

# PANELESMATIC SOLUTIONS

## THAILAND / PROPERTY & CONSTRUCTION

## PANEL TB

### ผู้เชี่ยวชาญประเมินมูลค่าและพนักงานเสี่ยง

TARGET PRICE  
IPO PRICETHB4.00  
THB3.68

- PANEL ผู้เชี่ยวชาญด้านพนักงานเสี่ยงเคลื่อนที่ ระบบประตูห้องผ่าตัดอัตโนมัติ และระบบทางเข้าออกอัจฉริยะ ด้วยประสบการณ์กว่า 30 ปี และมีแบรนด์เป็นที่ยอมรับ
- คาดการณ์กำไรปี 2023-2025 เติบโตเฉลี่ย 48% CAGR หนุนจากสินค้ากลุ่มโรงพยาบาล
- ประเมินมูลค่าหุ้น อิง PER 15 เท่า ได้ราคาเหมาะสมปี 2024 ที่ 4 บาท

### ผู้มีประสบการณ์ในแวดวงประตูอัตโนมัติและพนักงานเสี่ยงกว่า 30 ปี

PANEL เป็นผู้เชี่ยวชาญด้านพนักงานเสี่ยงเคลื่อนที่ ระบบประตูห้องผ่าตัดอัตโนมัติ และระบบทางเข้าออกอัจฉริยะ โดยเป็นผู้ผลิตและจำหน่ายสินค้าแบรนด์ PANELÉS รวมถึงได้รับเป็นตัวแทนนำเข้าและจำหน่ายรายเดียวในประเทศของแบรนด์ MANUSA จากสเปน ซึ่งผู้นำผลิตประตูบานเลื่อนทางการแพทย์ระดับโลก ถือเป็นจุดแข็งและสร้างภาพลักษณ์ที่ดี นอกจากนี้ ประสบการณ์ในแวดวงยาวนานกว่า 30 ปี และกลยุทธ์เน้นคุณภาพของสินค้าที่มีมาตรฐาน ทำให้ PANEL เป็นที่ยอมรับจากลูกค้าและพันธมิตรทั้งผู้รับเหมา เจ้าของโครงการ สถาปนิก และบริษัทผู้ออกแบบชั้นนำ

### ธุรกิจโรงพยาบาลต่อเนื่อง พร้อมการฟื้นตัวของโรงแรมและอาคารพาณิชย์

ความต้องการของผลิตภัณฑ์ของ PANEL มีความสัมพันธ์กับอุตสาหกรรมหลักอย่างธุรกิจโรงพยาบาล โรงแรม และอาคารเชิงพาณิชย์ ซึ่งล้วนมีทิศทางเป็นบวก โดยธุรกิจโรงพยาบาล รับอานิสงส์เมกะเทรนด์ด้านสุขภาพ และนโยบายภาครัฐที่ผลักดันให้ไทยเป็น Medical hub ภายในปี 2026 หนุนการก่อสร้างสถานพยาบาลที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ส่วนธุรกิจโรงแรมมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นภายหลังเปิดประเทศเต็มรูปแบบและมาตรการกระตุ้นการท่องเที่ยว รวมถึงธุรกิจอาคารพาณิชย์ที่ฟื้นตัวตามเศรษฐกิจ

### คาดการณ์กำไรปี 2023-2025 เติบโตเฉลี่ย 48% CAGR

เรคาดกำไรปี 2023 ที่ 18 ล้านบาท (+13% y-y) ขณะที่ปี 2024-2025 คาดเร่งตัวขึ้นเป็น 50 ล้านบาท (+175% y-y) และ 52 ล้านบาท (+4% y-y) ตามลำดับ ตามทิศทางรายได้ +41% CAGR จากกลยุทธ์เพิ่มสัดส่วนการขายของผลิตภัณฑ์สถานพยาบาล ซึ่งมีแนวโน้มความต้องการสูงตามการขยายการลงทุนของโรงพยาบาล รวมถึงการเริ่มดำเนินการโรงงานใหม่ใน 3Q24 ซึ่งกำลังการผลิตเพิ่มขึ้นจากเดิมมากกว่า 2 เท่า ช่วยเพิ่มขีดความสามารถในการรับงาน อีกทั้ง อัตรากำไรขั้นต้นคาดว่าจะปรับขึ้นจากปี 2023 จากยอดขายหลักมาจากผลิตภัณฑ์สถานพยาบาลที่มีมาร์จิ้นดีกว่าสถาปัตยกรรมภายใน

### ประเมินมูลค่าเหมาะสมปี 2024 เท่ากับ 4 บาท

เราประเมินมูลค่าของ PANEL อิง PE 15 เท่า ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยของบริษัทที่มีผลิตภัณฑ์คล้ายคลึงกัน โดยใช้ Forward PE 2024 ของ 3 บริษัทในต่างประเทศ และ PE2022 ของ 1 บริษัทในไทย คำนวณมูลค่าเหมาะสมปี 2024 ที่ 4 บาท

### KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2022	2023E	2024E	2025E
Revenue	110	131	247	261
Net profit	16	18	50	52
EPS (THB)	1.14	0.13	0.26	0.27
vs Consensus (%)	-	-	-	-
EBITDA	25	27	67	70
Recurring net profit	16	18	50	52
Core EPS (THB)	1.14	0.13	0.26	0.27
EPS growth (%)	(99.4)	(88.7)	102.8	4.4
Core P/E (x)	3.2	28.6	14.1	13.5
Dividend yield (%)	-	-	2.8	3.0
EV/EBITDA (x)	0.8	17.1	8.8	7.9
Price/book (x)	0.5	4.2	2.2	2.0
Net debt/Equity (%)	(31.6)	(44.6)	(36.5)	(42.2)
ROE (%)	15.4	16.0	22.8	15.7

### PANEL's IPO summary

รายละเอียด	
Pre-IPO shares	140 ล้านหุ้น
Share offering	50 ล้านหุ้น คิดเป็น 26.32% ของจำนวนหุ้นหลัง IPO
Use of proceeds	1) สร้างโรงงานใหม่และจัดซื้อเครื่องจักร 2) ชำระคืนเงินกู้ยืม 3) ใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียน
Financial advisor	S14 Advisory Company Limited
Lead Underwriter	Globex Securities

NOTE: FINANSIA SYRUS SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED JOIN AS A CO-UNDERWRITER OF THE INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO) OF PANELESMATIC SOLUTIONS PUBLIC COMPANY LIMITED

ALL RECIPIENTS HEREOF, TO THE EXTENT THAT THEY ARE CONSIDERING MAKING AN INVESTMENT IN UNITS OF PANEL BUSINESS, SHOULD READ THE PROSPECTUS PREPARED BY S14 ADVISORY



#### Thanyatorn Songwutti

Fundamental Investment Analyst on Securities; License no. 101203  
thanyatorn.s@fssia.com, +66 2646 9963

## สารบัญ

ลักษณะการประกอบธุรกิจ .....	3
โครงสร้างรายได้.....	6
ผลการดำเนินงานในอดีต .....	7
แนวโน้มอุตสาหกรรม.....	8
รับอานิสงส์จากการเติบโตของอุตสาหกรรมธุรกิจโรงพยาบาล.....	8
ธุรกิจโรงแรมและท่องเที่ยวรวมถึงอาคารเชิงพาณิชย์มีทิศทางฟื้นตัว.....	9
ประเด็นการลงทุน.....	11
ผู้เชี่ยวชาญและมีประสบการณ์ในแวดวงธุรกิจมานานกว่า 30 ปี .....	11
ขยายลงทุนโรงงานใหม่ เพิ่มศักยภาพการผลิต.....	12
คาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคต.....	13
คาดการณ์ปี 2023-2025 เติบโต ผลักดันด้วยกลุ่มโรงพยาบาล.....	13
ฐานะการเงินแข็งแกร่ง สถานะเป็น Net Cash .....	13
ประเมินมูลค่าเหมาะสม .....	15
โครงสร้างการถือหุ้น และนโยบายการจ่ายเงินปันผล .....	16
ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ.....	17
<b>Appendix.....</b>	<b>18</b>

## ลักษณะการประกอบธุรกิจ

บริษัท เพเนลส์มาติก โซลูชั่นส์ จำกัด (มหาชน) หรือ PANEL เริ่มก่อตั้งในปี 1990 โดยกลุ่มเพื่อนที่เป็นสถาปนิก วิศวกร และผู้รับเหมาก่อสร้าง เริ่มทำธุรกิจซื้อขายไปจากการนำเข้าวัสดุตกแต่งภายในจากยุโรป ก่อนปี 2000 เริ่มดำเนินธุรกิจนำเข้าประตูอัตโนมัติ ปัจจุบันบริษัทประกอบธุรกิจเป็นผู้ดำเนินการผลิตและจัดจำหน่ายสินค้าภายใต้แบรนด์ PANELÉS นอกจากนี้ ยังนำเข้าและจัดจำหน่ายสินค้าภายใต้แบรนด์ MANUSA จากประเทศสเปน โดยมีผลิตภัณฑ์หลักคือ ผนังกันเสียงเคลื่อนที่สำหรับการกันห้อง, ประตูอัตโนมัติสัญญาณที่ใช้สำหรับประตูห้องผ่าตัด, ประตูอัตโนมัติสำหรับสถานพยาบาล และระบบทางเข้าออกอัจฉริยะอย่างประตูบานเลื่อนอัตโนมัติมาตรฐานที่ใช้เป็นประตูทางเข้าออกอาคารขนาดใหญ่ โดยบริษัทมีกลุ่มลูกค้าที่หลากหลาย อาทิ กลุ่มธุรกิจโรงแรม, กลุ่มธุรกิจโรงพยาบาล และกลุ่มลูกค้าอุตสาหกรรม ครอบคลุมพื้นที่กรุงเทพมหานคร ปริมณฑล และต่างจังหวัด

นอกจากนี้ บริษัทมุ่งเป็น One Stop Service โดยให้บริการที่เกี่ยวข้องสำหรับลูกค้าในการตกแต่งภายใน โดยมีทีมผู้เชี่ยวชาญที่พร้อมให้บริการในด้านต่างๆ ได้แก่ การให้คำปรึกษา การออกแบบ การขนส่ง การติดตั้ง การอบรมและส่งมอบคู่มือการใช้งานให้แก่ผู้ใช้งาน รวมไปถึงการรับประกันสินค้า การดูแลและซ่อมแซมหลังการขาย นอกจากนี้ หลังหมดระยะเวลาประกันแล้ว ลูกค้าทุกโครงการสามารถซื้อบริการบำรุงรักษาเชิงป้องกันเพิ่มเติม (Preventive Maintenance)

