

20 January 2025

Master Style

ชี้แจงเพิ่มเติม ประเด็นขายหุ้นให้นักลงทุนต่างประเทศ

Bloomberg ticker	MASTER TB
Recommendation	BUY (maintained)
Current price	Bt29.50
Target price	Bt64.00 (maintained)
Upside/Dow	+117%
EPS revision	No change
Bloomberg target price	Bt58.53
Bloomberg consensus	Buy 9 / Hold 0 / Sell 0
Stock data	
Stock price 1-year high/low	Bt74.00 / Bt24.80
Market cap. (Bt mn)	7,788
Shares outstanding (mn)	302
Avg. daily turnover (Bt mn)	102
Free float	32%
CG rating	Good
ESG rating	Excellent

News Flash

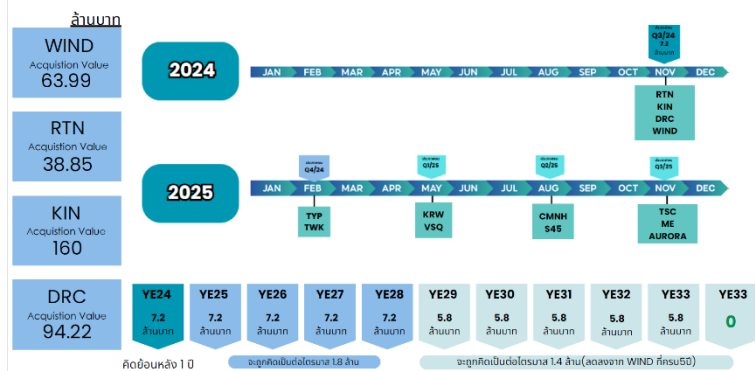
เมื่อวันศุกร์ที่ผ่านมา (17 ม.ค. 2025) ทางคุณหมอลเซ นพ.ระวีวัฒน์ มาศธมาตล, CEO ของ MASTER ได้ให้สัมภาษณ์ผ่านรายการ “ข่าวหุ้นเจาะตลาด” เคลียร์ประเด็นข่าว หลังการขาย Bit log เมื่อวันที่ 16 ม.ค. ที่ผ่านมา มีประเด็นสำคัญ ดังนี้

1. การขาย Big lot เพื่อเพิ่ม free float ซึ่งมีนโยบายให้เพิ่มไม่เกิน 5% เป็นการขายให้กองทุนจากยุโรป และ สหรัฐอเมริกา จำนวน 4 กองทุนที่เข้ามาถือ โดยเป็น Hedge fund & Mutual fund เนื่องจากกองทุนไม่ติดอันดับ 10 รายแรก จึงไม่สามารถเปิดเผยชื่อได้ และมีเกณฑ์ในการเลือกกองทุนที่เข้ามาถือหุ้นอย่างชัดเจน ซึ่งกองทุนกลุ่มนี้เข้ามาร่วมรับฟังข้อมูลทุกครั้งที่เราจัดโชว์ และมา company visit ทั้งนี้คุณหมอลเซยืนยันจะไม่มีการขายหุ้น MASTER ในลักษณะนี้ออกมาอีกแน่นอน เพราะ Free Float บรรลุเป้าหมายแล้ว
2. การขายหุ้นครั้งนี้ ไม่ได้ร้อนเงินตามกระแสข่าวลือ โดย MASTER ถือเป็นธุรกิจ Cash Cow และ ส่วนตัวหมอลเซก็มีฐานะทางการเงินอยู่แล้ว และไม่ได้กู้ยืมเงิน
3. ข่าวลือเรื่องคุณหมอลเซมีส่วนเกี่ยวข้องกับการเพิ่มทุน TRC ซึ่งอยู่ระหว่างเพิ่มทุน คุณหมอลมองว่าไม่เกี่ยวข้องกับการเพิ่มทุนแต่อย่างใด
4. แนวโน้มในปี 2024E ยังเป็นไปตามแผน ตามบทวิเคราะห์ของบริษัทวิเคราะห์ต่างๆ Equity income อยู่ที่ 40-50 ล้านบาท (ที่มา: ข่าวหุ้น)

Implication

เรามีมุมมองเป็นกลางจากประเด็นข้างต้น โดยเราได้สอบถามไปยังบริษัท แนวโน้มผลการดำเนินงานปี 2024E ยังเป็นไปตามแผนและใกล้เคียงราคาตลาด ทั้งนี้ สำหรับ 4Q24E เราประเมินกำไรสุทธิที่ 229 ล้านบาท (+40% YoY, +110% QoQ) ใกล้เคียงกับราคาตลาดกรณีเดิม กำไรขยายตัว YoY หนุนโดย 1) รายได้ขยายตัว +17% YoY จากรายได้คัลยกรรมขยายตัว จากลูกค้าที่เลื่อนการทำคัลยกรรมจากน้ำท่วมมาเป็น 4Q24 และลูกค้าต่างประเทศที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น คาดสัดส่วนลูกค้าต่างประเทศอยู่ที่ 28% โดยเฉพาะลูกค้าอินโดนีเซียและ CLMV ที่เติบโตอย่างมีนัยสำคัญ, 2) Selling expense ปรับตัวลดลงจากการควบคุมค่าใช้จ่ายที่มีประสิทธิภาพ ด้านกำไรที่ขยายตัว QoQ จาก 1) รายได้ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น +22% QoQ จาก high season, 2) SG&A to total sales ที่ปรับตัวลดลง และ 3) equity income ที่ 20 ล้านบาท (3Q24 = 10 ล้านบาท) โดยราคาตลาด equity income ปี 2024E ที่ 47 ล้านบาท

