Hitori Shabu จะขยับขึ้นเป็น 27.4% ของรายได้รวมในปี 2024 จาก 18.9% ในปี 2023 ดังนั้นจึงคาดการณ์ให้อัตรากำไรขั้นต้นยังทรงตัวสูงที่ 45.4%

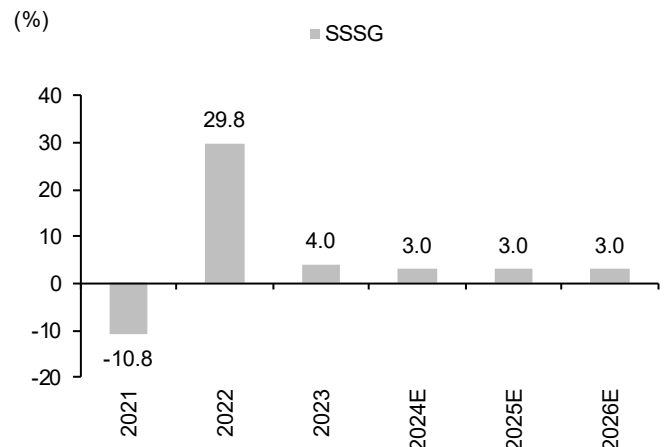
ทั้งนี้เรากำหนดกำไรสุทธิ 3 ปีข้างหน้า (2024-26) จะเติบโตเฉลี่ย 29.8% CAGR ด้วยสมมติฐานการเปิดสาขาใหม่ราว 10-12 สาขาต่อปี โดยคาดการณ์บริษัทจะมีจำนวนสาขาในปี 2026 เพิ่มขึ้นเป็น 58 สาขา และมีสัดส่วนรายได้จากแบรนด์ MAGURO ลดลงเป็น 46.8% ของรายได้รวม และคาดการณ์สัดส่วนจากแบรนด์อื่นรวมจะปรับสูงขึ้นเป็น 53.2% จาก 38.2% ของรายได้รวมในปี 2023 และช่วยหนุนให้อัตรากำไรขั้นต้นขยับขึ้นได้เฉลี่ยปีละ 20bps นอกจากสัดส่วนรายได้ของแบรนด์ที่อัตรากำไรสูงเพิ่มขึ้นแล้ว เรายังคาดการณ์เห็นผลบวกของอำนาจการต่อรองในการสั่งซื้อวัตถุดิบสูงขึ้นตามจำนวนสาขาที่เพิ่มขึ้น

