

Springboard for growth roadmap

- “Jump+” plan reveals growths of ATMP, biobank, and franchise
- ATMP and biobanks are secure yet franchise is a leverage growth
- Maintain BUY but trim TP from THB8.5 to THB8.2

แผนยุทธศาสตร์ “Jump+” เผยทิศทางการเติบโตแบบ S-curve

เมื่อวันที่ 18 ธันวาคม 2568 MEDEZE ได้ประกาศแผน “Jump+” ซึ่งเรามองว่าจะเป็นสปริงบอร์ดสำคัญที่สร้างการเติบโตแบบ New S-curve ไม่ใช่เพียงแค่อำนาจ MEDEZE เท่านั้น แต่ยังรวมถึงอุตสาหกรรม Healthcare ของประเทศไทยด้วย เนื่องจากความสำเร็จของ MEDEZE ในการพัฒนาเต็มเซลล์ให้เป็นหนึ่งในกลุ่มผลิตภัณฑ์การแพทย์ขั้นสูง (Advanced Therapy Medicinal Products หรือ ATMP) ของไทย จะถือเป็นบทบาท “ผู้บุกเบิก” ที่จะนำทางการเติบโตไปสู่ตลาดสุขภาพระดับโลกในอีกไม่กี่ปีข้างหน้า

ATMP: สปริงบอร์ดแห่งการเติบโต

แม้ว่าเราจะตั้งสมมติฐานด้านรายได้ในเชิงอนุรักษ์นิยม (Conservative) มากกว่าตัวเลขของทาง MEDEZE เองอีก 3 ปีข้างหน้า (พ.ศ. 2569-2571) เรายังคงคาดการณ์ว่ารายได้จาก ATMP จะเติบโตจาก 4% ของรายได้รวมในปี 2569 เป็น 29% ในปี 2570 และพุ่งสูงถึง 48% ในปี 2571 นอกจากนี้ การเติบโตของรายได้จากแฟรนไชส์และอัตราภาษีจ่ายที่ลดลงจากสิทธิประโยชน์ของ BOI จะเป็นปัจจัยหนุน (Wild Card) สำคัญที่ช่วยขับเคลื่อนการเติบโตอีกทางหนึ่ง

จาก “Local” สู่ “Global Franchise” เซอร์ไพรส์ใหญ่ที่อาจเกิดขึ้น

ด้วยโครงสร้างกระแสรายได้ที่แข็งแกร่งจากระบบแฟรนไชส์ เราเชื่อว่า MEDEZE จะได้รับประโยชน์อย่างมากจากการขยายธุรกิจ ATMP สเต็มเซลล์ไปยังต่างประเทศผ่านค่าธรรมเนียมแฟรนไชส์ แม้ปัจจุบันเราจะยังไม่ได้รับรายได้ส่วนนี้เข้าไปในประมาณการหลัก แต่เราคาดว่ารายได้แฟรนไชส์ (เมื่อมีการยืนยันและทำข้อตกลงแล้ว) จะเติบโตจาก 38 ล้านบาทในปี 2568 เป็น 40 ล้านบาทในปี 2569 และทยอยเพิ่มขึ้นจนถึง 315 ล้านบาทในปี 2574 ตามการรุกตลาดใน 7 ประเทศเป้าหมายของบริษัท

ปรับสมมติฐานแบบระมัดระวัง แต่ยังมีมุมมองเชิงบวก (Bullish)

เรามีการปรับมุมมองรายได้จาก ATMP ให้ระมัดระวังมากขึ้น โดยปรับลดประมาณการกำไรต่อหุ้น (EPS) ลง 13-46% ในช่วงปี 2568-2570 เนื่องจากคาดว่าจำนวนเซลล์ที่จะได้รับการรักษาด้วย ATMP สเต็มเซลล์อาจต้องใช้เวลามากกว่าที่ประเมินไว้เดิม อย่างไรก็ตาม เรายังคงคาดการณ์ว่ากำไรสุทธิของ MEDEZE จะเติบโตอย่างก้าวกระโดด (แม้จะยังไม่รวมรายได้แฟรนไชส์) โดยจะเพิ่มจาก 181 ล้านบาทในปี 2568 (ลดลง 46.4% YoY) เนื่องจากการลงทุนล่วงหน้าในโรงงานผลิตอาหารเลี้ยงเซลล์มาตรฐาน GMP) ขึ้นเป็น 350 ล้านบาทในปี 2569 (+69.8% YoY) และ 523 ล้านบาทในปี 2570 (+56.6% YoY)

ยังชัดเจน ยังน่าดึงดูด

เราได้ปรับราคาเป้าหมาย (TP) ลงจาก 8.5 บาท เป็น 8.2 บาท โดยอิงจาก P/E ปี 2569 ที่ 25 เท่า เพื่อสะท้อนถึง: 1) การปรับปรุงประมาณการกำไรต่อหุ้น 2) ค่า P/E ที่ 25 เท่า ซึ่งเหมาะสมกับแนวโน้มการเติบโตของกำไร ดอกเบี้ยกำไร และ ROE ที่โดดเด่นในช่วงปี 2569-2573 โดยในอีก 12 เดือนข้างหน้า เราคาดว่าราคาหุ้นของ MEDEZE จะมีการปรับมูลค่าใหม่ เมื่อนักลงทุนมีความเชื่อมั่นมากขึ้นต่อความคืบหน้าของการทดสอบทางคลินิก (ช่วง 9 เดือนแรกของปี 2569), การจดทะเบียน ATMP (ไตรมาส 4/2569), การเริ่มรักษาด้วย ATMP (ตั้งแต่ปี 2570 เป็นต้นไป) และการขยายแฟรนไชส์ในต่างประเทศ (ตั้งแต่ปี 2569 เป็นต้นไป).

Analyst

Suwat Sinsadok, CFA, FRM, ERP
suwat.s@globlex.co.th,
+662 687 7026

ESG Rating : n.a.

CG Rating : ▲▲▲

BUY

Target Price 12M (THB)	8.20
VS. BB Consensus TP (%)	+1.6%
Share Price) THB(	6.20
Upside/Downside	+32.3%

Share Data

Market Cap)THB m(	6,621.60
Par) THB(	0.50
Free Float (%)	25.56
Issued shares (m shares)	1,068

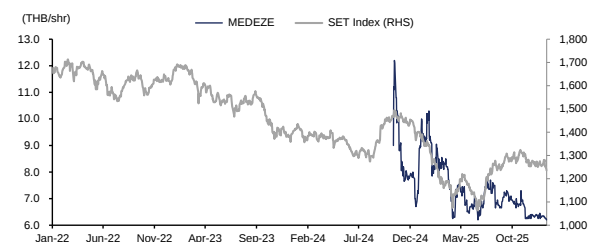
Financial forecast

YE Dec (THB m)	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	874	717	856	1,144
Net profit	339	181	350	523
Core net profit	339	181	350	523
vs Consensus (%)	-	(27.5)	(10.0)	(9.7)
Net profit growth (%)	41.4	(46.4)	92.9	49.3
Core net profit growth (%)	41.4	(46.4)	92.9	49.3
EPS (THB)	0.32	0.17	0.33	0.49
Core EPS (THB)	0.32	0.17	0.33	0.49
Chg from previous (%)	-	(13.72)	(0.68)	(41.82)
DPS (THB)	0.31	0.05	0.10	0.15
P/E (x)	28.06	36.49	18.92	12.67
P/BV (x)	3.25	2.10	1.83	1.54
ROE (%)	19.37	5.97	10.34	13.22
Dividend yield (%)	3.51	0.82	1.59	2.37

Source: Financial Statement and Globlex securities

Share Price Performance (%)

	1M	3M	6M	YTD
Stock	(3.13)	(8.82)	(13.29)	(2.36)
Market	(1.65)	(5.01)	(21.30)	(0.44)
12M High/Low (THB)	10.50 / 5.75			



Major Shareholders (%) as of 24 Nov 2025

Medeze Holding Company Limited	33.77
Mr. Veerapol Khemarangsarn	25.23
Mr. Chumrus Sakulpaisai	13.84

Company Profile

The company provides services in the analysis, isolation, cultivation, and storage of stem cells, as well as NK cells potency testing.