Key Non Cash Adjustment (PPA) From “MASTER PARTNER”



□ PPA ยังเป็นไปตามเป้า จากรูปด้านบนจะเห็นได้ว่าการปรับที่ PPA ของ 4 กิจการแรกที่ซื้อ (WIND, RTN, KIN, DRC) จะอยู่ที่ 7.2 ล้านบาท/ปี (โดย WIND บันทึกรับที่ 5 ปี ส่วน RTN, KIN, DRC บันทึกรับที่ 10 ปี) และใน 4Q24E จะมีบันทึก PPA ของ TYP, TWK (ราคาตลาดไม่เกิน 2- 4 ล้านบาท/ปี) และ

Analyst: Jacqueline Nham, (Reg. no. 112603)

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC 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 decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

1Q25E จะบันทึก KRW และ VSQ, 2Q25E บันทึก CMNH และ S45 สูดท้ายคือ 3Q25E จะเริ่มบันทึก TSC, ME, AURORA

□ ปี 2025E Outlook ดีต่อเนื่อง MASTER ยังคงเป้ารายได้ปี 2025E +20% YoY จากรายได้ทั้งไทยและต่างชาติเติบโต โดยคาดสัดส่วนรายได้ต่างชาติที่ 40% ของรายได้รวม โดยลูกค้าอินโดนีเซีย และ CLMV จะเติบโตอย่างมีนัยสำคัญ ทั้งนี้ MASTER ได้ร่วมเป็น partner กับ Lumeo คาดหนุนการเติบโตของรายได้ลูกค้าอินโดนีเซียต่อเนื่อง โดยสัปดาห์ที่ผ่านมา มี event ที่อินโดนีเซีย ซึ่งได้รับการตอบรับอย่างดี คาดรายได้ที่จะนับใน 1Q25E จาก event ข้างต้นที่ 40 ล้านบาท ด้าน Equity income ที่ 80-100 ล้านบาทจากการรับรู้ดีลต่างๆเต็มปี

□ เราคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2024E-25E เราคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2024E ที่ 532 ล้านบาท (+28% YoY) และปี 2025E ที่ 666 ล้านบาท (+25% YoY) หนุนโดย 1) รายได้รวม +15% YoY จากลูกค้าทั้งไทยและต่างชาติปรับตัวเพิ่มขึ้น, 2) GPM ขยายตัว จาก utilization rate ที่ดีขึ้น และ 3) equity income ปรับตัวเพิ่มขึ้นเป็น 95 ล้านบาท (+102% YoY) จากการรับรู้ดีลใหญ่ๆ เต็มปี อาทิ V Square, S45, Korawin

Valuation

คงราคาเป้าหมาย 64.00 บาทอิง 2025E PER 29.0x เงามองว่าราคาปัจจุบันยังน่าสนใจ โดยเทรดที่ 2025E PER13.4x และมี short term catalyst จากกำไร 4Q24E ที่จะทำ All Time High

Corporate governance report of Thai listed companies 2024

CG rating by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)

Score	Symbol	Description	ความหมาย
90-100		Excellent	ดีเลิศ
80-89		Very Good	ดีมาก
70-79		Good	ดี
60-69		Satisfactory	ดีพอใช้
50-59		Pass	ผ่าน
< 50	No logo given	n.a.	n.a.

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยแพร่สาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

DAOL SEC: ความหมายของคำแนะนำ

- "ซื้อ"** เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- "ถือ"** เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- "ขาย"** เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน (ไม่รวมเงินปันผล)

หมายเหตุ ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

IOD disclaimer

The Corporate Governance Report (CGR) of Thai listed Companies is based on a survey and assessment of information that companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment ("listed companies") disclose to the public. The CGR is a presentation of information from the perspective of outsiders on the standards of corporate governance of listed companies. It is not any assessment of the actual practices of the listed companies, and the CGR does not use any non-public information. The CGR is not therefore an endorsement of the practices of the listed companies. It is not a recommendation for investment in any securities of any listed companies or any recommendation whatsoever. Investors should exercise their own judgment to analyze and consider any information relating to the listed companies presented in this CGR report. No representation or warranty is made by the Institute of Directors or any of its personnel as to the completeness or accuracy of the CGR report or the information used.