Exhibit 36: Total new branches expansion



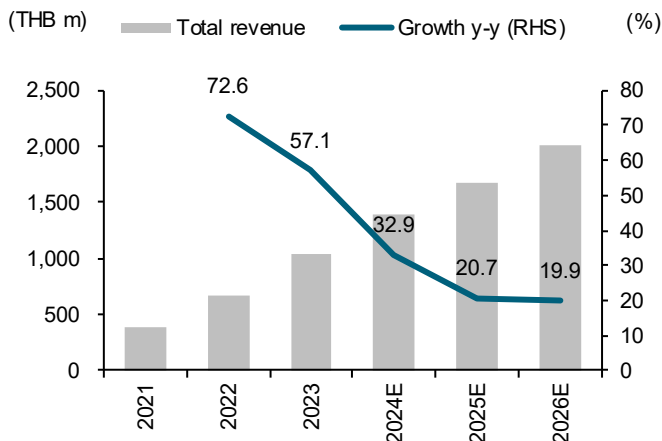
Sources: MAGURO, FSSIA estimates

Exhibit 37: Same-store-sale growth



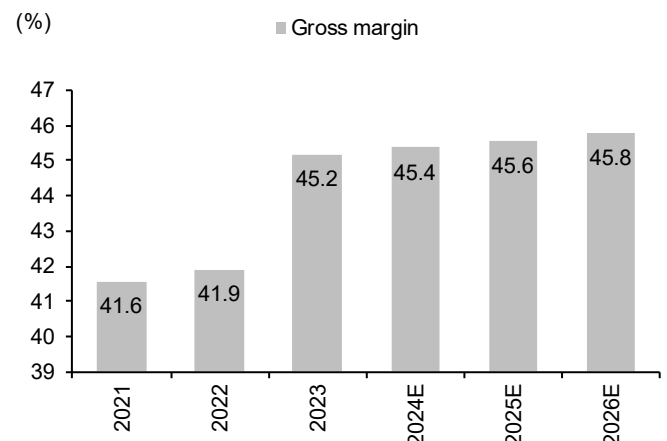
Sources: MAGURO, FSSIA estimates

Exhibit 38: Total revenue and growth



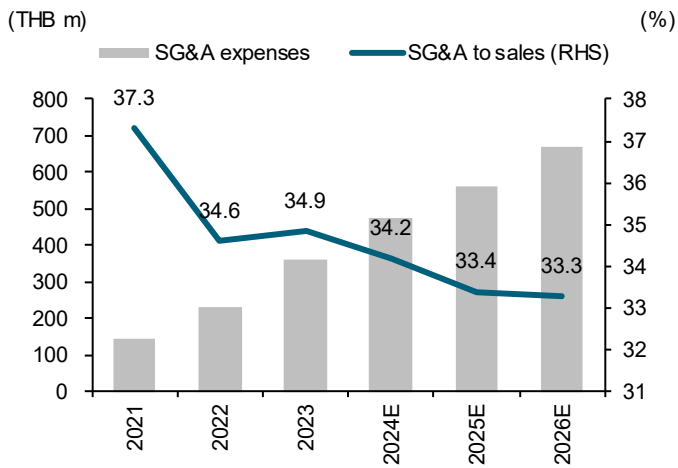
Sources: MAGURO, FSSIA estimates

Exhibit 39: Gross margin



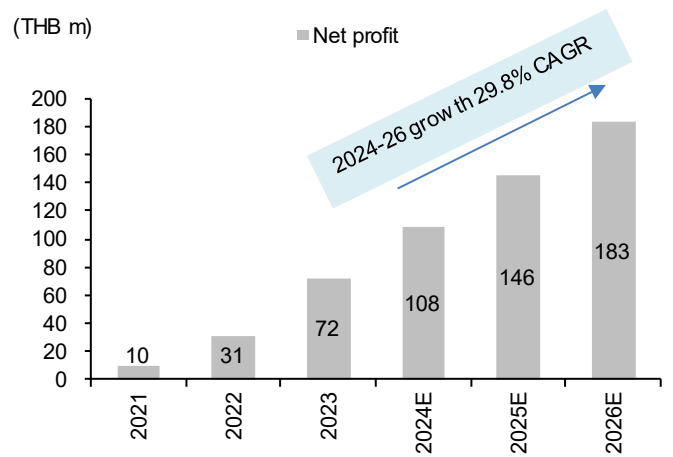
Sources: MAGURO, FSSIA estimates

Exhibit 40: SG&A to sales



Sources: MAGURO, FSSIA estimates

Exhibit 41: Net profit and growth



Sources: MAGURO, FSSIA estimates

Exhibit 42: Key assumptions for MAGURO

	Actual	Forecast			Growth		
	2023 (THB m)	2024E (THB m)	2025E (THB m)	2026E (THB m)	2024E (%)	2025E (%)	2026E (%)
Total revenue	1,044	1,387	1,673	2,006	32.9	20.7	19.9
Costs	572	758	911	1,088	32.5	20.2	19.4
Gross profit	471	629	762	919	33.5	21.2	20.5
SG&A expense	364	474	559	668	30.4	17.8	19.5
Interest expense	19	23	25	26	17.8	8.7	4.9
Tax expense	18	27	36	46	49.3	34.3	25.5
Reported net profit	72	108	146	183	49.6	34.3	25.5
Core profit	72	108	146	183	49.6	34.3	25.5
Key ratios (%)							
Gross margin	45.2	45.4	45.6	45.8	0.2	0.2	0.2
SG&A to sales	34.9	34.2	33.4	33.3	(0.7)	(0.8)	(0.1)
Net margin	6.9	7.8	8.7	9.1	0.9	0.9	0.4
Core margin	6.9	7.8	8.7	9.1	0.9	0.9	0.4
Operating statistics							
SSSG (%)	4.0	3.0	3.0	3.0			
Existing branches (no.)	16	25	36	48			
New branches (no.)	9	11	12	10			
Total branches (no.)	25	36	48	58			

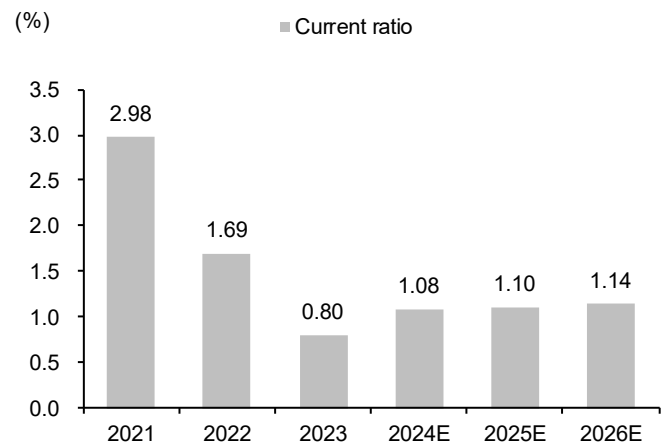
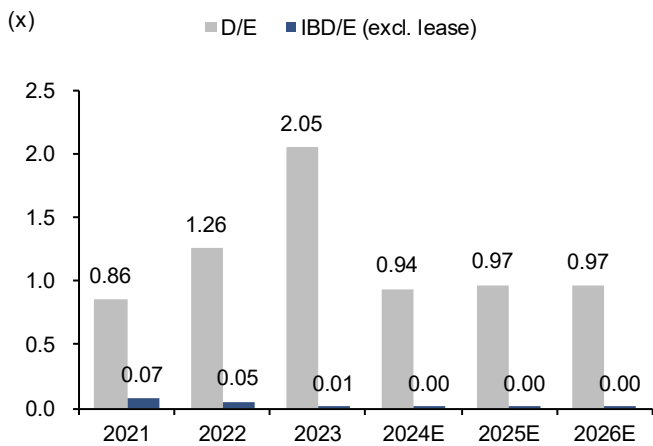
Source: FSSIA estimates

ฐานะทางการเงินหลัง IPO จะแข็งแกร่งมากขึ้น

สิ้นปี 2023 บริษัทมีสภาพคล่องอยู่ในเกณฑ์ที่ดี แม้จะมีสัดส่วน D/E ratio อยู่ที่ 2.05 เท่า แต่หนี้สินส่วนใหญ่นี้เป็นเจ้าหนี้การค้า และหนี้จากสัญญาเช่า หากพิจารณา IBD/E ratio (ไม่รวมหนี้จากสัญญาเช่า) พบว่ามีระดับที่ต่ำมากอยู่ที่เพียง 0.01 เท่า และภายหลัง IPO คาดบริษัทจะมีสถานะเป็น Net cash ไม่มีหนี้สถาบันการเงินที่มีภาระดอกเบี้ยจ่าย และคาด D/E ratio สิ้นปี 2024 จะลดลงเหลือ 0.94 เท่า ขณะที่คาด Current ratio จะปรับตัวสูงขึ้นเป็น 1.08 เท่า จาก 0.8 เท่า ณ สิ้นปี 2023 สำหรับ ROE ของบริษัท ถือว่าอยู่ในระดับที่สูงตั้งแต่ก่อน IPO โดยสิ้นปี 2023 เท่ากับ 27% และคาดหลังมีการเพิ่มทุน ทำให้จำนวนหุ้นเพิ่มขึ้น คาด ROE จะลดลงเป็น 15.8% ณ สิ้นปี 2024 ก่อนจะปรับขึ้นสูงเกิน 20% อีกครั้งในปี 2026 ถือเป็นภาพรวมฐานะทางการเงินที่แข็งแกร่งของบริษัท

