

MILLENNIUM GROUP CORPORATION (ASIA)  
THAILAND / AUTOMOTIVES

MGC TB

## เบอร์ 1 ของ BMW

TARGET PRICE

THB10.70

- MGC เป็นตัวแทนจำหน่ายยานยนต์ Rolls-Royce BMW MINI บีคเอบ์ และมาริน พร้อมธุรกิจเกี่ยวเนื่องอื่นๆ เช่น ศูนย์บริการ บริการเช่ารถยนต์ สินเชื่อ และประกัน
- จุดเด่นของบริษัทคือการสร้าง ecosystem และ synergy ในแต่ละธุรกิจ
- คาดการณ์กำไรเติบโตกว่าร้อยละ 21% ในปี 2023 ประเมินราคาเหมาะสมที่ 10.70 บาท

## ประกอบธุรกิจจำหน่ายยานยนต์รายใหญ่ของประเทศไทย

MGC ประกอบธุรกิจหลักคือตัวแทนจำหน่ายยานยนต์ พร้อมศูนย์บริการ บริการเช่ารถยนต์ สินเชื่อ และประกัน โดยธุรกิจหลักจำหน่ายยานยนต์ซึ่งเป็นธุรกิจหลัก มีส่วนสัดส่วนรายได้ในปี 2022 ที่ 78.7% ของรายได้รวม aftersales 14.8% เช่ารถพร้อมคนขับ 5.9% ภาษี 0.2% และอื่นๆ อีก 0.4% ปัจจุบันบริษัทเป็นตัวแทนจำหน่ายรถยนต์ BMW MINI Honda และ Rolls-Royce รถจักรยานยนต์ BMW Motorrad และ Harley-Davidson เรือยอชท์ Azimut และเรือแม่น้ำ Chris Craft

## จุดเด่นของบริษัท

เรามองว่าบริษัทมีความโดดเด่นด้านการดำเนินธุรกิจที่สามารถสร้างความแตกต่างและสามารถแข่งขันในตลาดได้อย่างมั่นคง เราจำแนกจุดเด่นของบริษัทได้ 3 ข้อ ดังนี้ 1) สินค้าที่จำหน่ายเป็นสินค้าที่ราคาสูง เจาะกลุ่มตลาดลูกค้าระดับบน ที่มีความผันผวนต่อสภาพเศรษฐกิจต่ำกว่ารถยนต์ยี่ห้ออื่นๆ 2) ศูนย์บริการได้ประโยชน์จาก BSI ของ BMW ทำให้สามารถรักษารฐานลูกค้า และยังสามารถสร้างรายได้อย่างต่อเนื่อง 3) การเป็นผู้จัดจำหน่ายรายใหญ่ในประเทศไทยทำให้เราเชื่อว่ามีอำนาจต่อรองกับผู้ผลิตรถยนต์ และมีความสัมพันธ์ที่ดีกับค่ายรถยนต์

## คาดการณ์กำไรปี 2023 เติบโตแข็งแกร่ง

ด้วยปัจจัยบวกทางอุตสาหกรรมที่คาดว่าจะขยายรถยนต์ในประเทศจะฟื้นตัวได้ที่ 3.6% การเริ่มธุรกิจใหม่ๆ เช่น ธุรกิจตัวแทนจำหน่ายเรือแม่น้ำ ธุรกิจสินเชื่อ รวมไปถึงการขยายสาขาในธุรกิจตัวแทนจำหน่ายยานยนต์และศูนย์บริการ ทำให้เราคาดว่า MGC จะมีรายได้เติบโตในปี 2023 ที่ 4.2% เป็น 23,948 ล้านบาท การประหยัดจากขนาดและความคาดหวังฟื้นตัวของธุรกิจสินเชื่อจากการขาดทุนในปีก่อน ทำให้เราประเมินกำไรในปี 2023 ที่ 701 ล้านบาท (+17% y-y)

## ประเมินมูลค่าเหมาะสมที่ 10.70 บาท

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ MGC ด้วยวิธี P/E ที่ 17 เท่า ได้ราคาเหมาะสมที่ 10.70 บาท บน EPS ปี 2023 ที่ 0.63 บาท โดยการใช้ค่ากลางของ P/E บนกลุ่มอุตสาหกรรมยานยนต์ที่ 7.9 เท่า และอุตสาหกรรมค้าปลีกที่ 24 เท่า ระดับ P/E ที่ 17 เท่านี้ถือว่าเหมาะสมกับการเติบโตของบริษัท ที่เราคาดว่าค่าเฉลี่ยการเติบโตของกำไรในอีก 3 ปีข้างหน้า (3-year CAGR) จะยังคงอยู่ในระดับที่สูงที่ 17% ต่อปี ไปจนถึงปี 2025 ทำให้ระดับ PEG ratio อยู่ที่ 1 เท่า

## KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2022	2023E	2024E	2025E
Revenue	22,981	23,948	24,943	25,733
Net profit	603	701	835	936
EPS (THB)	0.72	0.63	0.75	0.84
EBITDA	1,648	1,797	1,891	1,996
Core net profit	581	701	835	936
Core EPS (THB)	0.69	0.63	0.75	0.84
EPS growth (%)	94.4	(9.6)	19.2	12.1
Net debt/Equity* (%)	281.7	35.3	31.9	25.8
ROE (%)	53.6	25.7	19.0	19.3

\*Include minority interest

Sources: Company Data; FSSIA estimates

## MGC's IPO summary

Pre-IPO shares	840 ล้านหุ้น
Share offering	ไม่เกิน 280 ล้านหุ้น คิดเป็นไม่เกิน 25% ของจำนวนหุ้นหลัง IPO
Use of proceeds	1) ลงทุนในบริษัท Alpha X 2) ลงทุนในบริษัท MMS 3) ชำระคืนหนี้เงินกู้จากสถาบันการเงินของบริษัทฯ และ/หรือบริษัทย่อย 4) เป็นเงินทุนหมุนเวียนสำหรับการดำเนินธุรกิจของบริษัทฯ และ/หรือบริษัทย่อย
Blackout date	3 เมษายน 2023
Financial advisor	Finansa Securities Limited
Joint Lead Underwriter	Finansa Securities Limited and Bualuang Securities

FSS INTERNATIONAL INVESTMENT ADVISORY SECURITIES CO., LTD. (FSSIA), A PARENT COMPANY OF FINANSIA HAS BEEN ENGAGED TO ACT, AS PREPARER OF THIS RESEARCH REPORT OF THE COMPANY

ALL RECIPIENTS HEREOF, TO THE EXTENT THAT THEY ARE CONSIDERING MAKING AN INVESTMENT IN UNITS OF MGC BUSINESS, SHOULD READ THE PROSPECTUS PREPARED BY FINANSIA SECURITIES LIMITED



Naruedom Mujjalinkool

naruedom.muj@fssia.com  
+66 2611 3566

## สารบัญ

แผนการเสนอขาย IPO และนโยบายการจ่ายเงินปันผล.....	3
ลักษณะการประกอบธุรกิจ .....	4
1. กลุ่มธุรกิจจำหน่ายยานยนต์.....	5
2. กลุ่มธุรกิจให้บริการหลังการขายและให้บริการซ่อมบำรุงรถยนต์อิสระ .....	8
3. กลุ่มธุรกิจให้บริการเช่ารถยนต์และคนขับ .....	9
4. ธุรกิจอื่นๆ.....	10
แนวโน้มอุตสาหกรรม .....	12
อุตสาหกรรมรถยนต์ในประเทศไทย.....	12
จุดเด่นของบริษัท.....	15
1. สินค้าที่จำหน่าย เป็นสินค้าที่ราคาสูง เจาะกลุ่มตลาดลูกค้าระดับบน .....	15
2. ศูนย์บริการได้ประโยชน์จาก BSI.....	16
3. เป็นผู้จัดจำหน่ายรายใหญ่ในประเทศไทย .....	17
ความเสี่ยง .....	18
วิเคราะห์ผลการดำเนินงานในอนาคต.....	21
การประเมินมูลค่า.....	25

## แผนการเสนอขาย IPO และนโยบายการจ่ายเงินปันผล

บริษัทมีแผนเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนให้แก่ประชาชนทั่วไปจำนวนไม่เกิน 280 ล้านหุ้น คิดเป็นสัดส่วนไม่เกิน 25% ของหุ้นสามัญหลังเสนอขาย IPO (มูลค่าพาร์ 0.5 บาท/หุ้น) โดยภายหลัง IPO แล้วเสร็จบริษัทจะมีจำนวนหุ้นทั้งหมด 1,120 ล้านหุ้น เพิ่มขึ้นจาก 840 ล้านหุ้น และมีทุนจดทะเบียนหลัง IPO เพิ่มขึ้นจาก 420 ล้านบาทเป็น 560 ล้านบาท

ในส่วนของเงื่อนไข Silent Period กำหนดว่าบริษัท ธรรม โฮลดิ้งส์ จำกัด และครอบครัวธรรมชานวิริยะ จะไม่มีการขายหุ้นทั้งหมด 55% ของทุนชำระแล้วหลัง IPO (หรือ 55% ของ 1,120 ล้านหุ้น) ภายในระยะเวลา 1 ปี นับตั้งแต่วันที่เริ่มทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ โดยสามารถทยอยขายหุ้นได้ 25% ของหุ้นที่ถูกห้ามขาย เมื่อครบกำหนด 6 เดือน และสามารถขายส่วนที่เหลือได้เมื่อครบกำหนดระยะเวลา 1 ปี

บริษัทมีนโยบายจ่ายปันผลไม่ต่ำกว่า 40% ของกำไรสุทธิตามงบการเงินเฉพาะของบริษัท หลังหักภาษีเงินได้นิติบุคคล และจัดสรรทุนสำรองต่างๆตามกฎหมาย

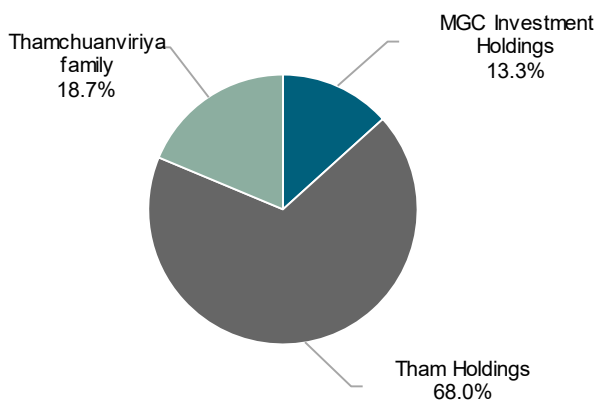
### Exhibit 1: โครงสร้างผู้ถือหุ้นก่อนและหลัง IPO

รายชื่อผู้ถือหุ้น	ก่อนการเสนอขายหุ้น		ภายหลังการเสนอขายหุ้น	
	จำนวนหุ้น	ร้อยละ	จำนวนหุ้น	ร้อยละ
บริษัท ธรรม โฮลดิ้งส์ จำกัด	571,200,000	68.0	571,200,000	51.0
MGC Investment Holdings	112,000,000	13.3	112,000,000	10.0
นาง รัดนา ธรรมชานวิริยะ	45,255,200	5.4	45,255,200	4.0
นางสาว ศุกลกานต์ ธรรมชานวิริยะ	37,181,600	4.4	37,181,600	3.3
นางสาว เจดณางค์ ธรรมชานวิริยะ	37,181,600	4.4	37,181,600	3.3
ดร. สัทหุณี ธรรมชานวิริยะ	37,181,600	4.4	37,181,600	3.3
<b>ประชาชนทั่วไป</b>	-	-	<b>280,000,000</b>	<b>25.0</b>
<b>รวม</b>	<b>840,000,000</b>	<b>100.0</b>	<b>1,120,000,000</b>	<b>100.0</b>

Note: บริษัท ธรรม โฮลดิ้งส์ จำกัด ครอบครัวธรรมชานวิริยะ ถือหุ้น 100% และ MGC Investment Holdings ครอบครัวธรรมชานวิริยะ ถือหุ้น 100%

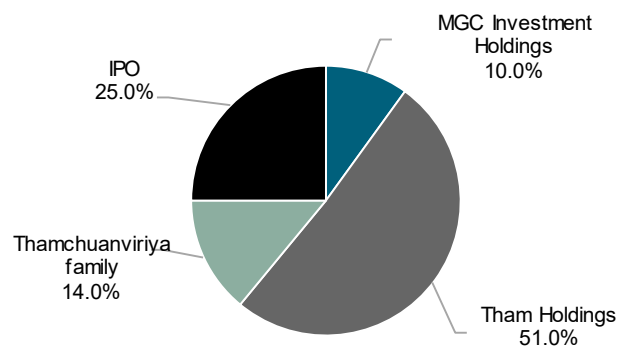
Source: MGC

### Exhibit 2: โครงสร้างผู้ถือหุ้นก่อน IPO



Source: MGC

### Exhibit 3: โครงสร้างผู้ถือหุ้นหลัง IPO



Source: MGC

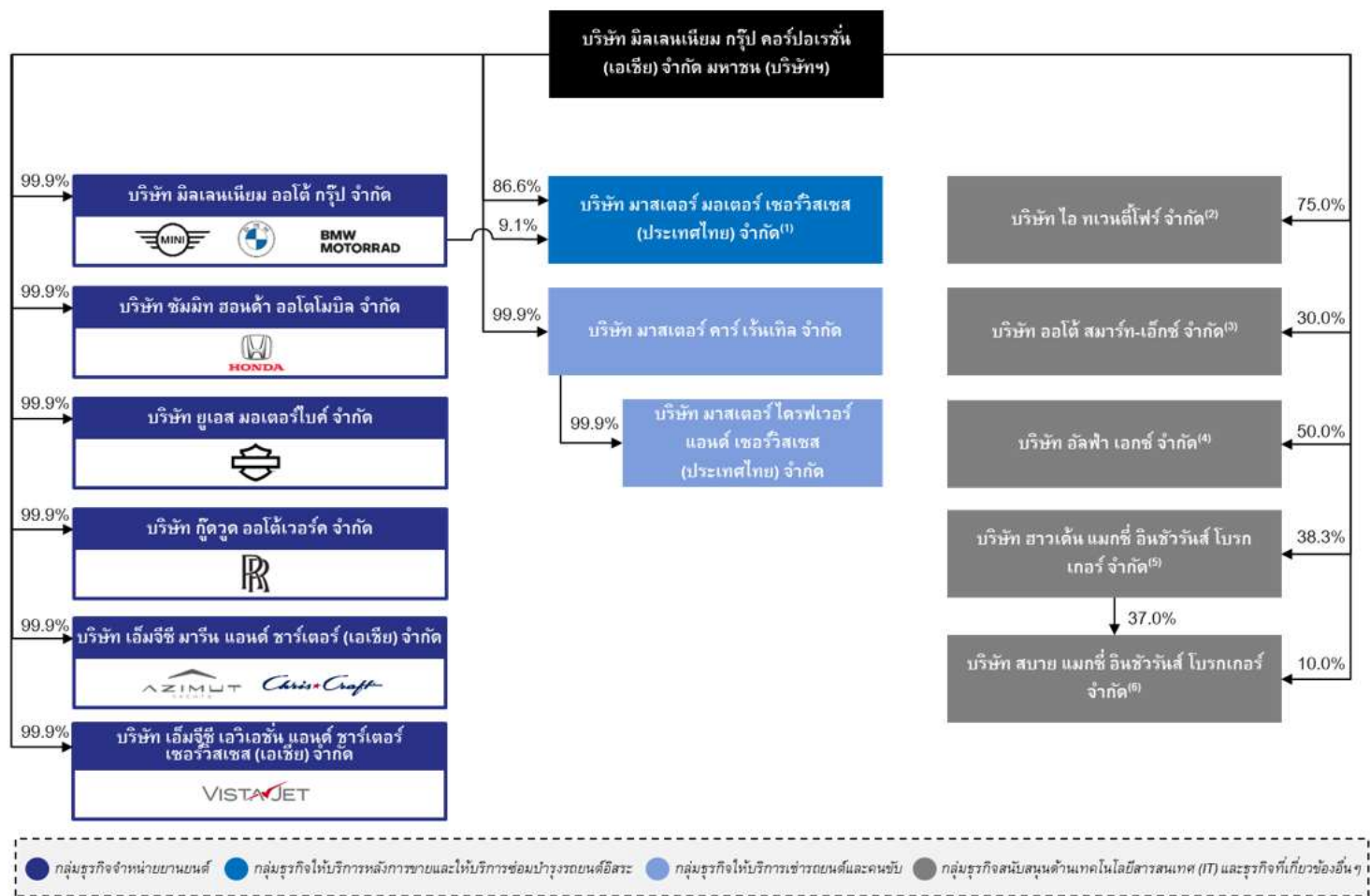
## ลักษณะการประกอบธุรกิจ

บริษัท มิลเลนเนียม กรุ๊ป คอร์ปอเรชั่น (เอเชีย) ประกอบธุรกิจโดยการถือหุ้นในบริษัทอื่น (Holding Company) ที่ประกอบธุรกิจอย่างครบวงจรในอุตสาหกรรมยานยนต์ ภายใต้ระบบนิเวศทางธุรกิจ (Business Ecosystem) ของกลุ่ม MGC ("MGC-ASIA Ecosystem") โดยธุรกิจหลักของบริษัทฯ แบ่งเป็น 3 กลุ่มธุรกิจหลัก และธุรกิจอื่นๆ ผ่านการลงทุนในบริษัทร่วม ดังนี้

- 1.) กลุ่มธุรกิจจำหน่ายยานยนต์
- 2.) กลุ่มธุรกิจให้บริการหลังการขายและให้บริการซ่อมบำรุงรถยนต์อิสระ
- 3.) กลุ่มธุรกิจให้บริการเช่ารถยนต์และคนขับ
- 4.) ธุรกิจอื่นๆ

นับตั้งแต่ก่อตั้งกลุ่มบริษัทฯ ในปี 1999 โดยครอบครัวธรรมชนวนวิริยะ กลุ่มบริษัทฯ เริ่มต้นการดำเนินธุรกิจด้วยธุรกิจตัวแทนจำหน่ายรถยนต์ยี่ห้อ BMW และ Mini และได้มีการขยายกิจการมาอย่างต่อเนื่อง ทั้งนี้ บริษัทฯ มุ่งเน้นการขยายการลงทุนไปยังธุรกิจที่เกี่ยวข้องและส่งเสริมธุรกิจหลักของกลุ่มบริษัทฯ เพื่อก้าวสู่การเป็นกลุ่มธุรกิจที่ครบวงจรที่สุดในอุตสาหกรรมยานยนต์ในประเทศไทย และสร้าง MGC-ASIA Ecosystem

