

BUY (From: HOLD)

TP: Bt 48.00

(From: Bt 38.00)

26 AUGUST 2022

Change in Recommendation

Upside : 18.5%

Central Retail Corp Pcl (CRC TB)

ฟื้นตัวและเติบโตไปอีก

เราปรับเพิ่มคำแนะนำ CRC เป็น "ซื้อ" เนื่องจากเราชอบแผนผลักดันการเติบโตในขั้นต่อไป ขณะที่การฟื้นตัวหลังโควิดนั้นเร็วกว่าที่คาดไว้เช่นกัน เราคาดว่า EPS จะฟื้นตัวแข็งแกร่งที่ 9,526/45/28% ในปี 2022-24F โดยมี การเติบโตรอบใหม่อีก 18/13% ในปี 2025-26F



PHANNARAI TIYAPITTAYARUT

662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

ปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น "ซื้อ"

บทวิเคราะห์ที่เราได้รวมความคิดเห็น ESG ของเรา และเป็นส่วนหนึ่งของ บทวิเคราะห์กลุ่มค้าปลีก - "ฟื้นตัวรอบใหม่" วันที่ 26 ส.ค. เราปรับเพิ่ม คำแนะนำ CRC เป็น "ซื้อ" (จาก ถือ) 1) การฟื้นตัวของธุรกิจหลังโควิด แข็งแกร่งกว่าคาดในทั้งสามประเทศ 2) เราชอบแผนการขยายธุรกิจของ CRC สำหรับการเติบโตในรอบถัดไป โดยเฉพาะร้านขายอาหารรูปแบบ ใหม่ 3) กำไรของ CRC มีแนวโน้มแข็งแกร่งทั้งในระยะสั้นและระยะยาวที่ 9,526/45/28% ในปี 2022-24F และอีก 18/13% ในปี 2025-26F เรามอง ว่าที่ PE ที่ 29.4/23.0 เท่า ในปี 2023-24F นั้นไม่แพง ในบทวิเคราะห์นี้ เราปรับประมาณการกำไรขึ้น 18% ต่อปี ในปี 2022-33F และปรับมาใช้ ราคาเป้าหมายปี 2023F ราคาเป้าหมายเพิ่มเป็น 48 บาท (จาก 38 บาท)

ฟื้นตัวเร็วกว่าคาด

CRC มีการฟื้นของธุรกิจในทั้งสามประเทศ - ไทย เวียดนาม และอินโดนีเซีย ด้วยยอดขายเติบโต 69/26/5% ใน 1H22 สำหรับธุรกิจแฟชั่นหรือ ห้างสรรพสินค้า ยอดขายในอินโดนีเซียฟื้นตัวเป็น 91% ของระดับก่อนโควิดใน 2Q22 ขณะที่ยอดขายในไทย (เซ็นทรัล และโรบินสัน) ฟื้นตัวเป็น 81% ของระดับก่อนโควิดใน 2Q22 และ 90% ในเดือนก.ค.2022 ธุรกิจอาหาร (ร้านสะดวกซื้อ ซูเปอร์มาร์เก็ต ไฮเปอร์มาร์เก็ต) ฟื้นตัวเป็น 89% ของช่วง ก่อนโควิดใน 2Q22 เทียบกับ 79% ในปี 2021 เราคาดว่า การฟื้นตัวจะเร็ว ขึ้นเมื่อแต่ละประเทศมีนักท่องเที่ยวต่างชาติกลับเข้ามามากขึ้น

เพิ่มกลยุทธ์การขยายธุรกิจ

ก่อนหน้านี้ เรือรว่าการขยายตัวของ CRC ส่วนใหญ่มาจากธุรกิจจำหน่าย อุปกรณ์ตกแต่งและปรับปรุงบ้าน ไทวีสตูด และร้านอาหาร (GO! Hyper/supermarket, ท็อปส์มาร์เก็ต) ในเวียดนาม แต่ปัจจุบัน CRC กำลัง เพิ่มกลยุทธ์การขยายธุรกิจอาหารในประเทศไทย ใน 1H22 ท็อปส์มาร์เก็ต และท็อปส์ ฟู้ด ฮอลล์ นำเสนอรูปแบบสดเดย์ไลน์และประสบความสำเร็จ อย่างสูง ท็อปส์ แคร่ (ร้านขายยา) และ ท็อปส์ วิต้า (ร้านวิตามิน) ได้ริเริ่ม ขึ้นเพื่อตอบรับกระแสการใส่ใจสุขภาพอีกด้วย ท็อปส์คลับแห่งแรก ซึ่งเป็น ซูเปอร์มาร์เก็ตที่มีการนำระบบสมาชิกเข้ามาใช้ในการซื้อ-ขายสินค้า จำหน่ายสินค้าเข้า 70% จะเปิดในเดือนหน้าเช่นกัน ตั้งแต่ 3Q21 CRC ปิดร้านสะดวกซื้อ Family Mart (CVS) 47% เหลือ 448 สาขา ในสิ้น 2Q22 Family Mart ขาดทุน 0.3/1.0 พันลบ. ในปี 2020-21