Source: SETSMART, SET

Springboard for growth roadmap

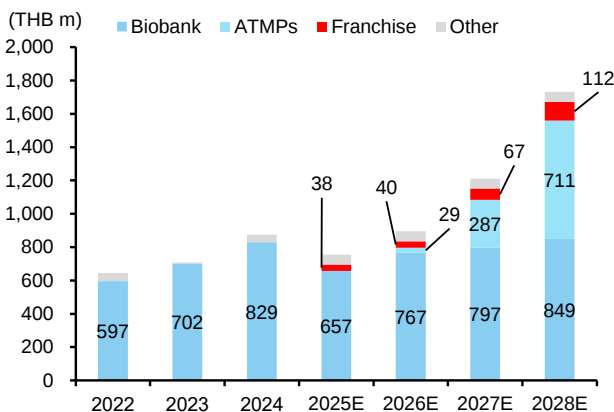
“Jump+” plan reveals a grand S-curve growth

เมื่อวันที่ 18 ธันวาคม 2568 MEDEZE ได้ประกาศแผน “Jump+” ซึ่งเรามองว่าจะเป็นสปริงบอร์ดสำคัญที่สร้างการเติบโตแบบ New S-curve ไม่ใช่เพียงแค่สำหรับตัวบริษัทเองเท่านั้น แต่ยังรวมถึงอุตสาหกรรม Healthcare ของประเทศไทยด้วย เนื่องจากความสำเร็จของ MEDEZE ในการพัฒนาสเต็มเซลล์ให้เป็นหนึ่งในกลุ่มผลิตภัณฑ์การแพทย์ขั้นสูง (Advanced Therapy Medicinal Products หรือ ATMP) ของไทย จะทำหน้าที่เป็น “ผู้บุกเบิก” (First Mover) ที่จะนำทางการเติบโตไปสู่ตลาดสุขภาพระดับโลกในอีกไม่กี่ปีข้างหน้า.

นอกเหนือจากการเติบโตของรายได้จากผลิตภัณฑ์กลุ่ม ATMP แล้ว เรายังคาดการณ์ว่า MEDEZE จะมีรายได้ที่เติบโตอย่างแข็งแกร่งจากธุรกิจค่าธรรมเนียมแฟรนไชส์ (Franchise fee) ซึ่งจะขยายตัวอย่างต่อเนื่องครอบคลุมรายได้ 5 ประเภทที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจแฟรนไชส์ และจากแผนการขยายธุรกิจสเต็มเซลล์ไปยัง 7 ประเทศ เราคาดการณ์ว่ารายได้จากแฟรนไชส์จะเพิ่มขึ้นจาก 38 ล้านบาท ในปี 2568 เป็น 90 ล้านบาทในปี 2571

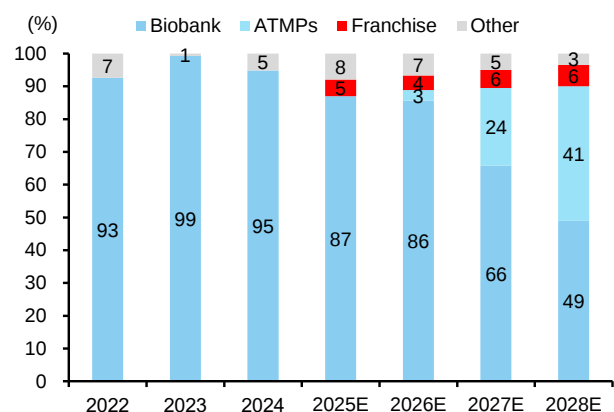
รายได้แฟรนไชส์: ปัจจัยบวกที่อาจสูงกว่าคาด (Revenue Upside) อย่างไรก็ดี ในขณะนี้เรายังไม่ได้รวมรายได้จากแฟรนไชส์เข้าไปในประมาณการทางการเงิน เนื่องจากยังรอความชัดเจนของการจดทะเบียนสเต็มเซลล์เป็นผลิตภัณฑ์ ATMP ในประเทศไทย ซึ่งคาดว่าจะเสร็จสิ้นภายในสิ้นปี 2569 รวมถึงรอความคืบหน้าที่ต้องได้ในการก่อสร้างห้องปฏิบัติการ (Lab), ธนาคารจัดเก็บสเต็มเซลล์ และการขอใบอนุญาตต่าง ๆ ของผู้ซื้อแฟรนไชส์ เพื่อให้มั่นใจว่ารายได้แฟรนไชส์ของ MEDEZE จะเกิดขึ้นจริงอย่างมีความแน่นอนสูง

Exhibit 1: Revenue breakdown by segment



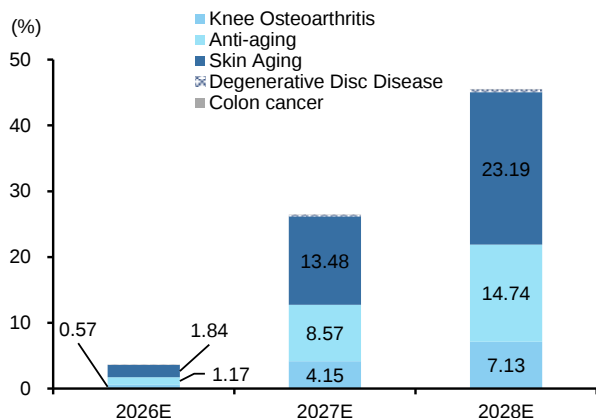
Sources: MEDEZE; Globlex Research

Exhibit 2: Revenue breakdown by segment (%)



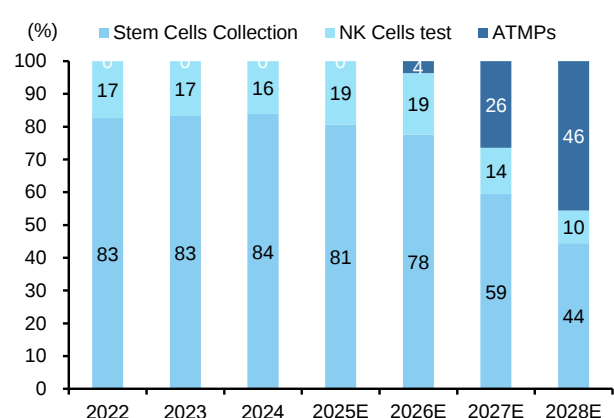
Sources: MEDEZE; Globlex Research

Exhibit 3: ATMP revenue breakdown by disease



Sources: MEDEZE; Globlex Research

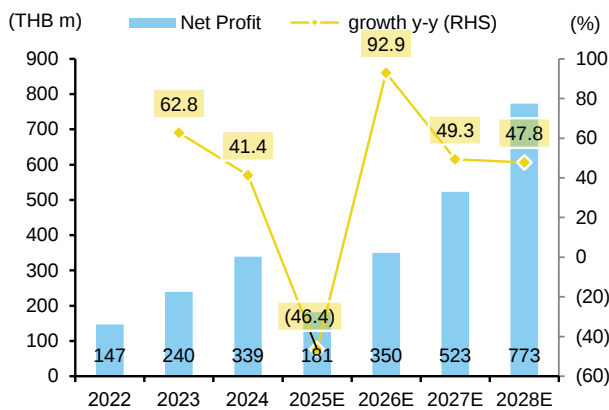
Exhibit 4: Revenue breakdown excluding franchise