Exhibit 43: D/E ratio and IBD/E ratio

Exhibit 42: Current ratio

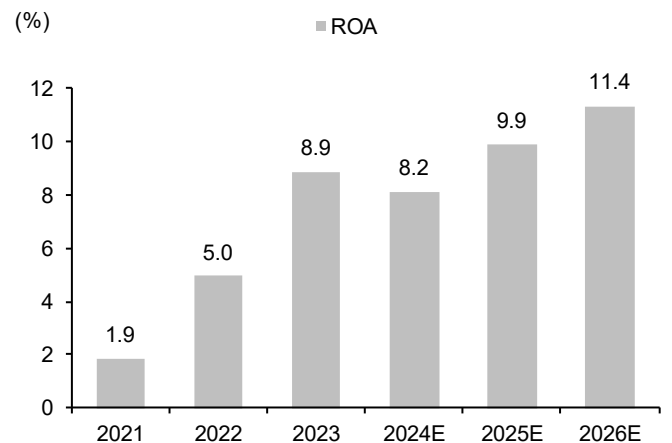
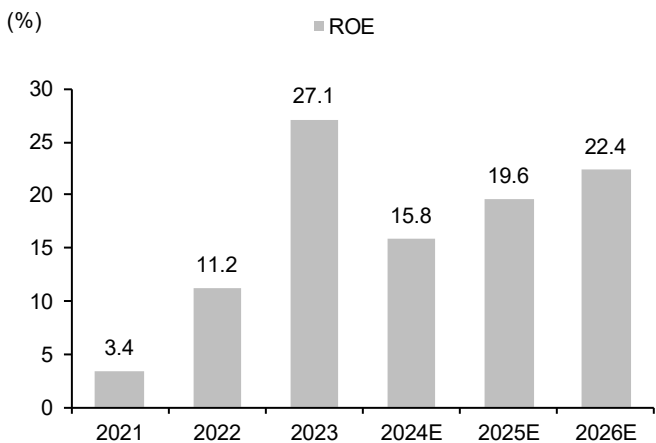


Sources: MAGURO, FSSIA estimates

Sources: MAGURO, FSSIA estimates

Exhibit 43: Return on equity

Exhibit 44: Return on asset



Sources: MAGURO, FSSIA estimates

Sources: MAGURO, FSSIA estimates

ประเมินมูลค่าเหมาะสม

เราประเมินมูลค่าเหมาะสม MAGURO ปี 2024 เท่ากับ 24 บาท อิงวิธี DCF valuation เนื่องจากมีความเหมาะสมกับการประเมินมูลค่าธุรกิจร้านอาหารที่มีแผนการขยายสาขาชัดเจน แม้ภาพรวมธุรกิจร้านอาหารในประเทศไทยมีการแข่งขันสูง ค่อนข้างท้าทายผู้ประกอบการไม่ว่าจะเป็นรายเก่าหรือรายใหม่ แต่เรามองว่า ณ ปัจจุบันเป็นเพียงจุดเริ่มต้นของการเติบโตของ MAGURO Group ด้วยจำนวนสาขาที่ยังน้อย กอปรกับบริษัทมีกลยุทธ์ในการนำเสนอร้านอาหารแบรนด์ใหม่ต่อเนื่อง และการจดทะเบียนเข้าตลาดหลักทรัพย์ เป็นอีกช่องทางหนึ่งในการสร้างแบรนด์ให้เป็นที่รู้จักเป็นวงกว้างมากขึ้น และจากผลงานที่ผ่านมาของ MAGURO รวมถึงเป้าหมายและกลยุทธ์การเติบโตของผู้บริหาร ที่เป็นผู้ก่อตั้งและเป็นคนรุ่นใหม่ โดยให้ความสำคัญกับ R&D ในการรังสรรค์เมนูอาหารที่มีคุณภาพและมีความคิดสร้างสรรค์ ผสานกับทีมผู้บริหารที่ประกอบด้วยผู้เชี่ยวชาญและมีประสบการณ์ในธุรกิจร้านอาหารมายาวนาน เรามองว่ายังมีโอกาสในขยายสาขาและการเติบโตได้อีกมาก

เราจัด MAGURO อยู่ในกลุ่มหุ้น Growth Stock ด้วยคาดการณ์กำไรสุทธิ 3 ปีข้างหน้าโตเฉลี่ย 29.8% CAGR โดยนำ FCFF มาคิดลดด้วย WACC 7.9%, Beta 1.0 (ใกล้เคียง Beta เฉลี่ยของกลุ่มร้านอาหาร M ZEN AU และ Beta ของตลาด MAI), Risk Premium 8.5% และ Terminal Growth 2% ทั้งนี้ที่ราคาเป้าหมาย 24 บาท Implied 2024E PE ที่ 28 เท่า

สำหรับ Target PE ที่เราประเมินให้กับ MAGURO ที่ 28 เท่า ยังต่ำกว่า PE เฉลี่ย 5 ปีย้อนหลังของกลุ่มร้านอาหารที่ 38x (ไม่รวมปี 2020-21 ที่มีโควิด) ประกอบด้วย PE เฉลี่ยของแต่ละบริษัท M / ZEN / AU เท่ากับ 31x / 29x / 67.8x ตามลำดับ และสามารถ Implied เป็น PEG เพียง 0.94 เท่า เราจึงมองเป็น Valuation ที่เหมาะสมกับ MAGURO

ทั้งนี้ การเทียบเคียงกับ PE ปัจจุบันของ M และ ZEN ซึ่งเทรดที่ 19.5x และ 13.6x ตามลำดับ อาจไม่เหมาะสมนัก เพราะทั้ง M และ ZEN ต่างกำลังเผชิญกับช่วงเวลาที่ยากลำบากในการปรับตัว จากภาวะการแข่งขันที่สูงขึ้น และมีร้านอาหารแบรนด์ใหม่เพิ่มขึ้นจำนวนมาก ขณะที่ M ยังมีแผนขยายสาขาในแบรนด์หลักอย่าง MK ต่อเนื่อง แม้ปัจจุบันจะมีจำนวนสาขา MK มากถึง 448 ทั่วประเทศ (ณ สิ้นปี 2023) ส่วน ZEN ได้มีการปรับร้านอาหารญี่ปุ่นแบรนด์หลักอย่าง ZEN Restaurant เป็นรูปแบบ Buffet เพื่อขยายกลุ่มลูกค้าลงมาระดับกลางที่เน้นความคุ้มค่ามากขึ้น รวมถึงมีเป้าหมายเพิ่มสัดส่วนรายได้จากธุรกิจค้าปลีกมากขึ้น FSSIA คาดการณ์กำไรปี 2024 ของ M และ ZEN จะเติบโตราว 4.3% y-y และ 9.2% y-y ตามลำดับ ขณะที่ประเมินการเติบโตของกำไรในช่วง 3 ปีข้างหน้าของ M ที่ 7% CAGR และคาด ZEN โตเฉลี่ยเพียง 4% CAGR