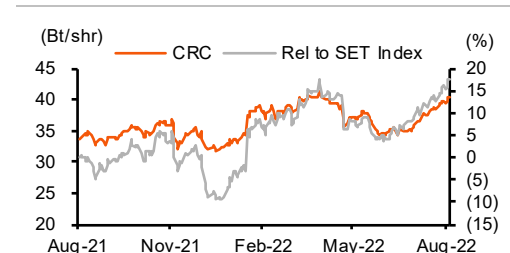
โมเดล omni-channel ประสบความสำเร็จ

ยอดขายจากช่องทาง omni-channel ใน 1H22 เติบโต 29% y-y และคิด เป็น 18% ของยอดขายรวม เทียบกับเพียง 3% ในปี 2019 ซึ่งแข่งขันผู้ค้าปลีกรายอื่น เนื่องจากด้วยหมวดหมู่ผลิตภัณฑ์ที่หลากหลาย ซึ่งมีแบรนด์ที่ดีมากมาย จึงสามารถขยายบริการ Omni-channel ได้ในทุกธุรกิจ โดยมี แผนจะเปิดตัวการชำระเงินในหน้าเดียว (Single Page Checkout) ใน 1Q23 เราเห็นโอกาสในการเพิ่มยอดขายออนไลน์ไปอีก และเป็นหนึ่งในตัว ขับเคลื่อนการเติบโตในระยะยาว

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	181,791	217,810	251,241	282,699
Net profit	59	5,715	8,296	10,606
Consensus NP	—	5,756	8,157	10,507
Diff frm cons (%)	—	(0.7)	1.7	0.9
Norm profit	59	5,715	8,296	10,606
Prev. Norm profit	—	5,280	7,408	9,258
Chg frm prev (%)	—	8.2	12.0	14.6
Norm EPS (Bt)	0.0	0.9	1.4	1.8
Norm EPS grw (%)	24.5	9,525.9	45.2	27.8
Norm PE (x)	4,114.1	42.7	29.4	23.0
EV/EBITDA (x)	15.6	10.8	9.5	8.4
P/BV (x)	4.3	4.1	3.7	3.4
Div yield (%)	0.7	0.9	1.4	1.7
ROE (%)	0.1	9.8	13.2	14.7
Net D/E (%)	102.8	82.9	80.6	67.0

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 25-Aug-22 (Bt)	40.50
Market Cap (US\$ m)	6,818.2
Listed Shares (m shares)	6,031.0
Free Float (%)	53.1
Avg Daily Turnover (US\$ m)	13.6
12M Price H/L (Bt)	41.25/31.75
Sector	Commerce
Major Shareholder	Central Group 35.06%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสาร ฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่ สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



Ex 1: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2023F

(Bt m)		2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	Terminal Value
EBITDA		22,554	26,528	29,608	32,547	34,557	36,640	38,818	41,106	43,413	45,497	47,486	
Free cash flow		2,151	7,584	10,411	12,981	16,895	18,881	20,808	22,823	27,832	35,585	37,712	570,374
PV of free cash flow		2,145	6,526	8,311	9,614	11,356	11,719	11,928	12,084	13,610	16,069	14,991	226,726
Risk-free rate (%)		2.5											
Market risk premium (%)		8.0											
Beta		0.9											
WACC (%)		7.8											
Terminal growth (%)		2.0											
Enterprise value - add investments		345,080											
Net debt		52,404											
Minority interest		3,163											
Equity value		289,513											
# of shares (m)		6,031											
Equity value/share (Bt)		48											

Source: Company, Thanachart estimates

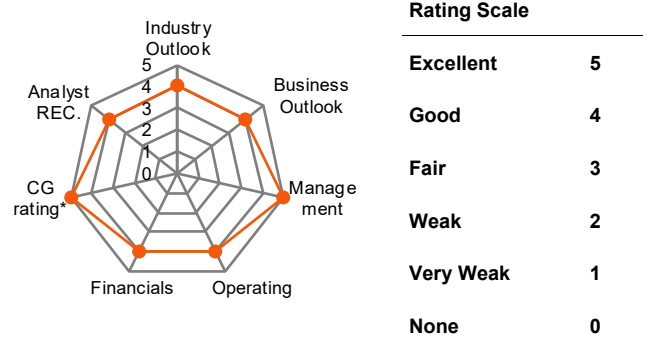
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บมจ. เซ็นทรัล รีเทล คอร์ปอเรชั่น (CRC) เป็นผู้ค้าปลีกชั้นนำของประเทศไทย ภายใต้ตระกูลจิราวัฒน์ของกลุ่มเซ็นทรัล บริษัทฯ ดำเนินธุรกิจค้าปลีกสินค้าหลากหลาย ประเภทผ่านรูปแบบและช่องทางที่หลากหลาย (Multi-format and Multi-category) (กลุ่มแฟชั่น กลุ่มฮาร์ดไลน์ กลุ่มฟู้ด) ในรูปแบบค้าปลีก 8 รูปแบบ (ห้างสรรพสินค้า ร้านค้าเฉพาะทาง แปรนติช็อป ซูเปอร์มาร์เก็ต ไฮเปอร์มาร์เก็ต ร้านสะดวกซื้อ ฟลาซ่า การจัดจำหน่ายหน้าร้าน) ใน 3 ประเทศ (ไทย เวียดนาม อิตาลี) ณ สิ้นปี 2021 บริษัทฯ มีร้านค้าปลีก 2,851 แห่ง ใน 3 ประเทศ โดยมีพื้นที่ขายสุทธิ 3.2 ล้าน ตร.ม. และพื้นที่ให้เช่าสุทธิ 0.69 ล้าน ตร.ม.