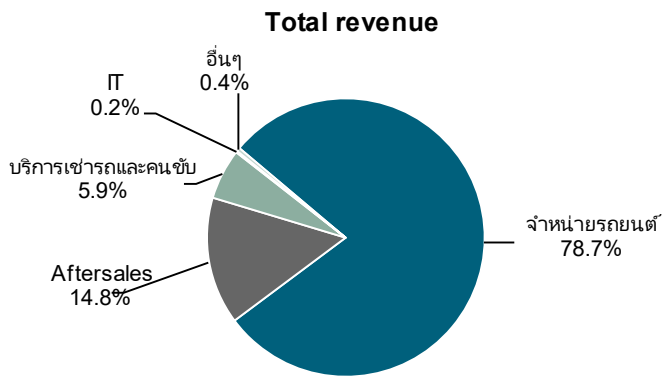
Exhibit 4: โครงสร้างการถือหุ้นของบริษัท



Source: MGC

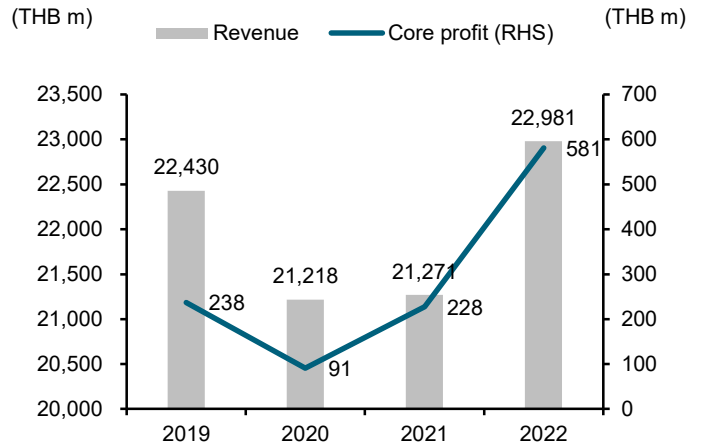
กลุ่มบริษัทฯ มีความพร้อมที่จะให้บริการแก่ลูกค้าทุกรายด้วยเครือข่ายศูนย์จัดจำหน่ายและสาขาบริการรวม 52 ที่ตั้ง ซึ่งประกอบด้วย ศูนย์จัดจำหน่ายและศูนย์บริการภายใต้กลุ่มธุรกิจจำหน่ายรถยนต์ จักรยานยนต์ เรือยอชท์ และเรือแม่น้ำ รวมทั้งสิ้น 49 สาขา และ 24 สาขา ที่ครอบคลุมและตั้งอยู่ในทำเลยุทธศาสตร์สำคัญทั่วประเทศไทย ประกอบด้วย 31 สาขาในกรุงเทพฯ และปริมณฑล และ 18 สาขาในต่างจังหวัด นอกจากนี้ กลุ่มบริษัทฯ ยังมีศูนย์ให้บริการซ่อมบำรุงรถยนต์อิสระภายใต้ยี่ห้อ MMS Bosch Service อยู่ทั้งหมด 21 สาขา และจุดให้บริการเช่ารถยนต์ระยะสั้นภายใต้ยี่ห้อ Sixt Rent a Car ทั้งหมด 16 สาขา

**Exhibit 5: สัดส่วนรายได้ตามธุรกิจ (ปี 2022)**



Source: MGC

**Exhibit 6: รายได้จากการขายและบริการและกำไรของบริษัท**



Source: MGC

**1. กลุ่มธุรกิจจำหน่ายยานยนต์**

บริษัทประกอบธุรกิจจำหน่ายรถยนต์เป็นธุรกิจแรกและเป็นธุรกิจหลักในปัจจุบันภายใต้ยี่ห้อ BMW Mini Honda และ Rolls-Royce สำหรับรถยนต์ BMW Motorrad และ Harley-Davidson สำหรับรถจักรยานยนต์ Azimut สำหรับเรือยอชท์ และ Chris Craft สำหรับเรือแม่น้ำ นอกจากนี้ บริษัทก็ยังมีธุรกิจจำหน่ายรถยนต์มือสองอีกด้วย

รถยนต์ยี่ห้อ BMW และ Mini กลุ่มบริษัทฯ เริ่มจัดจำหน่ายรถยนต์ยี่ห้อ BMW และ Mini เป็นยี่ห้อแรกๆ มาตั้งแต่ปี 2000 ซึ่งมีรถยนต์ยี่ห้อ BMW เป็นยี่ห้อหลัก โดย ณ สิ้นปี 2022 กลุ่มบริษัทฯ มีศูนย์จัดจำหน่ายรถยนต์ยี่ห้อ BMW และ Mini รวมทั้งสิ้นจำนวน 9 สาขา และ 7 สาขา ประกอบด้วย 6 สาขา และ 4 สาขา ในกรุงเทพฯ และ 3 สาขา และ 3 สาขา ในต่างจังหวัด ตามลำดับ ทั้งนี้ บริษัทมีแผนและอยู่ระหว่างการดำเนินการเปิดศูนย์จัดจำหน่ายรถยนต์ยี่ห้อ BMW และ Mini เพิ่มอีกยี่ห้อละ 1 สาขาภายในไตรมาสที่ 2 ปี 2023

ทั้งนี้ BMW มีแผนการเปิดตัวรถยนต์รุ่นใหม่ ๆ และรถยนต์โฉมใหม่ (LCI : Life Cycle Impulse) สู้ตลาดอย่างต่อเนื่อง เพื่อตอบสนองความต้องการของกลุ่มลูกค้าที่หลากหลายและเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็ว โดยในปี 2023 ทาง BMW มีแผนที่จะเปิดตัวรถยนต์ทั้งหมดประมาณ 5 รุ่น ซึ่งครอบคลุมทั้งรถยนต์ที่ใช้เครื่องยนต์สันดาปภายใน (ICE) รถยนต์ไฮบริด (HEV) รถยนต์ปลั๊กอินไฮบริด (PHEV) และรถยนต์พลังงานไฟฟ้าล้วน (BEV)

ในปัจจุบัน กลุ่มบริษัทฯ ถือเป็นตัวแทนจำหน่ายรถยนต์อันดับ 1 ของประเทศไทยสำหรับรถยนต์ยี่ห้อ BMW และ Mini โดยมีส่วนแบ่งทางการตลาดประมาณ 32.3% และประมาณ 50.7% ของจำนวนรถยนต์ BMW และ Mini ทั้งหมดที่จำหน่ายในประเทศไทยโดย BMW Thailand ในปี 2022 ตามลำดับ

Exhibit 7: ตำแหน่งสาขาของบริษัท



Source: MGC

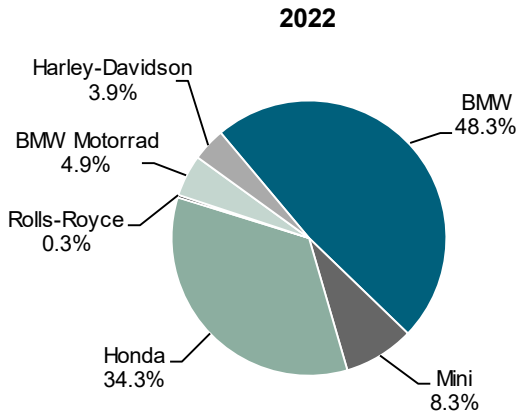
รถยนต์ยี่ห้อ **Honda** กลุ่มบริษัท เริ่มจัดจำหน่ายรถยนต์ยี่ห้อ Honda มาตั้งแต่ปี 2011 โดย ณ สิ้นปี 2022 กลุ่มบริษัทมีศูนย์จัดจำหน่ายรถยนต์ยี่ห้อ Honda รวมทั้งหมด 5 สาขา ประกอบด้วย 4 สาขา ใน กรุงเทพฯ และ 1 สาขาในต่างจังหวัด รถยนต์ยี่ห้อ Honda เป็นรถยนต์สัญชาติญี่ปุ่นในตลาด Mass Market ซึ่งมีความหลากหลายทั้งในเชิงของประเภทรถยนต์และขนาดตัวถัง ซึ่งเข้าถึงลูกค้าทุกกลุ่ม เป้าหมายตั้งแต่รถยนต์รุ่นขนาดเล็กถึงใหญ่ จนถึงรถยนต์รุ่นเนกประสงค์ SUV และ MPV โดยมีราคา รถยนต์ตั้งแต่ 0.5 ล้านบาท จนถึง 1.8 ล้านบาท

รถยนต์ยี่ห้อ **Rolls-Royce** กลุ่มบริษัท เริ่มจัดจำหน่ายรถยนต์ยี่ห้อ Rolls-Royce มาตั้งแต่ปี 2012 โดย ณ สิ้นปี 2022 กลุ่มบริษัทมีศูนย์จัดจำหน่ายรถยนต์ยี่ห้อ Rolls-Royce จำนวน 2 สาขา ได้แก่ สาขาพระราม 3 ซึ่งเป็นสาขาแรก และสาขาสยามพารากอน โดยบริษัทถือเป็นตัวแทนจำหน่ายรถยนต์ Rolls-Royce อย่างเป็นทางการเพียงรายเดียวในประเทศไทย รถยนต์ยี่ห้อ Rolls-Royce มีต้นกำเนิด จากประเทศอังกฤษและมีประวัติศาสตร์ที่ยาวนานถึง 118 ปี ถือเป็นที่ยอมรับในวงการ รถยนต์ว่าเป็น สุดยอดแห่งยนตรกรรม และเป็นหนึ่งในยี่ห้อรถยนต์ที่หรูหรามากที่สุดในโลกราคาเริ่มต้นของรถยนต์ ยี่ห้อ Rolls-Royce อยู่ระหว่าง 32.7 ล้านบาท จนถึง 47.3 ล้านบาท

รถจักรยานยนต์ยี่ห้อ **BMW Motorrad** กลุ่มบริษัท เริ่มจัดจำหน่ายรถจักรยานยนต์ยี่ห้อ BMW Motorrad มาตั้งแต่ปี 2017 โดย ณ สิ้นปี 2022 บริษัทมีศูนย์จัดจำหน่ายรถจักรยานยนต์ซึ่งตั้งอยู่ รวม กับศูนย์จัดจำหน่ายรถยนต์ยี่ห้อ BMW รวม ทั้งหมด 6 สาขา ประกอบด้วย 3 สาขาในกรุงเทพฯ และ 3 สาขาในต่างจังหวัด

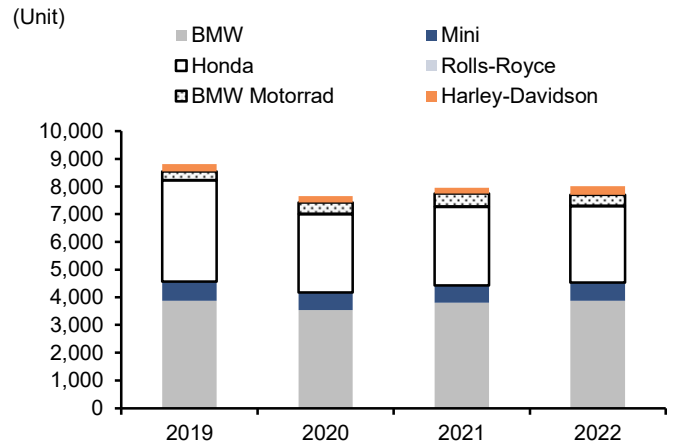
รถจักรยานยนต์ยี่ห้อ **Harley-Davidson** กลุ่มบริษัท เริ่มจัดจำหน่ายรถจักรยานยนต์ยี่ห้อ Harley-Davidson มาตั้งแต่ปี 2017 โดย สิ้นปี 2022 กลุ่มบริษัทมีศูนย์จัดจำหน่ายรถจักรยานยนต์ทั่วประเทศ รวมทั้งหมด 3 สาขา ประกอบด้วย 1 สาขาในกรุงเทพฯ และปริมณฑล (จังหวัดนนทบุรี) 1 สาขาใน จังหวัดอุบลราชธานี และ 1 สาขาในอำเภอหาดใหญ่ จังหวัดสงขลา

**Exhibit 8: สัดส่วนยอดขายรถยนต์และจักรยานยนต์ปี 2022**



Source: MGC

**Exhibit 9: ยอดขายรถยนต์และจักรยานยนต์ของบริษัท**



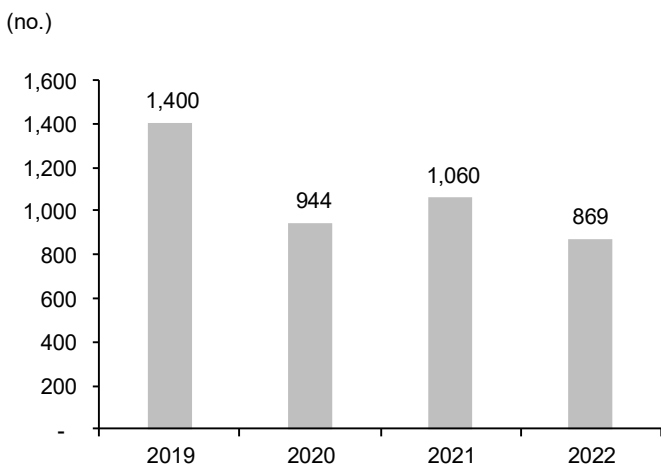
Source: MGC

**เรือยอชท์ยี่ห้อ Azimut** กลุ่มบริษัท เริ่มนำเข้าและจัดจำหน่ายเรือยอชท์ยี่ห้อ Azimut มาตั้งแต่ปี 2014 โดยมีศูนย์จัดจำหน่ายเรือยอชท์อยู่ทั้งหมดสองแห่ง ได้แก่ Ocean Marina Yacht Club ที่พัทยา จังหวัดชลบุรี และ Boat Lagoon ที่จังหวัดภูเก็ต

**เรือแม่น้ำยี่ห้อ Chris Craft** กลุ่มบริษัท เริ่มนำเข้าและจัดจำหน่ายเรือแม่น้ำยี่ห้อ Chris Craft ในปี 2022 โดยบริษัทได้รับสิทธิในการนำเข้าและจัดจำหน่ายสินค้ายี่ห้อ Chris Craft รวมถึงให้บริการต่างๆ แต่เพียงผู้เดียวในประเทศไทยและประเทศสมาชิกอาเซียน ทั้งนี้ ณ สิ้นปี 2022 กลุ่มบริษัท ยังไม่มี ศูนย์จัดจำหน่ายเรือแม่น้ำ โดยมีแผนและอยู่ระหว่างการดำเนินการเปิดศูนย์จัดจำหน่ายและบริการหลังการขายครบวงจรสำหรับ เรือแม่น้ำแห่งแรกที่ Riverdale Marina ที่จังหวัดปทุมธานี ภายใน 2Q23

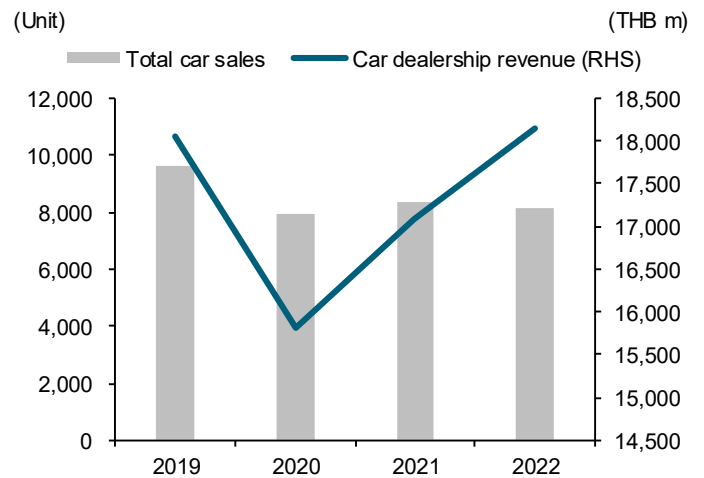
**ธุรกิจจำหน่ายรถยนต์มือสอง** กลุ่มบริษัท เริ่มประกอบธุรกิจรับซื้อและจัดจำหน่ายรถยนต์มือสองมา ตั้งแต่ปี 2004 ด้วยยี่ห้อ Master Certified Used Car โดย ณ สิ้นปี 2022 ภายใต้การดำเนินงานของ กลุ่มบริษัท มีศูนย์จัดจำหน่ายรถยนต์มือสองรวมทั้งหมด 13 สาขา ประกอบด้วย 10 สาขาใน กรุงเทพฯ และ 3 สาขาในต่างจังหวัด และมีแผนที่จะเปิดศูนย์จัดจำหน่ายรถยนต์มือสองเพิ่มอีกจำนวน 1 สาขา ภายในสิ้นไตรมาส 2 ปี 2023

**Exhibit 10: ยอดขายรถยนต์มือสองของบริษัท**



Source: MGC

**Exhibit 11: ยอดขายรถยนต์ของบริษัท และรายได้จากรุกิจจำหน่ายยานยนต์**



Source: MGC

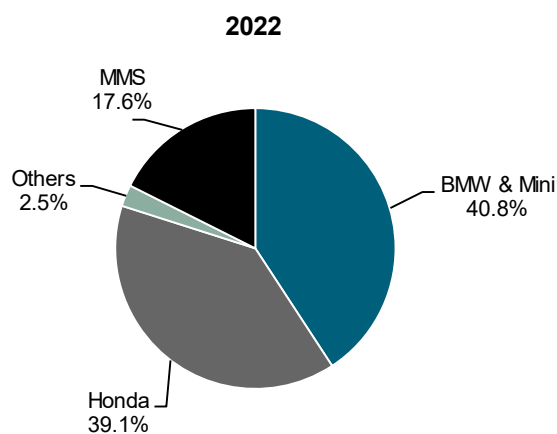
ซึ่งศูนย์จัดจำหน่ายรถยนต์มือสองดังกล่าวสามารถรองรับการแสดงผลรถยนต์รวมทั้งหมดได้ถึง 353 คันทั่วประเทศ ครอบคลุมรถยนต์หลากหลายยี่ห้อเช่น BMW, Mercedes Benz, Honda, Rolls-Royce, Aston Martin, Maserati และอื่นๆ