Exhibit 45: MAGURO – DCF valuation table

(THB m)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
EBIT	158	207	254	289	318	347
FCFF	(235)	101	149	141	214	239
Risk premium	8.5					
Beta	1.0					
WACC (%)	7.9					
Terminal growth (%)	2.0					
Terminal value	4,129					
NPV (value of the firm)	3,479					
Equity values	3,033					
No. of shares	126					
Share price (THB/share)	24.0					

Source: FSSIA estimates

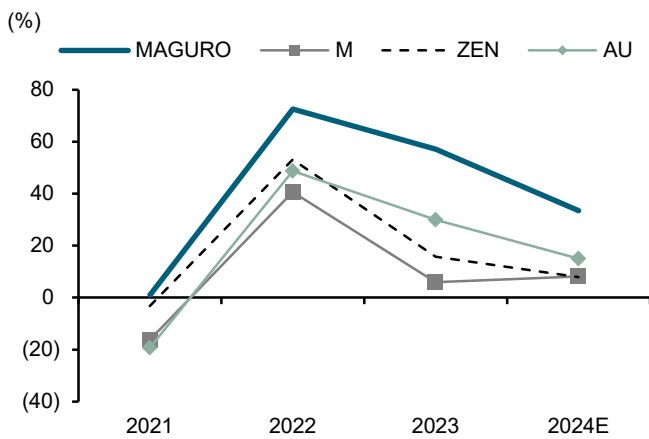
Exhibit 46: Domestic peers comparison

Company	BBG	Market Cap (USD m)	PE			ROE		PBV		EV/ EBITDA	
			Pre-covid (x)	5Y-avg** (x)	24E (x)	24E (%)	25E (%)	24E (x)	25E (x)	24E (x)	25E (x)
Thailand											
MK Restaurants Group*	M TB	926	27.6	31.1	19.5	12.6	13.3	2.4	2.4	6.9	6.6
Zen Corp Group*	ZEN TB	63	40.6	29.0	13.6	12.0	11.9	1.6	1.5	4.4	4.0
After You	AU TB	202	53.1	67.8	33.0	22.1	24.9	7.3	6.8	15.6	14.2
S&P Syndicate	SNP TB	200	24.4	24.6	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Thailand average		1,391	36.4	38.1	22.1	15.6	16.7	3.8	3.6	9.0	8.3

**exclude 2020-2021 PER

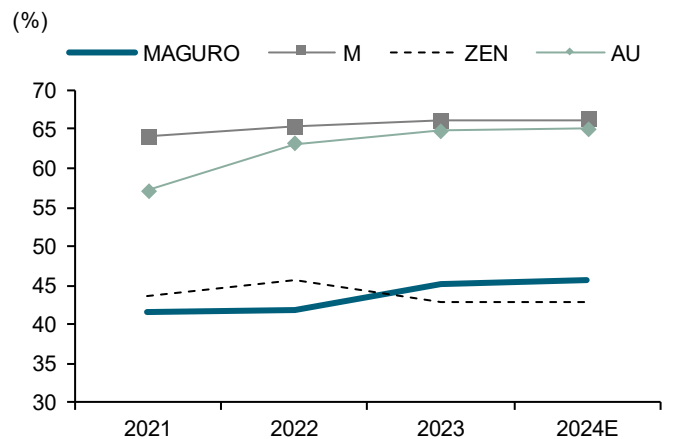
Sources: Bloomberg, *FSSIA estimates

Exhibit 49: Total revenue growth



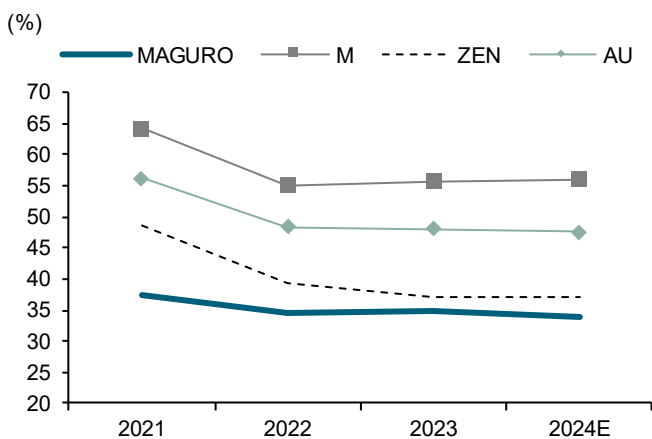
Sources: MAGURO, M, ZEN, AU, Bloomberg, FSSIA estimates

Exhibit 47: Gross margin



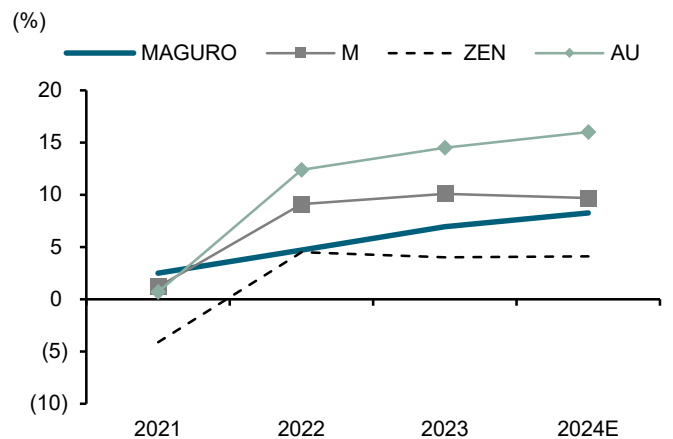
Sources: MAGURO, M, ZEN, AU, Bloomberg, FSSIA estimates