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * No CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ผู้นำตลาดค้าปลีกในประเทศไทยด้วยรูปแบบค้าปลีกที่หลากหลาย
- มีช่องทางการตลาดแบบ omni-channel เพื่อตอบสนองแนวโน้มการบริโภคใหม่
- ตำแหน่งทางการตลาดที่แข็งแกร่งในแต่ละกลุ่มค้าปลีก

O — Opportunity

- มีโอกาสในการเปิดร้านใหม่เพิ่มเติมในกลุ่มอุตสาหกรรมปรับปรุงและซ่อมแซมบ้านที่กำลังเติบโต
- มีโอกาสสูงในการเติบโตในเวียดนามจากการเติบโตทางเศรษฐกิจที่แข็งแกร่ง และมีอัตราการเข้าถึงโมเดิร์นเทรดที่ยังต่ำ
- โอกาสในการทำ M&As เพิ่มเติม

W — Weakness

- ผลตอบแทนที่ต่ำในบางธุรกิจและจำเป็นต้องปรับรูปแบบธุรกิจ
- เป็นธุรกิจที่ใช้เงินทุนสูงและค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานสูง

T — Threat

- การแข่งขันจากผู้เข้ามาใหม่
- เศรษฐกิจที่อ่อนแอ
- การระบาดของโรค

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	44.43	48.00	8%
Net profit 22F (Bt m)	5,756	5,715	-1%
Net profit 23F (Bt m)	8,157	8,296	2%
Consensus REC	BUY: 16	HOLD: 5	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- กำไรปี 2022-23F ของเราใกล้เคียงกับของตลาด
- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด 8% เนื่องจากจากสมมติฐานจำนวนสาขาของเราที่เพิ่มขึ้น

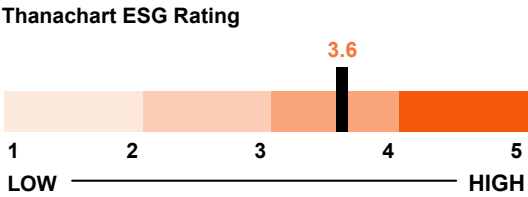
Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- จะมีความเสี่ยงต่อการคาดการณ์กำไรของเรา หากไม่สามารถเปิดร้านใหม่ตามที่เราคาดไว้ได้ในปัจจุบัน
- การเติบโตอาจถูกขัดขวางหากคู่แข่งขยายสาขาในเชิงรุกมากกว่าที่เราคาดไว้ในปัจจุบัน
- การชะลอตัวทางเศรษฐกิจอาจเป็นความเสี่ยงอีกประการต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

CRC เป็นผู้ค้าปลีกในหลายประเทศและมีสินค้าหลายหมวดหมู่ โดยมีร้านค้าปลีกทั้งในกลุ่มแฟชั่น อาหาร และสินค้าฮาร์ดไลน์ในประเทศไทย เวียดนาม และอิตาลี มีพื้นที่รวม 3.9 ตร.ม. เราให้คะแนน ESG สำหรับ CRC ที่ 3.6 เนื่องจากธุรกิจของบริษัท ไม่ได้สร้างก๊าซเรือนกระจกมากนัก และบริษัท มีเป้าหมายและแผนงานด้าน ESG



	SETTHSI Index	THSI Index	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	Arabesque S-Ray (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
CRC	YES	YES	-	BB	-	62.52	59.22	-	5.0