ทั้งนี้ กลุ่มบริษัทฯ มีนโยบายในการตั้งราคาขายรถยนต์มือสองที่สูงกว่าราคาตลาดในสัดส่วนไม่เกิน 10.0% เนื่องจาก 1.) กลุ่มบริษัทฯ มีการคัดสรร ตรวจสอบ และปรับสภาพรถยนต์ตามมาตรฐานของบริษัทผู้ผลิตรถยนต์ ซึ่งได้แก่บริษัท BMW Thailand และบริษัท Honda Thailand ส่งผลให้ลูกค้าของกลุ่มบริษัทฯ มีความมั่นใจในคุณภาพรถยนต์มือสองของกลุ่มบริษัทฯ 2.) กลุ่มบริษัทฯ เป็นตัวแทนจำหน่ายรถยนต์ยี่ห้อ BMW และ Honda อย่างเป็นทางการรายใหญ่ ซึ่งมีความน่าเชื่อถือและเป็นที่ยอมรับอย่างดีในตลาด สามารถให้บริการหลังการขายที่มีคุณภาพผ่านศูนย์บริการหลังการขายของกลุ่มบริษัทฯ ที่มีเครือข่ายอยู่ทั่วประเทศ และ 3.) กลุ่มบริษัทฯ มีการให้การรับประกันรถยนต์ มือสอง (Extended Warranty) ที่กลุ่มบริษัทฯ จำหน่ายเป็นระยะเวลาประมาณ 12 เดือนหลังการขาย รถยนต์

**2. กลุ่มธุรกิจให้บริการหลังการขายและให้บริการซ่อมบำรุงรถยนต์อิสระ**

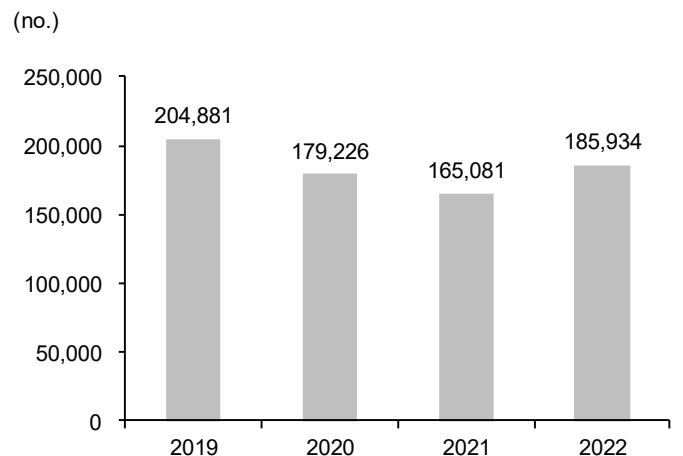
ธุรกิจให้บริการหลังการขาย การให้บริการหลังการขาย รวมถึงจำหน่ายอะไหล่ยานยนต์ อุปกรณ์ตกแต่ง เครื่องแต่งกาย และอื่นๆ โดยมีศูนย์บริการอยู่ตามศูนย์จัดจำหน่ายยานยนต์ของ ยานยนต์แต่ละยี่ห้อ รวมจำนวน 23 สาขา ประกอบด้วย 14 สาขา ในกรุงเทพฯ และปริมณฑล และ 9 สาขา ในต่างจังหวัด ณ สิ้นปี 2022 โดยศูนย์บริการดังกล่าวมีให้บริการซ่อมสีและตัวถังรวม 10 สาขา ประกอบด้วย 7 สาขา ในกรุงเทพฯ และปริมณฑล และ 3 สาขา ในต่างจังหวัด ส่วนงานบริการหลังการขายถือเป็นส่วนงานที่มีความสำคัญอย่างมากต่อการดำเนินธุรกิจของกลุ่มบริษัทฯ เนื่องจากเป็นส่วนงานที่สนับสนุนการประกอบธุรกิจจำหน่ายยานยนต์ของกลุ่มบริษัทฯ ซึ่งสามารถทำให้กลุ่มบริษัทฯ สามารถรักษารฐานลูกค้าให้ซื้อยานยนต์หรือเข้ารับบริการจากกลุ่มบริษัทฯ ได้ในระยะยาว ธุรกิจบริการหลังการขายสามารถจำแนกโดยสังเขปได้เป็นส่วนงานซ่อมทั่วไป (Aftersales) และส่วนงานซ่อมตัวถังและสี (Body & Paint) ดังต่อไปนี้

**Exhibit 12: สัดส่วนงานศูนย์บริการแยกตามแบรนด์**



Note: Others หมายถึง รถจักรยานยนต์ รถ Rolls-Royce และเรือยอชท์  
 MMS หมายถึง ธุรกิจให้บริการซ่อมบำรุงรถยนต์อิสระ  
 Source: MGC

**Exhibit 13: จำนวนงานของศูนย์บริการทั้งหมด**



Source: MGC



- 1.) ส่วนงานซ่อมทั่วไป (Aftersales) – ประกอบด้วยงานซ่อมทั่วไป เช่น ระบบเครื่องยนต์ ระบบช่วงล่าง ระบบแอร์และระบบไฟฟ้าของยานยนต์ โดยมีการตรวจสอบปัญหาโดยช่างผู้เชี่ยวชาญของศูนย์บริการยานยนต์ของแต่ละยี่ห้อ รวมถึงจำหน่ายอะไหล่ยานยนต์ อุปกรณ์ตกแต่ง เครื่องแต่งกาย และอื่นๆ
- 2.) ส่วนงานซ่อมตัวถังและสี (Body & Paint) – เป็นการให้บริการซ่อมตัวถังและสีสำหรับองค์ประกอบภายนอกและภายในของรถยนต์ซึ่งต้องอาศัยประสบการณ์และความเชี่ยวชาญของทีมงาน รวมทั้งยังต้องพึ่งพาเครื่องมือทันสมัยต่างๆ เช่น เครื่องวิเคราะห์เจตสี เครื่องดึงตัวถัง และเครื่องวัดมิติตัวถังรถยนต์ เป็นต้น

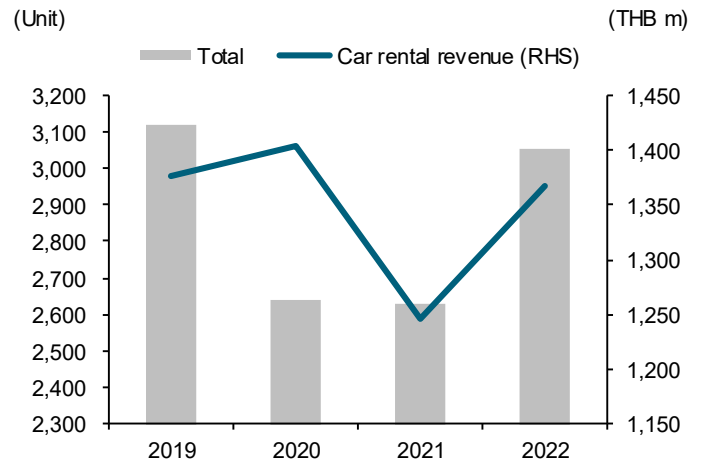
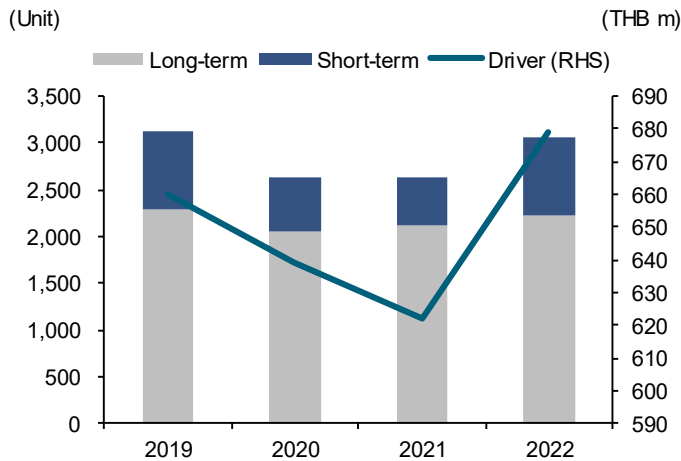
ธุรกิจให้บริการซ่อมบำรุงรถยนต์อิสระ กลุ่มบริษัท มีธุรกิจให้บริการซ่อมบำรุงรถยนต์อิสระครบวงจรซึ่งดำเนินงานโดยบริษัทได้รับความไว้วางใจจากบริษัท โรเบิร์ต บ็อช จำกัด (Robert Bosch AG) ประเทศเยอรมัน ให้เป็นพันธมิตรคู่ค้าธุรกิจที่ได้รับการอนุมัติอย่างเป็นทางการ (Preferred Authorized Partner) เพื่อขยายธุรกิจศูนย์บริการซ่อมบำรุงรถยนต์อิสระและขายส่งอะไหล่รถยนต์ โดยมุ่งเน้นที่รถยนต์หมดอายุรับประกันจากบริษัทผู้ผลิตรถยนต์ซึ่งมีปริมาณเพิ่มมากขึ้นทุกปี ทั้งนี้ ณ สิ้นปี 2022 บริษัท มีศูนย์บริการซ่อมบำรุงรถยนต์อิสระจำนวน 18 สาขา ประกอบด้วย 13 สาขาในกรุงเทพฯ และปริมณฑล และ 5 สาขาในต่างจังหวัด ทั้งนี้ บริษัทได้ดำเนินการเปิดสาขาเพิ่มจำนวน 3 สาขา ในเดือนมกราคม 2023 และมีแผนที่จะขยายสาขาเพิ่มเป็น 35 สาขาภายในปี 2026 เพื่อรองรับลูกค้าทั่วประเทศ

### 3. กลุ่มธุรกิจให้บริการเช่ารถยนต์และคนขับ

กลุ่มบริษัท เริ่มประกอบธุรกิจให้บริการเช่ารถยนต์มาตั้งแต่ปี 2002 โดยบริษัท ประกอบธุรกิจให้บริการเช่ารถยนต์ระยะยาวและระยะสั้น สำหรับธุรกิจให้บริการเช่ารถยนต์ระยะยาว บริษัทเน้นให้บริการแก่กลุ่มลูกค้าบริษัท (Corporate) ขนาดใหญ่ โดยจะมีระยะเวลาเช่าตั้งแต่ 2 ปี ถึง 5 ปี ซึ่งรวมไปถึงการให้บริการบำรุงรักษารถยนต์และมีบริการรถยนต์ทดแทนตลอดอายุสัญญาเช่า ทั้งนี้ สำหรับธุรกิจให้บริการเช่ารถยนต์ระยะสั้น บริษัทให้บริการด้วยระยะเวลาเช่าน้อยกว่าหนึ่งปีภายใต้แบรนด์ Sixt Rent a Car และมีสาขาให้บริการรวมทั้งหมด 16 สาขา ซึ่งส่วนมากตั้งอยู่ตามสนามบินทั่วประเทศไทยและเน้นให้บริการแก่ลูกค้านักท่องเที่ยวทั่วไปหรือลูกค้าบริษัทที่เดินทางมาจากต่างประเทศ ทั้งนี้ บริษัทยังมีการให้บริการรับจองรถยนต์หรือลิμουซีนสำหรับลูกค้าบุคคลหรือลูกค้าองค์กรที่ต้องการใช้บริการและ ยังมีการให้บริการลิμουซีนเซอร์วิส รับ-ส่ง สนามบิน หรือบริการคนขับรถพร้อมรถยนต์ให้เลือกหลายระดับ รวมไปถึงการจัดงานพิเศษ (Special Event) โดยเฉพาะงานสำคัญระดับชาติ ซึ่งที่ผ่านมา บริษัทได้รับคัดเลือกเป็นผู้ดำเนินการบริหารจัดการขบวนรถยนต์ในการประชุม ASEAN SUMMIT ในปี 2019 และงานประชุม APEC ในปี 2022 ซึ่งประเทศไทยเป็นเจ้าภาพ

**Exhibit 14:** จำนวนรถยนต์ให้เช่าและพนักงานขับรถ

**Exhibit 15:** จำนวนรถยนต์ให้เช่าและรายได้ค่าเช่าและค่าบริการจากสัญญาเช่าดำเนินงาน



Source: MGC

Source: MGC

บริษัทมีรถยนต์ให้เช่าเป็นตัวเลือกค่อนข้างหลากหลายโดยมีรถยนต์ยี่ห้อพรีเมียม เช่น BMW Peugeot และ Maserati ให้เช่าบริษัทมีจำนวนรถยนต์ สำหรับการเช่า 3,055 คัน แบ่งเป็นจำนวนรถยนต์ Fleet สำหรับบริการเช่ารถยนต์ระยะยาวและระยะสั้นจำนวน 2,217 คัน และ 838 คัน

นอกจากนี้ บริษัทยังมีธุรกิจให้บริการและจัดหาคนขับรถ ซึ่งเริ่มให้บริการมาตั้งแต่ปี 2007 โดยเน้นให้บริการแก่ลูกค้าบริษัท (Corporate) เป็นหลัก โดยส่วนใหญ่มีอายุสัญญาในการให้บริการเป็นระยะเวลา 1 ปี และมีบริการพนักงานขับรถทดแทนตลอดอายุสัญญา ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2022 บริษัท มีคนขับรถที่ให้บริการจำนวน 679 คน

**4. ธุรกิจอื่นๆ**

นอกจากนี้ บริษัทฯ ยังมีกลุ่มธุรกิจให้บริการด้านเทคโนโลยีสารสนเทศ (IT) บริการบริหารจัดการ (Shared Service) บริการทางการเงินสำหรับยานยนต์ นายหน้าประกันภัย และบริการทำความสะอาด และเคลือบสีรถยนต์ ซึ่งเป็นธุรกิจสนับสนุนและธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับการประกอบธุรกิจหลักของบริษัทฯ โดยดำเนินงานผ่านบริษัทย่อย บริษัทร่วม และกิจการร่วมค้า

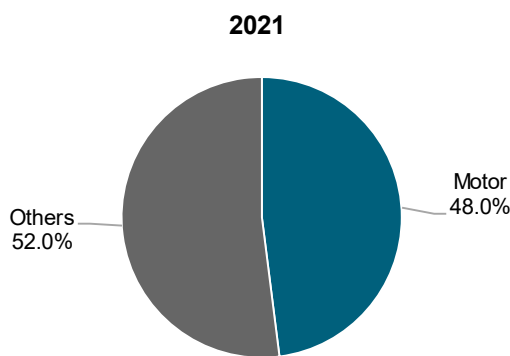
ธุรกิจนายหน้าประกันภัย บริษัทมีการดำเนินธุรกิจนายหน้าประกันภัยภายใต้บริษัท Howden Maxi ซึ่งเป็นบริษัทร่วมของบริษัท โดยบริษัทมีสัดส่วนการถือหุ้นใน Howden Maxi อยู่ที่ 38.25%

บริษัท Howden Maxi มุ่งเน้นการให้บริการนายหน้าประกันภัยด้านต่างๆ ซึ่งประกอบด้วย รถยนต์ ทรัพย์สิน การขนส่ง ความรับผิดทางกฎหมาย วิศวกรรม วิชาชีพและการเงิน สวัสดิการพนักงาน อุบัติเหตุและสุขภาพ อัญมณีเครื่องประดับและผลงานศิลปะ และอื่นๆ โดยมีรายได้หลักจากการขายประกันภัยรถยนต์ คิดเป็นสัดส่วนประมาณ 48.2% ของรายได้ทั้งหมดของบริษัท Howden Maxi ในปี 2021 ทั้งนี้ Howden Maxi เป็นธุรกิจที่สนับสนุนธุรกิจหลักของกลุ่มบริษัทฯ ซึ่งสามารถเสนอขายสินค้าหรือบริการด้านการประกันภัยที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจยานยนต์ของกลุ่มบริษัทฯ (Cross Sell) โดยอาศัยฐานลูกค้าของกลุ่มบริษัทฯ ที่มีจำนวนมากและมีความหลากหลายได้ นอกจากนี้ บริษัท Howden Maxi ยังร่วมกับบริษัท สบาย เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน) จัดตั้งบริษัท Sabuy Maxi เพื่อดำเนินธุรกิจให้บริการประกันภัยรายย่อยผ่านเครือข่ายร้านค้า และฐานข้อมูลที่อยู่ในระบบออนไลน์ เพื่อเพิ่มช่องทางการเข้าถึงลูกค้าทั่วประเทศ

ธุรกิจบริการทางการเงินสำหรับยานยนต์ กลุ่มบริษัทฯ มีการดำเนินธุรกิจบริการทางการเงินสำหรับยานยนต์ ซึ่งรวมถึงบริการเช่าซื้อ ลีสซิ่ง และให้สินเชื่อรีไฟแนนซ์ สำหรับยานยนต์ภายใต้บริษัท Alpha X ซึ่งเป็นบริษัทร่วมทุน (Joint Venture) ของบริษัท โดยมีสัดส่วนการถือหุ้นที่ 49.99% ที่เกิดจากร่วมมือทางธุรกิจกับบริษัท เอสซีบี เอ็กซ์ จำกัด (มหาชน) บริษัท Alpha X ได้มีการเปิดตัวบริษัทในปี 2021 และเริ่มให้บริการลูกค้าในปี 2022

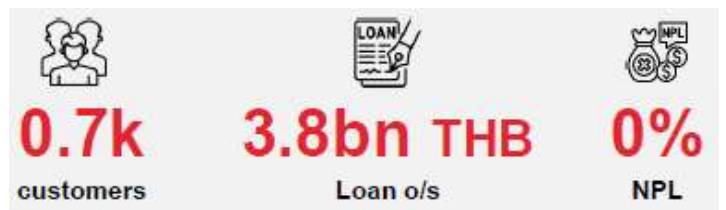
บริการของบริษัท Alpha X ครอบคลุมบริการเช่าซื้อ ลีสซิ่ง และสินเชื่อรีไฟแนนซ์ โดยมีแนวคิดในการใช้ศักยภาพทางด้านดิจิทัลมารองรับการดำเนินธุรกิจ เช่น การนำเทคโนโลยีปัญญาประดิษฐ์ (Artificial Intelligence) และระบบฐานข้อมูล Big Data เพื่อสร้างความสามารถในการเข้าถึงกลุ่มลูกค้า โดยมุ่งเน้นที่กลุ่มตลาดรถยนต์หรู Premium-Luxury รวมถึงรถจักรยานยนต์บิ๊กไบค์ อีกทั้ง บริษัท Alpha X ยังเป็นผู้บุกเบิกในตลาดที่ให้บริการเช่าซื้อ ลีสซิ่ง และให้สินเชื่อรีไฟแนนซ์ สำหรับเรือยอชท์ และเรือแม่น้ำ