Sources: MEDEZE; Globlex Research

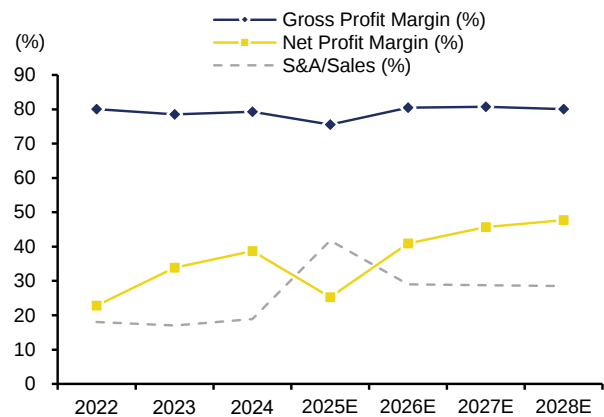
แม้ว่าเราจะมีมุมมองเชิงอนุรักษ์นิยม (Conservative) มากขึ้นต่อการเติบโตของรายได้จากผลิตภัณฑ์กลุ่ม ATMP โดยได้ปรับลดประมาณการกำไรต่อหุ้น (EPS) ลงร้อยละ 14-42 สำหรับปี 2568-2570 เนื่องจากเราประเมินว่าจำนวนผู้ป่วยที่จะได้รับการรักษาด้วยสเต็มเซลล์ ATMP ของ MEDEZE อาจต้องใช้เวลานานกว่าที่เคยคาดการณ์ไว้เดิม อย่างไรก็ตาม เรายังคงคาดการณ์ว่ากำไรสุทธิของ MEDEZE จะเติบโตอย่างก้าวกระโดด แม้จะยังไม่รวมรายได้จากธุรกิจแฟรนไชส์ก็ตาม โดยคาดว่ากำไรจะเพิ่มขึ้นจาก 181 ล้านบาทในปี 2568 (ลดลงร้อยละ 46.4 เมื่อเทียบกับปีก่อนหน้า ซึ่งมีสาเหตุหลักมาจากการลงทุนล่วงหน้าในโรงงานผลิตอาหารเลี้ยงเซลล์ที่ได้รับมาตรฐาน GMP) ขึ้นเป็น 350 ล้านบาทในปี 2569 (+92.9% YoY), 523 ล้านบาทในปี 2570 (+49.3% YoY) และแตะระดับ 773 ล้านบาทในปี 2571 (+47.8% YoY)

Exhibit 5: Revised net profit and net profit growth



Sources: MEDEZE; Globlex Research

Exhibit 6: Revised profitability



Sources: MEDEZE; Globlex Research

Exhibit 7: Key changes in assumptions

THB m	Current			Previous			Change (%)		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
Revenue	717	856	1,620	841	909	1,936	(14.7)	(5.9)	(16.3)
Gross profit	542	689	1,296	635	730	1,548	(14.7)	(5.7)	(16.3)
Operating profit	231	417	801	275	435	964	(16.0)	(4.0)	(17.0)
Net profit	181	350	523	210	352	898	(13.7)	(0.7)	(41.8)
EPS (THB/share)	0.17	0.33	0.49	0.20	0.33	0.84	(13.7)	(0.7)	(41.8)
Key assumptions									
Biobank revenue (THB m)									
Cord Blood	61	64	66	65	67	69	(4.3)	(2.6)	(2.7)
Cord Tissue	309	371	382	397	409	422	(88.3)	(38.4)	(39.6)
Adipose	123	141	154	137	141	332	(14.4)	(0.1)	(178.0)
Hair Follicle	15	16	17	15	16	17	0.0	0.3	0.3
NK Cells	127	149	152	140	158	179	(13.3)	(8.7)	(26.3)
Others	23	25	26	26.5	29.1	32	(3.5)	(3.8)	(6.2)
ATMP revenue (THB m)									
Knee Osteoarthritis	0	5	45	0.0	4.5	45	0.0	0.0	0.0
Anti-aging	0	9	93	0.0	9.3	93	0.0	0.0	0.0
Skin Aging	0	15	146	0.0	14.6	146	0.0	0.0	0.0
Degenerative Disc Disease	0	0	3	0.0	0.3	3	0.0	0.0	0.0
Colon cancer	0	0	0	0	0	0	0.0	0.0	0.0
Financial ratios (%)									
Gross profit margin	75.5	80.5	80.7	76	80	81	0.0	0.2	(0.1)
SG&A to sales	41.7	29.0	28.8	41	30	29	0.3	(1.0)	0.1
Net profit margin	25.3	40.9	45.7	26	40	46	(0.6)	0.8	(0.7)
Effective tax rate	17.0	15.0	7.0	17	15	7	0.0	0.0	0.0

Sources: MEDEZE; Globlex Research

ATMPs as a springboard for growth

ภายใต้แผนยุทธศาสตร์ “Jump+” ของ MEDEZE คาดว่ารายได้จากกลุ่ม ATMP จะเติบโตจาก 480 ล้านบาทในปี 2570 เป็น 1.2 พันล้านบาทในปี 2571, 2.0 พันล้านบาทในปี 2572 และแตะระดับ 3.1 พันล้านบาทในปี 2573 โดยมีแรงขับเคลื่อนหลักจากการเพิ่มขึ้นของ กลุ่มลูกค้าเป้าหมายที่เข้าถึงได้ (Serviceable Addressable Market หรือ SAM) ซึ่งคำนวณจากการปรับสัดส่วนร้อยละของกลุ่มตลาดรวมทั้งหมด (Total Addressable Market หรือ TAM) หรือขนาดตลาดที่มีศักยภาพของแต่ละโรค โดยคาดการณ์การเข้าถึงตลาดที่ร้อยละ 0.25 ในปีแรกที่เริ่มจำหน่าย ATMP (ปี 2570) และเพิ่มขึ้นเป็นร้อยละ 1.00 ในปีสี่ (ปี 2573)

Exhibit 8: Assumptions for number of patients to be treated by MEDEZE’s stem cell ATMP

				Year 1	Year 2	Year 3	Year 4
Number of patients treated by MEDEZE’s ATMP (as % of TAM)				0.25%	0.50%	0.75%	1%
	Cell amount	Cost per treatment		2027E	2028E	2029E	2030E
	(cell)	(THB)	Number of Total Addressable Market (TAM)	Number of Serviceable Addressable Market (SAM)			
Knee Osteoarthritis	50	250,000	180,000	450	900	1,350	1,800
Skin Aging	30	150,000	980,000	2,450	4,900	7,350	9,800
Anti-aging	50	250,000	370,000		925	1,850	2,775
Degenerative Disc Disease	50	250,000	11,000		28	55	83
Colon cancer	na	na	480			1	5
Hair Follicle Cells	50	300,000	176,400			441	1,764
Chronic Kidney Disease (CKD)	50	250,000	10,725				27
Liver Disease	50	250,000	19,305				48
NK Cell	6 shots	600,000					

Sources: MEDEZE

จากการคำนวณต้นทุนต่อการรักษา (Cost per treatment) ซึ่งสะท้อนถึงจำนวนสเต็มเซลล์ที่ต้องใช้ในการรักษาแต่ละโรคที่ MEDEZE ตั้งเป้าหมายไว้ เราจึงได้จัดทำสมมติฐานรายได้จาก ATMP ในช่วงปี 2569-2572 โดยเริ่มต้นที่ 29 ล้านบาทในปี 2569 (ซึ่งส่วนใหญ่มาจากธุรกิจจัดเก็บเซลล์หรือ Biobank เพื่อเตรียมความพร้อมสำหรับสเต็มเซลล์ ATMP) และขยับขึ้นเป็น 287 ล้านบาทในปี 2570 (คิดเป็น 25% ของรายได้รวม), 711 ล้านบาทในปี 2571 (44%) และ 950 ล้านบาทในปี 2572 (40%) ทั้งนี้ เนื่องจากเรายังคงใช้มุมมองเชิงอนุรักษ์นิยม (Conservative) อย่างมากต่อการคาดการณ์รายได้ ไม่เพียงแต่จากกลุ่ม ATMP เท่านั้น แต่รวมถึงรายได้จากค่าธรรมเนียมแฟรนไชส์ด้วย (ซึ่งเรายังคงไม่นำมารวมในประมาณการทั้งหมด)