### Exhibit 1: One Stop Service



Source: PANEL

ผลิตภัณฑ์ของ PANEL แบ่งออกเป็น 2 กลุ่มหลัก ได้แก่

#### 1. ผลิตภัณฑ์สำหรับสถานพยาบาล (Hospital and Healthcare Product)

PANEL เป็นผู้นำเข้าผลิตภัณฑ์ประตูอัตโนมัติสัญญาณ (Hermetic Automatic Doors) ภายใต้แบรนด์ MANUSA จากประเทศสเปน เพื่อใช้สำหรับภายในสถานพยาบาล อาทิ ประตูห้องผ่าตัดทั่วไป ประตูห้องเอกซเรย์ ประตูห้องผ่าตัด Hybrid ประตูห้อง Cath Lab ประตูห้องปลอดเชื้อ ประตูห้องความดันลบหรือความดันบวก เป็นต้น อีกทั้ง ยังนำเข้าและจัดจำหน่ายระบบประตูห้องผ่าตัด อาทิ ระบบควบคุมการเปิดปิดประตูอัตโนมัติแบบสัมผัส แบบไร้การสัมผัส และแบบควบคุมโดยคอมพิวเตอร์ ซึ่งมีคุณภาพและได้รับความนิยมจากผู้ใช้งาน โดยบริษัทได้รับแต่งตั้งเป็นตัวแทนจำหน่ายสินค้าของแบรนด์ MANUSA เพียงหนึ่งเดียวในประเทศไทย โดยบริษัทอาจสั่งทำและนำเข้าทั้งหมด หรือนำเข้าอุปกรณ์บางส่วนแล้วนำมาผลิตต่อตามมาตรฐานของ MANUSA โดยมีกลุ่มลูกค้าเป็นผู้รับเหมาและเจ้าของโครงการสำหรับกลุ่มธุรกิจโรงพยาบาลและสถานพยาบาล ครอบคลุมพื้นที่กรุงเทพมหานคร ปริมณฑล และต่างจังหวัด เช่น โรงพยาบาลจุฬาลงกรณ์ โรงพยาบาลศิริราช และโรงพยาบาลรามารบิตี เป็นต้น ทั้งนี้ บริษัทดำเนินการนำเข้า ผลิตและจัดจำหน่ายมาตั้งแต่ปี 2005

**Exhibit 2: Hermetic Automatic Doors**



Source: PANEL

**2. ผลิตภัณฑ์สำหรับสถาปัตยกรรมภายใน (Interior Products)**

PANEL ประกอบธุรกิจผลิต จัดจำหน่ายและติดตั้งผลิตภัณฑ์กลุ่มสินค้าออกแบบตกแต่งภายในสำหรับอาคารทั่วไป (Interior Products) แบ่งเป็น 6 ผลิตภัณฑ์ ได้แก่ ผนังกันเสียงเคลื่อนที่ (Acoustic Operable Wall), ผนังกระจกกันเสียง (Acoustic Glazing Partition System), ประตูบานเลื่อนอัตโนมัติมาตรฐาน (Standard Automatic Slide Doors), ห้องเก็บเสียงเคลื่อนที่ (Movable Silence Booth), แผ่นซับเสียง (Acoustic Silence Panel) และพรมแผ่น (Carpet Tile) โดยมีกลุ่มลูกค้าเป็นผู้รับเหมาก่อสร้างและเจ้าของโครงการสำหรับกลุ่มธุรกิจโรงแรม โรงเรียน มหาวิทยาลัย ร้านค้าปลีก สำนักงาน ศูนย์การประชุม ห้องจัดแสดง ห้องแสดงสินค้า ร้านอาหาร และสนามบิน ครอบคลุมพื้นที่กรุงเทพมหานคร ปริมณฑล และต่างจังหวัด

บริษัทผลิตสินค้าเองภายใต้แบรนด์ PANELÉS และอาจมีการใช้ผลิตภัณฑ์จาก MANUSA เป็นอะไหล่สำคัญในบางผลิตภัณฑ์ ได้แก่ กลไกประตูเลื่อนอัตโนมัติ ชิ้นส่วนอะไหล่มอเตอร์ เป็นต้น ซึ่งการนำเข้าและการผลิตของบริษัทจะเป็นไปตามการออกแบบและปรับแต่งเพื่อลูกค้าแต่ละราย

**Exhibit 3: Acoustic Operable Wall**



Source: PANEL

**Exhibit 4: Acoustic Glazing Partition System**



Source: PANEL

**Exhibit 5: Standard Automatic Slide Doors**



Source: PANEL

**Exhibit 6: Movable Silence Booth**



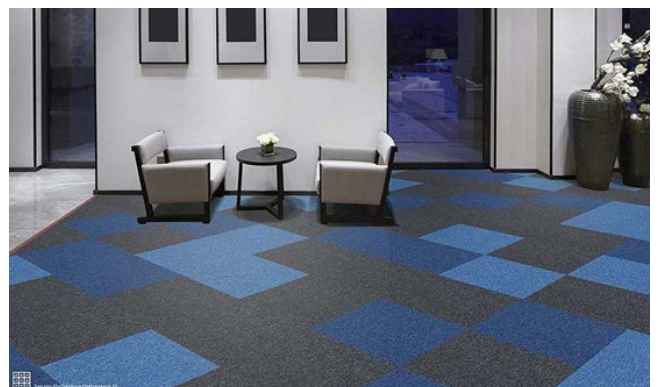
Source: PANEL

**Exhibit 7: Acoustic Silence Panel**



Source: PANEL

**Exhibit 8: Carpet Tile**



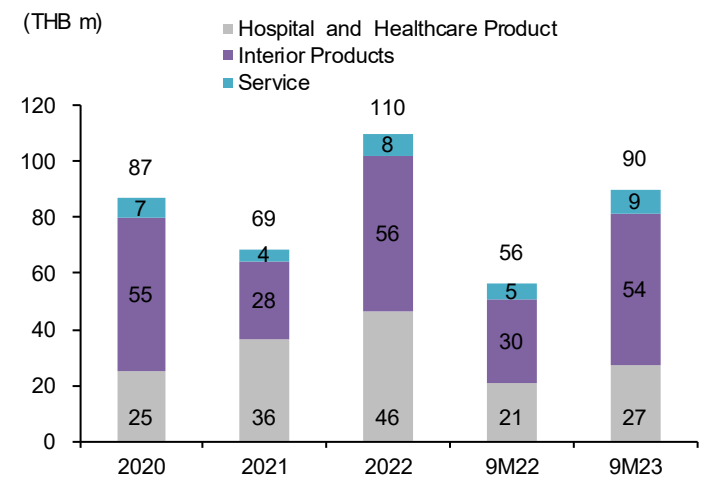
Source: PANEL

## โครงสร้างรายได้

สำหรับผลประกอบการย้อนหลัง 3 ปี (ปี 2020-2022) PANEL มีรายได้รวมอยู่ที่ 80-110 ล้านบาท และช่วง 9M23 มีรายได้รวม 90 ล้านบาท หากพิจารณาโครงสร้างรายได้ตามประเภทผลิตภัณฑ์พบว่า บริษัทมีสัดส่วนหลักมาจากผลิตภัณฑ์สำหรับสถาปัตยกรรมคิดเป็นสัดส่วนหลักเฉลี่ย 52% ในปี 2020-2022 และ 9M23 คิดเป็น 60% ของยอดขายทั้งหมด รองลงมาเป็นผลิตภัณฑ์สำหรับสถานพยาบาลมีสัดส่วนรายได้เฉลี่ย 36% ในปี 2020-2022 และช่วง 9M23 ที่ 30% ของยอดขายทั้งหมด ส่วนที่เหลือเป็นรายได้จากการบริการ คิดเป็นสัดส่วนเฉลี่ย 7% ในปี 2020-2022 และช่วง 9M23 ที่ 10% ของยอดขายทั้งหมด

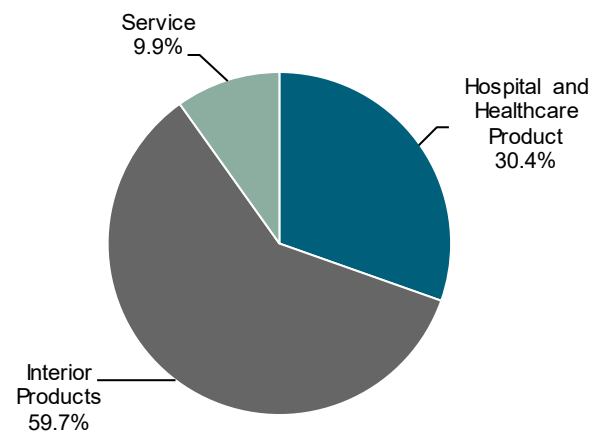
อย่างไรก็ดี ในปี 2021 ยอดขายของผลิตภัณฑ์สำหรับสถานพยาบาลปรับขึ้นเป็นสัดส่วนหลักที่ 51% และผลิตภัณฑ์สำหรับสถาปัตยกรรมปรับลงเป็น 42% เนื่องจากผลกระทบของ Covid-19 ที่ส่งผลให้อุปกรณ์ตกแต่งอาคารลดลง หลังการนำเข้าสินค้าจากต่างประเทศและการก่อสร้างอาคารหลายแห่งในระหว่างปี 2020-2021 ถูกระงับชั่วคราวหรือชะลอการก่อสร้าง

**Exhibit 9: Revenue breakdown by product**



Sources: PANEL; FSSIA's compilation

**Exhibit 10: 9M23 Sales by product**



Sources: PANEL; FSSIA's compilation

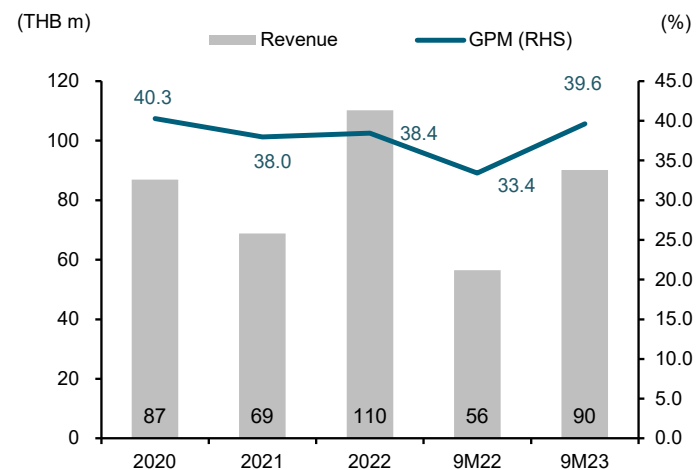
## ผลการดำเนินงานในอดีต

พิจารณางบการเงินของ PANEL ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา (ปี 2020-2022) กำไรสุทธิอยู่ที่ 17 ล้านบาท 11 ล้านบาท และ 16 ล้านบาท ตามลำดับ เป็นไปในทิศทางเดียวกับรายได้และอัตรากำไรขั้นต้น โดยผลประกอบการที่หดตัวในปี 2021 มีสาเหตุจากผลกระทบทางอ้อมของการแพร่ระบาด Covid-19 ทำให้การก่อสร้างอาคารหลายแห่งถูกระงับชั่วคราว ส่งผลต่อการส่งมอบอุปกรณ์ตกแต่งอาคารล่าช้า โดยรายได้รวมในปี 2021 หดตัว 21% y-y อยู่ที่ 69 ล้านบาท สาเหตุหลักจากการลดลงของยอดขายผลิตภัณฑ์สำหรับสถาปัตยกรรมภายใน -48% y-y เป็น 28 ล้านบาท อย่างไรก็ตาม บริบทด้วยการเติบโตของยอดขายผลิตภัณฑ์สำหรับสถานพยาบาล +43% y-y ที่ 36 ล้านบาท ตามความต้องการใช้สินค้าประตูห้องผ่าตัดและประตูห้องผู้ป่วยแพร่เชื้อทางอากาศเพิ่มขึ้น ส่วนอัตรากำไรขั้นต้นปรับลงเป็น 38% จากปี 2020 ที่ 40.3% จากรายได้ที่ลดลง ขณะที่ค่าใช้จ่ายการผลิตบางส่วนที่เป็นต้นทุนคงที่