Sources: SETTRADE, SETTHSI Index, Thailand Sustainability Investment (THSI), The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, Arabesque S-Ray®, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "term of use" in the following back page.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- แม้ว่าลักษณะธุรกิจของบริษัท จะไม่ก่อให้เกิดก๊าซเรือนกระจก (GHG) มากนัก แต่ CRC ยังคงตั้งเป้าหมายที่ ESG เป้าหมายปี 2030 ของ CRC คือการส่งเสริมบรรพบุรุษที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม 100% ลดการทิ้งอาหารและของเสีย 30% (ขยะประเภทอาหาร 3,785 ตันในปี 2021) ลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก 30% (ในปี 2021 ปล่อย CO2 เทียบเท่า 0.4 ล้านตัน) . - ตั้งแต่ปี 2018 บริษัท ได้ดำเนินการตามแคมเปญ "Central Retail Love the Earth" เพื่อลดขยะ (แนวทางการทำงาน Journey to Zero) การเพิ่มพื้นที่สีเขียว (Central Green) และการฟื้นฟูป่า บริษัท เพิ่มพื้นที่ฟื้นฟูป่าเป็น 2,154 ไร่ ในปี 2021 - ในปี 2021 ได้เพิ่มสัดส่วนการใช้พลังงานสะอาดเป็น 67% ผ่านโซลาร์เซลล์แสงอาทิตย์บนหลังคา มีการติดตั้งหลังคาโซลาร์เซลล์เพิ่มอีก 15 หลังคาเรือน ในปี 2021 ทำให้มีจำนวนรวมเป็น 40 แห่ง (ห้างสรรพสินค้าโรบินสัน 16 แห่ง ร้านไทวัสดุ 15 แห่งในประเทศไทย และ GO! Mall 9 แห่ง ในเวียดนาม)
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- ในปี 2021 ชั่วโมงการฝึกอบรมและพัฒนาพนักงานเฉลี่ยอยู่ที่ 13.8 ชั่วโมง/คน/ปี โดยมีต้นทุนเฉลี่ย 2,800 บาท/คน - CRC ส่งเสริมการพัฒนาบุคลากรเพื่อเตรียมพนักงานที่มีความสามารถเพื่อความก้าวหน้าในอาชีพและแผนการสืบต่อตำแหน่งภายใน ในปี 2021 การจ้างงานภายในคิดเป็น 61% ของการจ้างงานใหม่รวม - Employee Joint Investment Program (EJIP) ถูกจัดตั้งขึ้นเพื่อสนับสนุนให้พนักงานเป็นเจ้าของบริษัท ระยะเวลาโครงการ 3 ปี คือ 1 เมษายน 2021 – 31 มีนาคม 2024 - CRC คัดเลือกผลิตภัณฑ์ที่ปลอดภัยและมีคุณภาพสูงสุด โดยดำเนินการตรวจสอบสำหรับห่วงโซ่อุปทานทั้งหมด เพื่อให้สอดคล้องกับ Food Safety System Certification (FSSC 22000) ในปี 2021 มีการเรียกคืนผลิตภัณฑ์ทั้งหมด 25 SKUs โดยมีค่าใช้จ่ายจากการเรียกคืนผลิตภัณฑ์ 0.8 ลบ.
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- คณะกรรมการบริษัท มีกรรมการอิสระ 5 คน จากทั้งหมด 15 คน มีกรรมการหญิง 3 คน กรรมการ 8 คนเป็นสมาชิกในครอบครัววิจิตรวิวัฒน์ - การละเมิดจริยธรรมทางธุรกิจที่ได้รับการยืนยันลดลงจาก 77 คดี ในปี 2019 เป็น 62 คดี ในปี 2020 และ 49 คดี ในปี 2021 ส่วนใหญ่เป็นการไม่ปฏิบัติตามกฎระเบียบภายใน - CRC ได้จัดทำแนวทางการบริหารความเสี่ยงตามมาตรฐานสากล - CRC มุ่งหวังที่จะส่งเสริมวัฒนธรรมความเสี่ยงภายในองค์กรอย่างมีประสิทธิภาพ โดยเริ่มด้วยการสร้างความตระหนักรู้ถึงความเสี่ยงให้กับพนักงานทุกระดับ ผ่านการฝึกอบรมการบริหารจัดการความเสี่ยง ซึ่งรวมถึงความปลอดภัยในสถานที่ทำงาน และประเด็นความเป็นส่วนตัวของข้อมูลส่วนบุคคล - CRC มีระบบข้อมูลที่เพิ่มประสิทธิภาพในการบริหารความเสี่ยง ระบบดังกล่าวจะช่วยสนับสนุนข้อมูลด้านความเสี่ยง ข้อมูลผลการดำเนินงาน และการบริหารความเสี่ยง เพื่อให้ผู้ถือหุ้นทราบถึงผลการบริหารความเสี่ยง

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	179,947	181,791	217,810	251,241	282,699
Cost of sales	134,948	135,847	159,593	182,109	204,564
Gross profit	44,999	45,944	58,217	69,132	78,135
% gross margin	25.0%	25.3%	26.7%	27.5%	27.6%
Selling & administration expenses	57,088	57,068	63,304	72,683	80,587
Operating profit	1,973	2,518	10,013	13,057	15,926
% operating margin	1.1%	1.4%	4.6%	5.2%	5.6%
Depreciation & amortization	16,558	17,041	17,538	18,398	19,156
EBITDA	18,531	19,559	27,551	31,456	35,082
% EBITDA margin	10.3%	10.8%	12.6%	12.5%	12.4%
Non-operating income	14,364	13,863	15,298	16,812	18,592
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(2,950)	(3,113)	(3,105)	(2,934)	(2,931)
Pre-tax profit	(675)	(374)	7,106	10,328	13,209
Income tax	(884)	(372)	1,421	2,066	2,642
After-tax profit	209	(2)	5,685	8,262	10,567
% net margin	0.1%	0.0%	2.6%	3.3%	3.7%
Shares in affiliates' Earnings	132	279	500	574	644
Minority interests	(295)	(217)	(470)	(539)	(606)
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	46	59	5,715	8,296	10,606
Normalized profit	46	59	5,715	8,296	10,606
EPS (Bt)	0.0	0.0	0.9	1.4	1.8
Normalized EPS (Bt)	0.0	0.0	0.9	1.4	1.8

EBITDA hit by COVID and lockdowns in 2020-21

We expect a full earnings recovery in 2023F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	67,177	69,918	79,394	89,653	99,214
Cash & cash equivalent	17,742	18,088	18,181	19,204	20,040
Account receivables	4,570	4,860	5,967	8,260	9,294
Inventories	34,296	36,516	42,850	47,897	53,803
Others	10,570	10,455	12,396	14,292	16,077
Investments & loans	2,634	5,559	5,559	5,559	5,559
Net fixed assets	41,654	43,359	53,072	60,152	64,551
Other assets	127,715	144,392	127,047	122,576	114,358
Total assets	239,180	263,228	265,073	277,941	283,682
LIABILITIES:					
Current liabilities:	89,049	111,662	106,025	116,271	121,408
Account payables	31,569	35,632	39,352	44,903	50,440
Bank overdraft & ST loans	31,625	36,905	35,292	37,495	35,719
Current LT debt	2,763	13,418	3,529	3,749	3,572
Others current liabilities	23,091	25,707	27,852	30,123	31,677
Total LT debt	29,492	28,517	31,763	33,745	32,147
Others LT liabilities	64,924	63,968	64,066	58,673	53,443
Total liabilities	183,465	204,147	201,854	208,689	206,998
Minority interest	2,321	2,693	3,163	3,702	4,308
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	6,031	6,031	6,031	6,031	6,031
Share premium	66,885	66,885	66,885	66,885	66,885
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(30,299)	(24,951)	(24,951)	(24,951)	(24,951)
Retained earnings	10,777	8,424	12,091	17,585	24,411
Shareholders' equity	53,394	56,388	60,056	65,550	72,375
Liabilities & equity	239,180	263,228	265,073	277,941	283,682