Exhibit 16: สัดส่วนรายได้จากธุรกิจประกัน



Source: MGC

Exhibit 17: โครงสร้างธุรกิจในปัจจุบันของ Alpha X



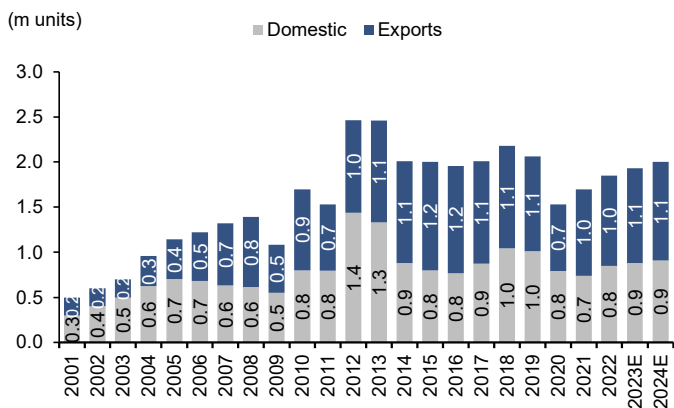
Source: SCB<sup>X</sup> Analyst presentation

## แนวโน้มอุตสาหกรรม

### อุตสาหกรรมรถยนต์ในประเทศไทย

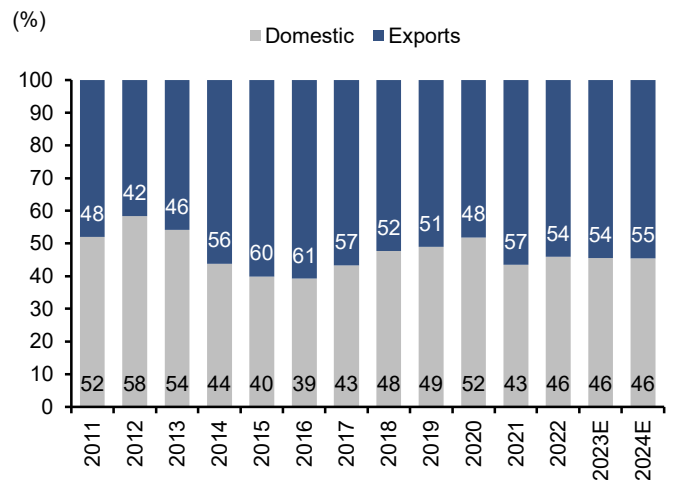
อุตสาหกรรมรถยนต์ในประเทศไทยถือว่ามีความสำคัญต่อประเทศเป็นอย่างมาก เนื่องจากเป็นอุตสาหกรรมที่มีขนาดใหญ่ มีตลาดรองรับจากทั้งในและต่างประเทศ โดยมียอดขายรถยนต์ในประเทศและยอดส่งออกต่อปีโดยเฉลี่ยที่ระดับสองล้านคันต่อปี (ช่วงก่อนโควิด) โดยในปี 2022 ที่ผ่านมาขายรถยนต์ในประเทศ และยอดส่งออกมีการฟื้นตัวที่ดีขึ้นเป็นอย่างมาก โดยมียอดขายรถยนต์ในประเทศ ที่ 0.85 ล้านคัน (+15% y-y) และยอดส่งออกที่ 1 ล้านคัน (+4% y-y) ซึ่งเป็นตัวเลขที่ใกล้เคียงกับช่วงก่อนโควิด

Exhibit 18: จำนวนยอดขายรถยนต์ในประเทศและส่งออก



Sources: Thai Automotive Industry Association; FSSIA estimates

Exhibit 19: สัดส่วนยอดขายรถยนต์ในประเทศเปรียบเทียบกับ ยอดส่งออก



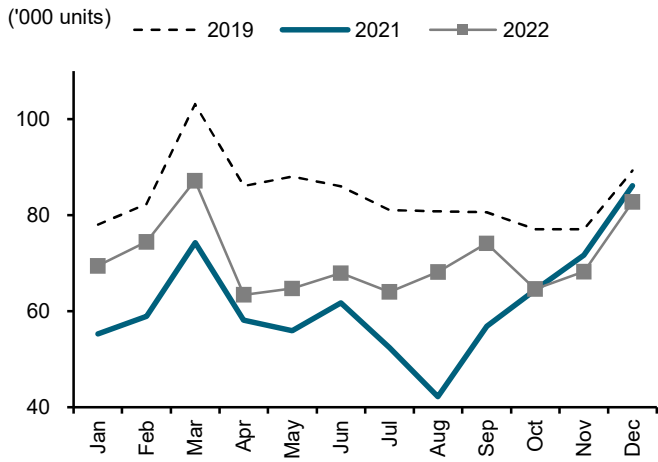
Sources: Thai Automotive Industry Association; FSSIA estimates

ความต้องการรถยนต์ในแต่ละปียังคงมีอยู่อย่างต่อเนื่อง ผู้บริโภคมักจะมีพฤติกรรมในการเปลี่ยนรถยนต์ใหม่ทุก 5-10 ปี ขึ้นอยู่กับชนิดของรถยนต์นั้นๆ โดยรถยนต์ประเภทรถยนต์นั่งส่วนบุคคลไม่เกิน 7 คน ซึ่งถือว่าเป็นตลาดหลักของ MGC จะมีอายุการใช้งานราว 5-7 ปี ดังนั้น อุตสาหกรรมรถยนต์จึงถือเป็นอุตสาหกรรมที่เป็นวัฏจักร ที่มีการหมุนเวียนของความต้องการรถยนต์ใหม่อยู่ตลอดเวลา

### คาดยอดขายรถยนต์ในประเทศเติบโต 4%

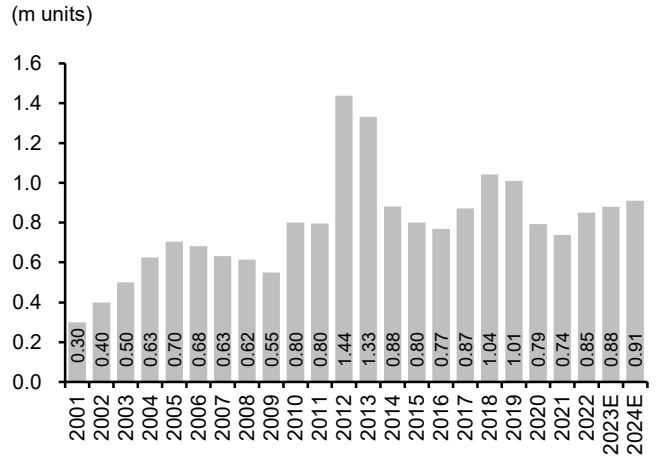
โดยปกติแล้ว ยอดขายรถยนต์ในประเทศโดยเฉลี่ยจะอยู่ที่ระดับ 8 แสน ถึง 1 ล้านคันต่อปี ทำให้เรายังเชื่อว่าแนวโน้มยอดขายรถยนต์ในประเทศไทยจะยังคงมีแนวโน้มเติบโตขึ้นได้อย่างต่อเนื่องในปี 2023 โดยเราคาดการณ์ยอดขายรถยนต์ในประเทศปีนี้ที่ 0.88 ล้านคัน (+4% y-y) ซึ่งถือว่าสูงกว่าคาดการณ์จากทางสมาคมอุตสาหกรรมเล็กนอยที่ 0.86 ล้านคัน เราเชื่อว่าความต้องการรถยนต์ในประเทศยังอยู่ในระดับที่ดี จากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจในปีนี้ โดยธนาคารแห่งประเทศไทย ได้มีการคาดการณ์การเติบโตของเศรษฐกิจไทย (GDP) ในปีนี้ที่ 3.7% และ 3.9% ในปี 2024 กำลังซื้อของผู้บริโภค การลงทุนของภาครัฐและเอกชน รวมไปถึงความเชื่อมั่นต่อเศรษฐกิจในอนาคตมีแนวโน้มฟื้นตัวได้อย่างต่อเนื่อง ภายหลังที่โควิดเริ่มอยู่ในระดับที่สามารถควบคุมได้ การท่องเที่ยวในประเทศและการกลับเข้ามาของนักท่องเที่ยวจะเป็นปัจจัยสำคัญในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจในปีนี้

**Exhibit 20: เปรียบเทียบยอดขายรถยนต์ในประเทศรายเดือน**



Source: Thai Automotive Industry Association

**Exhibit 21: คาดการณ์ยอดขายรถยนต์ในประเทศ**



Source: Thai Automotive Industry Association

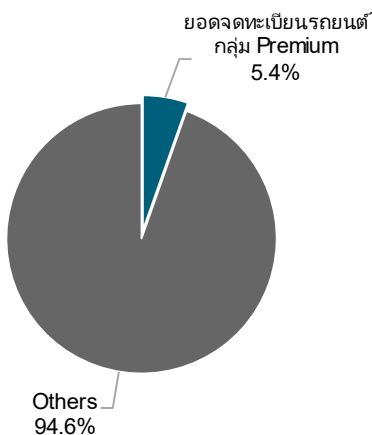
**สัดส่วนยอดขายจดทะเบียนรถยนต์กลุ่ม Premium segment ยังมีแนวโน้ม แข็งแกร่ง**

สัดส่วนยอดขายจดทะเบียนรถยนต์ในกลุ่ม Premium ประกอบไปด้วยแบรนด์อย่าง Mercedes Benz, BMW, Volvo, Audi, Mini, และ Lexus นั้นมีสัดส่วนต่อยอดจดทะเบียนรถยนต์ในประเทศไทยที่ระดับ 5.4% ในปี 2022 ซึ่งถือว่าเพิ่มขึ้นอย่างมากเมื่อเทียบกับปีก่อนหน้าที่มีสัดส่วนเพียง 3.2% โดยยอดขายจดทะเบียน รถยนต์กลุ่มนี้เพิ่มขึ้นจาก 24,176 คัน เป็น 32,902 คัน (+36% y-y) เป็นการเติบโตที่ดีกว่าอุตสาหกรรม อย่างชัดเจน

ยิ่งไปกว่านั้น สัดส่วนยอดขายจดทะเบียนของรถยนต์ BMW นั้นก็มีการเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยในปี 2020 สัดส่วนยอดขายจดทะเบียนรถยนต์ BMW อยู่ที่ระดับ 39.6% คิดเป็นอันดับสองตามหลัง Mercedes Benz ที่มีสัดส่วน 44% แต่ในปี 2021 ยอดจดทะเบียนรถยนต์ของ BMW มีการเติบโตอย่างแข็งแกร่ง และสามารถแย่งส่วนแบ่งตลาดได้เพิ่มขึ้นเป็น 41.3% ขึ้นมาเป็นอันดับหนึ่งในกลุ่มรถยนต์ Premium ในขณะที่ปี 2022 BMW ก็ยังคงครองตลาดอันดับหนึ่งได้อย่างต่อเนื่อง

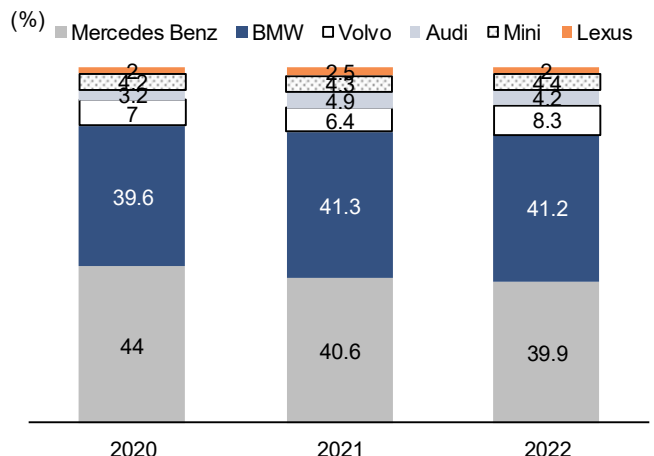
เรามองว่าปัจจัยดังกล่าวมาจากแบรนด์ BMW มีจุดเด่นในการเข้าใจผู้บริโภค ออกรถยนต์รุ่นใหม่ได้ตรงกับความต้องการของตลาด และยังมีบริการ BSI พ่วงกับรถยนต์ ทำให้ผู้บริโภคได้รับความสะดวกสบาย และไม่ต้องกังวลต่อค่าซ่อมบำรุงที่จะเกิดขึ้นในช่วง 5 ปีแรก

**Exhibit 22: สัดส่วนยอดขายจดทะเบียนรถยนต์กลุ่ม Premium segment ปี 2022**



Source: MGC

**Exhibit 23: ส่วนแบ่งตลาดตามแบรนด์ของกลุ่ม Premium**



Sources: MGC

**การเติบโตของรถยนต์ไฟฟ้า**

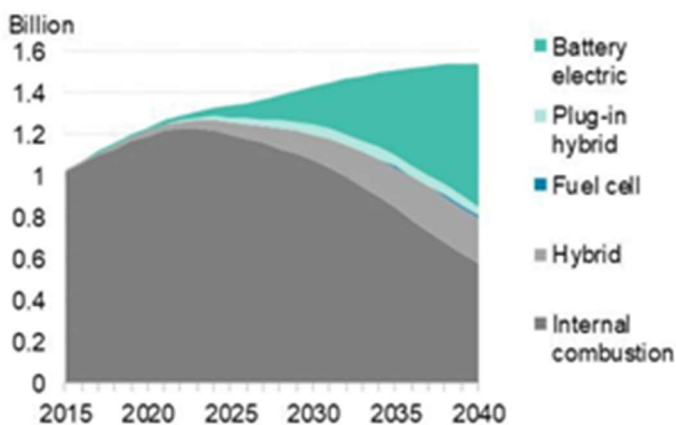
กระแสความนิยมของรถยนต์ไฟฟ้าทั้งที่เป็น รถยนต์ปลั๊กอินไฮบริด (PHEV : Plug-in Hybrid Vehicle) และรถยนต์พลังงานไฟฟ้าล้วน (BEV : Battery Electric Vehicle) ทั่วโลกได้เพิ่มมากขึ้นอย่างต่อเนื่อง ในช่วงไม่กี่ปีที่ผ่านมา โดยข้อมูลจาก International Energy Agency (IEA) หรือองค์การพลังงานระหว่างประเทศ เปิดเผยว่ายอดขายรถยนต์พลังงานไฟฟ้า อยู่ที่ 6.6 ล้านคันทั่วโลกในปี 2021 โดยเพิ่มขึ้นมากกว่าสองเท่าจาก 3.1 ล้านคันในปีก่อนนอกจากนี้ Bloomberg New Energy Finance (BNEF) ซึ่งเป็นองค์กรวิจัยข้อมูลสำหรับอุตสาหกรรมพลังงาน ยังคาดว่ายอดขายรถยนต์พลังงานไฟฟ้าทั่วโลกจะเพิ่มขึ้นเป็น 20.6 ล้านคันในปี 2025 หรือคิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 23.0 ของยอดขายรถยนต์หนึ่งส่วนบุคคลทั่วโลก

สำหรับประเทศไทย จำนวนรถยนต์พลังงานไฟฟ้าได้เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยข้อมูลจากกรมการขนส่งทางบก ประมวลผลโดยศูนย์วิจัยอุตสาหกรรมยานยนต์สมัยใหม่ สถาบันยานยนต์ เปิดเผยว่า จำนวนรถยนต์พลังงานไฟฟ้าประเภท BEV ใหม่ป้ายแดงที่จดทะเบียนในปี 2022 อยู่ที่ 10,675 คัน เติบโตจากปีก่อนหน้าที่ 2,079 คัน เนื่องจากในช่วงที่ผ่านมา บริษัทผู้ผลิตรถยนต์หลายรายได้ให้ความสนใจเข้ามาทำตลาดรถยนต์ไฟฟ้าหลังจากที่ผู้ผลิตรถยนต์สัญชาติจีนได้เข้ามาเปิดตัวรถยนต์ไฟฟ้าหลากหลายรุ่น

สำหรับยี่ห้อรถยนต์ในกลุ่มบริษัท มีการจัดจำหน่าย บริษัทผู้ผลิตรถยนต์ต่างตระหนักถึงการเปลี่ยนแปลงในอุตสาหกรรมและความต้องการของผู้บริโภค โดยกลุ่มผู้ผลิตรถยนต์ BMW Group วางแผนที่จะมีจำนวนรถยนต์ไฟฟ้าจำหน่ายเป็นสัดส่วนครึ่งหนึ่งของจำนวนรถยนต์จำหน่ายทั้งหมดทั่วโลกภายในปี 2030 และยังวางแผนที่จะจำหน่ายเฉพาะรถยนต์ไฟฟ้าเท่านั้นสำหรับรถยนต์ยี่ห้อ Mini และ Rolls-Royce ภายในต้นทศวรรษที่ 2030 ในขณะที่บริษัทผู้ผลิตรถยนต์ Honda วางแผนที่จะมีจำนวนรถยนต์ไฟฟ้าจำหน่ายเป็นสัดส่วนร้อยละ 40 ของจำนวนรถยนต์จำหน่ายทั้งหมดในตลาดสำคัญสำหรับรถยนต์ไฟฟ้าภายในปี 2030