อย่างไรก็ดี ในปี 2022 ผลการดำเนินงานฟื้นตัว จากการเติบโตของรายได้ในทุกประเภท ทั้งผลิตภัณฑ์สถาปัตยกรรมภายในที่เร่งขึ้น +51% y-y เป็น 56 ล้านบาท มากกว่าเล็กน้อยเมื่อเทียบกับปี 2020 ที่ก่อน Covid-19 หลังสถานการณ์การก่อสร้างกลับสู่ภาวะปกติ บวกกับบริษัทได้รับงานโครงการขนาดใหญ่และงานที่หลากหลายขึ้น รวมถึงรายได้ผลิตภัณฑ์สำหรับสถานพยาบาลที่เติบโตต่อเนื่อง +28% y-y ที่ 46 ล้านบาท ตามการขยายฐานลูกค้ารายใหม่ ส่วนอัตรากำไรขั้นต้นขยับขึ้นที่ 38.4% เทียบกับปี 2021 ที่ 38% แต่ยังไม่กลับไปเท่ากับปี 2020 ที่ 40.3% เนื่องจากมีการจ้างแรงงานเพิ่มตามคำสั่งซื้อสินค้าที่มากขึ้น และต้นทุนการนำเข้าสินค้าจากต่างประเทศสูงขึ้น นอกจากนี้ ค่าใช้จ่ายขายและบริหารเพิ่มขึ้นเป็น 22 ล้านบาท จากปี 2021 ที่ 13 ล้านบาท จากการเพิ่มจำนวนของพนักงาน

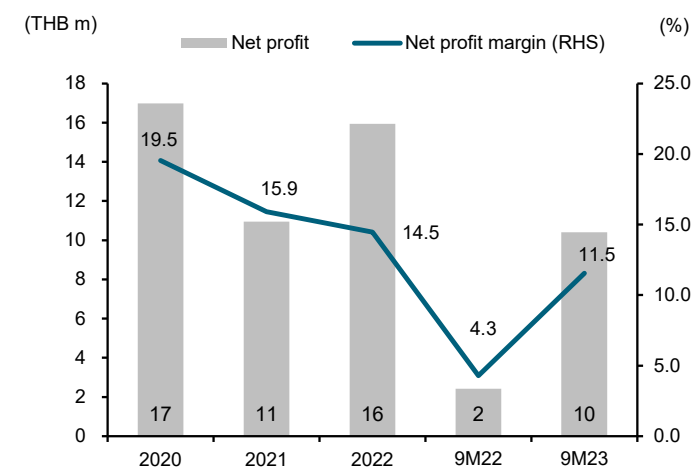
สำหรับงวด 9M23 รายงานกำไรสุทธิที่ 10 ล้านบาท เติบโตจาก 2 ล้านบาทใน 9M22 ผลักดันด้วยรายได้รวม +60% y-y อยู่ที่ 90 ล้านบาท แรงหนุนหลักจากรับงานมากขึ้นในผลิตภัณฑ์สำหรับสถาปัตยกรรมภายใน โดยเฉพาะกลุ่มของผนังเลื่อนกันเสียง ส่วนอัตรากำไรขั้นต้นปรับขึ้นในทิศทางเดียวกันที่ 39.6% จาก 33.4% ใน 9M22 จากผลของ Economy of scale และต้นทุนการนำเข้าสินค้าจากต่างประเทศผ่อนคลายลง อย่างไรก็ตาม ค่าใช้จ่ายขายและบริหารเพิ่มขึ้นเป็น 23 ล้านบาท (+43% y-y) ตามจำนวนพนักงานสูงขึ้นและค่าใช้จ่ายการเตรียมเข้าตลาด

Exhibit 11: Sale revenue and GPM



Sources: PANEL; FSSIA's compilation

Exhibit 12: Net profit margin and NPM



Sources: PANEL; FSSIA's compilation

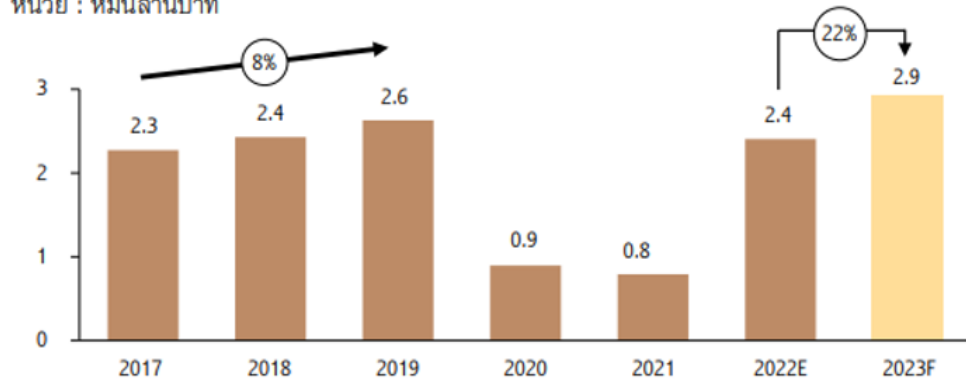
## แนวโน้มอุตสาหกรรม

### รับอานิสงส์จากการเติบโตของอุตสาหกรรมธุรกิจโรงพยาบาล

โอกาสการเติบโตของผลิตภัณฑ์สำหรับใช้ในสถานพยาบาลของบริษัทมีความสัมพันธ์กับอุตสาหกรรมธุรกิจโรงพยาบาลทั้งของภาครัฐและเอกชน ซึ่งมีปัจจัยสนับสนุนจากทั้งสถานการณ์การแพร่ระบาดของ Covid-19 ที่มีการเข้ารับรักษาของผู้ป่วยเพิ่มขึ้นจากทั้งในประเทศและต่างชาติ และเมกะเทรนด์ด้านสุขภาพ อีกทั้ง ยังถูกผลักดันจากนโยบายของภาครัฐที่ผลักดันให้ไทยเป็นศูนย์กลางสุขภาพนานาชาติ (Medical hub) ภายในปี 2026 เพื่อดึงดูดนักท่องเที่ยวเชิงการแพทย์ทั่วโลก ทำให้โรงพยาบาลเร่งพัฒนาระดับการให้บริการ อาทิ การพัฒนาโรงพยาบาลสู่การเป็นศูนย์แพทย์เฉพาะทาง, การขยายความร่วมมือกับพันธมิตรทางธุรกิจ, การสร้างศูนย์การแพทย์และสุขภาพครบวงจร และการนำเทคโนโลยีดิจิทัลมาประยุกต์ใช้ ทั้งนี้ อ้างอิงจากข้อมูลของ ICONS รายงานมูลค่าโครงการตามหมวดสถานพยาบาลจากศูนย์รวมข้อมูลโครงการก่อสร้างที่ให้บริการด้านฐานข้อมูลโครงการก่อสร้างใหม่ๆที่เกิดขึ้นในประเทศไทยในระหว่างปี 2020-2022 พบว่าปี 2022 มูลค่าโครงการของสถานพยาบาลในประเทศไทยมีมูลค่า 6.9 หมื่นล้านบาท โตกว่ากระโดดจากปี 2021 ที่มีมูลค่า 1.95 หมื่นล้านบาท สะท้อนทิศทางการก่อสร้างสถานพยาบาลที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่อง ซึ่งจะส่งผลบวกต่อไปยังความต้องการของผลิตภัณฑ์ที่ใช้ในสถานพยาบาลที่สูงขึ้น

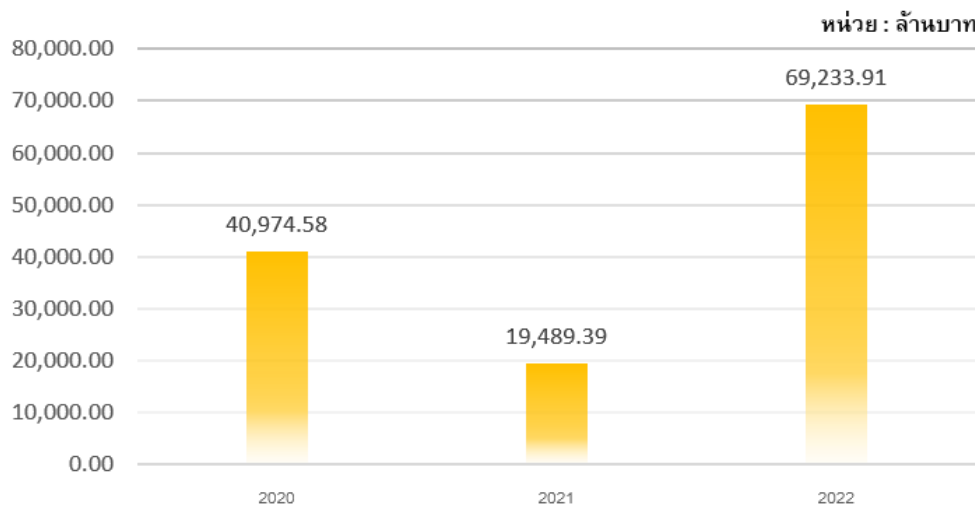
### Exhibit 13: มูลค่าด้านการท่องเที่ยวเชิงการแพทย์ไทย (เฉพาะค่ารักษาพยาบาล)

หน่วย : หมื่นล้านบาท



Source: SCB Economic Intelligence Center

### Exhibit 14: มูลค่าโครงการตามหมวดสถานพยาบาลปี 2020-2022



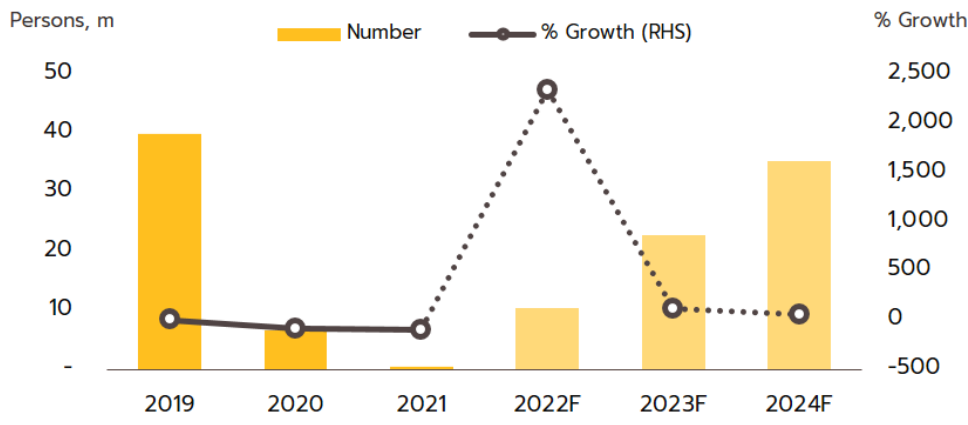
Source: Information Construction (ICONS)