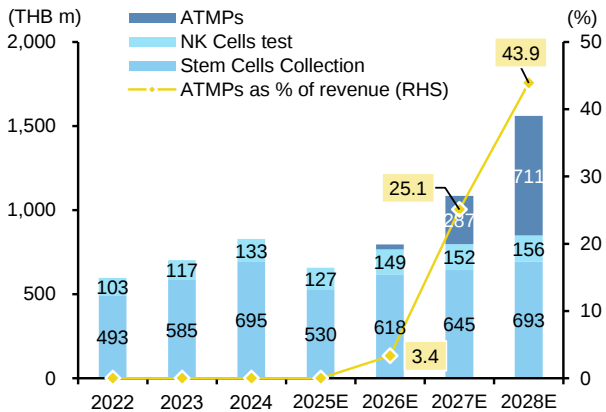
Exhibit 9: Assumptions for ATMP revenue

	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Total revenue						
Rev - Globlex	829	717	780	1,065	1,535	2,360
Rev - MEDEZE	829	1,070	1,342	1,952	2,759	4,137
ATMP revenue						
ATMP Rev - Globlex	0	0	29	287	711	950
ATMP Rev - MEDEZE	0	0	30	480	1,198	2,027
% ATMP revenue to total revenue						
% ATMP Rev - Globlex	0	0	3.4	25.1	43.9	40.3
% ATMP Rev - MEDEZE (RHS)	0	0	2.2	24.6	43.4	49.0
% patients secured assumptions						
% patients SOM - Globlex	0	0	0.1	1.0	2.5	5.0
% patients SOM - MEDEZE	0	0	0.1	1.7	4.2	10.7

Sources: MEDEZE; Globlex Research

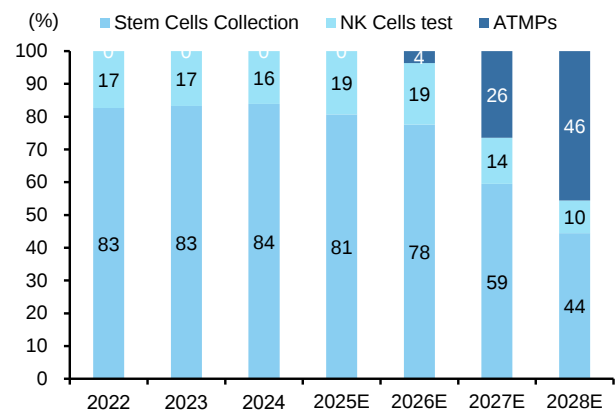
แม้ว่าสมมติฐานด้านรายได้ของเราจะมีความระมัดระวัง (Conservative) มากกว่าตัวเลขที่ทาง MEDEZE ประเมินไว้ค่อนข้างมาก แต่ในอีก 3 ปีข้างหน้า (พ.ศ. 2569-2571) เรายังคงคาดการณ์ว่า รายได้จากกลุ่มผลิตภัณฑ์ ATMP จะเติบโตอย่างมีนัยสำคัญ จากเพียงร้อยละ 4 ของรายได้รวมในปี 2569 พุ่งขึ้นเป็นร้อยละ 46 ในปี 2571 ซึ่งสัดส่วนรายได้จาก ATMP ต่อยอดขยายรวมอาจลดลง เล็กน้อยหากเรานำรายได้ส่วนอื่นมารวมคำนวณด้วย แต่ความแตกต่างดังกล่าวถือว่าไม่มีนัยสำคัญ

Exhibit 10: Revenue breakdown by ATMP vs non-ATMP



Sources: MEDEZE; Globlex Research

Exhibit 11: ATMP revenue as % of revenue

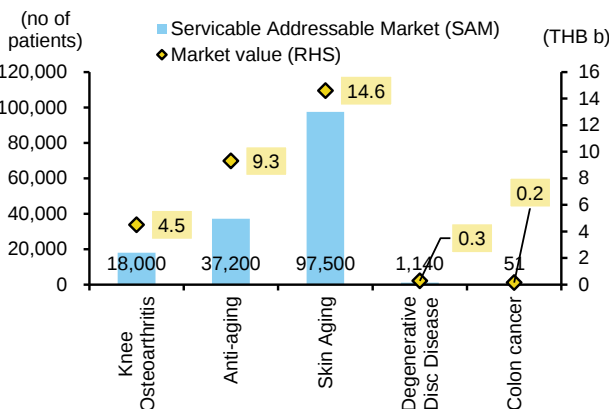


Sources: MEDEZE; Globlex Research

เราขอเน้นย้ำว่า กลุ่มลูกค้าเป้าหมายที่เข้าถึงได้ (SAM) ที่มีศักยภาพสูงสุดสำหรับผลิตภัณฑ์ ATMP ของ MEDEZE คือ กลุ่มชะลอวัยผิวพรรณ (Skin Aging) ซึ่งมีมูลค่าตลาดสูงถึง 1.46 หมื่นล้านบาท ตามด้วยกลุ่มเวชศาสตร์ชะลอวัย (Anti-aging) 9.3 พันล้านบาท, โรคข้อเข่าเสื่อม (Knee Osteoarthritis) 4.5 พันล้านบาท, โรคหมอนรองกระดูกเสื่อม (Degenerative Disc) 300 ล้านบาท และโรคมะเร็งลำไส้ใหญ่ (Colon Cancer) 200 ล้านบาท

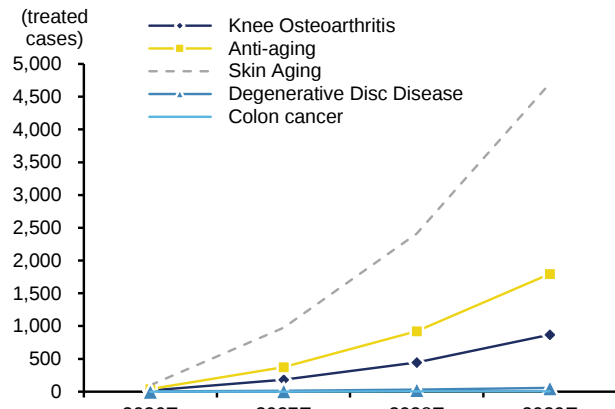
แม้ว่าต้นทุนต่อการรักษาในกลุ่มชะลอวัยผิวพรรณจะอยู่ที่เพียง 250,000 บาทต่อเคส แต่เราคาดการณ์ว่ารายได้จาก ATMP ในกลุ่มนี้จะกลายเป็นแหล่งรายได้ที่ใหญ่ที่สุดของ MEDEZE เนื่องจากเป็นตลาดที่มีขนาดใหญ่ที่สุด (SAM) ส่วนรายได้จาก ATMP กลุ่มเวชศาสตร์ชะลอวัยจะตามมาเป็นอันดับสองภายในปี 2573 และโรคข้อเข่าเสื่อมจะเป็นแหล่งรายได้ใหญ่อันดับสาม อย่างไรก็ตาม รายได้จากกลุ่มโรคข้อเข่าเสื่อมจะเกิดขึ้นเร็วที่สุด เนื่องจากเป็นหนึ่งในสองโรคเป้าหมายแรก (ร่วมกับกลุ่มชะลอวัยผิวพรรณ) ที่ MEDEZE มุ่งเน้นสำหรับการรักษาด้วยผลิตภัณฑ์ ATMP

Exhibit 12: Number of Serviceable Addressable Market (SAM) treated by MEDEZE's ATMP breakdown by disease



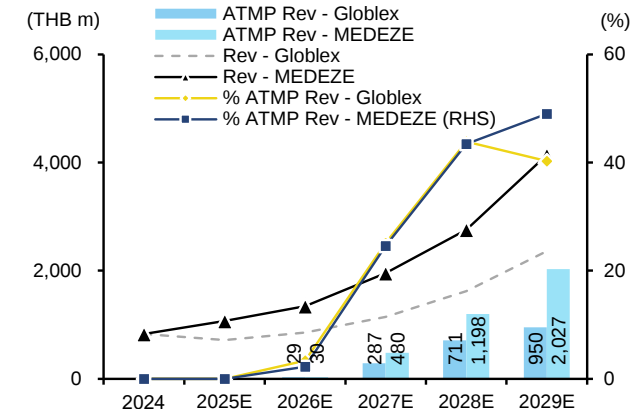
Sources: MEDEZE; Globlex Research

Exhibit 13: Number of cases treated by MEDEZE's ATMP by disease



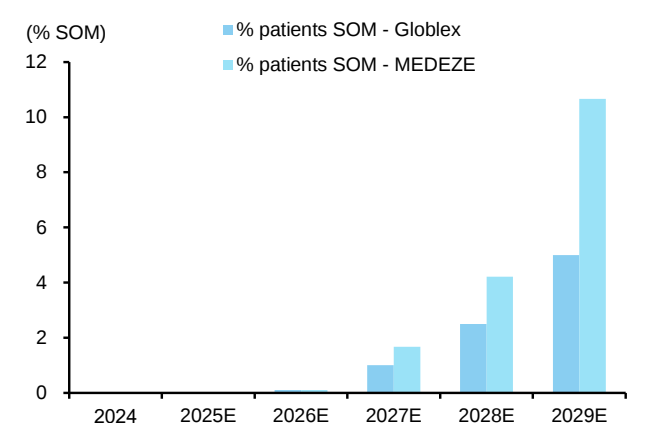
Sources: MEDEZE; Globlex Research

Exhibit 14: ATMP revenue as % of total revenue (Globlex vs MEDEZE's assumption)