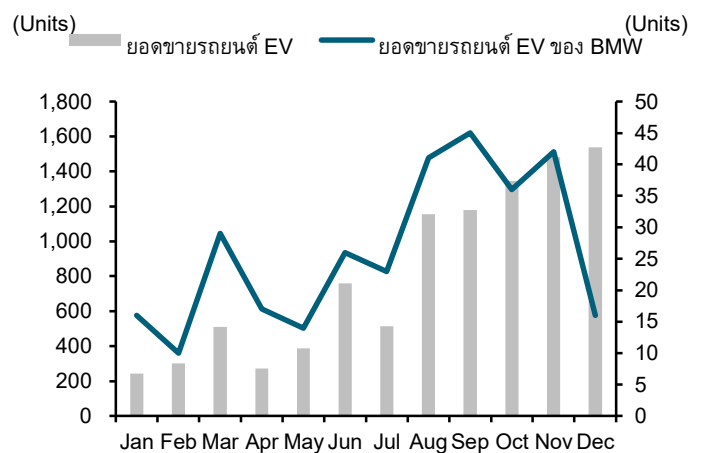
อีกทั้ง ด้วยจำนวนรุ่นรถยนต์ไฟฟ้าของ BMW ที่มีความหลากหลาย ส่งผลให้ยอดขายรถยนต์ไฟฟ้าประเภท BEV ของรถยนต์ยี่ห้อ BMW และ Mini ในปี 2022 มีจำนวนสูงถึง 535 คัน ทำให้รถยนต์ไฟฟ้าของบริษัท BMW Thailand ขึ้นครองแชมป์ในตลาดยานยนต์ไฟฟ้ากลุ่มพรีเมียมด้วย ส่วนแบ่งทางการตลาดร้อยละ 40.8

**Exhibit 24:** จำนวนรถยนต์ส่วนบุคคลแยกตามประเภทเครื่องยนต์



Sources: Bloomberg New Energy Finance (BNEF)

**Exhibit 25:** ยอดขายรถยนต์ไฟฟ้าของ BMW เทียบกับตลาด



Source: Marklines

## จุดเด่นของบริษัท

เรามองว่าบริษัทมีความโดดเด่นด้านการดำเนินธุรกิจที่สามารถสร้างความแตกต่างและสามารถแข่งขันในตลาดได้อย่างมั่นคง โดยเราจำแนกจุดเด่นของบริษัทออกมาได้ทั้งหมด 3 ข้อ ดังนี้

### 1. สินค้าที่จำหน่าย เป็นสินค้าที่ราคาสูง เจาะกลุ่มตลาดลูกค้าระดับบน

รถยนต์ BMW และ Mini ถือว่าเป็นรถยนต์ระดับ Premium ที่มีราคาสูงกว่าราคาตลาดรถยนต์ทั่วไปในประเทศไทย มีช่วงราคาตั้งแต่ 2-18 ล้านบาท ซึ่งสูงกว่าราคาตลาดรถยนต์ในกลุ่มทั่วไป มักจะมีราคาในระดับ 1 ล้านบาท ดังนั้น ลูกค้าของบริษัทจึงมีความแตกต่างจากลูกค้าทั่วไปที่มีกำลังซื้อสูง ต้องการความหรูหราและมีความเชื่อมั่นในแบรนด์ค่อนข้างสูง ดังนั้น ประเด็นดังกล่าวจึงเป็นปัจจัยสำคัญต่อแนวโน้มการเติบโตของบริษัท

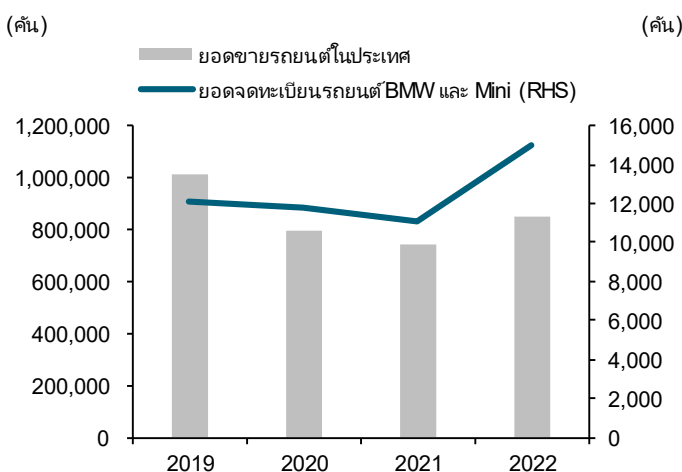
#### 1.1 ยอดขายรถยนต์ BMW และ Mini มีความผันผวนต่ำเมื่อเทียบกับอุตสาหกรรม

หากเปรียบเทียบจำนวนยอดขายรถยนต์ในประเทศไทยตั้งแต่ช่วง 2019-2020 จะพบว่าจำนวนยอดขายรถยนต์ใหม่ในประเทศไทยมีการลดลงเป็นอย่างมากในช่วงโควิด ทำให้กำลังซื้อของผู้บริโภคหดหายและหดตัวรุนแรงถึง 21% จาก 1 ล้านคัน เหลือเพียง 7.9 แสนคัน ในขณะที่ยอดจดทะเบียนของรถยนต์ BMW และ Mini นั้นมีปริมาณที่ลดลงเพียงเล็กน้อยแค่ 2% เท่านั้น ประเด็นดังกล่าวเป็นการสะท้อนถึงความแข็งแกร่งของแบรนด์สินค้าที่มีความผันผวนต่ำต่อความกังวลต่อเศรษฐกิจ เนื่องจากผู้บริโภคกลุ่มนี้ได้รับผลกระทบค่อนข้างน้อยจากการที่เศรษฐกิจชะลอตัว

ในขณะเดียวกัน ปี 2022 ที่ถือว่าเป็นปีแห่งการฟื้นตัวของภาคเศรษฐกิจของประเทศ ภายหลังสถานการณ์โควิดสามารถควบคุมได้ ยอดจดทะเบียนของรถยนต์ BMW และ Mini นั้นก็มีการฟื้นตัวที่แข็งแกร่ง เติบโตเพิ่มขึ้นถึง 36% เป็น 1.5 หมื่นคัน ซึ่งถือว่าเติบโตได้ดีกว่ายอดขายรถยนต์ในช่วงเวลาเดียวกันที่เติบโตเพียง 12% เป็น 8.5 แสนคัน

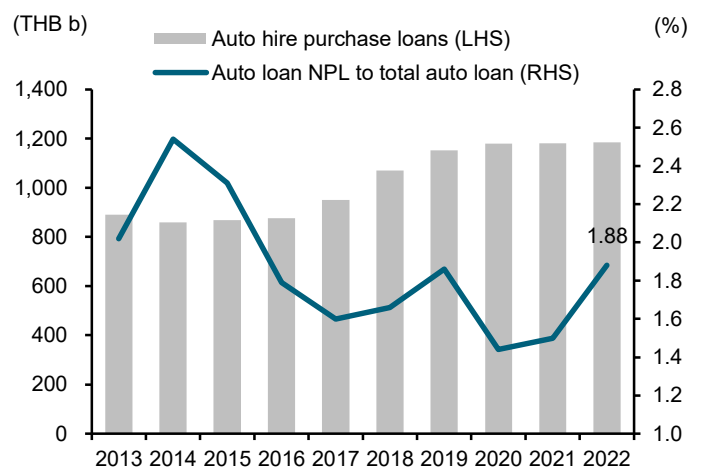
Exhibit 26: ยอดขายรถยนต์ในประเทศ vs ยอดจดทะเบียนรถยนต์

BMW และ Mini



Sources: Thai Automotive Industry Association; MGC

Exhibit 27: ปริมาณสินเชื่อรถยนต์และหนี้เสีย



Source: Bank of Thailand

ดังนั้น ด้วยการคาดการณ์ของเราที่คาดว่ายอดขายรถยนต์ในประเทศไทยในปี 2023 จะอยู่ที่ระดับ 8.8 แสนคัน คิดเป็นการเติบโตจากปีก่อนที่ 4% โดยมีปัจจัยหนุนมาจากการฟื้นตัวที่ต่อเนื่องของเศรษฐกิจ และกำลังซื้อของผู้บริโภค ภายหลังจากกลับมาของนักท่องเที่ยวที่จะเป็นปัจจัยสำคัญในการช่วยขับเคลื่อนเศรษฐกิจของประเทศ ทำให้เราเชื่อมั่นว่ายอดขายรถยนต์ในปี 2023 ของบริษัทจะยังคงสามารถเติบโตได้อย่างต่อเนื่องเช่นเดียวกัน

## 1.2 ความเสี่ยงด้าน NPL ต่ำ

โดยปกติแล้ว ผู้ซื้อรถยนต์ในโดยทั่วไปแล้วจะเป็นการซื้อด้วยการขอสินเชื่อผ่านธนาคารและสถาบันการเงิน ดังนั้น การตรวจสอบด้านเครดิตของธนาคารก่อนมีการปล่อยกู้นั้นถือเป็นด้านสำคัญในการซื้อรถยนต์ใหม่ในประเทศไทย ในช่วงปี 2015-2016 เคยมีเหตุการณ์ที่ยอดขายรถยนต์ในประเทศไทยมีการชะลอตัวอย่างรุนแรงเนื่องจากหนี้เสีย (NPL) มีการปรับตัวสูงขึ้นอย่างมาก โดยอยู่ที่ระดับ 2.6% ของปริมาณสินเชื่อเช่าซื้อ ทำให้ธนาคารและสถาบันการเงิน มีการเข้มงวดในการปล่อยกู้ให้กับลูกค้ามากขึ้น จนผู้บริโภคบางกลุ่มไม่สามารถขอสินเชื่อเพื่อซื้อรถใหม่ได้ ซึ่งในปัจจุบัน ปริมาณ NPL มีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยปัจจุบัน ระดับ NPL ของสินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์และจักรยานยนต์อยู่ที่ระดับ 1.88% ซึ่งถือว่าเป็นระดับที่สูงที่สุดในรอบกว่า 6 ปี ทำให้ประเด็นดังกล่าวถือเป็นความเสี่ยงต่อยอดขายรถยนต์ใหม่ในประเทศไทยในปีนี้ได้

ในขณะที่กลุ่มลูกค้าของบริษัท เป็นกลุ่มที่มีกำลังซื้อสูงและมีฐานะทางการเงินที่ค่อนข้างดี จึงไม่มีปัญหาหนักในด้านเครดิตหรือการขออนุมัติเงินกู้จากธนาคาร ทำให้ธนาคารสามารถปล่อยกู้ และอนุมัติสินเชื่อได้ง่ายกว่า ส่งผลให้ความกังวลด้านหนี้เสีย (NPL) ที่ปัจจุบันอยู่ในระดับสูงนั้นไม่มีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญ บนมุมมองของเรา

## 2. ศูนย์บริการได้ประโยชน์จาก BSI

จุดเด่นสำคัญของรถยนต์ BMW คือการได้รับบริการระดับบริการ BMW Service Inclusive (BSI) จากทางค่ายรถยนต์ ซึ่งจะช่วยให้ลูกค้าของ BMW สามารถนำรถยนต์มาเข้าศูนย์บริการที่ผ่านการรับรองจากทาง BMW ได้

### BMW Service Inclusive (BSI) คืออะไร

BSI เป็นแพคเกจการบริการเซอร์วิส ของทางค่าย BMW โดยจะให้บริการตามรอบการเช็คระยะต่างๆ โดยที่ผู้ใช้งานจะต้องเสียค่าใช้จ่าย บริการนี้จะดูแลรถยนต์ของคุณให้สามารถใช้งานได้ปกติ ลูกค้ารถยนต์ BMW ไม่จำเป็นต้องกังวลถึงค่าใช้จ่ายในการดูแลหรือการบำรุงรักษาและจะได้รับการบริการจากมืออาชีพที่มีความชำนาญ แม่นยำและให้บริการรวดเร็ว ะไหล่แท้จาก BMW เท่านั้น

BSI ครอบคลุมถึงการบำรุงรักษาตามระยะ (รวมค่าน้ำมัน ค่าแรงและอะไหล่แท้จาก BMW)

- เปลี่ยนน้ำมันเครื่องพร้อมไส้กรองน้ำมันและ top-ups
- การให้บริการหรือการเปลี่ยนกรองอากาศเครื่องยนต์กรองน้ำมันเชื้อเพลิง กรองอากาศภายในห้องโดยสาร หัวเทียน
- บริการเปลี่ยนน้ำมันเบรก
- บริการตรวจสอบรถตามข้อกำหนดของบีเอ็มดับเบิลยู
- ผ้าเบรกด้านหน้าและด้านหลัง
- งานเบรกด้านหน้าและด้านหลัง
- ใบบัดน้ำฝน (ปีละครั้งนับจากการเปลี่ยนครั้งก่อนถ้าจำเป็น)



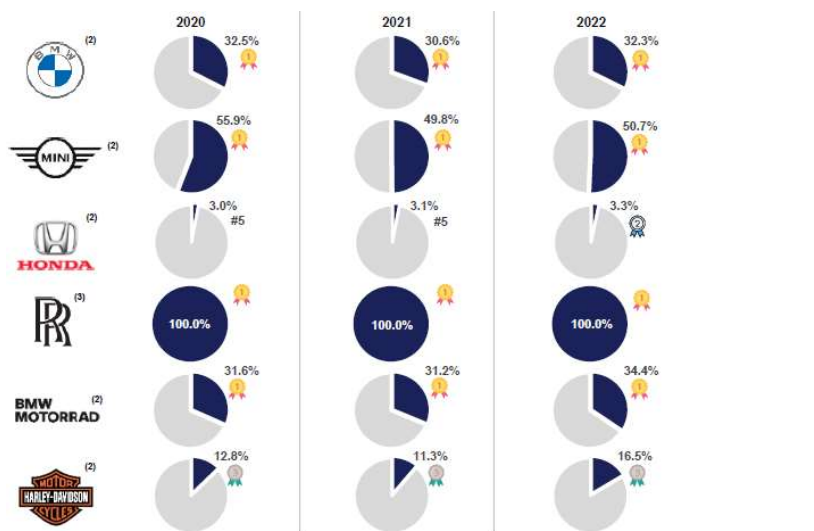
ซึ่งหมายความว่า ลูกค้าที่ซื้อรถยนต์ BMW จากตัวแทนจำหน่ายที่ได้รับการรับรองและได้รับสิทธิ์ BSI จะสามารถใช้สิทธิ์เข้ารับบริการการตรวจสอบและบำรุงรักษาที่ศูนย์บริการได้โดยไม่มีค่าใช้จ่าย ทำให้เป็นการสร้างแรงจูงใจให้ลูกค้ามีความต้องการใช้บริการที่ศูนย์ตัวแทนเท่านั้น เป็นการป้องกันลูกค้าไปใช้บริการกับศูนย์บริการภายนอกที่อาจจะมีราคาสูงกว่า บัจจยดังกล่าวจึงเป็นแรงสนับสนุนสำคัญต่อธุรกิจศูนย์บริการของบริษัท ที่จะยังรักษาลูกค้าให้อยู่กับ eco system ของบริษัทต่อไปได้ แม้จะได้ทำการซื้อรถยนต์ไปเป็นที่เรียบร้อยแล้ว บริษัทจะยังสามารถสร้างรายได้ในส่วนนี้ได้อย่างต่อเนื่องตามอายุ BSI ที่มีอย่างน้อย 5 ปี บนรถ BMW มือหนึ่งทุกคัน

### 3. เป็นผู้จัดจำหน่ายรายใหญ่ในประเทศไทย

เนื่องจากที่บริษัท เป็นผู้จัดจำหน่ายรถยนต์ยี่ห้อ BMW Mini และ Rolls-Royce รายใหญ่ของประเทศ โดยมีส่วนแบ่งทางการตลาดมากที่สุดเป็นอันดับ 1 ของประเทศในทั้ง 3 ยี่ห้อ ในขณะที่รถจักรยานยนต์อย่าง BMW Motorrad และ Harley Davidson ก็มีส่วนแบ่งทางการตลาดที่เป็นอันดับ 1 และ 3 ตามลำดับ นอกจากนี้บริษัทถือว่าเป็นตัวแทนจำหน่ายรายใหญ่ที่สุดของ BMW ซึ่งมีจำนวนสาขาถึง 9 สาขา คิดเป็นสัดส่วน 29% ของศูนย์จัดจำหน่าย BMW ในประเทศไทย ครอบคลุมจุดสำคัญตามกรุงเทพฯ แทบทุกพื้นที่ ทำให้เรามองว่าความแข็งแกร่งดังกล่าวเป็นจุดเด่นสำคัญของบริษัท

ด้วยบัจจยดังกล่าว ทำให้เรามีความเชื่อมั่นว่า บริษัทจะได้รับความเชื่อมั่นจากแบรนด์รถยนต์ โดยเฉพาะจาก BMW เป็นอย่างดี และมีความสัมพันธ์ที่ดี มีอำนาจต่อรองกับทางแบรนด์ได้ดีกว่าตัวแทนจำหน่ายรายอื่นๆ บริษัทมีเงินทุนหมุนเวียนเป็นจำนวนมาก ทำให้สามารถสะสมรถไว้เพื่อรองรับความต้องการของลูกค้าได้อย่างรวดเร็ว ต่างจากคู่แข่งในแบรนด์เดียวกัน นอกจากนี้ BMW จะเป็น supplier ให้กับบริษัท เราเชื่อว่าบริษัทเองก็เป็นซุ่มกำลังสำคัญในการขับเคลื่อนธุรกิจและเป็นการสร้างยอดขายให้กับทาง BMW เช่นเดียวกัน

Exhibit 28: สัดส่วนทางการตลาดรายแบรนด์



Source: MGC

## ความเสี่ยง

### 1. ความเสี่ยงจากการไม่สามารถควบคุม suppliers

ตามลักษณะปกติของธุรกิจนำเข้าและจำหน่ายยานยนต์ บริษัทผู้ผลิตยานยนต์แต่ละยี่ห้อจะเป็นผู้กำหนดมาตรฐานการดำเนินงานของตัวแทนจำหน่ายและ/หรือผู้นำเข้ายานยนต์ เช่น การก่อสร้างและออกแบบโชว์รูม รวมถึงมาตรฐานและข้อกำหนดอื่นๆ ที่เกี่ยวข้อง กับ ศูนย์บริการหลังการขาย เป็นต้น นอกจากนี้ บริษัทผู้ผลิตยานยนต์ยังเป็นผู้กำหนดรุ่นของ ยานยนต์หรือผลิตภัณฑ์ใหม่ที่จะนำออกสู่ตลาด กำหนดเป้าหมายการส่งออกรถยนต์ร่วมกับ ผู้จัดจำหน่ายรถยนต์ วางแผนและบริหารจัดการการจัดสรรยานยนต์ให้แก่ตัวแทนจำหน่าย ยานยนต์ทุกรายในประเทศ และกำหนดราคาแนะนำ (Recommended Price) ซึ่งเป็นราคา จำหน่ายยานยนต์ให้แก่ลูกค้าทั่วไปซึ่งจะเท่ากันสำหรับผู้จัดจำหน่ายทุกราย รวมไปถึงการให้ ความช่วยเหลือด้านการส่งเสริมการขาย การให้บริการลูกค้า กำหนดหลักเกณฑ์ในการ ให้ ผลตอบแทนจากการจำหน่ายยานยนต์ และการจัดสรรอะไหล่ยานยนต์ที่เกี่ยวข้องให้แก่ ผู้จัด จำหน่ายยานยนต์ ซึ่งประเด็นทั้งหมดที่ได้กล่าวมาข้างต้นเป็นไปตามดุลยพินิจของ บริษัทผู้ผลิตยานยนต์