### ธุรกิจโรงแรมและท่องเที่ยวรวมถึงอาคารเชิงพาณิชย์มีทิศทางฟื้นตัว

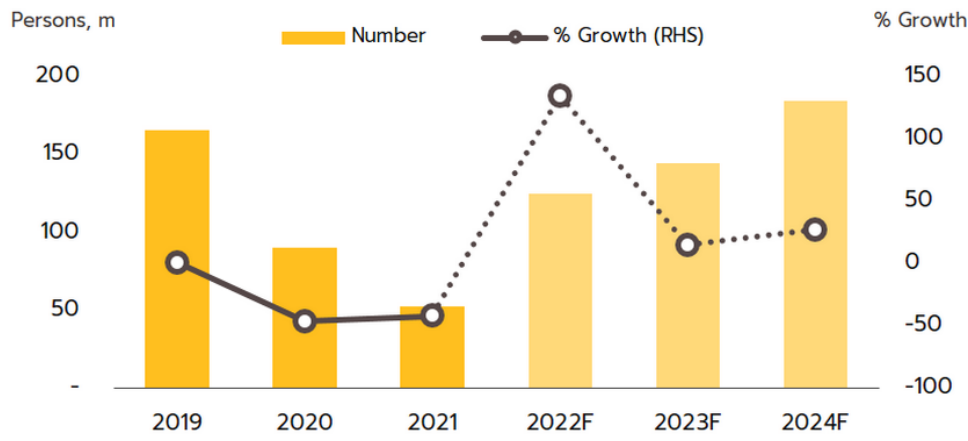
ผลิตภัณฑ์สำหรับสถาปัตยกรรมภายในของบริษัท เป็นส่วนหนึ่งที่ใช้ในอุตสาหกรรมโรงแรมและการท่องเที่ยว รวมถึงอาคารเชิงพาณิชย์ซึ่งมีทิศทางการฟื้นตัวต่อเนื่องหลังการแพร่ระบาด Covid-19 คลี่คลายและเปิดประเทศเต็มรูปแบบในวันที่ 1 ก.ค. 2022 โดยอุตสาหกรรมโรงแรม มีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นตามจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เพิ่มขึ้น ประกอบกับมาตรการของภาครัฐที่กระตุ้นการท่องเที่ยวภายในประเทศและดึงดูดนักท่องเที่ยวต่างชาติ ส่งผลให้กิจกรรมการจัดงานอีเว้นท์ และการจัดประชุมสัมมนาทยอยเพิ่มขึ้น ซึ่งจะเป็นบวกต่อความต้องการผลิตภัณฑ์ของบริษัท อ้างอิงจากข้อมูลของศูนย์วิจัยกรุงศรี ธุรกิจโรงแรมจะทยอยฟื้นตัวเร่งขึ้นช่วงปี 2022-2024 หลังจากซบเซาอย่างหนัก และคาดว่าจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติจะฟื้นตัวกลับมาอยู่ในระดับใกล้เคียงกับช่วงก่อน COVID-19 (38-40 ล้านคน) ได้ในปี 2025 ขณะที่จำนวนนักท่องเที่ยวไทยจะฟื้นตัวได้เร็วกว่า โดยคาดว่านักท่องเที่ยวไทยจะกลับมาอยู่ในระดับปกติในปี 2024 ประมาณ 185 ล้านทริป

**Exhibit 15: Number of foreign tourist arrivals forecast**



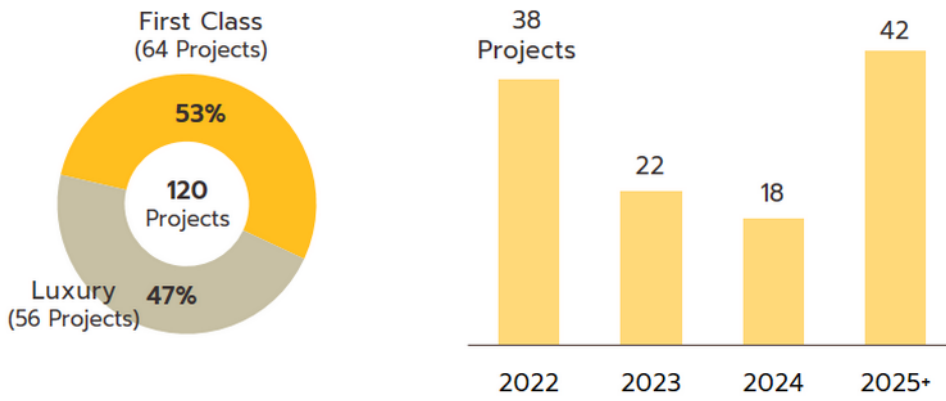
Source: Krungsri Research

**Exhibit 16: Number of Thai tourist arrivals forecast**



Source: Krungsri Research

**Exhibit 17: New hotel projects in Thailand by type**



Sources: [Top Hotel Construction website](#); Krungsri Research

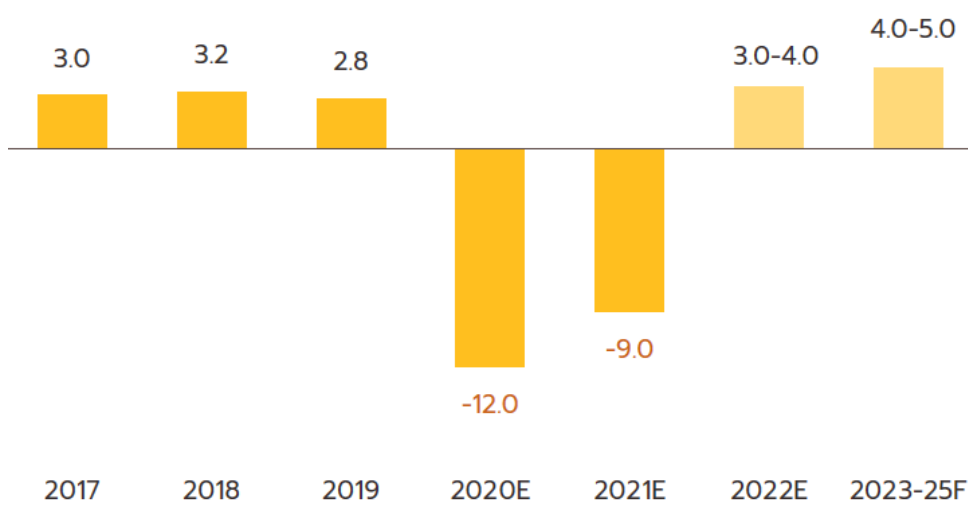
ขณะที่ธุรกิจอาคารเชิงพาณิชย์ อ้างอิงจากข้อมูลจากศูนย์วิจัยกรุงศรี มีการคาดการณ์ในปี 2022-2025 ธุรกิจค้าปลีกจะเติบโตเฉลี่ย 4-5% ต่อปี ตามภาวะการใช้จ่ายของผู้บริโภค โดยเฉพาะการทยอยกลับมาของนักท่องเที่ยวต่างชาติที่จะเพิ่มขึ้นในอัตราเร่ง รวมถึงความคืบหน้าของการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานที่จะทำให้เกิดการขยายตัวของร้านค้าปลีกสมัยใหม่

**Exhibit 18: Retail business growth by type of business (%)**

	2019P	2020E	2021E	2022E	2023-25F
Department stores	3.5	-14.0	-11.5	3.5	4.0-5.0
Discount stores/ Hypermarkets/Supercenters	2.7	-11.0	-9.0	3.0	3.0-4.0
Supermarkets	4.0	-11.0	-8.0	6.0	6.0-7.0
Convenience stores	2.9	-6.5	-4.5	4.5	4.5-5.5
<b>Modern retail sales growth</b>	<b>2.8</b>	<b>-12.0</b>	<b>-9.0</b>	<b>3.0-4.0</b>	<b>4.0-5.0</b>

Source: Krungsri Research

**Exhibit 19: Modern trade retail business growth (%YoY)**



Source: Krungsri Research

## ประเด็นการลงทุน

### ผู้เชี่ยวชาญและมีประสบการณ์ในแวดวงธุรกิจมานานกว่า 30 ปี

PANEL ถือเป็นผู้เชี่ยวชาญในการผลิตและจัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์ประตูอัตโนมัติ ผนังและกระจกกันเสียงที่มีประสบการณ์ในการดำเนินธุรกิจมายาวนานกว่า 30 ปี ให้ความสำคัญกับคุณภาพของสินค้าซึ่งมีมาตรฐานรับรอง อีกทั้ง มีจุดแข็งคือ บริษัทได้รับเป็นตัวแทนเพียงหนึ่งเดียวในประเทศไทยในการจำหน่ายสินค้าของ MANUSA ซึ่งเป็นผู้นำผลิตประตูบานเลื่อนทางการแพทย์ระดับโลก

บริษัท สามารถออกแบบและผลิตสินค้าให้ได้ขนาดและการใช้งานของลูกค้าแต่ละราย พร้อมกับเพิ่มการให้บริการที่เกี่ยวข้องการตกแต่งภายในเพื่อมุ่งเป็น One Stop Service สามารถตอบสนองความต้องการของลูกค้าได้อย่างครบวงจร และเพิ่มขีดความสามารถทางการแข่งขัน อีกทั้ง ยังสามารถเข้าถึงลูกค้าผ่านตัวแทนจำหน่ายที่กระจายอยู่ทั่วภูมิภาคในประเทศไทย ได้แก่ ภาคใต้ ภาคเหนือ ภาคอีสาน และในต่างประเทศ อาทิ ประเทศกัมพูชา สิงคโปร์ ออสเตรเลีย เป็นต้น

สำหรับสภาพการแข่งขันในอุตสาหกรรมไม่สูงนักและมีคู่แข่งชั้นน้อยราย ซึ่งราคาขายของบริษัทใกล้เคียงกับผู้ผลิตภายในประเทศและผู้นำเข้าแบรนด์ชั้นนำจากต่างประเทศรายอื่น แต่จะเน้นแข่งขันกันที่ความน่าเชื่อถือของผู้จำหน่าย ซึ่ง PANEL ได้รับความไว้วางใจและเป็นที่ยอมรับจากลูกค้าและพันธมิตรอย่างผู้รับเหมาก่อสร้างทั้งขนาดใหญ่และเล็ก เจ้าของโครงการต่างๆ สถาปนิกและบริษัทผู้ออกแบบชั้นนำ

### Exhibit 20: ลูกค้ากลุ่มธุรกิจโรงแรม



Source: PANEL

### Exhibit 21: ลูกค้ากลุ่มธุรกิจโรงพยาบาล



Source: PANEL

Exhibit 22: กลุ่มลูกค้าอื่น ๆ



Source: PANEL

ขยายลงทุนโรงงานใหม่ เพิ่มศักยภาพการผลิต

ปัจจุบัน PANEL มีโรงงานที่เช่าเพื่อผลิตสินค้าผลิตภัณฑ์สำหรับสถานพยาบาลและผลิตภัณฑ์สำหรับสถาปัตยกรรมภายใน จำนวน 1 โรงงาน ตั้งอยู่ที่ ต.คลองหนึ่ง อ.คลองหลวง จังหวัดปทุมธานี เนื้อที่ 39 ไร่ พื้นที่ใช้สอย 2,260 ตร.ม. มีกำลังการผลิตสำหรับผลิตภัณฑ์สำหรับสถานพยาบาล 50 บานต่อเดือน และผลิตภัณฑ์สำหรับสถาปัตยกรรม 200 บานต่อเดือน โดยมีจำนวนพนักงาน 65 คน และเครื่องจักร 15 เครื่อง โดยปัจจุบันใช้อัตรากำลังการผลิตเต็มประสิทธิภาพ