Sources: MEDEZE; Globlex Research

Exhibit 15: Assumptions for Serviceable Obtainable Market (SOM) (Globlex vs MEDEZE's assumption)



Sources: MEDEZE; Globlex Research

Franchise business model: from local to global

โมเดลธุรกิจแฟรนไชส์: จากระดับท้องถิ่นสู่ระดับโลก

แม้ว่าเรา仍将ใช้มุมมองเชิงอนุรักษ์นิยม (Conservative) ต่อการขยายตัวของโมเดลธุรกิจแฟรนไชส์จากประเทศไทยสู่ตลาดต่างประเทศของ MEDEZE แต่เราเชื่อว่าโมเดลนี้มีความเป็นไปได้สูงและอาจกลายเป็นธุรกิจที่สร้างกำไรมหาศาลให้กับบริษัท โดยพิจารณาจากปัจจัยดังนี้:

- 1) ต้นทุนธุรกิจแฟรนไชส์ต่ำมากจนแทบไม่มีต้นทุน: เนื่องจากรายได้หลัก 3 ประเภท (ค่าที่ปรึกษา, ค่า royalties และค่าธรรมเนียมสิทธิบัตร) จัดเป็นรายได้จากการให้คำปรึกษา ซึ่ง MEDEZE แทบไม่มีความเพิ่มเติมในการให้บริการส่วนนี้
- 2) ค่าธรรมเนียมสิทธิบัตร (Patent fee) ที่เติบโตตามรายได้: ต่างจากค่าที่ปรึกษาและค่า royalties ที่เป็นรายได้คงที่ต่อการบริการ (Fixed revenue) แต่ค่าธรรมเนียมสิทธิบัตรจะคำนวณจาก 5% ของรายได้ของผู้ซื้อแฟรนไชส์ (Franchisee) ดังนั้นหากรายได้ของผู้ซื้อแฟรนไชส์เติบโต รายได้ส่วนนี้ของ MEDEZE ก็จะได้เติบโตตามไปด้วย
- 3) รายได้จากวัสดุสิ้นเปลือง (Supply fee) และอัตรากำไรที่แข็งแกร่ง: รายได้ส่วนนี้คำนวณจาก 15% ของรายได้ของผู้ซื้อแฟรนไชส์ โดยเมื่อหักต้นทุนขาย (COGS) ออก 50% จะเหลืออัตรากำไรจากการดำเนินงาน (Operating Margin) สูงถึง 35% ทั้งนี้ รายได้จากวัสดุสิ้นเปลืองมาจากโรงงานผลิตอาหารเลี้ยงเซลล์แห่งใหม่ที่กำลังก่อสร้าง ซึ่งการลงทุนนี้เป็นสาเหตุสำคัญที่ทำให้ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (SG&A) และงบลงทุน (Capex) พุ่งสูงขึ้น จนกดดันความสามารถในการทำกำไรของ MEDEZE ในช่วงปี 2568-2569
- 4) โครงสร้างรายได้แบบขั้นบันได (Staggering Revenue Stream): กระแสรายได้จากแฟรนไชส์จะทยอยเพิ่มพูนขึ้นตามระยะเวลา ดังนี้: ปีที่ 1: รายได้จากการขายฐานแฟรนไชส์ (ค่าที่ปรึกษา) ปีที่ 2: รายได้ค่าที่ปรึกษา + ค่า royalties ปีที่ 3-4: รายได้ค่า royalties + ค่าวัสดุสิ้นเปลือง (Supply fee) ปีที่ 5 เป็นต้นไป: รายได้จากค่าธรรมเนียมสิทธิบัตร (Patent fee)

Exhibit 16: Franchise revenue category

Year (from first consultation)	Revenue component
1st year	Consultation Fee
2nd year	Consultation Fee + Royalty Fee
3rd year	Royalty Fee + Supply Fee
4th year	Royalty Fee + Supply Fee
5th year onwards	Royalty Fee + Supply Fee + Patent Fee (Start on third year of service start)

Sources: MEDEZE

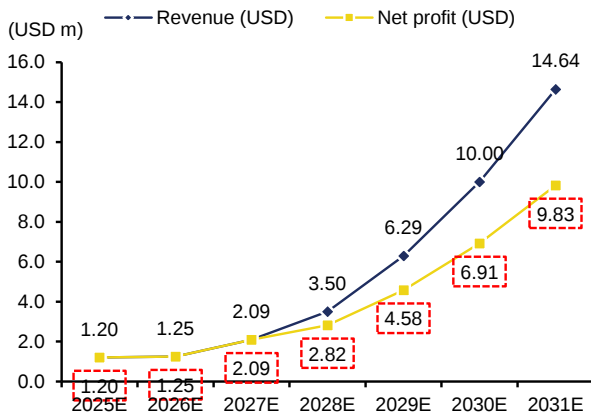
Exhibit 17: Franchise revenue structure

Item	Basis
Consultation Fee	1st year USD1.2m/ 2nd year USD0.8m
Royalty Fee per 1 service	USD45k per year
Patent Fee	5% of franchisee revenue
Cell culture media Sales	Cell culture cost (15% of franchisee revenue)
Cell culture media COGS	50% of revenue
Supply fee	[Cell culture Sales] - [Cell culture COGS]

Sources: MEDEZE

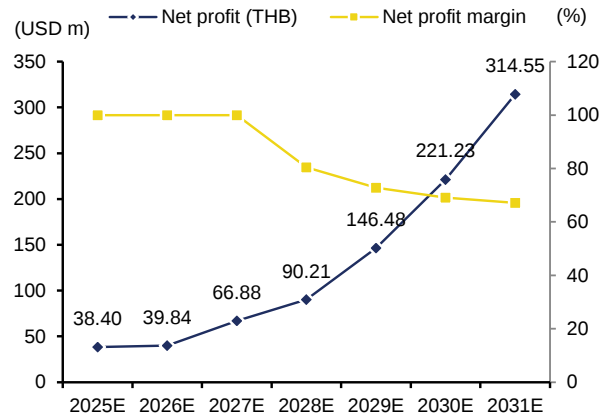
ด้วยโครงสร้างกระแสรายได้ที่มั่นคงและมีการวางระบบอย่างดี เราเชื่อว่า MEDEZE จะได้รับประโยชน์มหาศาลจากการขยายธุรกิจเต็มเซลล์ ATMP ไปยังต่างประเทศ แม้เราจะขออย่าว่าในปัจจุบันเรายังไม่ได้รวมรายได้ส่วนนี้ไว้ในประมาณการหลัก แต่เราคาดการณ์ว่าเมื่อมีการยืนยันข้อตกลงและเริ่มดำเนินการแล้ว รายได้จากแฟรนไชส์ของ MEDEZE มีศักยภาพที่จะเติบโตจาก 38 ล้านบาทในปี 2568 เป็น 40 ล้านบาทในปี 2569, 67 ล้านบาทในปี 2570, 90 ล้านบาทในปี 2571 และเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจนถึง 315 ล้านบาทในปี 2574 เมื่อมีการรับรู้รายได้จากทั้ง 7 ประเทศเป้าหมายเข้ามาสมทบ