Sources: Company data, Thanachart estimates

Well-controlled debt with net gearing at around 1x despite continuing M&A

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	(675)	(374)	7,106	10,328	13,209
Tax paid	108	694	(1,525)	(1,902)	(2,641)
Depreciation & amortization	16,558	17,041	17,538	18,398	19,156
Chg In working capital	(2,578)	1,552	(3,721)	(1,788)	(1,403)
Chg In other CA & CL / minorities	(14,761)	3,913	(330)	(193)	(320)
Cash flow from operations	(1,349)	22,826	19,068	24,842	28,002
Capex	(16,350)	(18,745)	(18,000)	(16,577)	(15,000)
Right of use	(67,029)	1,691	85	4	4
ST loans & investments	(4)	(98)	102	0	0
LT loans & investments	(1,443)	(2,926)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	60,750	(20,297)	9,141	(8,849)	(4,837)
Cash flow from investments	(24,076)	(40,375)	(8,672)	(25,422)	(19,833)
Debt financing	2,953	14,960	(8,255)	4,405	(3,552)
Capital increase	55,177	0	0	0	0
Dividends paid	(12,187)	(2,412)	(2,048)	(2,802)	(3,780)
Warrants & other surplus	(14,452)	5,348	0	0	0
Cash flow from financing	31,491	17,895	(10,303)	1,603	(7,333)
Free cash flow	(17,699)	4,080	1,068	8,265	13,002

Positive FCF resumed in 2021

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	5,120.3	4,114.1	42.7	29.4	23.0
Normalized PE - at target price (x)	6,068.5	4,876.0	50.7	34.9	27.3
PE (x)	5,120.3	4,114.1	42.7	29.4	23.0
PE - at target price (x)	6,068.5	4,876.0	50.7	34.9	27.3
EV/EBITDA (x)	15.3	15.6	10.8	9.5	8.4
EV/EBITDA - at target price (x)	17.6	17.9	12.4	11.0	9.7
P/BV (x)	4.6	4.3	4.1	3.7	3.4
P/BV - at target price (x)	5.4	5.1	4.8	4.4	4.0
P/CFO (x)	(175.6)	10.7	12.8	9.8	8.7
Price/sales (x)	1.4	1.3	1.1	1.0	0.9
Dividend yield (%)	1.0	0.7	0.9	1.4	1.7
FCF Yield (%)	(7.5)	1.7	0.4	3.4	5.3
(Bt)					
Normalized EPS	0.0	0.0	0.9	1.4	1.8
EPS	0.0	0.0	0.9	1.4	1.8
DPS	0.4	0.3	0.4	0.6	0.7
BV/share	8.9	9.3	10.0	10.9	12.0
CFO/share	(0.2)	3.8	3.2	4.1	4.6
FCF/share	(3.0)	0.7	0.2	1.4	2.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

PE looks justified given its high EPS growth

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(11.8)	1.0	19.8	15.3	12.5
Net profit (%)	(99.6)	28.3	9,525.9	45.2	27.8
EPS (%)	(99.7)	24.5	9,525.9	45.2	27.8
Normalized profit (%)	(99.4)	28.3	9,525.9	45.2	27.8
Normalized EPS (%)	(99.5)	24.5	9,525.9	45.2	27.8
Dividend payout ratio (%)	5,214.2	3,047.5	40.0	40.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	25.0	25.3	26.7	27.5	27.6
Operating margin (%)	1.1	1.4	4.6	5.2	5.6
EBITDA margin (%)	10.3	10.8	12.6	12.5	12.4
Net margin (%)	0.1	(0.0)	2.6	3.3	3.7
D/E (incl. minor) (x)	1.1	1.3	1.1	1.1	0.9
Net D/E (incl. minor) (x)	0.8	1.0	0.8	0.8	0.7
Interest coverage - EBIT (x)	0.7	0.8	3.2	4.5	5.4
Interest coverage - EBITDA (x)	6.3	6.3	8.9	10.7	12.0
ROA - using norm profit (%)	0.0	0.0	2.2	3.1	3.7
ROE - using norm profit (%)	0.1	0.1	9.8	13.2	14.7
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	0.5	na	9.8	13.2	14.6
- asset turnover (x)	0.9	0.7	0.8	0.9	1.0
- operating margin (%)	na	na	4.7	5.3	5.7
- leverage (x)	5.4	4.6	4.5	4.3	3.9
- interest burden (%)	(29.7)	(13.7)	69.6	77.9	81.8
- tax burden (%)	na	na	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8
ROIC (%)	2.7	2.5	6.8	9.3	10.5
NOPAT (Bt m)	1,973	2,518	8,010	10,446	12,741
invested capital (Bt m)	99,532	117,140	112,459	121,336	123,773

Sources: Company data, Thanachart estimates

Net margin looks to be on
the way up

ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com

SETTRADE: You acknowledge that the use of data, information or service displayed and/or contained in this website may require third party's data, content or software which is subject to the terms of third party provider. By accessing and/or using of such certain data, you acknowledge and agree to comply with and be bound by the applicable third party terms specified below.