ขณะที่บริษัทเล็งเห็นแนวโน้มความต้องการสินค้าที่เพิ่มขึ้น จึงมีแผนย้ายและก่อสร้างโรงงานแห่งใหม่ เพื่อเพิ่มกำลังการผลิต ตั้งอยู่ที่นิคมอุตสาหกรรมชุมชนมทรัพย์ ต.คลองหนึ่ง อ.คลองหลวง จ.ปทุมธานี เนื้อที่ 85.6 ไร่ พื้นที่ใช้สอย 5,000 ตร.ม. พร้อมกับเครื่องจักรมากขึ้นเป็น 30 เครื่อง และจำนวนพนักงานเป็น 120 คน ส่งผลให้กำลังการผลิตเพิ่มขึ้นเป็นผลิตภัณฑ์สำหรับสถานพยาบาล 200 บานต่อเดือน และผลิตภัณฑ์สำหรับสถาปัตยกรรม 500 บานต่อเดือน ปัจจุบันบริษัทได้จัดซื้อและโอนกรรมสิทธิ์ที่ดินแล้ว 35.8 ล้านบาท แหล่งเงินทุนมาจากการกู้ยืมสถาบันการเงิน 30.4 ล้านบาท และส่วนที่เหลือใช้เงินทุนหมุนเวียนของบริษัท ภายหลังจากได้รับเงินที่ได้จากการระดมทุน IPO บริษัทมีแผนนำไปชำระคืนเงินกู้ยืมดังกล่าว รวมถึงนำไปสร้างโรงงานแห่งใหม่ ซึ่งมูลค่าเงินลงทุนรวมค่าก่อสร้างและค่าจัดซื้อเครื่องจักรใหม่รวมประมาณ 140 ล้านบาท คาดเริ่มก่อสร้างใน 1Q24 และดำเนินการแล้วเสร็จประมาณ 3Q24 ผลักดันกำลังการผลิตและประสิทธิภาพเพิ่มขึ้นเพื่อรองรับการเติบโตความต้องการผลิตภัณฑ์และการขยายตัวของธุรกิจในระยะยาว

## คาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคต

### คาดการณ์รายได้ 2023-2025 เติบโต ผลักดันด้วยกลุ่มโรงพยาบาล

เราประเมินผลประกอบการเติบโตต่อเนื่องที่ 18 ล้านบาท (+13% y-y) ในปี 2023 ขณะที่ปี 2024-2025 คาดเร่งตัวขึ้นเป็น 50 ล้านบาท (+175% y-y) และ 52 ล้านบาท (+4% y-y) ตามลำดับ ตามทิศทางของรายได้ที่คาดการณ์อัตราการเติบโตเฉลี่ย (CAGR) 41% ต่อปี

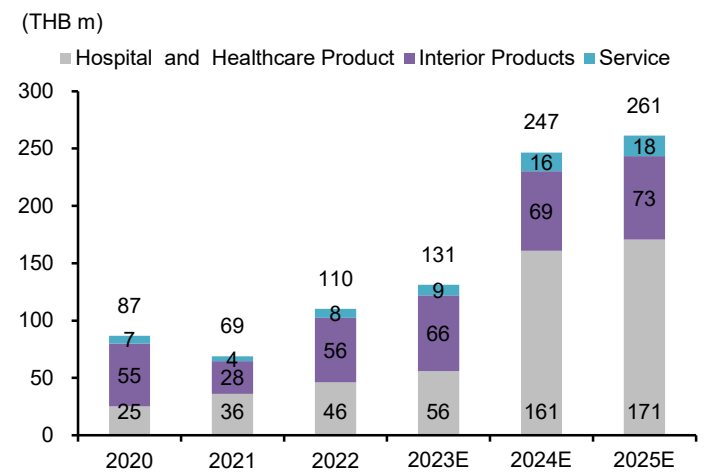
เราคาดว่าบริษัทจะปรับกลยุทธ์ไปเน้นจำหน่ายผลิตภัณฑ์สำหรับสถานพยาบาลมากขึ้นตั้งแต่ปี 2024 ตอบรับแนวโน้มอุตสาหกรรมที่มีศักยภาพการเติบโตสูงตามการขยายการลงทุนของโรงพยาบาล และการเพิ่มฐานกลุ่มลูกค้าใหม่ รวมถึงมีอัตรากำไรที่สูงกว่าผลิตภัณฑ์สถาปัตยกรรมภายใน โดยคาดว่าผลิตภัณฑ์สำหรับสถานพยาบาลจะปรับขึ้นเป็นสัดส่วนหลักที่ 65% ของรายได้รวมในปี 2024-2025 (เทียบกับปี 2021-2022 เฉลี่ย 42%) รองลงมาเป็นผลิตภัณฑ์สถาปัตยกรรมภายในที่ 28% ของรายได้รวมในปี 2024-2025 (จากปี 2021-2022 เฉลี่ย 51%) นอกจากนี้ รับผลบวกจากการเริ่มดำเนินการผลิตของโรงงานใหม่ใน 3Q23 ช่วยเพิ่มศักยภาพในการรับงาน ด้วยกำลังการผลิตที่สูงขึ้น 4 เท่าในผลิตภัณฑ์สำหรับสถานพยาบาล และ 2.5 เท่าในผลิตภัณฑ์สถาปัตยกรรม เป็น 200 บาน/เดือน และ 500 บาน/เดือน ตามลำดับ

ด้านอัตรากำไรขั้นต้นปี 2023 คาดที่ 38.0% ขยับลงจากปี 2022 ที่ 38.4% สาเหตุจากต้นทุนวัตถุดิบที่สูงขึ้นจากผลของสงครามรัสเซีย-ยูเครน อย่างไรก็ตาม คาดปี 2024-2025 จะฟื้นตัวเป็น 38.3% ต่อปี แม้จะมีต้นทุนที่เพิ่มขึ้นจากโรงงานใหม่ทั้งค่าแรงงานและค่าเสื่อม แต่ชดเชยด้วยสัดส่วนที่เพิ่มขึ้นของยอดขายผลิตภัณฑ์สำหรับสถานพยาบาลซึ่งมีมาร์จิ้นสูงกว่าผลิตภัณฑ์สถาปัตยกรรมภายใน รวมถึงสถานการณ์ต้นทุนวัตถุดิบและการนำเข้าสินค้าจากต่างประเทศคลี่คลายขึ้น

### ฐานะการเงินแข็งแกร่ง สถานะเป็น Net Cash

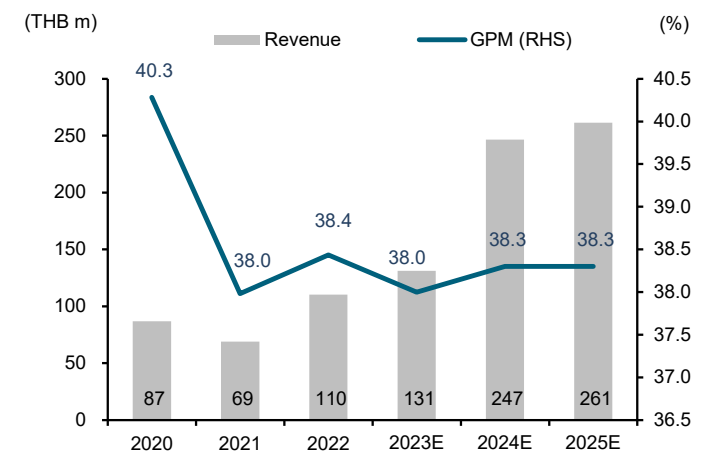
ฐานะการเงินของบริษัท อยู่ในเกณฑ์ดี พิจารณาอัตราส่วนทางการเงิน ในสิ้นปี 2022 บริษัท มีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E ratio) ในปี 2022 ที่ 0.3x และไม่มีหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย อย่างไรก็ตาม ปี 2023 คาดอัตราส่วนขยับขึ้นเป็น 0.5x เนื่องจากมีการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินเพื่อใช้ลงทุนที่ดินของโรงงานแห่งใหม่ ซึ่งภายหลังการ IPO มีแผนนำไปชำระเงินกู้ดังกล่าว ทำให้อัตราส่วนคาดลดลงเป็น 0.2x ในปี 2024-2025 และมีสถานะเป็น Net Cash Company ซึ่งสามารถรองรับการขยายตัวของธุรกิจในอนาคต