Exhibit 18: Projected franchise revenue and net profit



Sources: MEDEZE; Globlex Research

Exhibit 19: Franchise net profit and net profit margin

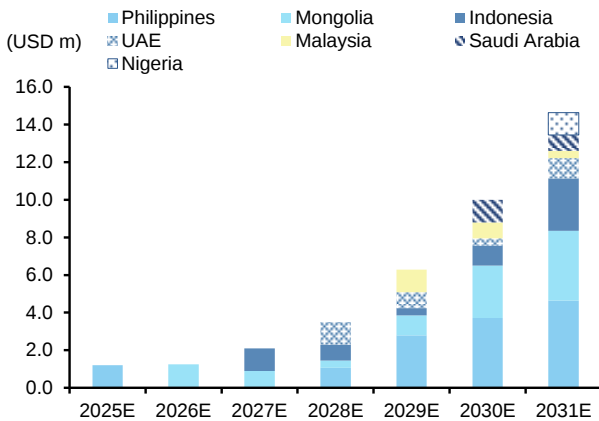


Sources: MEDEZE; Globlex Research

ตามแผนยุทธศาสตร์ "Jump+" MEDEZE ได้วางเป้าหมายการขยายธุรกิจไปยัง 7 ประเทศในช่วงปี 2568-2574 ได้แก่: พ.ศ. 2568: ฟิลิปปินส์ พ.ศ. 2569: มองโกเลีย พ.ศ. 2570: อินโดนีเซีย พ.ศ. 2571: สหรัฐอาหรับเอมิเรตส์ (UAE) พ.ศ. 2572: มาเลเซีย พ.ศ. 2573: ซาอุดีอาระเบีย พ.ศ. 2574: ไนจีเรีย

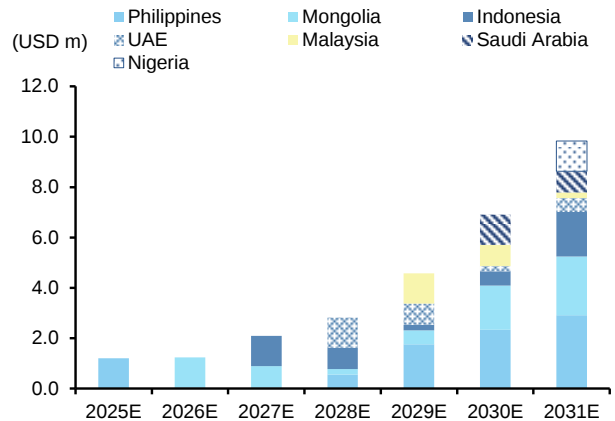
เป็นที่น่าสังเกตว่าตลาดเป้าหมายของ MEDEZE ไม่ได้จำกัดอยู่เพียงแค่ในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้เท่านั้น แต่ยังรวมถึงตะวันออกกลางและแอฟริกาด้วย โดยฝ่ายบริหารระบุว่า MEDEZE ต้องการนำความแข็งแกร่งในธุรกิจเต็มเซลล์เข้าสู่ตลาดอื่นอย่างรวดเร็ว เพื่อชิงความได้เปรียบเหนือคู่แข่งจากเอเชียเหนือ (จีน เกาหลีใต้ และญี่ปุ่น) รวมถึงยุโรปและสหรัฐอเมริกา เนื่องจากคู่แข่งเหล่านี้มักมุ่งเน้นเฉพาะตลาดในประเทศของตนเองและมองข้ามตลาดต่างประเทศที่มีขนาดเล็กกว่า ทำให้เกิด "ช่องว่างทางยุทธศาสตร์" (Strategic Vacuum) ซึ่งเปิดโอกาสให้ MEDEZE เข้าไปเติมเต็มและยึดหัวหาดในตลาดเหล่านั้นได้ก่อนใคร

Exhibit 20: Franchise revenue breakdown by country



Sources: MEDEZE; Globlex Research

Exhibit 21: Franchise net profit breakdown by country

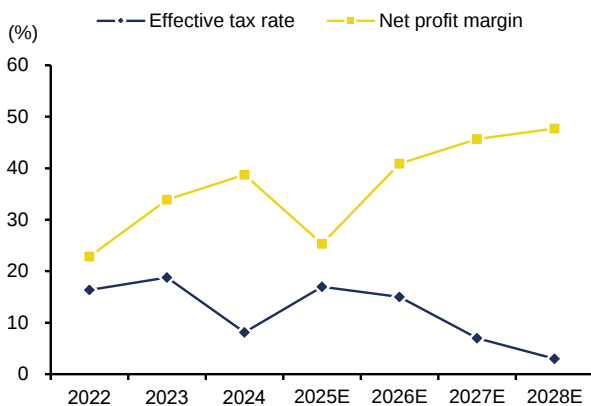


Sources: MEDEZE; Globlex Research

BOI tax privilege kicks in to curb tax rate markedly

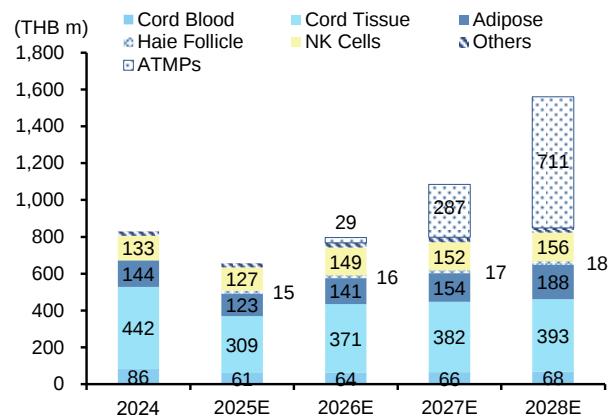
เราขอย้ำถึงอีกหนึ่งปัจจัยบวกสำคัญ (Key Catalyst) ที่จะผลักดันโมเมนตัมการเติบโตของกำไรสุทธิที่แข็งแกร่งของ MEDEZE ตั้งแต่ปี 2569 เป็นต้นไป คือการลดลงอย่างมีนัยสำคัญของอัตราภาษีเงินได้ที่แท้จริง (Effective Tax Rate) ซึ่งเราคาดการณ์ว่าจะลดลงจากร้อยละ 17 ในปี 2568 เป็นร้อยละ 15 ในปี 2569 และลดลงเหลือร้อยละ 7 ในปี 2570 และร้อยละ 3 ในปี 2571 เมื่อรายได้ส่วนใหญ่เริ่มได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีจาก BOI อย่างเต็มที่

Exhibit 22: Effective tax rate to decline, net profit margin to rise



Sources: MEDEZE; Globlex Research

Exhibit 23: Revenue breakdown by segment



Sources: MEDEZE; Globlex Research

The more growth committed, the more attractive

เราปรับราคาเป้าหมาย (TP) ลงจากเดิม 8.5 บาท เป็น 8.2 บาท โดยยังคงอิงจาก P/E ปี 2569 ที่ 25 เท่า เพื่อสะท้อนถึง: 1) การปรับปรุงประมาณการกำไรต่อหุ้น (EPS) 2) การใช้ค่า P/E ที่ 25 เท่า เพื่อสะท้อนถึงแนวโน้มการเติบโตของกำไร อัตรากำไร (Margins) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ที่โดดเด่นในช่วงปี 2569-2573

ในอีก 12 เดือนข้างหน้า เรามองว่าราคาหุ้นของ MEDEZE มีโอกาสที่จะปรับมูลค่าใหม่ (Rerate) เมื่อนักลงทุนมีความเชื่อมั่นมากขึ้นต่อความคืบหน้าของบริษัท ไม่ว่าจะเป็นการทดสอบทางคลินิกของสเต็มเซลล์ (ช่วง 9 เดือนแรกของปี 2569), การจดทะเบียน ATMP (ไตรมาส 4/2569), การเริ่มใช้ ATMP ในการรักษาจริง (ตั้งแต่ปี 2570 เป็นต้นไป) และการขยายแฟรนไชส์ในต่างประเทศ (ตั้งแต่ปี 2569 เป็นต้นไป)