ประเด็นดังกล่าวจึงเป็นความเสี่ยงของบริษัท ที่ไม่สามารถกำหนดกฎเกณฑ์ในการตั้งราคา สินค้า ควบคุมคุณภาพของสินค้า ได้ด้วยตัวเอง ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อรายได้จากการขาย และต้นทุนในการดำเนินธุรกิจของกลุ่มบริษัทฯ ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อรายได้อาจสำคัญ ต่อธุรกิจ อย่างไรก็ตาม บริษัทผู้ผลิตยานยนต์ยี่ห้อที่กลุ่มบริษัทฯ เป็นผู้จัดจำหน่าย และ/หรือ เป็นผู้นำเข้า เป็นบริษัทที่ประกอบธุรกิจในอุตสาหกรรมยานยนต์มาอย่างยาวนาน มีความรู้ ความเข้าใจในการดำเนินธุรกิจและการทำตลาดยานยนต์ในประเทศไทย มีชื่อเสียงในการผลิต ยานยนต์ที่มีคุณภาพ ตรงตามความต้องการของลูกค้า และมีการพัฒนาผลิตภัณฑ์ด้วย เทคโนโลยีที่ทันสมัยอย่างต่อเนื่อง นอกจากนี้ ด้วยความสัมพันธ์ที่ยาวนานระหว่างบริษัทกับ ผู้ผลิตรถยนต์อย่าง BMW ที่มีมาอย่างยาวนานกว่า 22 ปี รวมถึงการเป็นตัวแทนจำหน่ายราย ใหญ่ที่สุดในประเทศไทย จะทำให้บริษัท มีความสำคัญต่อการเติบโตของรถยนต์ BMW เป็น อย่างมาก จึงทำให้เราเชื่อว่า บริษัทจะสามารถเจรจาต่อรองกับบริษัทผู้ผลิตรถยนต์ได้

### 2. ความเสี่ยงด้านสัญญา กับ BMW

เนื่องจากการประกอบธุรกิจเป็นตัวแทนจำหน่ายยานยนต์เป็นการประกอบธุรกิจภายใต้ สัญญาแต่งตั้งตัวแทนจำหน่ายยานยนต์จากบริษัทผู้ผลิตยานยนต์ ซึ่งสัญญาดังกล่าวเป็น สัญญาระยะสั้นที่มีอายุอยู่ในช่วง 1 ปี ถึง 5 ปี โดยสัญญาส่วนใหญ่มีอายุ 1 ปี รวมถึงสัญญา แต่งตั้งตัวแทนจำหน่ายยานยนต์ที่กลุ่มบริษัทฯ ได้รับ ส่วนใหญ่เป็นสัญญาแต่งตั้งตัวแทน จำหน่ายยานยนต์ โดยไม่จำกัดแก่กลุ่มบริษัทฯ เพียงผู้เดียว (non-exclusive) ดังนั้น แม้ว่า อายุของสัญญาที่เป็นสัญญาระยะสั้นและสิทธิในการจัดจำหน่ายแบบ non-exclusive จะเป็น เงื่อนไขทั่วไปของสัญญาแต่งตั้งตัวแทนจำหน่ายยานยนต์ที่บริษัทผู้ผลิตยานยนต์ทำกับ ตัวแทนจำหน่ายในประเทศไทย กลุ่มบริษัทฯ อาจมีความเสี่ยงจากการไม่ได้รับการต่อสัญญา แต่งตั้งตัวแทนจำหน่ายยานยนต์

อย่างไรก็ตาม สัญญาแต่งตั้งตัวแทนจำหน่ายรถยนต์ยี่ห้อ BMW ได้กำหนดให้มีการต่อสัญญาโดยอัตโนมัติเมื่อครบกำหนดอายุสัญญาออกไปอีกคราวละ 1 ปี ทั้งนี้ กลุ่มบริษัท ได้รับการต่อสัญญาแต่งตั้งผู้จำหน่ายยานยนต์มาโดยตลอดนับตั้งแต่วันที่เริ่มต้นสัญญาฉบับแรกจนถึงปัจจุบัน โดยสำหรับรถยนต์ยี่ห้อ BMW กลุ่มบริษัทฯ ได้รับการแต่งตั้งให้เป็นตัวแทนจำหน่ายครั้งแรกที่สาขาพระรามที่ 4 ในปี 2000 และได้รับการแต่งตั้งเป็นตัวแทนจำหน่ายสำหรับสาขาต่างๆ เพิ่มเติม รวมถึงได้รับการต่อสัญญามาโดยตลอดนับตั้งแต่วันที่เริ่มต้นสัญญาฉบับแรกจนถึงปัจจุบันโดยรวมแล้วเป็นระยะเวลาประมาณ 22 ปี นอกจากนี้ กลุ่มบริษัทฯ ถือเป็นผู้จำหน่ายยานยนต์ที่มีเครือข่ายโชว์รูมและศูนย์บริการที่ครอบคลุม พื้นที่ทางธุรกิจที่สำคัญทั่วประเทศ และได้รับการยอมรับจากทุกกลุ่มลูกค้า ส่งผลให้กลุ่ม บริษัทฯ ได้รับโอกาสทางธุรกิจใหม่ๆ และโอกาสในการสร้างพันธมิตรทางธุรกิจและความร่วมมือเชิงกลยุทธ์กับผู้ผลิตรายานยนต์และผู้ให้บริการด้านยานยนต์ชั้นนำระดับโลกอย่างต่อเนื่อง

### 3. ความเสี่ยงด้านอุตสาหกรรมยานยนต์

การแข่งขันที่เพิ่มขึ้นในอุตสาหกรรมยานยนต์ ซึ่งปัจจุบัน บริษัทผู้ผลิตรายานยนต์ทั่วโลกได้พัฒนาผลิตภัณฑ์เพื่อให้ผู้บริโภคมีทางเลือกที่มีความหลากหลายมากขึ้น รวมไปถึงการแข่งขันกันเองในกลุ่มผู้จำหน่ายยานยนต์ยี่ห้อที่มีผลิตภัณฑ์ที่แข่งขันกัน หรือกลุ่มผู้จำหน่ายยานยนต์ยี่ห้อเดียวกันซึ่งต่างมุ่งเน้นการทำการตลาด การจัดโปรโมชั่น และการพัฒนาและยกระดับการให้บริการลูกค้าเพื่อเพิ่มส่วนแบ่งทางการตลาด ในขณะที่ความต้องการรถยนต์ใหม่ในประเทศไทยนั้นเป็นไปอย่างจำกัด เนื่องจากรถยนต์เป็นสินค้าคงทนที่มาอายุการใช้งานยาวนานกว่า 5 ปี จึงจะมีการเริ่มการเปลี่ยนรถยนต์ใหม่

หากดูที่ตัวเลขยอดขายรถยนต์ในประเทศไทย จะพบว่า โดยเฉลี่ยแล้ว ยอดขายรถยนต์ในประเทศไทยจะอยู่ที่ระดับ 9 แสน ถึง 1 ล้านคัน ในช่วงปี 2017-2019 และมีการเติบโตอย่างจำกัด โดยมีอัตราการเติบโตนับตั้งแต่ปี 2010 ถึงปี 2019 (10ปี) ที่ 2.4% โดยเฉลี่ย ดังนั้นความผันผวนของยอดขายรถยนต์ ซึ่งโดยปกติจะได้รับผลกระทบโดยตรงจากเศรษฐกิจ และความเชื่อมั่นของผู้บริโภคในประเทศ ถือเป็นความเสี่ยงสำคัญต่อการดำเนินงานของบริษัทในอนาคต

อย่างไรก็ตาม เรามองว่าบริษัททราบถึงความเสี่ยงดังกล่าวจึงได้มีการกระจายความเสี่ยงด้วยการขยายธุรกิจที่ไม่ใช่เพียงแค่ธุรกิจตัวแทนจำหน่ายรถยนต์เพียงอย่างเดียว โดยบริษัทฯ ได้มีธุรกิจอื่นๆ เพิ่มเติมเช่น ธุรกิจตัวแทนจำหน่ายรถจักรยานยนต์ เรือยอชท์ เรือแม่น้ำ ธุรกิจเช่ารถยนต์ ธุรกิจประกันภัย และธุรกิจสินเชื่อ ทำให้บริษัทสามารถลดความเสี่ยงด้านความต้องการรถยนต์ในประเทศลงไปได้

นอกจากนี้ ในปี 2022 ภายหลังจากเหตุการณ์โควิด ยอดขายรถยนต์ในประเทศไทยยังถือว่าอยู่ในระดับต่ำกว่าค่าเฉลี่ย โดยมียอดขายรถยนต์ใหม่ที่ 0.85 ล้านคัน คิดเป็น 87% เมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยยอดขายรถยนต์ในปี 2017-2019 ทั้งนี้ เราคาดว่ายอดขายรถยนต์ในประเทศสำหรับปี 2023 จะอยู่ที่เพียง 0.88 แสนคัน คิดเป็นการเติบโตที่ 3.6% เท่านั้น เราจึงมองว่าการคาดการณ์ยอดขายรถยนต์ในประเทศสำหรับปี 2023 นั้นค่อนข้างอนุรักษ์นิยมแล้ว และยังมีโอกาสเติบโตกลับสู่ค่าเฉลี่ยต่อได้ในปีถัดๆ ไป

#### 4. ความเสี่ยงจาก การเข้าสู่รถยนต์ไฟฟ้า

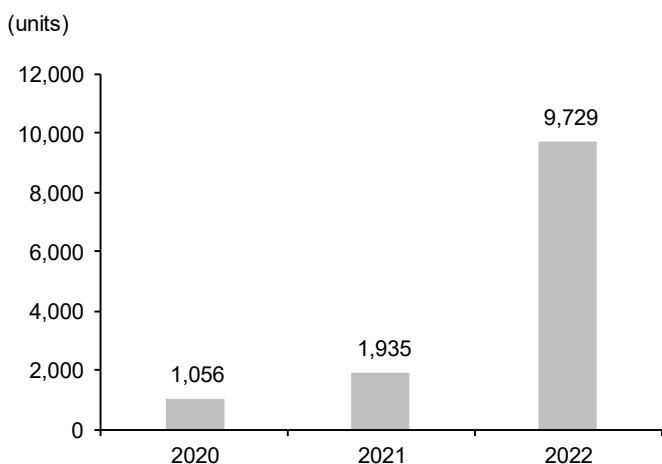
อุตสาหกรรมยานยนต์ยังมีความเสี่ยงจากการแข่งขันที่รุนแรงขึ้นจากผู้เล่นรายใหม่ๆ ในอุตสาหกรรมยานยนต์ที่เริ่มเข้ามาทำการตลาดในประเทศไทยเพิ่มมากขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะอุตสาหกรรมรถยนต์ที่กำลังเข้าสู่ยุคการเปลี่ยนแปลงทางเทคโนโลยีจากรถยนต์ที่ใช้เครื่องยนต์สันดาปภายใน (ICE : Internal Combustion Engine) รถยนต์ประเภทไฮบริด (HEV : Hybrid Electric Vehicle) ปลั๊กอินไฮบริด (PHEV : Plug-in Hybrid Vehicle) และพลังงานไฟฟ้าล้วน (BEV : Battery Electric Vehicle) ซึ่งมียอดขายทั่วโลกเพิ่มมากขึ้นอย่างต่อเนื่องในช่วงไม่กี่ปีที่ผ่านมา

สำหรับประเทศไทย ข้อมูลจากกรมการขนส่งทางบก ซึ่งประมวลผลโดยศูนย์วิจัยอุตสาหกรรมยานยนต์สมัยใหม่ สถาบันยานยนต์ แสดงให้เห็นว่าจำนวนการออกรถยนต์พลังงานไฟฟ้าประเภท BEV ใหม่มีแนวโน้มเติบโตอย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้มีผู้ประกอบการรายใหม่ๆ จากทั่วโลก โดยเฉพาะผู้ผลิตรถยนต์สัญชาติจีนซึ่งได้เข้ามาเปิดตัวรถยนต์ไฟฟ้าหลากหลายรุ่น ดังนั้น กลุ่มบริษัท อาจมีความเสี่ยงจากการแข่งขันที่สูงขึ้นในอุตสาหกรรมรถยนต์ ซึ่งอาจมีรถยนต์ยี่ห้อใหม่ๆ เข้ามาในประเทศไทยมากขึ้น

อย่างไรก็ตาม เรามองว่าความเสี่ยงดังกล่าวยังคงค่อนข้างจำกัด เนื่องจากยอดขายรถยนต์ BEV ในประเทศไทย ในช่วงปี 2022 ที่ผ่านมา ยังถือว่ามีส่วนที่น้อยมากเมื่อเทียบกับยอดขายรถยนต์ในประเทศ จากข้อมูลของ Marklines แสดงให้เห็นว่า ยอดขายรถยนต์ EV ปี 2022 ในประเทศไทยมีจำนวนราว 8.8 พันคัน ซึ่งคิดเป็นเพียง 1% ของยอดขายรถยนต์ทั้งหมดในประเทศ ดังนั้นในระยะเวลา 3 ปี ข้างหน้า เรายังมองว่ายอดขายรถยนต์ BEV ในไทยจะคิดเป็นสัดส่วนไม่เกิน 5% ของยอดขายรถยนต์รวม

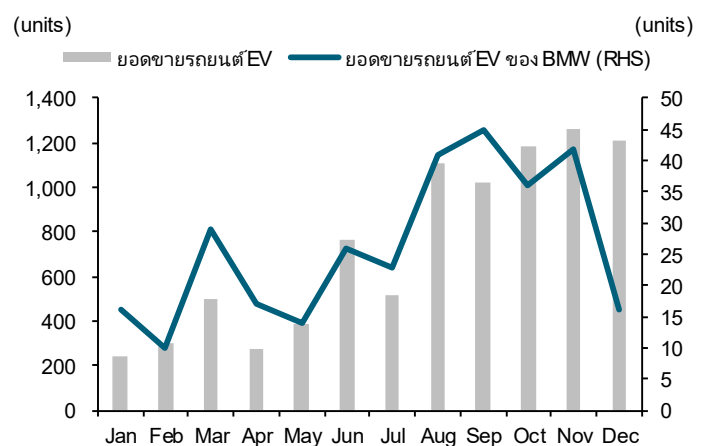
นอกจากนี้รถยนต์ BMW นั้นก็มีรถยนต์ไฟฟ้าอย่าง i4, ix, และ ix3 เป็นต้น ซึ่งถือว่ามียี่ห้อที่มียอดขายอยู่ในระดับสูง เป็นรองเพียง MG, Greatwall Mortor ในปี 2022 เท่านั้น และมีสัดส่วนยอดขายที่ 3.6% ซึ่งถือว่าเป็นสัดส่วนที่อยู่ในระดับสูงเมื่อเทียบกับรถยนต์ไฟฟ้าในกลุ่มตลาดบดด้วยกัน

Exhibit 29: ยอดจดทะเบียนรถยนต์ EV



Source: www.autolifethailand.tv

Exhibit 30: ยอดขายรถยนต์ EV ของ BMW เทียบกับยอดขายรถยนต์ EV ในประเทศ



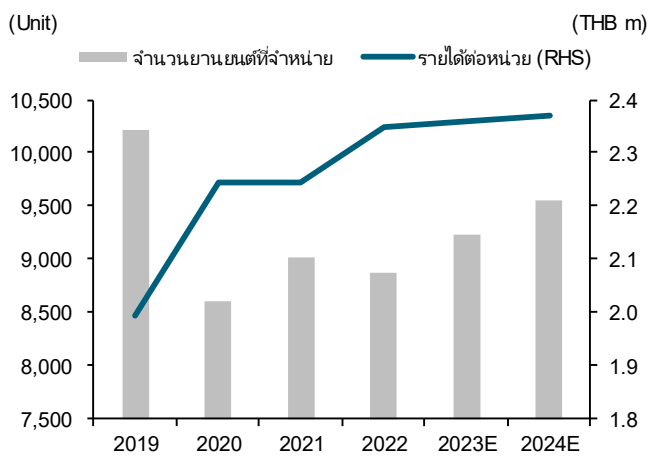
Sources: Marklines

## วิเคราะห์ผลการดำเนินงานในไตรมาส

คาดการณ์เติบโตต่อเนื่องในปี 2023 เราคาดว่าบริษัทจะยังคงศักยภาพในการเติบโตในปี 2023 นี้ได้อย่างต่อเนื่อง โดยสามารถแบ่งรายละเอียดการเติบโตในแต่ละธุรกิจได้ดังนี้