Exhibit 23: Revenue breakdown by product



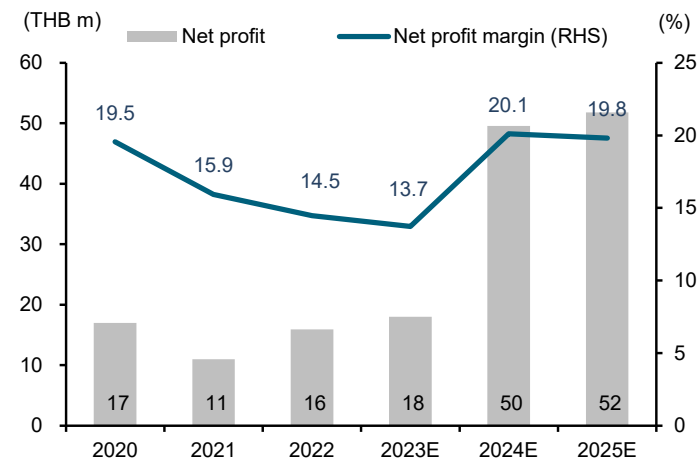
Sources: PANEL; FSSIA estimates

Exhibit 24: Total revenue and GPM



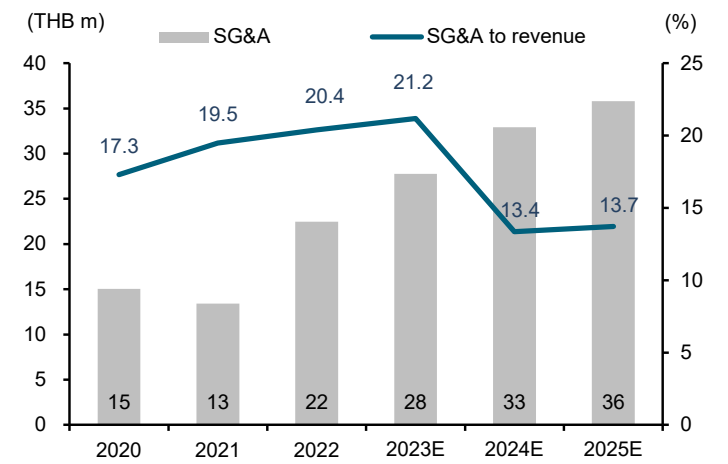
Sources: PANEL; FSSIA estimates

**Exhibit 25: Net profit and net profit margin**



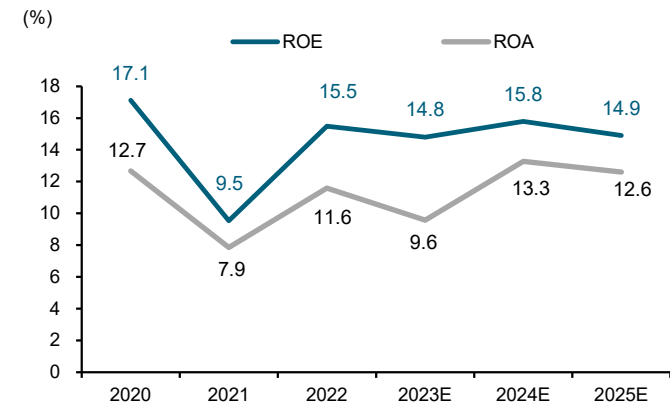
Sources: PANEL; FSSIA estimates

**Exhibit 26: SG&A and SG&A to revenue**



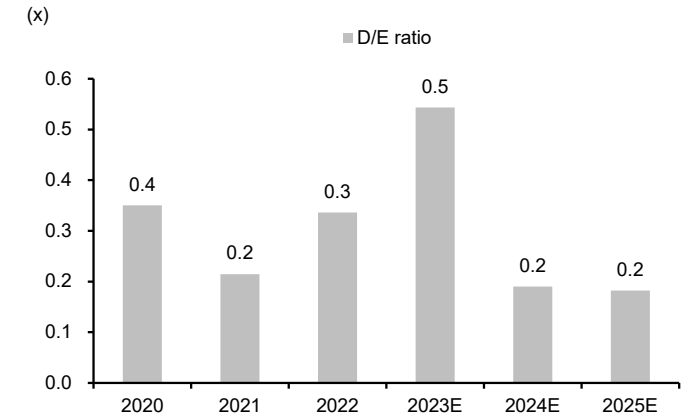
Sources: PANEL; FSSIA estimates

**Exhibit 27: ROE and ROA**



Sources: PANEL; FSSIA estimates

**Exhibit 28: D/E ratio**



Sources: PANEL; FSSIA estimates

## ประเมินมูลค่าเหมาะสม

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ PANEL ด้วยวิธี Relative valuation อิง PE Multiplier ที่ 15 เท่า อ้างอิงจากค่าเฉลี่ย PE ของ 4 บริษัทที่ประกอบธุรกิจคล้ายคลึงกับแต่ละประเภทธุรกิจหลักของ PANEL มาพิจารณาร่วมกัน โดยใช้ Forward PER 2024 ของธุรกิจ在不同ประเทศ และ PER 2022 ของบริษัทที่ประกอบธุรกิจในประเทศ แบ่งตามประเภทผลิตภัณฑ์ดังนี้ 1) บริษัทที่มีการจำหน่ายผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับประตูอัตโนมัติ ประกอบด้วยบริษัทในประเทศไทยอย่าง บมจ.อลล่า หรือ ALLA ส่วนบริษัทที่จดทะเบียน在不同ประเทศ ได้แก่ Bunka Shutter จากประเทศญี่ปุ่น และ Optex Group จากประเทศญี่ปุ่น และ 2) บริษัทที่จำหน่ายผนังกันเสียง在不同ประเทศอย่าง Sto จากประเทศเยอรมนี

ดังนั้น เราเลือกประเมินหุ้น PANEL โดยอิง PE 15 เท่า และคาดการณ์ EPS ปี 2024 ที่ 0.26 บาท/หุ้น จึงคำนวณได้มูลค่าเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐานปี 2024 ที่ 4.00 บาทต่อหุ้น

อย่างไรก็ตาม ประเมินการของเราปี 2024 ขึ้นกับการประมูลงานของโรงพยาบาลและได้รับคำสั่งซื้อจากผลิตภัณฑ์สำหรับสถานพยาบาลเป็นหลัก โดยคิดเป็นสัดส่วนถึง 65% ของคาดการณ์รายได้รวมในปี 2024 ทำให้มีความเสี่ยงจากการเปิดประมูลล่าช้า หรืออัตราความสำเร็จในการชนะประมูล (Success Rate) ไม่เป็นไปตามเป้า รวมถึงหากโรงงานใหม่ไม่สามารถดำเนินการเริ่มผลิตได้ตามแผนใน 3Q24 จะส่งผลให้ยอดขายและประเมินการกำไรของเราต่ำกว่าที่ประเมิน โดยประเมิน Sensitivity รายได้ที่ลดลงทุกๆ 5% จะส่งผลลบต่อประเมินการกำไรปี 2024 ราว 7% และราคาเหมาะสม 0.20 บาท/หุ้น

### Exhibit 29: Local peers

Company	Market cap (USD m)	NPM 22 (%)	GPM 22 (%)	ROE 21 (%)		PE 21 (x)		PBV 21 (x)	
ALLA	732	7	25	4.0	6.2	28.8	15.6	1.2	1.0

Sources: Bloomberg

### Exhibit 30: Global peers comparison

Company	Market cap (USD m)	Norm profit growth 23E 24E (%) (%)		NPM 24E (%)	GPM 24E (%)	ROE 23E 24E (%) (%)		PE 23E 24E (x) (x)		PBV 23E 24E (x) (x)	
BUNKA SHUTTER	732	(2)	7	16.0	38.0	9.6	9.7	9.1	11.5	0.8	n/a
OPTEX GROUP	453	(16)	14	n/a	n/a	11.0	12.2	13.9	12.2	1.5	1.4
STO SE & CO.	1,025	(6)	(2)	1.0	32	12.0	10.9	10.8	11.0	n/a	n/a
<b>Average</b>	-	<b>(6)</b>	<b>4</b>	<b>8.5</b>	<b>35.0</b>	<b>10.8</b>	<b>10.9</b>	<b>11.2</b>	<b>11.5</b>	<b>1.2</b>	<b>1.4</b>
<b>PANEL*</b>	-	<b>13</b>	<b>175</b>	<b>20.1</b>	<b>38.3</b>	<b>14.8</b>	<b>15.8</b>	<b>31.1</b>	<b>15.3</b>	<b>2.4</b>	<b>2.2</b>

\*PE and PBV @ Target price

Sources: Bloomberg; FSSIA estimates

## โครงสร้างการถือหุ้น และนโยบายการจ่ายเงินปันผล

PANEL มีทุนจดทะเบียน 95 ล้านบาท เรียกชำระแล้ว 70 ล้านบาท แบ่งออกเป็นหุ้นสามัญจำนวน 140 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 0.50 บาท ภายหลังจากการเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนจำนวน 50 ล้านหุ้นแก่ประชาชนเป็นครั้งนี้ บริษัทจะมีทุนจดทะเบียนเรียกชำระแล้วเต็มมูลค่า 95 ล้านบาท แบ่งเป็นหุ้นสามัญจำนวน 190 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 0.50 บาท โดยจำนวนหุ้นที่ IPO ในครั้งนี้คิดเป็น 26.32% ของจำนวนหุ้นสามัญที่ออกและเรียกชำระแล้วหลัง IPO

### วัตถุประสงค์การเพิ่มทุนครั้งนี้

1. ใช้สร้างโรงงานใหม่และจัดซื้อเครื่องจักร 140 ล้านบาทใน 1Q24
2. ชำระคืนเงินกู้ยืม 30 ล้านบาท ซึ่งใช้เพื่อจัดหาที่ดินโรงงานแห่งใหม่ ภายในปี 2025
3. ใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนในการประกอบกิจการ และในกรณีที่ระยะเวลาเหมาะสม หรือเกิดประโยชน์สูงสุดต่อกิจการ อาจนำเงินไปใช้เพื่อการชำระหนี้เงินกู้ และดอกเบี้ย ภายในปี 2025

### Exhibit 31: โครงสร้างผู้ถือหุ้นของ PANEL

ลำดับ	รายชื่อผู้ถือหุ้น	----- ก่อนเสนอขายหุ้นต่อประชาชน -----		----- ภายหลังเสนอขายหุ้นต่อประชาชน -----	
		จำนวน (หุ้น)	สัดส่วน (%)	จำนวน (หุ้น)	สัดส่วน (%)
1	นาย อังสุรสิทธิ์ อารีกุล	63,000,000	45.0	63,000,000	33.16
2	กลุ่มนางจุลैया ดับเบิ้ลยู เพ็ชฌุไพศิษฏ์				
	2.1 นาง จุลैया ดับเบิ้ลยู เพ็ชฌุไพศิษฏ์	56,140,000	40.1	56,140,000	29.55
	2.2 นาย อมร กิจเครือ	14,000,000	10.0	14,000,000	7.37
	2.3 นางสาวมาริษา กิจเครือ	6,860,000	4.9	6,860,000	3.61
	<b>รวมก่อนการเสนอขายหุ้น</b>	<b>140,000,000</b>	<b>100.0</b>	<b>140,000,000</b>	<b>73.68</b>
	เสนอขายต่อประชาชน			50,000,000	26.32
	<b>รวมหลังการเสนอขายหุ้น</b>	<b>140,000,000</b>	<b>100.0</b>	<b>190,000,000</b>	<b>100.0</b>

Sources: PANEL; FSSIA's compilation

### นโยบายการจ่ายปันผล

ภายหลังจากที่ PANEL เสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนต่อประชาชนทั่วไปครั้งแรก (IPO) สำเร็จ PANEL มีนโยบายจ่ายเงินปันผลในอัตราไม่น้อยกว่าร้อยละ 40 ของกำไรสุทธิจากงบเฉพาะกิจการ ภายหลังจากหักภาษีเงินได้นิติบุคคล เงินสำรองตามกฎหมาย และเงินสำรองต่าง ๆ (หากกำหนดไว้และหากมี) อย่างไรก็ตามการจ่ายปันผลจะพิจารณาการจ่ายปันผลหรืออาจมีการเปลี่ยนแปลงนโยบายการจ่ายเงินปันผลได้โดยพิจารณาจากผลประกอบการ ฐานะทางการเงินของบริษัท กระแสเงินสด ความจำเป็นในการใช้เงินทุนหมุนเวียนเพื่อบริหารกิจการ แผนการลงทุนเพื่อขยายธุรกิจในอนาคต และการเปลี่ยนแปลงเงื่อนไขทางการตลาดหรือภาวะเศรษฐกิจ



## ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

### ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงผู้ผลิต (Supplier) รายใหญ่

ปัจจุบันบริษัทมีวัตถุดิบและสินค้าสำเร็จรูปสำหรับประตูอัตโนมัติที่ต้องนำเข้ามาจากผู้ผลิตประตูอัตโนมัติรายใหญ่อย่างบริษัท MANUSA Door Systems, S.L.U. (MANUSA) จากประเทศสเปนและเป็นบริษัทเดียวในประเทศไทยที่ได้รับแต่งตั้งเป็นตัวแทนจำหน่ายซึ่งในหนังสือแต่งตั้งที่ได้รับในฉบับล่าสุดไม่มีกำหนดวันอายุการแต่งตั้ง โดยในงวด 9M23 บริษัทฯ มีการยอดการสั่งซื้อสินค้าจาก MANUSA คิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 37.63 ของยอดรวมการสั่งซื้อสินค้าทั้งหมดของบริษัทฯ หากผู้ผลิตไม่สามารถผลิตจำหน่าย หรือขนส่งวัตถุดิบให้แก่บริษัทฯ ได้ในปริมาณและเวลาที่ต้องการ หรืออาจมีการเปลี่ยนแปลงของราคาต้นทุนวัตถุดิบ รวมถึงความเสี่ยงของการถูกเลิกหนังสือแต่งตั้งตัวแทนจำหน่าย ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อในทางลบอย่างมีนัยสำคัญต่อธุรกิจ ผลการดำเนินงาน และโอกาสทางธุรกิจในอนาคต