Exhibit 51: SG&A to sales



Sources: MAGURO, M, ZEN, AU, Bloomberg, FSSIA estimates

Exhibit 52: Net margin



Sources: MAGURO, M, ZEN, AU, Bloomberg, FSSIA estimates

โครงสร้างการถือหุ้น และนโยบายการจ่ายเงินปันผล

MAGURO มีแผนขายหุ้นสามัญให้กับประชาชนครั้งแรกจำนวนไม่เกิน 34,060,200 หุ้น (มูลค่าพาร์ 0.5 บาท/หุ้น) คิดเป็น 27.03% ของหุ้นสามัญที่ชำระแล้วหลัง IPO โดยแบ่งเป็น

- 1) เสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนโดยบริษัท จำนวน 21,460,200 หุ้น
- 2) เสนอขายหุ้นสามัญเดิมโดย Holistic Impact จำนวน 12,600,000 หุ้น

โดยภายหลัง IPO แล้วเสร็จบริษัทจะมีจำนวนหุ้นทั้งหมด 126,000,000 หุ้น (ทุนจดทะเบียน 63.00 ลบ.) เพิ่มขึ้นจาก 104,539,800 หุ้น (ทุนจดทะเบียนชำระแล้วก่อน IPO 52.27 ลบ.)

สำหรับเงื่อนไข Silent Period กำหนดว่าห้ามผู้ถือหุ้นก่อนวันที่เสนอขายหุ้น IPO นำหุ้นหรือหลักทรัพย์ที่อาจเป็นหุ้นรวม 55% ของทุนชำระแล้วหลัง IPO (หรือ 69.3 ล้านหุ้น) ออกขายภายในระยะเวลา 1 ปี ตั้งแต่วันที่เริ่มทำการซื้อขายในตลาดฯ เมื่อครบ 6 เดือน สามารถขายหุ้นได้ไม่เกิน 25% ของจำนวนหุ้นทั้งหมดที่ติด Silent (หรือ 17.325 ล้านหุ้น) และสามารถขายหุ้นส่วนที่เหลือได้เมื่อครบกำหนด 1 ปี

Exhibit 53: การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างผู้ถือหุ้นของ MAGURO หลัง IPO

ลำดับ	รายชื่อผู้ถือหุ้น	ณ วันที่ 16 สิงหาคม 2023		ภายหลังเสนอขายหุ้นต่อประชาชน	
		จำนวน (หุ้น)	สัดส่วน (%)	จำนวน (หุ้น)	สัดส่วน (%)
1	Holistic Impact Pte.Ltd	29,629,400	28.34	17,029,400	13.52
2	นายเอกฤกษ์ แสงเสรีดำรง	18,727,600	17.91	18,727,600	14.86
3	นายชัชวาลย์ ศรีอรุณ	18,727,600	17.91	18,727,600	14.86
4	นายรณกาจ ชินสำราญ	18,727,400	17.91	18,727,400	14.86
5	นายจักรกฤติ สายสมบูรณ์	18,727,800	17.91	18,727,800	14.86
เสนอขายต่อประชาชนทั่วไป		--	--	34,060,200	27.03
รวมจำนวนหุ้นทั้งหมด		104,539,800	100.00	126,000,000	100.00

Sources: MAGURO; FSSIA's compilation

หมายเหตุ –

1. Holistic Impact ถือหุ้น 100% โดย Lombard Asia V.LP (LAV) ซึ่งเป็น Private Equity Fund โดยผู้ถือหุ้นของ LAV ประกอบด้วยนักลงทุนสถาบันรายใหญ่จำนวน 8 ราย และนักลงทุนประเภท General Partner ที่มีอำนาจควบคุมในการบริหารจัดการคือ Lombard Asia Management (LAM) ทั้งนี้มีนายเอกฤกษ์ณ์ หวังชูเชิดกุล เป็นกรรมการของ LAM ซึ่งดำรงตำแหน่งเป็นกรรมการของบริษัทด้วย นอกเหนือจากนี้ ปัจจุบันไม่มีนักลงทุนของ LAV ที่อาจมีความขัดแย้งกับบริษัทตามประกาศของ กสท.
2. การเสนอขายหุ้นสามัญเดิมของ Holistic Impact เป็นไปตามนโยบายการลงทุนของ LAV ซึ่ง Private Equity Fund

นโยบายการจ่ายปันผล

บริษัทมีนโยบายจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นในอัตราไม่น้อยกว่าร้อยละ 40 ของกำไรสุทธิของงบการเงินเฉพาะกิจการ หลังหักภาษีเงินได้นิติบุคคล เงินทุนสำรองตามกฎหมาย และข้อบังคับของบริษัท ทั้งนี้บริษัทอาจจ่ายปันผลแตกต่างไปจากนโยบายที่กำหนดไว้ ขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานและฐานะทางการเงิน สภาพคล่อง แผนการขยายธุรกิจ ความจำเป็น และความเหมาะสมอื่นใดในอนาคตและปัจจัยอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องในการบริหารงานของบริษัท ตามความเห็นสมควรหรือเหมาะสมของคณะกรรมการบริษัท

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากการแข่งขันสูง และการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมของผู้บริโภค

ธุรกิจร้านอาหารมีการแข่งขันค่อนข้างสูง จากทั้งจำนวนผู้ประกอบการหลายราย และพฤติกรรมผู้บริโภคที่เปลี่ยนแปลง ส่งผลให้เกิดการนำเสนอผลิตภัณฑ์ใหม่ เมนูใหม่ รวมถึงรูปแบบบริการใหม่ๆ ซึ่งล้วนแต่เป็นคู่แข่งของบริษัท ทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทอาจเผชิญความเสี่ยง หากไม่สามารถปรับตัวให้ทันกับการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นเร็ว

ความเสี่ยงจากความผันผวนของต้นทุนและการขาดแคลนวัตถุดิบ

ต้นทุนวัตถุดิบหลักของบริษัทคือ อาหารสด อาทิ ปลาแซลมอน ปลาทูน่า เนื้อวัว เนื้อหมู และผักสด ซึ่งมีความผันผวนทั้งด้านปริมาณและราคา ทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทมีความเสี่ยงถูกกระทบ กรณีขาดแคลนวัตถุดิบ หรือราคาวัตถุดิบปรับตัวสูงขึ้นกว่าที่บริษัทคาดการณ์ไว้ และไม่สามารถปรับขึ้นราคาขายเพื่อลดผลกระทบดังกล่าวได้