ESG Scores by Third Party data from www.SETTRADE.com

1. MSCI (CCC- AAA)
2. Arabesque S-Ray (0-100)
3. Refinitiv (0-100)
4. S&P Global (0-100)
5. Moody's ESG Solutions (0-100)

SET THSI Index (SETTHSI)

Nowadays, long-term investment tends to be more focused on sustainable companies. The financial statement performance and the consideration in environmental, social and governance (ESG) perspective are keys aspects for analysis.

SET has created a Thailand Sustainability Investment (THSI) list since 2015 for using as an alternative investment in the high performance ESG stocks for investors while, supporting the sustainable Thai companies. SET defines the sustainable companies as the companies that embrace risk management, supply chain management and innovations together with responsibility for environmental, social and governance aspects

As a result, SET has created the SETTHSI for the purpose of indicating the price of these sustainable companies that pass the market capital size and liquidity criteria.

Arabesque S-Ray®

The S-Ray data here is published with a 3 month delay. For the latest data, please contact sray@arabesque.com

Arabesque S-Ray® is a service (the "Service") provided by Arabesque S-Ray GmbH ("Arabesque S-Ray") and its branch and subsidiary companies. Arabesque S-Ray is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organized under the laws of Germany with registered number HRB 113087 in the commercial register of the local court with its seat and business address at Zeppelinallee 15, 60325 Frankfurt am Main, Germany. The Service is unconnected to any of the asset management activities conducted within the wider group of Arabesque companies, and is not investment advice or a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in investment services. RELIANCE - Arabesque S-Ray makes no representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the information contained herein, and accepts no liability for any loss, of whatever kind, howsoever arising, in relation thereto, and nothing contained herein should be relied upon. ENQUIRIES - Any enquiries in respect of this document should be addressed to Arabesque S-Ray.

Arabesque S-Ray® - The ESG Score, ranging from 0 to 100, identifies sustainable companies that are better positioned to outperform over the long run, based on the principles of financial materiality. That is, when computing the ESG Score of a company, the algorithm will only use information that significantly helps explain future risk-adjusted performance. Materiality is applied by overweighting features with higher materiality and rebalancing these weights on a rolling quarterly basis to stay up-to-date

MSCI ESG Research LLC

"Certain information @2021 MSCI ESG Research LLC. Reproduced by permission"

"Although [User ENTITY NAME's] information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages."

Score range	Description
CCC - B	LAGGARD: A company lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
BB - BBB - A	AVERAGE : A company with a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers
AA - AAA	LEADER: A company leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) are a family of best-in-class benchmarks for investors who have recognized that sustainable business practices are critical to generating long-term shareholder value and who wish to reflect their sustainability convictions in their investment portfolios. The family was launched in 1999 as the first global sustainability benchmark and tracks the stock performance of the world's leading companies in terms of economic, environmental and social criteria. Created jointly by S&P Dow Jones Indices and SAM, the DJSI combine the experience of an established index provider with the expertise of a specialist in Sustainable Investing to select the most sustainable companies from across 61 industries. The indices serve as benchmarks for investors who integrate sustainability considerations into their portfolios, and provide an effective engagement platform for investors who wish to encourage companies to improve their corporate sustainability practices.

S&P Global Market Intelligence

Copyright © 2021, S&P Global Market Intelligence (and its affiliates as applicable). Reproduction of any information, opinions, views, data or material, including ratings ("Content") in any form is prohibited except with the prior written permission of the relevant party. Such party, its affiliates and suppliers ("Content Providers") do not guarantee the accuracy, adequacy, completeness, timeliness or availability of any Content and are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, or for the results obtained from the use of such Content. In no event shall Content Providers be liable for any damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including lost income or lost profit and opportunity costs) in connection with any use of the Content. A reference to a particular investment or security, a rating or any observation concerning an investment that is part of the Content is not a recommendation to buy, sell or hold such investment or security, does not address the suitability of an investment or security and should not be relied on as investment advice. Credit ratings are statements of opinions and are not statements of fact.

ESG risk combines the concepts of management and exposure to arrive at an absolute assessment of ESG risk. We identify five categories of ESG risk severity that could impact a company's enterprise value

Moody's ESG Solutions

© 2022 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. and/or their licensors and affiliates (collectively, "MOODY'S"). All rights reserved.

CREDIT RATINGS ISSUED BY MOODY'S CREDIT RATINGS AFFILIATES ARE THEIR CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES, AND MATERIALS, PRODUCTS, SERVICES AND INFORMATION PUBLISHED BY MOODY'S (COLLECTIVELY, "PUBLICATIONS") MAY INCLUDE SUCH CURRENT OPINIONS. MOODY'S DEFINES CREDIT RISK AS THE RISK THAT AN ENTITY MAY NOT MEET ITS CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS AS THEY COME DUE AND ANY ESTIMATED FINANCIAL LOSS IN THE EVENT OF DEFAULT OR IMPAIRMENT. SEE APPLICABLE MOODY'S RATING SYMBOLS AND DEFINITIONS PUBLICATION FOR INFORMATION ON THE TYPES OF CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS ADDRESSED BY MOODY'S CREDIT RATINGS. CREDIT RATINGS DO NOT ADDRESS ANY OTHER RISK, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO: LIQUIDITY RISK, MARKET VALUE RISK, OR PRICE VOLATILITY. CREDIT RATINGS, NON-CREDIT ASSESSMENTS ("ASSESSMENTS"), AND OTHER OPINIONS INCLUDED IN MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. MOODY'S PUBLICATIONS MAY ALSO INCLUDE QUANTITATIVE MODEL-BASED ESTIMATES OF CREDIT RISK AND RELATED OPINIONS OR COMMENTARY PUBLISHED BY MOODY'S ANALYTICS, INC. AND/OR ITS AFFILIATES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT CONSTITUTE OR PROVIDE INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE, AND MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT AND DO NOT PROVIDE RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. MOODY'S ISSUES ITS CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS AND OTHER OPINIONS AND PUBLISHES ITS PUBLICATIONS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL, WITH DUE CARE, MAKE ITS OWN STUDY AND EVALUATION OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE.