ทั้งนี้ การที่ราคาหุ้นอาจเกิดการปรับตัว (Consolidation) ในช่วงนี้ถือว่าไม่ใช่เรื่องน่าประหลาดใจเนื่องจากผลประกอบการในปี 2568 ถึงช่วง 9 เดือนแรกของปี 2569 จะได้รับแรงกดดันจากค่าใช้จ่ายที่สูงขึ้นจากการเตรียมความพร้อมของโรงงานผลิตและธนาคารจัดเก็บสเต็มเซลล์มาตรฐาน GMP แห่งใหม่ เพื่อรองรับแผนการเติบโตของ ATMP ในอนาคต

อย่างไรก็ตาม เราเห็นว่าราคาหุ้นในปัจจุบันซึ่งซื้อขายอยู่ที่ประมาณ 22 เท่าของ P/E ปี 2569 นั้นน่าดึงดูด เมื่อเทียบกับทิศทางการเติบโตของกำไรสุทธิที่สูงในช่วงปี 2569-2571 ซึ่งขับเคลื่อนโดย S-curve ของธุรกิจ ATMP นอกจากนี้ ราคาหุ้นยังซื้อขายโดยมีส่วนลด (Discount) เมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มอุตสาหกรรม Healthcare ทั้งในระดับโลกและระดับท้องถิ่นซึ่งอยู่ที่ 25-35 เท่า โดยกลุ่มบริษัทที่เรานำมาเปรียบเทียบกับหุ้นส่วนใหญ่เป็นบริษัทที่ดำเนินธุรกิจสเต็มเซลล์ที่ใกล้เคียงกับ MEDEZE

เราขอเน้นย้ำว่า เมื่อพิจารณาจากผลงานในอดีตช่วงปี 2564-2567 ซึ่ง MEDEZE ยังดำเนินธุรกิจเพียงด้านสเต็มเซลล์ (โดยที่ยังไม่มีธุรกิจ ATMP และแฟรนไชส์) อัตรากำไรสุทธิ (Net Profit Margin) เฉลี่ยของ MEDEZE อยู่ที่ร้อยละ 38.7 ซึ่งถือว่าดีกว่าคู่แข่งส่วนใหญ่ในอุตสาหกรรม โดยเป็นรองเพียง Global Cord Blood Corp เท่านั้น (40.3%) นอกจากนี้ อัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ของกำไรสุทธิในช่วง 3 ปีดังกล่าวอยู่ที่ร้อยละ 23.5 ซึ่งอยู่ในระดับเดียวกับ Stem Cell Institution (23.9%) และ Reprocell (23.6%) แต่โดดเด่นกว่าคู่แข่งรายอื่นอย่างมาก

Exhibit 24: Peer comparison

(THB m)	Rev 2021	Rev 2024	NPM 2024	3-yr CAGR
MEDEZE	464.3	874.3	38.7%	23.5%
Stem Cell Institution Inc.	1,409	2,679	14.4%	23.9%
Reprocell Co., Ltd.	1,286	2,426	3.5%	23.6%
Medipost Inc.	54,856	70,657	(88.5%)	8.8%
CHA Biotech	727,476	1,045,000	(0.8%)	12.8%
Global Cord Blood Corp	147	196.1	40.3%	10.1%
VcanBIO	1,535	1,585	6.3%	1.1%
Cordlife	57	27.6	(68.3%)	(21.3%)

Sources: Bloomberg; Companies; Globlex Research

Exhibit 25: P/E valuation

P/E (x)	----- EPS (THB/share) -----		
	2025E	2026E	2027E
	0.17	0.29	0.45
20	3.4	6.6	9.8
21	3.6	6.9	10.3
22	3.7	7.2	10.8
23	3.9	7.5	11.3
24	4.1	7.9	11.7
25	4.2	8.2	12.2
26	4.4	8.5	12.7
27	4.6	8.8	13.2

Sources: Globlex Research

กรณีศึกษา VcanBIO: ตัวบ่งชี้มูลค่าในอนาคตของ MEDEZE?

หนึ่งในบริษัทที่เทียบเคียงกับ MEDEZE ได้ใกล้เคียงที่สุดคือ VcanBIO (จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เชียงใหม่) ซึ่งเป็นบริษัทไบโอเทคโนโลยีชั้นนำของจีนที่มุ่งเน้นด้านการบำบัดด้วยเซลล์ (Cell Therapy) และเวชศาสตร์แม่นยำ (Precision Medicine) โดย VcanBIO เป็นบริษัทแรกที่ให้บริการจัดเก็บสเต็มเซลล์จากเลือดสายสะดือในจีน เช่นเดียวกับที่ MEDEZE เป็นผู้ริเริ่มในไทย

1. ความน่าสนใจของ VcanBIO:
2. เป็นเจ้าของธนาคารจัดเก็บเลือดสายสะดือที่ใหญ่ที่สุดในโลก (กว่า 300,000 ยูนิต)
3. มีบริษัทในเครือที่ครอบคลุมทั้งด้านพันธุวิศวกรรม, ชีววิทยาศาสตร์ และเภสัชกรรม

ในทำนองเดียวกัน MEDEZE คือผู้ดำเนินธุรกิจสเต็มเซลล์และธนาคารจัดเก็บสเต็มเซลล์ที่ใหญ่ที่สุดในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ และเป็นผู้ริเริ่มรายแรก (First Mover) ในธุรกิจ ATMP ของประเทศไทย เราเชื่อว่าหาก MEDEZE ประสบความสำเร็จในการได้รับการอนุมัติสเต็มเซลล์เป็นผลิตภัณฑ์ ATMP ภายในไตรมาส 4 ปี 2569 ทั้งกำไรสุทธิและมูลค่าบริษัทจะเติบโตขึ้นอย่างมหาศาลผ่านทางธุรกิจ New S-curve ซึ่งมาจากการเติบโตภายใน (Organic Growth) ของจำนวนผู้ป่วย และกระแสรายได้จากแฟรนไชส์

โอกาสในการปรับเพิ่มมูลค่า (Re-rating): ปัจจุบัน VcanBIO ซื้อขายอยู่ที่ Forward P/E สูงถึง 168 เท่า เมื่อเทียบกับ MEDEZE ที่ซื้อขายเพียง 19 เท่า เราจึงมองว่าตลาดมีโอกาสดังกล่าวที่จะปรับมูลค่า P/E ของ MEDEZE ขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ เมื่อบริษัทก้าวเข้าสู่การเป็นธุรกิจสเต็มเซลล์ ATMP เต็มตัวและสามารถสร้างรายได้จากแฟรนไชส์ในต่างประเทศได้สำเร็จ.

Exhibit 26: VCANBIO's share price and valuation (5-year)

Vcanbio Cell & Gene Engineering Corp., Ltd (600645.SS) [Follow](#)

[Get top stock picks](#)

28.07 +0.47 +(1.70%)

At close: 2:02:28 PM GMT+8



Previous Close	27.60	Day's Range	27.41 - 28.55	Market Cap (Intraday)	13.135B	Earnings Date	--
Open	27.58	52 Week Range	18.53 - 30.32	Beta (5Y Monthly)	0.42	Forward Dividend & Yield	--
Bid	28.06 x --	Volume	19,312,139	PE Ratio (TTM)	165.12	Ex-Dividend Date	Aug 10, 2001
Ask	28.05 x --	Avg. Volume	11,140,045	EPS (TTM)	0.17	1y Target Est	--

Sources: Yahoo! Finance

จากการคาดการณ์ของเราที่ระบุว่ากำไรสุทธิจะเติบโตอย่างแข็งแกร่ง โดยมีอัตราการเติบโตเฉลี่ยสะสมต่อปี (CAGR) 4 ปีที่ร้อยละ 23 (พ.ศ. 2567-2571) และ CAGR 3 ปีที่ร้อยละ 44 (พ.ศ. 2568-2571) ซึ่งจะทำให้อัตรากำไรสุทธิ (NPM) ทะยานขึ้นจากร้อยละ 26.4 ในปี 2568 เป็นร้อยละ 48.6 ในปี 2571 นอกจากนี้ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) จะก้าวกระโดดจากร้อยละ 6 ในปี 2568 ขึ้นสู่ระดับร้อยละ 16.0 ในปี 2571 โดยปัจจัยขับเคลื่อนทั้งหมดนี้มาจากแนวโน้มการเติบโตแบบ S-curve ของกระแสรายได้จากกลุ่มธุรกิจ ATMP, ธนาคารจัดเก็บสเต็มเซลล์ (Biobank) และค่าธรรมเนียมแฟรนไชส์ ภายใต้แผนยุทธศาสตร์การเติบโตตามแผน "Jump+" ของ MEDEZE ที่ได้ประกาศไปเมื่อเร็วๆ นี้