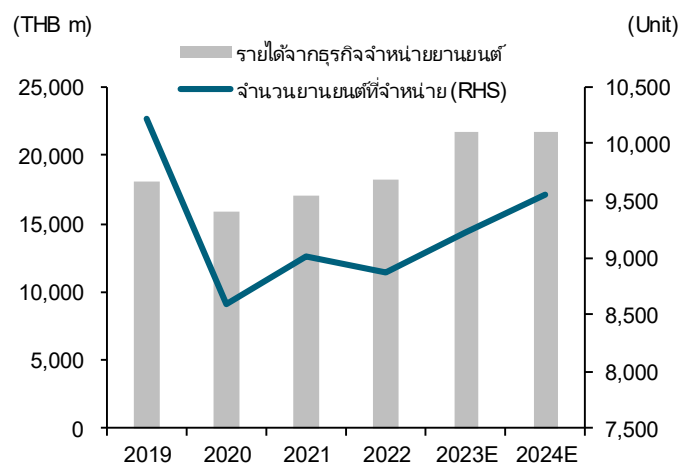
1. ธุรกิจจำหน่ายยานยนต์ มีแนวโน้มที่จะเติบโตตามการเติบโตของยอดขายรถยนต์ในประเทศไทย ดังนั้น ด้วยการคาดการณ์ยอดขายรถยนต์ในประเทศปีนี้ที่ระดับ 8.8 แสนคัน คิดเป็นการเติบโตที่ 3.6% ทำให้เรามองว่าบริษัท จะมีรายได้จากธุรกิจตัวแทนจำหน่ายรถยนต์และจักรยานยนต์ เติบโตได้ที 4.4% เป็น 22,759 ล้านบาท เติบโตดีกว่าอุตสาหกรรมเล็กน้อยเนื่องจาก 1) การเปิดสาขา BMW และ Mini ใหม่ 2) ความแข็งแกร่งของแบรนด์อย่าง BMW ที่มีแนวโน้มเติบโตดีกว่าอุตสาหกรรมมาโดยตลอด และ 3) รายได้จากธุรกิจเรือแม่น้ำที่กำลังทำธุรกิจในปี 2023 เป็นปีแรก

**Exhibit 31: จำนวนยานยนต์ที่จำหน่ายเทียบรายได้ต่อหน่วย**



Note: จำนวนยานยนต์ที่จำหน่ายหมายถึง จำนวนรถยนต์ จักรยานยนต์ รถยนต์มือสอง เรือยอชท์  
Sources: MGC; FSSIA estimates

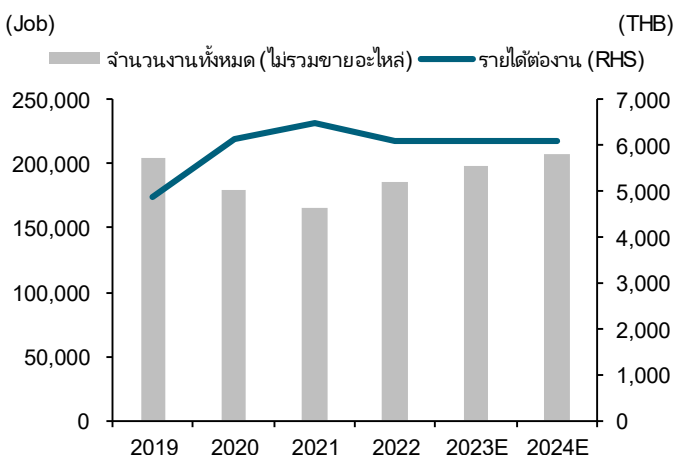
**Exhibit 32: รายได้จากธุรกิจจำหน่ายยานยนต์เทียบจำนวนที่จำหน่าย**



Sources: MGC; FSSIA estimates

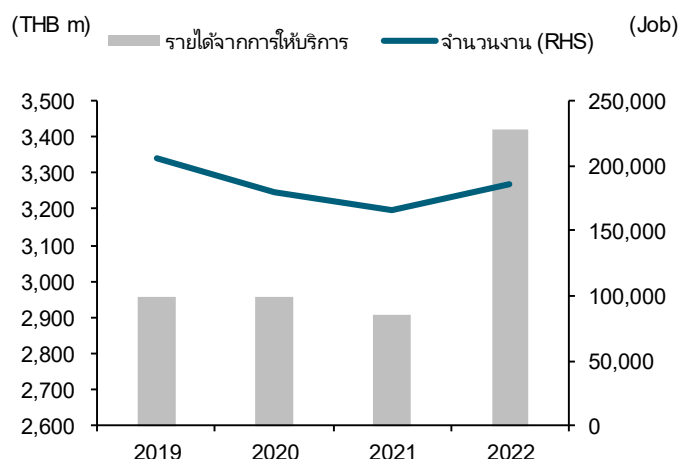
2. ธุรกิจศูนย์บริการ เราเชื่อว่าธุรกิจศูนย์บริการ ก็จะมีการเติบโตตามแนวโน้มของยอดขายรถยนต์ BMW ที่มากขึ้น จำนวนรถยนต์ BMW ที่อยู่บนถนนมากขึ้น ถือเป็นโอกาสในการสร้างรายได้ส่วนเพิ่มจากธุรกิจศูนย์บริการที่มีโอกาสการเติบโตตามธุรกิจตัวแทนจำหน่ายรถยนต์และจักรยานยนต์ ด้วยปัจจัยดังกล่าว ทำให้เราเชื่อว่าบริษัทจะมีการเติบโตของธุรกิจศูนย์บริการที่ 6.6% ในปี 2023 ที่ 1,316 ล้านบาท

**Exhibit 33: จำนวนงานของธุรกิจศูนย์บริการ เทียบรายได้ต่องาน**



Sources: MGC; FSSIA estimates

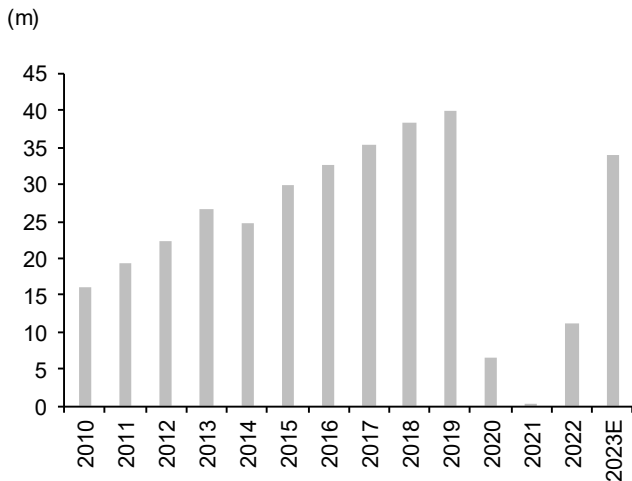
**Exhibit 34: จำนวนงานและรายได้จากการให้บริการ**



Sources: MGC; FSSIA estimates

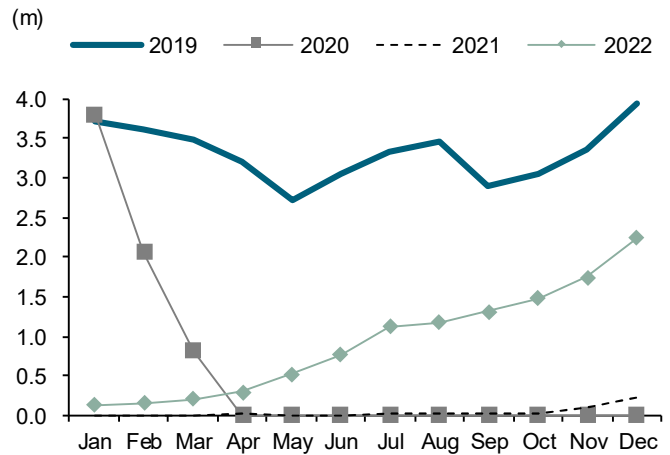
3. คาดธุรกิจเช่ารถยนต์อเนกตัวเล็กน้อย เนื่องจากบริษัทมีการรับรู้รายได้ที่เกิดขึ้นไม่เป็นประจำจากงาน APEC ที่มีการเช่ารถยนต์ของบริษัทเป็นจำนวนมากในปี 2022 ที่ผ่านมา ทำให้เรามองว่าธุรกิจเช่ารถยนต์จะมีการชะลอตัวเล็กน้อยเนื่องจากขาดรายได้ก้อนใหญ่ แต่อย่างไรก็ตาม เรามีมุมมองเชิงบวกต่อจำนวนนักท่องเที่ยวที่คาดว่าจะฟื้นตัวได้ดีจากปี ก่อนที่ 11 ล้านคน เป็น 34 ล้านคนในปี นี้ ภายหลังจากการเปิดประเทศอย่างเต็มตัว ซึ่งกลุ่มนักท่องเที่ยว ถือว่าเป็นตลาดสำคัญต่อธุรกิจเช่ารถยนต์ของบริษัท ที่มีจะมีความต้องการใช้รถยนต์ให้ใช้ในการเดินทางในประเทศไทยเป็นระยะเวลาสั้นๆ

**Exhibit 35: จำนวนนักท่องเที่ยวรายปี**



Sources: Tourism Authority of Thailand; FSSIA estimates

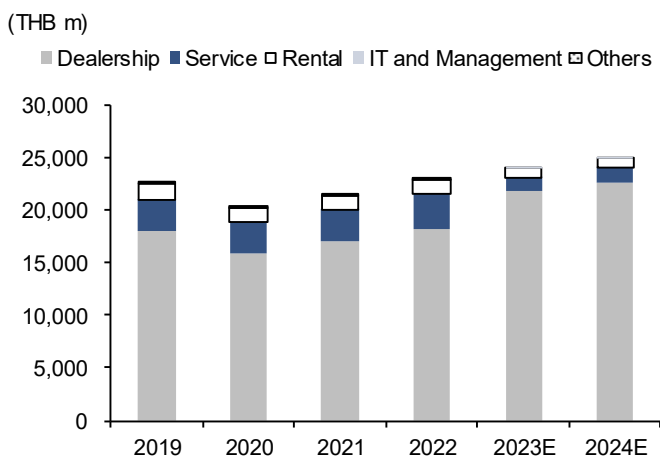
**Exhibit 36: จำนวนนักท่องเที่ยวรายเดือน**



Source: Tourism Authority of Thailand

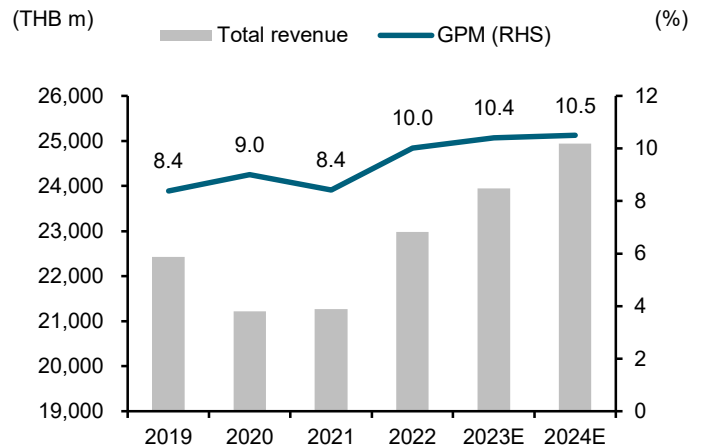
คาดการณ์ได้เติบโต 4.2% ในปี 2023 ด้วยการคาดการณ์การเติบโตในแต่ละธุรกิจที่เรากล่าวไปเบื้องต้น ทำให้เราเชื่อว่าบริษัทจะยังคงมีรายได้เติบโตต่อเนื่องที่ 4.2% เป็น 23,948 ล้านบาท ทำสถิติใหม่ของบริษัทต่อเนื่องจากปีก่อน โดยยังมีรายได้หลักมาจากธุรกิจจำหน่ายยานยนต์ ที่มีสัดส่วนที่ระดับ 91% ของรายได้รวม

**Exhibit 37: รายได้ตามรายธุรกิจ**



Sources: MGC; FSSIA estimates

**Exhibit 38: รายได้รวมและอัตรากำไรขั้นต้น**



Sources: MGC; FSSIA estimates

**คาดอัตรากำไรดีขึ้นต่อเนื่อง**

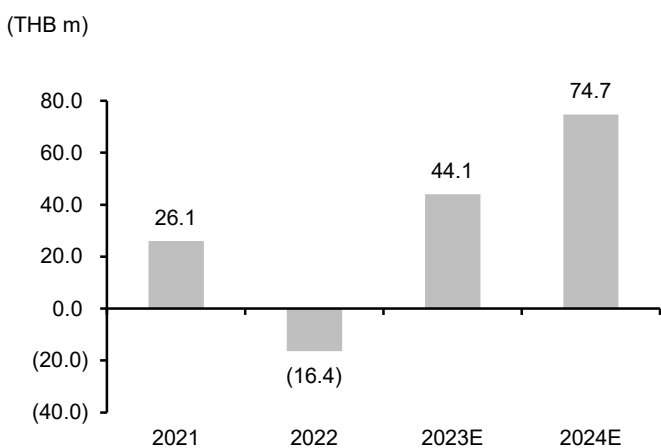
ธุรกิจศูนย์บริการถือว่าเป็นธุรกิจที่มีอัตรากำไรขั้นต้นสูงที่สุดเมื่อเทียบกับธุรกิจอื่นๆของบริษัท เนื่องจาก การได้รับแต่งตั้งเป็นตัวแทนจาก BMW สามารถเรียกเก็บค่าบริการกับทาง BMW ได้โดยตรง ซึ่งเป็น ราคาที่มีการตกลงกันไว้ล่วงหน้า หากบริษัทสามารถหางานได้มากขึ้น ช่วงข้อมมีความสามารถในการ ทำงานที่มากขึ้น บริษัทก็จะสามารถขยายอัตรากำไรขั้นต้นในธุรกิจนี้ได้ต่อเนื่อง

ทั้งนี้ การที่เราคาดว่ารายได้ของบริษัทยังคงสามารถเติบโตได้ดีในปีนี้ และเรามองว่าธุรกิจศูนย์บริการ ที่เป็นธุรกิจที่มีอัตรากำไรขั้นต้นดีที่สุด ทำให้เราเชื่อว่าโอกาสการขยายตัวของอัตรากำไรขั้นต้น ของ บริษัทจะดีขึ้นในปีนี้เป็น 10.4% เมื่อเทียบกับ 10% ในปี 2022 เนื่องจากการจัดการต้นทุนที่มี ประสิทธิภาพมากขึ้น รวมไปถึงการประหยัดจากขนาด นอกจากนี้ เรายังคาดว่า SG&A to sales ของ บริษัท น่าจะปรับตัวลดลงได้เล็กน้อยเป็น 6.45% เทียบกับระดับ 6.5% ในปีก่อน โดยมาจาก เหตุผล เดียวกัน ทำให้บริษัทมี operating profit เติบโตได้ดีที่ 16.9% y-y เป็น 946 ล้านบาท

**บริษัทร่วมฟื้นตัวแกร่ง**

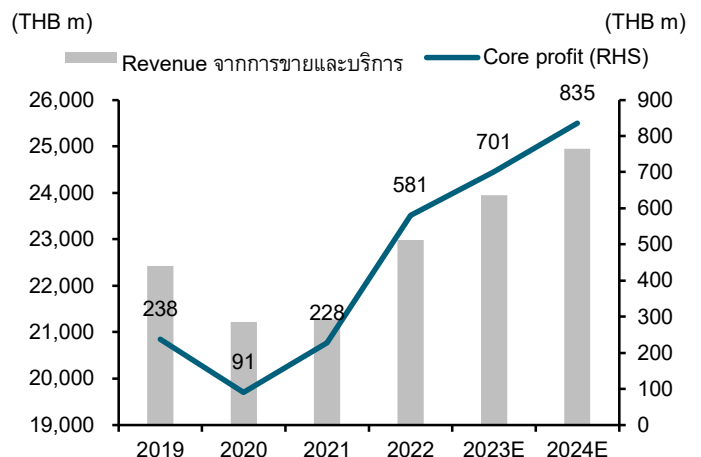
ยิ่งไปกว่านั้น เราเชื่อว่า ธุรกิจอื่นๆ ที่บริษัทรับรู้ผลการดำเนินงานผ่านส่วนแบ่งกำไร เช่น ธุรกิจประกัน และธุรกิจสินเชื่อ จะมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นตามลำดับ โดยในปี 2022 บริษัทรับรู้ส่วนแบ่งกำไรจาก ธุรกิจประกันที่ 38 ล้านบาท และรับรู้ส่วนแบ่งขาดทุนจากธุรกิจสินเชื่อที่ 58 ล้านบาท เรายังมองว่าธุรกิจ ประกันจะยังคงเติบโตต่อเนื่องได้ในปีี้ จากการขยายธุรกิจที่ต่อเนื่อง ในขณะที่ธุรกิจสินเชื่อที่เพิ่งเริ่มธุรกิจ อย่างเต็มตัวเมื่อปีที่ผ่านมากำลังเตรียมรับเงินทุนเพิ่มเติมจากการ IPO ในครั้งนี้เพื่อต่อยอดธุรกิจต่อไป บริษัทคาดว่าธุรกิจสินเชื่อจะมีโอกาสกลับมาทำทุนได้ในปีนี้ แต่เรามิ่มุมมองอนุรักษ์นิยมเล็กน้อยโดย คาดว่าธุรกิจสินเชื่อจะยังมีส่วนแบ่งขาดทุนเข้ามาประมาณ 8 ล้านบาท กล่าวโดยสรุป เราเชื่อว่าส่วน แบ่งกำไรของบริษัทรวมในปี 2023 จะเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญเป็น 44 ล้านบาท เมื่อเทียบกับส่วนแบ่ง ขาดทุนในปีก่อนที่ 16 ล้านบาท

**Exhibit 39: คาดการณ์ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม**



Sources: MGC; FSSIA estimates

**Exhibit 40: คาดการณ์รายได้และกำไรของบริษัท**



Sources: MGC; FSSIA estimates

## คินห์นี้ เพิ่มกำไร

เนื่องด้วยธุรกิจตัวแทนจำหน่ายยานยนต์เป็นธุรกิจที่จำเป็นจะต้องใช้เงินลงทุนที่ค่อนข้างสูง และต้องมี stock รถยนต์ที่เพียงพอกับความต้องการของลูกค้า ทำให้บริษัทมีหนี้สินที่มีดอกเบี้ยอยู่ในระดับสูง และมีค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยราว 280 ล้านบาทต่อปี เราเชื่อว่าการได้เงินจาก IPO ในครั้งนี้ บริษัทจะนำเงินบางส่วนไปชำระหนี้ เพื่อลดภาระดอกเบี้ยลง โดยเราประเมินว่า บริษัทจะนำเงินไปชำระหนี้ราว 1,500 ล้านบาทภายในปีนี้ ซึ่งคาดว่าจะทำให้บริษัทสามารถลดภาระดอกเบี้ยในปีนี้ได้บางส่วน โดยคาดว่าจะลดลงเป็น 250 ล้านบาทในปี 2023 และ 199 ล้านบาทในปี 2024 ซึ่งถือว่าลดลงอย่างมากเมื่อเทียบกับดอกเบี้ยจ่ายที่ 281 ล้านบาทในปี 2022