DAOL SEC's stock rating definition

- BUY** The stock presents a good buying opportunity as it appears undervalued and/or will appreciate in the medium term. A return of the stock, excluding dividend, is expected to exceed 10%.
- HOLD** The stock lacks a catalyst in the medium to long term, and there is uncertainty regarding earnings growth. A return of the stock is expected to be between 0% and 10%.
- SELL** The stock appears overvalued and/or will perform poorly in the medium to long term, while there is major challenge at a company.

Notes: The expected returns may be subject to change at any time without notice.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC มีการจัดทำ ESG Rating (ESG: Environment, Social, Governance) เพื่อบ่งบอกว่าบริษัทมีการกำกับดูแลกิจการและมีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคมระดับใด โดยทาง DAOL SEC ให้ความสำคัญกับการลงทุนในบริษัทที่มีการพัฒนาที่ยั่งยืน จึงได้จัดทำเกณฑ์ในการให้คะแนน ESG สำหรับหุ้นที่เรา Cover อยู่ สำหรับหลักเกณฑ์ในการประเมินคะแนน ESG ของ DAOL SEC ทำการพิจารณาจาก 3 ด้าน ดังนี้

❑ **การจัดการด้านสิ่งแวดล้อม (Environment)** หมายถึง การที่บริษัทมีนโยบายและกระบวนการทำงานในองค์กรเพื่อจัดการสิ่งแวดล้อมอย่างชัดเจนและใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงมีการฟื้นฟูสภาพแวดล้อมทางธรรมชาติที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินธุรกิจ ซึ่งเราใช้เกณฑ์ด้านรายได้ของบริษัทว่าบริษัทนั้นๆ มีสัดส่วนรายได้ที่ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมเท่าไร

❑ **การจัดการด้านสังคม (Social)** การที่บริษัทมีนโยบายการบริหารทรัพยากรบุคคลอย่างเป็นธรรมและเท่าเทียม มีการส่งเสริมและพัฒนาพนักงานอย่างต่อเนื่องและมีคุณภาพ รวมถึงสนับสนุนลูกค้าให้มีการปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนที่บริษัทมีความเกี่ยวข้องให้เติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเราใช้เกณฑ์คะแนนจาก Bloomberg โดยการสำรวจรายงานต่างๆ ที่ไม่ใช้งบการเงิน ข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับบริษัท และกิจกรรมทาง NGO

❑ **บรรษัทภิบาล (Governance)** การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดำเนินงานอย่างโปร่งใส มีแนวทางการบริหารความเสี่ยงที่ชัดเจน ต่อต้านทุจริตและคอร์รัปชัน ตลอดจนดูแลผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งรวมถึงการจ่ายภาษีให้แก่ภาครัฐอย่างโปร่งใส ซึ่งเราใช้เกณฑ์พิจารณาจาก CG rating ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ESG Rating ที่ DAOL SEC ประเมินมี 5 ระดับ ได้แก่

Excellent (5)	Very Good (4)	Good (3)	Satisfactory (2)	Pass (1)
---------------	---------------	----------	------------------	----------

สำหรับบริษัทที่มีข้อมูลไม่เพียงพอในการประเมินจะได้ rating เป็น n.a.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC believes environmental, social and governance (ESG) practices will help determine the sustainability and future financial performance of companies. We thus incorporate ESG into our valuation model.

❑ **Environmental** criteria consider how the company safeguards the environment and conserves natural resources. DAOL SECURITIES (THAILAND) calculates how much revenue derives from a business operation that can be harmful to the environment.

❑ **Social** criteria examine how it manages relationships with employees, suppliers, customers, and the communities where it operates. It also consists of employee welfare. DAOL SECURITIES (THAILAND) analyzes the company's non-financial statement reports (news and announcements), including NGO-related activities, retrieved from Bloomberg.

❑ **Governance** ensures a company uses accurate and transparent accounting method, internal controls, risk assessments, shareholder rights, and anti-corruption policies. DAOL SECURITIES (THAILAND) relates the IOD's CG rating system.

DAOL SECURITIES (THAILAND)'S ESG Scale of Ratings

Excellent (5)	Very Good (4)	Good (3)	Satisfactory (2)	Pass (1)
---------------	---------------	----------	------------------	----------

DAOL SECURITIES (THAILAND) assigns an "n.a." to notify an insufficient information.

Disclaimer: บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอและเผยแพร่บทวิเคราะห์ให้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนทั่วไป โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของข้อมูลที่ได้เปิดเผยต่อสาธารณชนอันเชื่อถือได้ และมีได้มีเจตนาเชิญชวนหรือชี้แนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด ดังนั้น บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการใช้บทวิเคราะห์ฉบับนี้ทั้งทางตรงและทางอ้อม และขอให้นักลงทุนใช้ดุลพินิจพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC 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 decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions. 4