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS, AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY RETAIL INVESTORS AND IT WOULD BE RECKLESS AND INAPPROPRIATE FOR RETAIL INVESTORS TO USE MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS OR PUBLICATIONS WHEN MAKING AN INVESTMENT DECISION. IF IN DOUBT YOU SHOULD CONTACT YOUR FINANCIAL OR OTHER PROFESSIONAL ADVISER.

ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY LAW, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, COPYRIGHT LAW, AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT MOODY'S PRIOR WRITTEN CONSENT.

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY ANY PERSON AS A BENCHMARK AS THAT TERM IS DEFINED FOR REGULATORY PURPOSES AND MUST NOT BE USED IN ANY WAY THAT COULD RESULT IN THEM BEING CONSIDERED A BENCHMARK.

All information contained herein is obtained by MOODY'S from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, all information contained herein is provided "AS IS" without warranty of any kind. MOODY'S adopts all necessary measures so that the information it uses in assigning a credit rating is of sufficient quality and from sources MOODY'S considers to be reliable including, when appropriate, independent third-party sources. However, MOODY'S is not an auditor and cannot in every instance independently verify or validate information received in the rating process or in preparing its Publications.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability to any person or entity for any indirect, special, consequential, or incidental losses or damages whatsoever arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information, even if MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers is advised in advance of the possibility of such losses or damages, including but not limited to: (a) any loss of present or prospective profits or (b) any loss or damage arising where the relevant financial instrument is not the subject of a particular credit rating assigned by MOODY'S.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability for any direct or compensatory losses or damages caused to any person or entity, including but not limited to by any negligence (but excluding fraud, willful misconduct or any other type of liability that, for the avoidance of doubt, by law cannot be excluded) on the part of, or any contingency within or beyond the control of, MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers, arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information.

NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY CREDIT RATING, ASSESSMENT, OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY MOODY'S IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER.

Moody's Investors Service, Inc., a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Corporation ("MCO"), hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by Moody's Investors Service, Inc. have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to Moody's Investors Service, Inc. for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from \$1,000 to approximately \$5,000,000. MCO and Moody's Investors Service also maintain policies and procedures to address the independence of Moody's Investors Service credit ratings and credit rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold credit ratings from Moody's Investors Service and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is posted annually at www.moody.com under the heading "Investor Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy."

Additional terms for Australia only: Any publication into Australia of this document is pursuant to the Australian Financial Services License of MOODY'S affiliate, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 and/or Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (as applicable). This document is intended to be provided only to "wholesale clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. By continuing to access this document from within Australia, you represent to MOODY'S that you are, or are accessing the document as a representative of, a "wholesale client" and that neither you nor the entity you represent will directly or indirectly disseminate this document or its contents to "retail clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. MOODY'S credit rating is an opinion as to the creditworthiness of a debt obligation of the issuer, not on the equity securities of the issuer or any form of security that is available to retail investors.

Additional terms for Japan only: Moody's Japan K.K. ("MJKK") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Group Japan G.K., which is wholly-owned by Moody's Overseas Holdings Inc., a wholly-owned subsidiary of MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of MJKK. MSFJ is not a Nationally Recognized Statistical Rating Organization ("NRSRO"). Therefore, credit ratings assigned by MSFJ are Non-NRSRO Credit Ratings. Non-NRSRO Credit Ratings are assigned by an entity that is not a NRSRO and, consequently, the rated obligation will not qualify for certain types of treatment under U.S. laws. MJKK and MSFJ are credit rating agencies registered with the Japan Financial Services Agency and their registration numbers are FSA Commissioner (Ratings) No. 2 and 3 respectively.

Additional terms for Hong Kong only: Any Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the Hong Kong Securities and Futures Ordinance ("SFO") is issued by Vigeo Eiris Hong Kong Limited, a company licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission to carry out the regulated activity of advising on securities in Hong Kong. This Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the SFO is intended for distribution only to "professional investors" as defined in the SFO and the Hong Kong Securities and Futures (Professional Investors) Rules. This Second Party Opinion or other opinion must not be distributed to or used by persons who are not professional investors.

MJKK or MSFJ (as applicable) hereby disclose that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by MJKK or MSFJ (as applicable) have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to MJKK or MSFJ (as applicable) for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from JPY125,000 to approximately JPY550,000,000.

MJKK and MSFJ also maintain policies and procedures to address Japanese regulatory requirements.

Refinitiv ESG

These Terms of Use govern your access or use of the ESG information and materials on the Refinitiv website and any AI powered voice assistance software ("Refinitiv ESG Information"). 2020© Refinitiv. All rights reserved. Refinitiv ESG Information is proprietary to Refinitiv Limited and/or its affiliates ("Refinitiv").

The Refinitiv ESG Information is for general informational and non-commercial purposes only. Reproduction, redistribution or any other form of copying or transmission of the Refinitiv ESG Information is prohibited without Refinitiv's prior written consent.