### ความเสี่ยงจากความล่าช้าของโครงการก่อสร้าง

ผลิตภัณฑ์ของบริษัทฯ ส่วนใหญ่เป็นผลิตภัณฑ์ที่ต้องใช้ในงานการก่อสร้างอาคารและจำเป็นต้องรอให้งานฐานรากหรืองานก่อสร้างอาคารเสร็จเรียบร้อยก่อน กรณีหากเกิดความล่าช้าในงานฐานรากหรืองานก่อสร้างอาคาร ซึ่งอาจจะเกิดจากผู้รับเหมาก่อสร้างหรือปัจจัยอื่นๆ เช่น ความล่าช้าของผู้รับเหมา สภาพอากาศที่ไม่เอื้ออำนวยต่อการก่อสร้าง การตรวจรับแบบของเจ้าของโครงการ เป็นต้น ซึ่งทำให้โครงการก่อสร้างนั้นๆ ยังไม่พร้อมรับมอบสินค้าของบริษัทฯ ตามวันเวลาที่ตกลงกันไว้ตามเดิม ทั้งนี้ การมีสินค้ารอส่งมอบเป็นจำนวนมาก จะทำให้บริษัทฯ มีต้นทุนในการจัดเก็บ และเสียโอกาสที่จะผลิตและส่งมอบสินค้าให้แก่ลูกค้ารายอื่นก่อน

### ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงแรงงานฝีมือที่มีความสามารถ

บริษัทฯ ประกอบธุรกิจที่จำเป็นต้องพึ่งพาแรงงานทักษะฝีมือ บริษัทฯ จึงมีการว่าจ้างแรงงานที่มีทักษะในระดับแรงงานประจำแต่ละฝ่ายการผลิตเพื่อผลิตสินค้าผลิตภัณฑ์ประตูและผนังกันเสียง ซึ่งในกระบวนการผลิตจำเป็นต้องใช้แรงงานที่มีประสบการณ์และความชำนาญในการผลิตในระดับหนึ่ง ดังนั้นเพื่อให้ได้ผลงานที่มีคุณภาพมาตรฐานสูงและเพื่อป้องกันไม่ให้เกิดความเสียหายในขบวนการผลิต บริษัทฯ จึงจำเป็นต้องพึ่งพิงแรงงานฝีมือที่มีประสบการณ์และความชำนาญ เพื่อให้สามารถผลิตสินค้าได้ตามเวลาที่กำหนด

### ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงผู้บริหารและบุคลากรที่มีความเชี่ยวชาญทางธุรกิจ

ปัจจุบันผู้บริหารหลักของบริษัทฯ ประกอบไปด้วย คุณจูเลีย ดับเบิลยู เพ็ชฌุไพศิษฐ์ ตำแหน่งประธานเจ้าหน้าที่บริหาร และคุณอมร กิจเครือ ตำแหน่งกรรมการผู้จัดการ โดยผู้บริหารระดับสูงดังกล่าวเป็นผู้ที่มีประสบการณ์มายาวนาน มีชื่อเสียงและเป็นที่ยอมรับในวงการในธุรกิจนี้ มีวิสัยทัศน์ มีบทบาทสำคัญในการกำหนดนโยบาย ทิศทางและการดำเนินธุรกิจหลักของบริษัทฯ หากมีการเปลี่ยนแปลงผู้บริหารระดับสูงดังกล่าวหรือผู้บริหารระดับสูงดังกล่าวลาออกจากตำแหน่งหรือผู้บริหารระดับสูงดังกล่าวไม่สามารถปฏิบัติหน้าที่ได้ โดยที่บริษัทฯ ไม่สามารถหาบุคลากรที่เหมาะสมเข้ามาดำรงตำแหน่งแทนผู้บริหารระดับสูงรายเดิมได้ภายในเวลาที่เหมาะสม อาจส่งผลกระทบต่อการบริหารจัดการ การประกอบธุรกิจ ฐานะการเงิน และผลการดำเนินงานของบริษัทฯ

### ความเสี่ยงจากการผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ

บริษัทฯ มีการนำเข้าสินค้าและชิ้นส่วนสินค้าจากบริษัทผู้ผลิตหรือตัวแทนจำหน่ายในสกุลเงินยูโร (EURO) และสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐ (USD) โดยใน 9M23 บริษัทฯ มีการสั่งซื้อสินค้าที่ต้องชำระเป็นเงินตราต่างประเทศคิดเป็นสัดส่วน ร้อยละ 41.97 ของมูลค่าการสั่งซื้อสินค้ารวม ในขณะที่รับรายได้จากการขายและให้บริการเป็นสกุลเงินบาทและสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐ บริษัทฯ มีการขายสินค้าและบริการในสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐ (USD) คิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 5.54 ของมูลค่าการขายสินค้าทั้งหมด

## Appendix

### Company Overview

PANEL ประกอบธุรกิจเป็นผู้ดำเนินการผลิตและจัดจำหน่ายสินค้าภายใต้แบรนด์ PANELÉS นอกจากนี้ ยังนำเข้าและจัดจำหน่ายสินค้าภายใต้แบรนด์ MANUSA จากประเทศสเปน โดยมีผลิตภัณฑ์หลักคือ ผนังกันเสียงเคลื่อนที่สำหรับการกันห้อง, ประตูอัตโนมัติ สูญญากาศที่ใช้สำหรับประตูห้องผ่าตัด, ประตูอัตโนมัติสำหรับสถานพยาบาล และระบบทางเข้าออกอัจฉริยะอย่างประตูบานเลื่อนอัตโนมัติมาตรฐานที่ใช้เป็นประตูทางเข้าออกอาคารขนาดใหญ่ โดยบริษัทมีกลุ่มลูกค้าที่หลากหลาย อาทิ กลุ่มธุรกิจโรงแรม, กลุ่มธุรกิจโรงพยาบาล และกลุ่มลูกค้าอุตสาหกรรม ครอบคลุมพื้นที่กรุงเทพมหานคร ปริมณฑล และต่างจังหวัด

พิจารณาโครงสร้างรายได้พบว่า บริษัทมีสัดส่วนหลักมาจากผลิตภัณฑ์สำหรับสถาบันทางการแพทย์คิดเป็นสัดส่วนหลักเฉลี่ย 52% ในปี 2020-2022 และ 9M23 คิดเป็น 60% ของยอดขายทั้งหมด รองลงมา เป็นผลิตภัณฑ์สำหรับสถานพยาบาลมีสัดส่วนรายได้เฉลี่ย 36% ในปี 2020-2022 และช่วง 9M23 ที่ 30% ของยอดขายทั้งหมด ส่วนที่เหลือเป็นรายได้จากการบริการ คิดเป็นสัดส่วนเฉลี่ย 7% ในปี 2020-2022 และช่วง 9M23 ที่ 10% ของยอดขายทั้งหมด

### Valuation Methodology

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ PANEL ด้วยวิธี Relative valuation อิง PE Multiplier ที่ 15 เท่า อ้างอิงจากค่าเฉลี่ย PE ของ 4 บริษัทที่ประกอบธุรกิจคล้ายคลึงกับแต่ละประเภทธุรกิจหลักของ PANEL มาพิจารณาร่วมกัน บริษัทที่มีการจำหน่ายผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับประตูอัตโนมัติ และผนังกันเสียง โดยใช้ Forward PER 2024 ของธุรกิจในประเทศ และ PER 2022 ของบริษัทที่ประกอบธุรกิจในประเทศ คำนวณมูลค่าเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐานปี 2024 ที่ 4 บาท อย่างไรก็ตาม ประเมินการของเรามีความเสี่ยงหากโรงงานใหม่ไม่สามารถเริ่มดำเนินการได้ตามแผนใน 3Q24 และหากได้รับคำสั่งซื้อจากผลิตภัณฑ์สำหรับสถานพยาบาลต่ำกว่าเป้า โดยประเมิน Sensitivity รายได้ที่ลดลงทุกๆ 5% จะส่งผลลบต่อประมาณการกำไรปี 2024 ราว 7 % และราคาเหมาะสม 0.20 บาท/หุ้น

### ESG

#### Environment

- บริษัทให้ความสำคัญต่อการใช้พลังงานไฟฟ้าอย่างถูกวิธี และมีขั้นตอนการบริการจัดการการใช้ไฟฟ้าภายในองค์กร
- สนับสนุนให้พนักงานลดการใช้วัสดุ อุปกรณ์สำนักงาน เพื่อลดขยะที่อาจเกิดขึ้นจากอุปกรณ์สำนักงานต่างๆ โดยส่งเสริมและผลักดันการทำงานอย่างไร้กระดาษในสำนักงานใหญ่ โดยมีการติดตั้งระบบหน่วยจัดเก็บข้อมูลให้เป็นระบบออนไลน์
- มุ่งมั่นที่จะลดการใช้ทรัพยากรน้ำอย่างสิ้นเปลือง และมีเป้าหมายที่จะใช้น้ำให้เกิดประโยชน์สูงสุด โดยมีการอบรมให้ความรู้แก่พนักงานเพื่อใช้น้ำอย่างรู้คุณค่าและให้เกิดประสิทธิภาพสูงสุด

#### Social

- บริษัทให้ความสำคัญพัฒนาศักยภาพของพนักงานและเจ้าหน้าที่ทุกระดับ โดยจัดให้มีการจัดอบรม สัมมนา ฝึกอบรม รวมถึงส่งบุคลากรเข้าร่วมสัมมนา และฝึกอบรมวิชาการ
- พัฒนาและปรับปรุงประสิทธิภาพการดำเนินงานด้านความปลอดภัยอย่างต่อเนื่อง และดูแลคุณภาพชีวิตของพนักงานหรือลูกจ้างอย่างเหมาะสม
- มุ่งมั่นในการรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม (CSR) โดยจัดกิจกรรมช่วยเหลือสังคม และกิจกรรมที่เป็นประโยชน์ต่อสิ่งแวดล้อมมาอย่างต่อเนื่อง

#### Governance

- บริษัท กำหนดนโยบายเกี่ยวกับการป้องกันความขัดแย้งทางผลประโยชน์บนหลักการที่ว่าการตัดสินใจใดๆ ในการดำเนินกิจกรรมทางธุรกิจจะต้องเป็นไปเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัทและผู้ถือหุ้นของบริษัท มีคณะกรรมการสรรหา คำตอบแทน และบรรษัทภิบาล ทำหน้าที่กำกับดูแลด้านการกำกับดูแลกิจการ
- ปฏิบัติตามนโยบายต่อต้านการทุจริตคอร์รัปชันและจรรยาบรรณธุรกิจ (Code of Conduct) อย่างเคร่งครัด รวมทั้งจัดให้มีโครงสร้างผู้รับผิดชอบ และระบบการบริหารความเสี่ยง การควบคุมภายใน และการตรวจสอบภายในเพื่อป้องกันและปราบปรามการทุจริตหรือคอร์รัปชันภายในองค์กร