ความเสี่ยงจากการไม่สามารถหาพื้นที่เช่าเพื่อขยายสาขา หรือต่ออายุสัญญาเช่าสาขาเดิมได้

หนึ่งในปัจจัยความสำเร็จของธุรกิจร้านอาหารคือทำเลที่ตั้งของร้าน จากจำนวนผู้ประกอบการในอุตสาหกรรมร้านอาหารที่สูงขึ้น และมีการขยายสาขากันต่อเนื่อง ทำให้การสรรหาทำเลที่ตั้งเพื่อขยายสาขาใหม่มีความยากลำบากมากขึ้น นอกจากนี้ยังมีความเสี่ยงจากการไม่สามารถต่อสัญญาเช่าพื้นที่ของสาขาเดิมได้ เนื่องจากสัญญาปัจจุบันของบริษัท ส่วนใหญ่เป็นระยะสั้นอายุ 3 ปี และด้วยการแข่งขันที่สูง ทำให้ผู้ให้เช่า เช่น คอมมูนิตี้มอลล์ ห้างสรรพสินค้า หรือ พื้นที่ Stand Alone มีอำนาจในการต่อรองมากขึ้น ท้ายที่สุดอาจส่งผลให้ค่าเช่าปรับตัวสูงขึ้น (หากผู้ประกอบการรายอื่นยอมจ่ายในราคาที่สูงกว่า)

ความเสี่ยงจากการดำเนินงานของสาขาใหม่หรือแบรนด์ใหม่ ไม่เป็นไปตามเป้าหมาย

ในแต่ละปี บริษัทจะมีการอนุมัติแผนขยายสาขาใหม่ รวมถึงการเปิดแบรนด์ร้านอาหารใหม่อย่างต่อเนื่อง โดยจะมีการอนุมัติวงเงินลงทุน และกำหนดจำนวนสาขาที่ต้องการเปิดเพิ่มแยกตามแต่ละแบรนด์ ด้วยการพิจารณาแผนธุรกิจให้สอดคล้องกับภาวะเศรษฐกิจ การแข่งขัน โอกาส และความต้องการของผู้บริโภคในแต่ละช่วงเวลา อย่างไรก็ตาม ด้วยภาวะการแข่งขันที่สูงขึ้น ทำให้การหาทำเลที่เหมาะสมมีความท้าทาย และใช้ระยะเวลาเพิ่มขึ้น จึงอาจส่งผลให้จำนวนสาขาใหม่ไม่เป็นไปตามเป้าหมาย รวมถึงผลการดำเนินงานของสาขาใหม่อาจต่ำกว่าที่บริษัทคาดการณ์ไว้ก็เป็นได้

ความเสี่ยงจากการขาดแคลนบุคลากรเพื่อรองรับการขยายสาขา

เนื่องด้วยบริษัทประกอบธุรกิจร้านอาหารที่ให้บริการเต็มรูปแบบ (Full-Service Restaurants) จึงมีความต้องการบุคลากรที่มีความเชี่ยวชาญด้านการประกอบอาหาร ขณะที่บริษัทมีแผนขยายสาขาต่อเนื่อง โดยร้าน MAGURO มีบุคลากรเฉลี่ย 25 คน/ร้าน, SSAMTHING Together 35 คน/ร้าน และ Hitori Shabu 25 คน/ร้าน ดังนั้นจึงมีความเสี่ยงที่ผลการดำเนินงานของร้านสาขาของบริษัทอาจไม่เป็นไปตามแผนหากขาดแคลนบุคลากร หรือสูญเสียบุคลากรที่มีความเชี่ยวชาญจากการถูกดึงตัวของบริษัทคู่แข่ง

ความเสี่ยงจากการปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำ

ธุรกิจร้านอาหารถือเป็นธุรกิจบริการที่มีความต้องการใช้แรงงานสูง โดยค่าใช้จ่ายพนักงานถือเป็นต้นทุนคงที่และมีสัดส่วนราว 22% ของรายได้รวม แม้ค่าแรงหรือเงินเดือนของบุคลากรในร้านอาหารจะสูงกว่าค่าแรงขั้นต่ำอยู่แล้ว แต่เมื่อภาครัฐมีการประกาศปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำ เรามองว่าบริษัทอาจได้รับผลกระทบจากการต้องปรับขึ้นค่าแรงให้กับพนักงานรายวันหรือ Part time ตามนโยบายของภาครัฐ รวมถึงอาจต้องมีการปรับขึ้นเงินเดือนให้กับพนักงานประจำ ตามฐานค่าแรงขั้นต่ำที่มีการปรับขึ้นมา จึงเป็นความเสี่ยงหากบริษัทไม่สามารถปรับขึ้นราคาขายเพื่อสะท้อนต้นทุนคงที่ที่ปรับขึ้นได้

Appendix

Company Overview

ดำเนินธุรกิจร้านอาหารระดับ Premium-Mass ภายใต้แบรนด์ MAGURO, SSAMTHING Together และ Hitori Shabu เป็นร้านอาหารประเภทญี่ปุ่นและเกาหลี ปัจจุบันสิ้นปี 2023 มีจำนวนสาขา รวม 25 สาขา ในกรุงเทพฯและปริมณฑล โดยบริษัทมีแผนเปิดสาขาใหม่ในปี 2024 รวม 11 สาขา ภายใต้แบรนด์เดิม และมีแผนเปิดแบรนด์ใหม่เพิ่มด้วย จากศักยภาพของทีมผู้บริหาร และจำนวนสาขาที่ยังน้อย เรามองว่ายังมีโอกาสเติบโตได้อีกมาก

สิ้นปี 2023 บริษัทมีส่วนรายได้จากแบรนด์ MAGURO มากที่สุด รวบรวม 62% ของรายได้รวม รองมาคือ SSAMTHING Together 19.1% และ Hitori Shabu 18.9%