ด้วยปัจจัยบวกทั้งหมดที่กล่าวมาข้างต้น ทำให้เราเชื่อว่าบริษัทจะสามารถทำกำไรปีนี้ให้เติบโตได้ ต่อเนื่องจากปีก่อนเป็น 701 ล้านบาท (+21% y-y) ถือว่าเป็นการเติบโตก้าวกระโดดจากปีก่อน นอกจากนี้ ด้วยการเติบโตอย่างต่อเนื่องของธุรกิจต่างๆ เรามองว่าค่าเฉลี่ยการเติบโตของกำไรในอีก 3 ปีข้างหน้า (3-year CAGR) จะยังคงอยู่ในระดับที่สูง ที่ 17% ต่อปี ไปจนถึงปี 2025



## การประเมินมูลค่า

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมสำหรับบริษัท MGC ในปี 2023 ที่ราคา 10.70 บาท ด้วยวิธี P/E multiple ที่ 17 เท่า เทียบกับ EPS ในปี 2023 ที่ 0.63 บาท เราอ้างอิงระดับ P/E ที่ 17 เท่าด้วยการเปรียบเทียบระหว่างสองอุตสาหกรรม ได้แก่ 1) อุตสาหกรรมยานยนต์ ที่ซื้อขายกันที่ระดับ P/E เฉลี่ยที่ 7.9 เท่า (กลุ่มยานยนต์โดยปกติจะซื้อขายกันที่ระหว่าง 7-9 เท่า) และ 2) อุตสาหกรรมค้าปลีก ที่ซื้อขายกันที่ระดับ P/E เฉลี่ยที่ 24 เท่า (อุตสาหกรรมค้าปลีกโดยปกติจะซื้อขายกันที่ระหว่าง 15-30 เท่า) ทำให้ค่ากลางของ P/E ของทั้งสองอุตสาหกรรมอยู่ที่ 16 เท่า โดยสาเหตุที่เรานำอุตสาหกรรมค้าปลีก เข้ามาเป็นอีกตัวชี้วัดคือธุรกิจของ MGC มีความเป็น ecosystem ค่อนข้างสูง บริษัทจะยังสามารถหารายได้ภายหลังการขายรถยนต์ไปแล้วจากธุรกิจศูนย์บริการ นอกจากนั้น ธุรกิจเกี่ยวเนื่องอื่นๆ เช่น ธุรกิจประกัน ธุรกิจสินเชื่อ ก็ได้รับอานิสงส์จากการขายรถเช่นเดียวกัน ทำให้เรามองว่า บริษัทมีความแตกต่างจากอุตสาหกรรมยานยนต์ ที่เน้นไปทางด้านการผลิตชิ้นส่วนรถยนต์เพียงอย่างเดียว

ด้วยประเด็นดังกล่าว ทำให้เราเลือกใช้ระดับ P/E ที่ 17 เท่า เทียบเท่ากับค่ากลางของ P/E เฉลี่ยของอุตสาหกรรมยานยนต์และอุตสาหกรรมค้าปลีก นอกจากนี้ เรามองว่าระดับ P/E ที่ 17 เท่า นั้นถือว่าเหมาะสมกับการเติบโตของบริษัท เนื่องจากค่าเฉลี่ย การเติบโตของกำไรในอีก 3 ปีข้างหน้า (3-year CAGR) จะยังคงอยู่ในระดับที่สูง ที่ 17% ต่อปี ไปจนถึงปี 2025 ทำให้ระดับ PEG ratio อยู่ที่ 1 เท่า ซึ่งถือว่าเหมาะสม

### Exhibit 41: การประเมินมูลค่าด้วยวิธี P/E

	P/E (x)					
		15	16	17	18	19
2023 EPS (THB)	0.50	7.56	8.06	8.57	9.07	9.58
	0.57	8.51	9.07	9.64	10.21	10.77
	0.63	9.45	10.08	10.71	11.34	11.97
	0.69	10.40	11.09	11.78	12.47	13.17
	0.76	11.34	12.10	12.85	13.61	14.36

Sources: FSSIA estimates

### Exhibit 42: เปรียบเทียบมูลค่าหุ้นกับบริษัทในกลุ่มธุรกิจเดียวกัน

Company	BBG	Rec	Market Cap (USD m)	PE		DivYld		ROE		PBV	
				23E (x)	24E (x)	23E (%)	24E (%)	23E (x)	24E (x)	23E (x)	24E (x)
Aapico Hitech	AH TB	BUY	293	6.1	5.8	6.6	6.9	16.3	15.6	0.9	0.9
Nam Yong Terminal	NYT TB	BUY	127	15.7	12.4	5.7	7.2	8.4	10.5	1.3	1.3
Somboon Advance Technology	SAT TB	HOLD	231	7.6	7.0	8.6	9.5	12.7	13.1	0.9	0.9
Thai Stanley Electric	STANLY TB	BUY	394	8.1	6.8	4.9	5.9	8.3	9.7	0.7	0.6
Inoue Rubber (Thailand)	IRC TB	HOLD	76	14.1	11.6	3.5	4.3	4.9	5.6	0.7	0.6
<b>Automotive average</b>			<b>1,120</b>	<b>10.3</b>	<b>8.7</b>	<b>5.9</b>	<b>6.8</b>	<b>10.1</b>	<b>10.9</b>	<b>0.9</b>	<b>0.9</b>
Com7	COM7 TB	BUY	2,123	21.2	17.6	3.3	3.8	44.8	46.7	8.9	7.6
Synex (Thailand)	SYNEX TB	BUY	371	15.2	12.9	5.0	5.8	19.4	21.3	2.9	2.7
MEGA Lifesciences	MEGA TB	BUY	1,113	15.9	15.1	2.1	2.2	25.9	24.9	3.9	3.6
Siam Makro	MAKRO TB	BUY	11,271	34.5	28.3	2.0	2.5	3.8	4.6	1.3	1.3
Berli Jucker	BJC TB	n/a	4,290	24.6	21.4	2.3	2.7	4.9	5.5	1.2	1.2
CP All	CPALL TB	n/a	16,137	30.1	24.6	1.7	2.0	13.6	15.5	4.4	4.0
Central Retail Corp	CRC TB	n/a	7,694	30.8	24.8	1.2	1.6	12.8	14.7	3.9	3.5
Siam Global House	GLOBAL TB	n/a	2,714	25.7	23.0	1.6	1.8	15.9	16.2	3.9	3.5
Home Product Center	HMPRO TB	n/a	5,400	26.4	23.9	2.9	3.2	27.8	28.7	7.0	6.5
Thanapiriya	TNP TB	n/a	86	17.5	15.3	2.3	2.4	16.7	16.8	2.8	2.5
<b>Commerce average</b>			<b>51,201</b>	<b>24.2</b>	<b>20.7</b>	<b>2.5</b>	<b>2.8</b>	<b>18.5</b>	<b>19.5</b>	<b>4.0</b>	<b>3.6</b>

Sources: Bloomberg; FSSIA estimates

## Financial Statements

Millennium Group Corporation (ASIA)

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Revenue	21,271	22,981	23,948	24,943	25,733
Cost of goods sold	(18,739)	(19,935)	(20,705)	(21,555)	(22,199)
<b>Gross profit</b>	<b>2,532</b>	<b>3,046</b>	<b>3,243</b>	<b>3,389</b>	<b>3,533</b>
Other operating income	61	95	99	103	107
Operating costs	(1,281)	(1,493)	(1,545)	(1,601)	(1,644)
<b>Operating EBITDA</b>	<b>1,312</b>	<b>1,648</b>	<b>1,797</b>	<b>1,891</b>	<b>1,996</b>
Depreciation	(740)	(743)	(752)	(770)	(780)
Goodwill amortisation	-	-	-	-	-
<b>Operating EBIT</b>	<b>572</b>	<b>905</b>	<b>1,045</b>	<b>1,121</b>	<b>1,216</b>
Net financing costs	(280)	(281)	(250)	(199)	(197)
Associates	25	(16)	44	75	94
Recurring non-operating income	25	(16)	44	75	94
Non-recurring items	54	22	0	0	0
<b>Profit before tax</b>	<b>370</b>	<b>630</b>	<b>840</b>	<b>996</b>	<b>1,112</b>
Tax	(75)	(34)	(151)	(179)	(200)
<b>Profit after tax</b>	<b>295</b>	<b>596</b>	<b>689</b>	<b>817</b>	<b>912</b>
Minority interests	(14)	8	12	18	24
Preferred dividends	-	-	-	-	-
Other items	-	-	-	-	-
<b>Reported net profit</b>	<b>281</b>	<b>603</b>	<b>701</b>	<b>835</b>	<b>936</b>
<b>Non-recurring items &amp; goodwill (net)</b>	<b>(54)</b>	<b>(22)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Recurring net profit</b>	<b>228</b>	<b>581</b>	<b>701</b>	<b>835</b>	<b>936</b>
<b>Per share (THB)</b>					
Recurring EPS *	0.36	0.69	0.63	0.75	0.84
Reported EPS	0.44	0.72	0.63	0.75	0.84
DPS	0.38	0.43	0.31	0.36	0.41
Diluted shares (used to calculate per share data)	640	840	1,120	1,120	1,120
<b>Growth</b>					
Revenue (%)	0.2	8.0	4.2	4.2	3.2
Operating EBITDA (%)	9.7	25.7	9.1	5.2	5.6
Operating EBIT (%)	35.0	58.2	15.5	7.3	8.4
Recurring EPS (%)	150.6	94.4	(9.6)	19.2	12.1
Reported EPS (%)	138.4	63.4	(12.9)	19.2	12.1
<b>Operating performance</b>					
Gross margin inc. depreciation (%)	8.4	10.0	10.4	10.5	10.7
Gross margin of key business (%)	-	-	-	-	-
Operating EBITDA margin (%)	6.2	7.2	7.5	7.6	7.8
Operating EBIT margin (%)	2.7	3.9	4.4	4.5	4.7
Net margin (%)	1.1	2.5	2.9	3.3	3.6
Effective tax rate (%)	(20.2)	(5.4)	(18.0)	(18.0)	(18.0)
Dividend payout on recurring profit (%)	105.4	61.5	49.1	48.9	48.7
Interest cover (X)	2.1	3.2	4.4	6.0	6.6
Inventory days	39.2	25.6	24.8	22.3	22.4
Debtor days	36.6	28.4	25.6	24.5	24.6
Creditor days	77.4	60.4	59.3	56.9	57.1
Operating ROIC (%)	28.0	48.1	54.1	51.6	(12.6)
ROIC (%)	8.4	10.8	11.1	11.3	(3.0)
ROE (%)	32.7	53.6	25.7	19.0	19.3
ROA (%)	4.2	7.0	7.1	7.6	6.5
* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted					
<b>Revenue by Division (THB m)</b>					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Sales	19,416	20,842	21,759	22,629	23,308
Rendering of service	1,152	1,234	1,316	1,395	1,457
Rental and service income from operating lease	686	896	860	903	948
Management	15	9	14	16	19

Sources: Millennium Group Corporation (ASIA); FSSIA estimates

## Financial Statements

Millennium Group Corporation (ASIA)

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Recurring net profit	228	581	701	835	936
Depreciation	740	743	752	770	780
Associates & minorities	(25)	16	0	0	0
Other non-cash items	292	49	(12)	(18)	(24)
Change in working capital	481	1,839	144	(9)	(15)
<b>Cash flow from operations</b>	<b>1,716</b>	<b>3,228</b>	<b>1,584</b>	<b>1,577</b>	<b>1,677</b>
Capex - maintenance	(200)	(352)	(884)	(884)	(804)
Capex - new investment	(50)	(88)	(221)	(221)	(201)
Net acquisitions & disposals	(67)	(272)	0	0	0
Other investments (net)	(79)	240	(526)	(53)	(55)
<b>Cash flow from investing</b>	<b>(397)</b>	<b>(472)</b>	<b>(1,631)</b>	<b>(1,158)</b>	<b>(1,060)</b>
Dividends paid	(20)	(210)	(344)	(408)	(456)
Equity finance	0	0	2,549	0	0
Debt finance	(127)	62	(2,450)	0	(100)
Other financing cash flows	(1,125)	(2,597)	(30)	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(1,271)</b>	<b>(2,745)</b>	<b>(275)</b>	<b>(408)</b>	<b>(556)</b>
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	7	0	0	0
<b>Net other adjustments</b>	<b>(61)</b>	<b>7</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Movement in cash</b>	<b>(13)</b>	<b>18</b>	<b>(322)</b>	<b>11</b>	<b>61</b>
Free cash flow to firm (FCFF)	1,599.28	3,037.75	202.71	619.24	814.28
Free cash flow to equity (FCFE)	6.70	228.20	(2,526.93)	419.81	516.89

Per share (THB)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
FCFF per share	1.43	2.71	0.18	0.55	0.73
FCFE per share	0.01	0.20	(2.26)	0.37	0.46
Recurring cash flow per share	1.93	1.65	1.29	1.42	1.51

Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Tangible fixed assets (gross)	1,732	2,075	2,475	2,875	3,175
Less: Accumulated depreciation	(814)	(837)	(978)	(1,137)	(1,305)
<b>Tangible fixed assets (net)</b>	<b>918</b>	<b>1,237</b>	<b>1,496</b>	<b>1,738</b>	<b>1,870</b>
<b>Intangible fixed assets (net)</b>	<b>3,627</b>	<b>4,973</b>	<b>5,067</b>	<b>5,160</b>	<b>5,253</b>
Long-term financial assets	353	616	637	659	681
Invest. in associates & subsidiaries	152	403	923	969	1,017
Cash & equivalents	680	699	376	388	448
A/C receivable	1,863	1,720	1,640	1,708	1,763
Inventories	1,282	1,518	1,293	1,346	1,385
Other current assets	1,451	1,163	1,180	1,198	1,216
<b>Current assets</b>	<b>5,276</b>	<b>5,099</b>	<b>4,490</b>	<b>4,640</b>	<b>4,812</b>
Other assets	-	-	-	-	-
<b>Total assets</b>	<b>10,326</b>	<b>12,328</b>	<b>12,613</b>	<b>13,166</b>	<b>13,634</b>
Common equity	896	1,274	4,179	4,605	5,085
Minorities etc.	12	5	(7)	(25)	(49)
<b>Total shareholders' equity</b>	<b>909</b>	<b>1,278</b>	<b>4,172</b>	<b>4,580</b>	<b>5,036</b>
Long term debt	362	1,909	1,400	1,400	1,300
Other long-term liabilities	2,703	2,589	2,598	2,606	2,615
<b>Long-term liabilities</b>	<b>3,066</b>	<b>4,498</b>	<b>3,998</b>	<b>4,006</b>	<b>3,915</b>
A/C payable	3,166	3,431	3,292	3,425	3,526
Short term debt	2,370	2,391	450	450	450
Other current liabilities	815	730	702	705	707
<b>Current liabilities</b>	<b>6,352</b>	<b>6,552</b>	<b>4,444</b>	<b>4,580</b>	<b>4,683</b>
<b>Total liabilities and shareholders' equity</b>	<b>10,326</b>	<b>12,328</b>	<b>12,613</b>	<b>13,166</b>	<b>13,634</b>
Net working capital	613	240	120	123	131
Invested capital	5,664	7,469	8,243	8,649	8,953

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

Per share (THB)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Book value per share	1.40	1.52	3.73	4.11	4.54
Tangible book value per share	(4.27)	(4.40)	(0.79)	(0.50)	(0.15)

Financial strength	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Net debt/equity (%)	225.9	281.7	35.3	31.9	25.8
Net debt/total assets (%)	19.9	29.2	11.7	11.1	9.5
Current ratio (x)	0.8	0.8	1.0	1.0	1.0
CF interest cover (x)	1.2	2.1	(8.2)	4.2	4.6

Valuation	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>Recurring P/E @ target price (x) *</b>	<b>30.1</b>	<b>15.5</b>	<b>17.1</b>	<b>14.4</b>	<b>12.8</b>
EV/EBITDA @ target price (x) **	6.8	7.6	7.5	7.1	6.6
EV/invested capital (x)	3.5	3.6	3.9	3.8	3.6

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

Sources: Millennium Group Corporation (ASIA); FSSIA estimates

## Disclaimer: Corporate Governance Report of Thai listed companies (CGR)

The Thai Institute of Directors Association (Thai IOD), with support from the Stock Exchange of Thailand (SET), assesses the corporate governance practices of Thai listed businesses. The report will be reviewed and updated on an annual basis. It is publicly disclosed and can be accessed by a general public investor at [the Thai IOD website](#). The results are from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operations and is not based on inside information. The CGR results recognise corporate governance in four levels: Excellent (score range 90-100), Very Good (score range 80-89), Good (Score range 70-79), and Lower Levels.

The five underlying categories used for corporate governance scoring are the rights of shareholders, equitable treatment of shareholders, the role of stakeholders, disclosure and transparency, and board responsibilities.

The survey results are as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. Accordingly, the survey results may be changed after that date. FSS International Investment Advisory Company Limited does not confirm nor certify the accuracy of such survey results.

## Other useful information regarding corporate governance and sustainable development evaluation

Apart from the CG Score report by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD), mentioned above, investors may find other useful information from [The Securities and Exchange Commission of Thailand website](#), including 1) AGM quality assessments by the Thai Investors Association; 2) companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under the Thai IOD that are categorised into companies that have declared their intention to join the CAC and companies certified by the CAC; and 3) the record of listed companies with corporate sustainable development, "Thai Sustainability Investment", by the Stock Exchange of Thailand for SET and MAI-listed companies which have passed the assessment conducted by the Stock Exchange of Thailand and THSI (SET), THSI (MAI), and SET-listed companies which have passed the assessment conducted by the Dow Jones Sustainability Indices (DJSI).

## GENERAL DISCLAIMER

### ANALYST(S) CERTIFICATION

#### Naruedom Mujjalinkool 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 FSS makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. FSS has no intention to solicit investors to buy or sell any security in this report. In addition, FSS 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

FSSIA may incorporate the recommendations and target prices of companies currently covered by FSS Research into equity research reports, denoted by an 'FSS' before the recommendation. FSS Research is part of Finansia Syrus Securities Public Company Limited, which is the parent company of FSSIA.

All share prices are as at market close, 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.