## Financial Statements

### PanelesMatic Solutions

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Revenue	69	110	131	247	261
Cost of goods sold	(43)	(68)	(81)	(152)	(161)
<b>Gross profit</b>	<b>26</b>	<b>42</b>	<b>50</b>	<b>94</b>	<b>100</b>
Other operating income	-	-	-	-	-
Operating costs	(13)	(22)	(28)	(33)	(36)
<b>Operating EBITDA</b>	<b>16</b>	<b>25</b>	<b>27</b>	<b>67</b>	<b>70</b>
Depreciation	(3)	(5)	(5)	(5)	(5)
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
<b>Operating EBIT</b>	<b>13</b>	<b>20</b>	<b>22</b>	<b>62</b>	<b>64</b>
Net financing costs	0	0	0	0	0
Associates	0	0	0	0	0
Recurring non-operating income	1	1	1	1	1
Non-recurring items	0	0	0	0	0
<b>Profit before tax</b>	<b>14</b>	<b>20</b>	<b>23</b>	<b>62</b>	<b>65</b>
Tax	(3)	(4)	(5)	(12)	(13)
<b>Profit after tax</b>	<b>11</b>	<b>16</b>	<b>18</b>	<b>50</b>	<b>52</b>
Minority interests	0	0	0	0	0
Preferred dividends	0	0	0	0	0
Other items	-	-	-	-	-
<b>Reported net profit</b>	<b>11</b>	<b>16</b>	<b>18</b>	<b>50</b>	<b>52</b>
<b>Non-recurring items &amp; goodwill (net)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Recurring net profit</b>	<b>11</b>	<b>16</b>	<b>18</b>	<b>50</b>	<b>52</b>
<b>Per share (THB)</b>					
Recurring EPS *	182.72	1.14	0.13	0.26	0.27
Reported EPS	182.72	1.14	0.13	0.26	0.27
DPS	0.00	0.00	0.00	0.10	0.11
Diluted shares (used to calculate per share data)	0	14	140	190	190
<b>Growth</b>					
Revenue (%)	(20.8)	60.1	19.0	88.0	6.0
Operating EBITDA (%)	(29.0)	54.1	9.9	147.2	4.5
Operating EBIT (%)	(36.2)	56.1	11.0	178.7	4.5
Recurring EPS (%)	(40.8)	(99.4)	(88.7)	102.8	4.4
Reported EPS (%)	(40.8)	(99.4)	(88.7)	102.8	4.4
<b>Operating performance</b>					
Gross margin inc. depreciation (%)	38.0	38.4	38.0	38.3	38.3
Gross margin exc. depreciation (%)	42.6	42.7	41.7	40.4	40.4
Operating EBITDA margin (%)	23.1	22.3	20.6	27.0	26.7
Operating EBIT margin (%)	18.5	18.0	16.8	24.9	24.6
Net margin (%)	15.9	14.5	13.7	20.1	19.8
Effective tax rate (%)	21.5	21.7	20.0	20.0	20.0
Dividend payout on recurring profit (%)	-	-	-	40.0	40.0
Interest cover (X)	1,865.6	800.9	376.3	2,066.7	2,116.1
Inventory days	216.3	121.0	103.5	84.4	107.1
Debtor days	60.0	61.1	62.3	41.9	53.2
Creditor days	50.7	61.1	60.2	32.8	41.6
Operating ROIC (%)	15.8	22.7	26.6	36.4	(6.2)
ROIC (%)	11.1	17.0	23.1	33.7	(5.9)
ROE (%)	11.5	15.4	16.0	22.8	15.7
ROA (%)	8.0	11.5	11.1	17.7	13.2
* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted					
<b>Revenue by Division (THB m)</b>					
Hospital and Healthcare Product	36	46	56	161	171
Interior Products	28	56	66	69	73
Service	4	8	9	16	18

Sources: PanelesMatic Solutions; FSSIA estimates

## Financial Statements

PanelesMatic Solutions

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Recurring net profit	11	16	18	50	52
Depreciation	3	5	5	5	5
Associates & minorities	-	-	-	-	-
Other non-cash items	-	-	-	-	-
Change in working capital	(8)	8	0	(12)	(1)
<b>Cash flow from operations</b>	<b>6</b>	<b>29</b>	<b>23</b>	<b>43</b>	<b>56</b>
Capex - maintenance	-	-	-	-	-
Capex - new investment	(18)	-	-	(125)	(5)
Net acquisitions & disposals	-	-	(2)	-	-
Other investments (net)	-	23	-	-	-
<b>Cash flow from investing</b>	<b>(18)</b>	<b>23</b>	<b>(2)</b>	<b>(125)</b>	<b>(5)</b>
Dividends paid	0	0	0	(17)	(18)
Equity finance	5	(1)	0	160	0
Debt finance	0	0	33	(33)	0
Other financing cash flows	-	-	-	-	-
<b>Cash flow from financing</b>	<b>5</b>	<b>(1)</b>	<b>33</b>	<b>110</b>	<b>(18)</b>
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	0	0	0	0
<b>Net other adjustments</b>	<b>0</b>	<b>(27)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Movement in cash</b>	<b>(7)</b>	<b>24</b>	<b>54</b>	<b>28</b>	<b>32</b>
Free cash flow to firm (FCFF)	(11.11)	51.76	20.99	(82.22)	50.35
Free cash flow to equity (FCFE)	(11.57)	25.48	54.01	(115.14)	50.45

Per share (THB)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
FCFF per share	(0.01)	0.04	0.02	(0.07)	0.04
FCFE per share	(0.01)	0.02	0.04	(0.10)	0.04
Recurring cash flow per share	235.88	1.47	0.16	0.29	0.30

Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Tangible fixed assets (gross)	54	59	62	180	189
Less: Accumulated depreciation	(7)	(11)	(17)	(15)	(24)
<b>Tangible fixed assets (net)</b>	<b>47</b>	<b>48</b>	<b>45</b>	<b>165</b>	<b>165</b>
<b>Intangible fixed assets (net)</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
Long-term financial assets	7	7	7	7	7
Invest. in associates & subsidiaries	31	0	0	0	0
Cash & equivalents	9	33	88	115	148
A/C receivable	12	25	20	37	39
Inventories	22	20	24	44	47
Other current assets	10	0	0	0	0
<b>Current assets</b>	<b>53</b>	<b>78</b>	<b>131</b>	<b>197</b>	<b>234</b>
Other assets	2	2	3	3	3
<b>Total assets</b>	<b>140</b>	<b>137</b>	<b>188</b>	<b>374</b>	<b>411</b>
Common equity	104	103	122	314	348
Minorities etc.	11	0	0	0	0
<b>Total shareholders' equity</b>	<b>115</b>	<b>103</b>	<b>122</b>	<b>314</b>	<b>348</b>
Long term debt	0	0	30	0	0
Other long-term liabilities	7	8	10	17	18
<b>Long-term liabilities</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>41</b>	<b>18</b>	<b>19</b>
A/C payable	5	16	9	17	18
Short term debt	0	0	3	0	0
Other current liabilities	12	10	13	25	26
<b>Current liabilities</b>	<b>17</b>	<b>26</b>	<b>25</b>	<b>42</b>	<b>45</b>
<b>Total liabilities and shareholders' equity</b>	<b>140</b>	<b>137</b>	<b>188</b>	<b>374</b>	<b>411</b>
Net working capital	27	19	21	39	42
Invested capital	113	79	78	217	219

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

Per share (THB)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Book value per share	1,725.11	7.35	0.87	1.65	1.83
Tangible book value per share	1,723.93	7.16	0.85	1.64	1.82

Financial strength	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Net debt/equity (%)	(7.6)	(31.6)	(44.6)	(36.5)	(42.2)
Net debt/total assets (%)	(6.3)	(23.6)	(28.9)	(30.7)	(35.7)
Current ratio (x)	3.0	3.0	5.1	4.7	5.2
CF interest cover (x)	802.0	1,001.9	901.2	334.0	1,825.8

Valuation	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>Recurring P/E (x) *</b>	<b>0.0</b>	<b>3.2</b>	<b>28.6</b>	<b>14.1</b>	<b>13.5</b>
<b>Recurring P/E @ target price (x) *</b>	<b>0.0</b>	<b>3.5</b>	<b>31.1</b>	<b>15.3</b>	<b>14.7</b>
Reported P/E (x)	0.0	3.2	28.6	14.1	13.5
Dividend yield (%)	-	-	-	2.8	3.0
Price/book (x)	0.0	0.5	4.2	2.2	2.0
Price/tangible book (x)	0.0	0.5	4.3	2.2	2.0
EV/EBITDA (x) **	0.2	0.8	17.1	8.8	7.9
EV/EBITDA @ target price (x) **	0.2	1.0	18.8	9.7	8.8
EV/invested capital (x)	0.0	0.2	5.9	2.7	2.5

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

Sources: PanelesMatic Solutions; 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 <b>THSI inclusion</b> , 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. <b>SETTHSI Index</b> 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.										
<b>CG Score</b> 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%).										
<b>AGM level</b> 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&amp;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.										
<b>Thai CAC</b> 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.										
<b>Morningstar Sustainalytics</b>	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 &amp; 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+								
<b>ESG Book</b>	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.										
<b>MSCI</b>	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;"> <b>AAA</b> 8.571-10.000  <b>AA</b> 7.143-8.570  <b>A</b> 5.714-7.142  <b>BBB</b> 4.286-5.713  <b>BB</b> 2.857-4.285  <b>B</b> 1.429-2.856  <b>CCC</b> 0.000-1.428                 </td> <td style="vertical-align: top; padding-left: 10px;"> <b>Leader:</b> leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities   <b>Average:</b> a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers   <b>Laggard:</b> lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks                 </td> </tr> </table>	<b>AAA</b> 8.571-10.000 <b>AA</b> 7.143-8.570 <b>A</b> 5.714-7.142 <b>BBB</b> 4.286-5.713 <b>BB</b> 2.857-4.285 <b>B</b> 1.429-2.856 <b>CCC</b> 0.000-1.428	<b>Leader:</b> leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities  <b>Average:</b> a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers  <b>Laggard:</b> lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks									
<b>AAA</b> 8.571-10.000 <b>AA</b> 7.143-8.570 <b>A</b> 5.714-7.142 <b>BBB</b> 4.286-5.713 <b>BB</b> 2.857-4.285 <b>B</b> 1.429-2.856 <b>CCC</b> 0.000-1.428	<b>Leader:</b> leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities  <b>Average:</b> a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers  <b>Laggard:</b> lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks											
<b>Moody's ESG solutions</b>	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.											
<b>Refinitiv ESG rating</b>	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; &gt;25 to 50 = satisfactory; &gt;50 to 75 = good; and &gt;75 to 100 = excellent.)</i>											
<b>S&amp;P Global</b>	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.											
<b>Bloomberg</b>	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

Thanyatorn Songwutti 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  $(\text{target price}^* - \text{current price}) / \text{current price}$ .

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.