Valuation Methodology

เราประเมินมูลค่าเหมาะสม MAGURO ปี 2024 เท่ากับ 24 บาท อิงวิธี DCF valuation เราจัด MAGURO อยู่ในกลุ่มหุ้น Growth Stock ด้วยคาดการณ์กำไรสุทธิ 3 ปีข้างหน้าโตเฉลี่ย 29.8% CAGR โดยนำ FCFF มาคิดลดด้วย WACC 7.9%, Beta 1.0, Risk Premium 8.5% และ Terminal Growth 2%

ทั้งนี้ที่ราคาเป้าหมาย 24 บาท Implied 2024E PE ที่ 28 เท่า ซึ่งต่ำกว่า PE เฉลี่ย 5 ปีย้อนหลังของกลุ่มร้านอาหารที่ 38x (ไม่รวมปี 2020-21 ที่มีโควิด) ประกอบด้วย PE เฉลี่ย 5 ปีของแต่ละบริษัท M ZEN AU ที่ 31x / 29x / 67.8x ตามลำดับ และสามารถ Implied เป็น PEG ของ MAGURO เพียง 0.94 เท่า เราจึงมองเป็น Valuation ที่เหมาะสม

ESG

Environment

- บริษัทมุ่งมั่นดำเนินธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคมตลอดทั้ง Supply Chain โดยจัดการและใช้ประโยชน์จากของเสียและวัสดุที่ไม่ใช้แล้ว เช่น ศีรษะวิธีการตัดแต่งวัตถุดิบ เพื่อให้ลดการเกิดของเสีย และนำไปตัดแต่งเป็นเมนูใหม่
- บริษัทใช้อุปกรณ์ที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม โดยลดการใช้วัสดุสิ้นเปลือง ใน 1 ปีที่ผ่านมา บริษัทสามารถลดการใช้พลาสติกเพื่อบรรจุภัณฑ์จำนวน 9,490 กก. ลดค่าใช้จ่ายราว 0.19 ลบ.
- ปัจจุบันอยู่ระหว่างวางแผนตรวจวัดและตั้งเป้าหมายลดปริมาณการปล่อยก๊าซเรือนกระจกผ่านการลดขยะพลาสติกเป็นศูนย์ (Plastic Neutral)

Social

- บริษัทให้ความสำคัญกับการปฏิบัติต่อพนักงานอย่างเป็นธรรมและเท่าเทียม ภายใต้เงื่อนไขการทำงานที่เป็นธรรม จ่ายค่าตอบแทนอย่างเหมาะสม ประเมินผลการปฏิบัติงานอย่างโปร่งใส และจัดให้มีสวัสดิการอย่างครบถ้วน
- มุ่งเน้นพัฒนาคุณภาพและมาตรฐานสินค้า โดยคัดเลือกสินค้าที่มีความปลอดภัยและได้มาตรฐานสากล รวมถึงยึดมั่นในการตลาดที่เป็นธรรม ไม่บิดเบือน หรือโฆษณาเกินจริง และจัดให้มีระบบลูกค้าสัมพันธ์เพื่อให้ลูกค้าสามารถร้องเรียน ได้
- สนับสนุนให้เกิดการสร้างนวัตกรรมในกระบวนการทำงานภายในองค์กร เพื่อส่งเสริมและพัฒนาการบริการอย่างมีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคม พร้อมกับสื่อสารข้อมูลอย่างถูกต้องและเพียงพอแก่ผู้มีส่วนได้เสีย

Governance

- บริษัทให้ความสำคัญกับการประเมินความยั่งยืนรอบด้าน สำหรับการลงทุนในธุรกิจใหม่ การควบรวมกิจการ หรือการเข้าซื้อกิจการให้ครอบคลุมทั้งด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลและเศรษฐกิจ
- คณะกรรมการบริษัทมีทั้งหมด 9 คน โดยเป็นกรรมการอิสระ 3 คน ไม่น้อยกว่า 1 ใน 3 ของกรรมการทั้งหมด เป็นไปตามประกาศของ กสท.

Financial Statements

Maguro Group

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	664	1,044	1,387	1,673	2,006
Cost of goods sold	(386)	(572)	(758)	(911)	(1,088)
Gross profit	278	471	629	762	919
Other operating income	2	2	3	3	4
Operating costs	(230)	(364)	(474)	(559)	(668)
Operating EBITDA	115	218	276	334	392
Depreciation	(65)	(109)	(118)	(128)	(138)
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	50	110	158	207	254
Net financing costs	(11)	(19)	(23)	(25)	(26)
Associates	0	0	0	0	0
Recurring non-operating income	0	0	0	0	0
Non-recurring items	0	0	0	0	0
Profit before tax	39	91	136	182	229
Tax	(8)	(18)	(27)	(36)	(46)
Profit after tax	31	72	108	146	183
Minority interests	0	0	0	0	0
Preferred dividends	0	0	0	0	0
Other items	-	-	-	-	-
Reported net profit	31	72	108	146	183
Non-recurring items & goodwill (net)	-	-	-	-	-
Recurring net profit	31	72	108	146	183
Per share (THB)					
Recurring EPS *	0.30	0.69	0.86	1.16	1.45
Reported EPS	0.30	0.69	0.86	1.16	1.45
DPS	0.29	0.82	0.52	0.69	0.87
Diluted shares (used to calculate per share data)	105	105	126	126	126
Growth					
Revenue (%)	72.6	57.1	32.9	20.7	19.9
Operating EBITDA (%)	73.2	89.3	26.3	21.2	17.2
Operating EBIT (%)	162.7	119.9	44.0	30.6	23.1
Recurring EPS (%)	227.6	131.1	24.2	34.3	25.5
Reported EPS (%)	227.6	131.1	24.2	34.3	25.5
Operating performance					
Gross margin inc. depreciation (%)	41.9	45.2	45.4	45.6	45.8
Gross margin exc. depreciation (%)	51.8	55.6	53.8	53.2	52.6
Operating EBITDA margin (%)	17.4	20.9	19.9	20.0	19.5
Operating EBIT margin (%)	7.5	10.5	11.4	12.4	12.7
Net margin (%)	4.7	6.9	7.8	8.7	9.1
Effective tax rate (%)	20.3	20.0	20.0	20.0	20.0
Dividend payout on recurring profit (%)	96.7	118.3	60.0	60.0	60.0
Interest cover (X)	4.7	5.7	7.0	8.4	9.8
Inventory days	16.4	24.0	29.5	31.9	31.6
Debtor days	7.6	7.1	5.0	4.6	4.6
Creditor days	74.0	71.4	71.2	74.5	73.6
Operating ROIC (%)	17.2	21.0	22.9	27.5	31.2
ROIC (%)	14.9	18.5	16.2	16.5	19.1
ROE (%)	11.2	26.5	22.8	20.4	23.4
ROA (%)	6.9	12.2	11.8	11.8	13.2
* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted					
Revenue by Division (THB m)					
Restaurants	662	1,042	1,385	1,671	2,004
Catering and delivery	3	2	2	2	3