Exhibit 27: Dupont analysis

	2024 (THB m)	2025E (THB m)	2026E (THB m)	2027E (THB m)	2028E (THB m)
Sales	824	687	826	1,114	1,590
Total assets	3,429	3,693	4,168	4,906	6,008
Asset Turnover (x)	0.24	0.19	0.20	0.23	0.26
Operating profit	364	239	430	580	815
OPM (%)	44.2	34.7	52.0	52.1	51.2
Net profit	339	181	350	523	773
NPM (%)	41.1	26.4	42.4	46.9	48.6
Shareholders' equity	1,749	3,041	3,386	3,954	4,796
Leverage	2.0	1.2	1.2	1.2	1.3
ROE (%)	19.4	6.0	10.3	13.2	16.1

Sources: MEDEZE; Globlex Research

Balance sheet (THB m)					
Year ending Dec	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Current assets					
Cash & ST investment	183	2,038	2,226	2,533	3,063
Account receivable	0	0	0	0	0
Inventories	12	18	14	13	18
Others	71	170	111	117	128
Non-current assets					
Net fixed assets	185	300	438	601	794
Others	568	904	904	904	904
Total Assets	1,019	3,429	3,693	4,168	4,906

Current liabilities					
Account payable	47	56	55	52	69
ST borrowing	5	7	9	10	12
Others	85	61	87	103	138
Long-term liabilities					
Long-term debts	5	17	20	24	29
Others	302	364	364	364	364
Total liabilities	445	506	534	554	613
Paid-up capital	400	534	534	534	534
Retained earnings	228	222	458	913	1,592
Others	(53)	2,167	2,167	2,167	2,167
Minority interest	(1)	1	0	0	0
Shareholders' equity	574	2,923	3,159	3,614	4,293

Key ratios					
Year ending Dec	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Growth (%YoY)					
Sales	9.7	23.6	(18.0)	19.4	33.7
Operating profit	2.3	19.6	(32.7)	76.0	34.7
EBITDA	2.1	19.7	(34.5)	80.1	35.0
Net profit	62.8	41.4	(46.4)	92.9	49.3
Core net profit	62.8	41.4	(46.4)	92.9	49.3
EPS	(8.4)	5.9	(46.4)	92.9	49.3
Core EPS	(8.4)	5.9	(46.4)	92.9	49.3
Profitability (%)					
Gross margin	78.6	79.3	75.5	80.5	80.7
Operation margin	46.1	44.6	36.6	53.9	54.3
EBITDA margin	43.0	41.7	33.3	50.2	50.7
Net margin	33.9	38.7	25.3	40.9	45.7
ROE	47.7	19.4	6.0	10.3	13.2
ROA	26.6	15.2	5.1	8.9	11.5
Stability					
Interest bearing debt/equity (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net debt/equity (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Interest coverage (x)	21.1	21.2	13.1	25.6	34.5
Interest & ST debt coverage (x)	15.9	15.2	9.2	16.3	20.5
Cash flow interest coverage (x)	0.4	0.6	0.2	0.5	0.8
Current ratio (x)	1.9	17.9	15.7	16.1	14.6
Quick ratio (x)	1.3	16.4	14.9	15.3	14.0
Net debt (THB m)	(173)	(2,014)	(2,197)	(2,498)	(3,021)
Activity					
Asset turnover (X)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.5
Days receivables	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Days inventory	29.3	29.3	29.3	29.3	29.3
Days payable	113.9	113.9	113.9	113.9	113.9
Cash cycle days	(84.6)	(84.6)	(84.6)	(84.6)	(84.6)

Profit & loss (THB m)					
Year ending Dec	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue					
Revenue	707	874	717	856	1,144
Cost of goods sold	(152)	(181)	(175)	(167)	(221)
Gross profit	556	693	542	689	924
Operating expenses	(251)	(329)	(303)	(259)	(344)
Operating profit	326	390	262	462	622
EBIT	326	390	262	462	622
Depreciation	(22)	(26)	(24)	(32)	(42)
EBITDA	304	364	239	430	580
Non-operating income					
Other incomes	0	0	0	0	0
Other non-op income	6	23	0	0	0
Non-operating expense	(15)	(18)	(20)	(18)	(18)
Interest expense	(15)	(18)	(20)	(18)	(18)
Other non-op expense	0	0	0	0	0
Equity income/(loss)	0	0	0	0	0
Pre-tax Profit	295	369	219	412	562
Extraordinary items					
Current taxation	(55)	(30)	(37)	(62)	(39)
Minorities	0	0	0	0	0
Net Profit	240	339	181	350	523
Core net profit	240	339	181	350	523
EPS (THB)	0.30	0.32	0.17	0.33	0.49
Core EPS (THB)	0.30	0.32	0.17	0.33	0.49

Cash flow (THB m)					
Year ending Dec	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Operating cash flow					
Net profit	240	339	181	350	523
Depre. & amortization	22	26	24	32	42
Change in working capital	45	17	(10)	9	36
Others	(116)	(64)	(82)	(131)	(86)
Investment cash flow	(1,266)	(547)	(331)	(358)	(391)
Net CAPEX	(39)	(39)	(39)	(39)	(39)
Change in LT investment	(368)	(207)	129	196	366
Change in other assets	(859)	(302)	(422)	(516)	(718)
Free cash flow	(1,075)	(230)	(219)	(98)	124
Financing cash flow					
Net cash flow	812	885	407	405	406
Change in share capital	175	2,357	0	0	0
Net change in debt	(1)	1	(1)	0	0
Dividend paid	(64)	(270)	54	105	157
Others	701	(1,203)	353	300	249
Net cash flow	(264)	655	188	307	529

Per share (THB)					
EPS	0.30	0.32	0.17	0.33	0.49
Core EPS	0.30	0.32	0.17	0.33	0.49
CFPS	0.58	0.46	0.19	0.36	0.53
BVPS	1.28	3.65	2.96	3.38	4.02
Sales/share	1.57	1.09	0.67	0.80	1.07
EBITDA/share	0.68	0.46	0.22	0.40	0.54
DPS	0.34	0.31	0.05	0.10	0.15
Valuation					
P/E (x)	0.0	28.1	36.5	18.9	12.7
P/BV (x)	0.00	3.25	2.10	1.83	1.54
Dividend yield (%)	n/a	3.51	0.82	1.59	2.37
Dividend payout ratio (%)	112.70	98.43	30.00	30.00	30.00

GENERAL DISCLAIMER

Analyst Certification

Suwat Sinsadok, Register No. 020799, Globlex Securities Public Company Limited

The opinions and information presented in this report are those of the Globlex Securities Co. Ltd. Research Department. No representation or warranty in any form regarding the accuracy, completeness, correctness or fairness of opinions and information of this report is offered by Globlex Securities Co. Ltd. Globlex Securities Co. Ltd. Accepts no liability whatsoever for any loss arising from the use of this report or its contents. This report (in whole or in part) may not be reproduced or published without the express permission of Globlex Securities Co. Ltd.

RECOMMENDATION STRUCTURE

Stock Recommendations

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

- BUY:** Expected return of 10% or more over the next 12 months.
HOLD: Expected return between -10% and 10% over the next 12 months.
REDUCE: Expected return of -10% or worse over the next 12 months.

Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause 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.

Sector Recommendations

- Overweight:** The industry is expected to outperform the relevant primary market index over the next 12 months.
Neutral: The industry is expected to perform in line with the relevant primary market index over the next 12 months.
Underweight: The industry is expected to underperform the relevant primary market index over the next 12 months.

Country (Strategy) Recommendations

Overweight: 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: 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: 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.