Sources: Maguro Group; FSSIA estimates

Financial Statements

Maguro Group

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Recurring net profit	31	72	108	146	183
Depreciation	65	109	118	128	138
Associates & minorities	-	-	-	-	-
Other non-cash items	2	0	0	0	0
Change in working capital	(2)	19	21	16	18
Cash flow from operations	96	200	247	289	339
Capex - maintenance	(217)	(352)	(180)	(200)	(200)
Capex - new investment	-	-	-	-	-
Net acquisitions & disposals	-	-	-	-	-
Other investments (net)	(13)	(25)	(324)	(13)	(15)
Cash flow from investing	(231)	(377)	(504)	(213)	(215)
Dividends paid	(26)	(85)	(65)	(87)	(110)
Equity finance	0	0	376	0	0
Debt finance	82	151	47	39	24
Other financing cash flows	3	8	6	5	6
Cash flow from financing	59	73	363	(43)	(80)
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	0	0	0	0
Net other adjustments	0	0	0	0	0
Movement in cash	(75)	(104)	105	33	44
Free cash flow to firm (FCFF)	(123.56)	(157.84)	(234.91)	100.72	149.40
Free cash flow to equity (FCFE)	(48.67)	(18.70)	(205.33)	120.51	153.75

Per share (THB)

FCFF per share	(0.98)	(1.25)	(1.86)	0.80	1.19
FCFE per share	(0.39)	(0.15)	(1.63)	0.96	1.22
Recurring cash flow per share	0.94	1.73	1.79	2.17	2.54

Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Tangible fixed assets (gross)	418	696	768	851	923
Less: Accumulated depreciation	(73)	(108)	(118)	(128)	(138)
Tangible fixed assets (net)	345	588	651	723	786
Intangible fixed assets (net)	13	23	30	30	30
Long-term financial assets	-	-	-	-	-
Invest. in associates & subsidiaries	0	0	300	300	300
Cash & equivalents	198	94	200	233	277
A/C receivable	21	19	19	23	27
Inventories	20	41	62	75	89
Other current assets	4	3	7	8	10
Current assets	243	158	288	339	404
Other assets	30	45	62	75	90
Total assets	631	814	1,331	1,467	1,609
Common equity	280	267	686	744	818
Minorities etc.	0	0	0	0	0
Total shareholders' equity	280	267	686	744	818
Long term debt and lease liabilities	196	331	353	385	402
Other long-term liabilities	12	19	25	30	36
Long-term liabilities	208	351	378	415	438
A/C payable	77	105	145	175	209
Short term debt and lease liabilities	60	76	100	108	115
Other current liabilities	6	17	21	25	30
Current liabilities	143	197	266	307	353
Total liabilities and shareholders' equity	631	814	1,331	1,467	1,609
Net working capital	(39)	(57)	(78)	(94)	(112)
Invested capital	350	599	965	1,035	1,094

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

Per share (THB)

Book value per share	2.68	2.55	5.45	5.91	6.49
Tangible book value per share	2.55	2.34	5.21	5.67	6.25

Financial strength

Net debt/equity (%)	20.8	117.1	37.0	35.0	29.4
Net debt/total assets (%)	9.2	38.4	19.1	17.7	14.9
Current ratio (x)	1.7	0.8	1.1	1.1	1.1
CF interest cover (x)	(3.6)	0.0	(8.1)	5.9	6.9

Valuation	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Recurring P/E (x) *	n.a.	n.a.	5.8	4.3	3.4
Recurring P/E @ target price (x) *	n.a.	n.a.	27.9	20.8	16.5
Reported P/E (x)	n.a.	n.a.	5.8	4.3	3.4
Dividend yield (%)	n.a.	n.a.	10.3	13.9	17.4
Price/book (x)	n.a.	n.a.	0.9	0.8	0.8
Price/tangible book (x)	n.a.	n.a.	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA (x) **	n.a.	n.a.	3.2	2.7	2.2
EV/EBITDA @ target price (x) **	n.a.	n.a.	11.9	9.8	8.3
EV/invested capital (x)	n.a.	n.a.	0.9	0.9	0.8

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

Sources: Maguro Group; 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 (60-69), 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="0" style="margin-left: 20px;"> <tr> <td style="vertical-align: top;"> AAA 8.571-10.000 AA 7.143-8.570 A 5.714-7.142 BBB 4.286-5.713 BB 2.857-4.285 B 1.429-2.856 CCC 0.000-1.428 </td> <td style="vertical-align: top; padding-left: 10px;"> Leader: leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities Average: a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers Laggard: lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks </td> </tr> </table>	AAA 8.571-10.000 AA 7.143-8.570 A 5.714-7.142 BBB 4.286-5.713 BB 2.857-4.285 B 1.429-2.856 CCC 0.000-1.428	Leader: leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities Average: a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers Laggard: lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks									
AAA 8.571-10.000 AA 7.143-8.570 A 5.714-7.142 BBB 4.286-5.713 BB 2.857-4.285 B 1.429-2.856 CCC 0.000-1.428	Leader: leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities Average: a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers 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

Sureeporn Teewasuwet 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 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.

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, unless otherwise stated.

RECOMMENDATION STRUCTURE

Stock ratings

Stock ratings are based on absolute upside or downside, which we define as (target price* - current price) / 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.