All warranties, conditions and other terms implied by statute or common law including, without limitation, warranties or other terms as to suitability, merchantability, satisfactory quality and fitness for a particular purpose, are excluded to the maximum extent permitted by applicable laws. The Refinitiv ESG Information is provided "as is" and Refinitiv makes no express or implied warranties, representations or guarantees concerning the accuracy, completeness or currency of the information in this service or the underlying Third Party Sources (as defined below). You assume sole responsibility and entire risk as to the suitability and results obtained from your use of the Refinitiv ESG Information.

The Refinitiv ESG Information does not amount to financial, legal or other professional advice, nor does it constitute: (a) an offer to purchase shares in the funds referred to; or (b) a recommendation relating to the sale and purchase of instruments; or (c) a recommendation to take any particular legal, compliance and/or risk management decision. Investors should remember that past performance is not a guarantee of future results.

The Refinitiv ESG Information will not be used to construct or calculate and index or a benchmark, used to create any derivative works or used for commercial purposes. Refinitiv's disclaimer in respect of Benchmark Regulations applies to the Refinitiv ESG Information.

No responsibility or liability is accepted by Refinitiv its affiliates, officers, employees or agents (whether for negligence or otherwise) in respect of the Refinitiv ESG Information, or for any inaccuracies, omissions, mistakes, delays or errors in the computation and compilation of the Refinitiv ESG Information (and Refinitiv shall not be obliged to advise any person of any error therein). For the avoidance of doubt, in no event will Refinitiv have any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) relating to any use of the Refinitiv ESG Information.

You agree to indemnify, defend and hold harmless Refinitiv from and against any claims, losses, damages, liabilities, costs and expenses, including, without limitation, reasonable legal and experts' fees and costs, as incurred, arising in any manner out of your use of, or inability to use, any Information contained on the Refinitiv web site or obtained via any AI powered voice assistance software.

You represent to us that you are lawfully able to enter into these Terms of Use. If you are accepting these Terms of Use for and on behalf of an entity such as the company you work for, you represent to us that you have legal authority to bind that entity.

By accepting these Terms of Use you are also expressly agreeing to the following Refinitiv's website Terms of Use.

Refinitiv ESG scores are derived from third party publicly available sources ("Third Party Sources") and are formulated on the basis of Refinitiv own transparent and objectively applied methodology. Refinitiv's ESG Information methodology can be accessed [here](#).

Score range	Description	
0 to 25	First Quartile	Scores within this range indicates poor relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 25 to 50	Second Quartile	Scores within this range indicates satisfactory relative ESG performance and moderate degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 50 to 75	Third Quartile	Scores within this range indicates good relative ESG performance and above average degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 75 to 100	Fourth Quartile	Score within this range indicates excellent relative ESG performance and high degree of transparency in reporting material ESG data publicly.

CG Report : by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD), Established in December 1999, the Thai IOD is a membership organization that strives to promote professionalism in directorship. The Thai IOD offers directors certification and professional development courses, provides a variety of seminars, forums and networking events, and conducts research on board governance issues and practices. Membership comprises board members from companies ranging from large publicly listed companies to small private firms.



Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. 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 the market price and the formal recommendation.

For sectors, an “Overweight” sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. “Underweight” is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. “Neutral” is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 76 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2210A, ADVANC16C2211A, AMAT16C2209A, AOT16C2212A, AOT16C2209A, BANPU16C2212A, BANPU16C2210A, BCH16C2211A, BH16C2212A, BGRIM16C2212A, BGRI16C2209A, BLA16C2212A, BLA16C2208A, BLA16C2209A, CBG16C2210A, CENTEL16C2209A, COM716C2208A, COM716C2209A, COM716C2211A, COM716C2211B, COM716C2211C, CPALL16C2211A, EA16C2209A, EA16C2211A, ESSO16C2209A, ESSO16C2209B, FORTH16C2211A, GPSC16C2209A, GULF16C2210A, GUNK16C2209A, HANA16C2209A, HANA16C2211A, IVL16C2209A, IVL16C2211A, JMART16C2210A, JMART16C2211A, JMT16C2210A, JMT16C2211A, KBAN16C2208A, KBAN16C2209A, KBANK16C2211A, KCE16C2208A, KCE16C2209A, KCE16C2211A, KTC16C2211A, KTC16C2209A, MINT16C2211A, MTC16C2212A, MTC16C2209A, PTG16C2211A, PTG16C2209A, PTTEP16C2212A, PTTE16C2209A, RBF16C2209A, RCL16C2208A, SAWAD16C2211A, S5016C2209A, S5016P2209A, SAWA16C2209A, SCB16C2211A, SCB16C2208A, SCGP16C2212A, SET5016P2212A, SET5016C2209B, SET5016C2212A, SET5016P2209B, SINGER16C2212A, SPRC16C2212A, SPRC16C2209A, STEC16C2209A, TIDLOR16C2212A, TOP16C2211A, TTA16C2208A, TTA16C2211A, TU16C2210A, WHA16C2209A (underlying securities are (ADVANC, AMATA, AOT, BANPU, BCH, BGRIM, BH, BLA, CBG, CENTEL, COM7, CPALL, EA, ESSO, FORTH, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MINT, MTC, PTG, PTTEP, RBF, RCL, SAWAD, SCB, SET50, SCGP, SINGER, SPRC, STEC, TIDLOR, TOP, TTA, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาต จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd. โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ธนชาต จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd. มีส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาต จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 23 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาต จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาต จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่นางอัคริณี ไตรลัคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ “หุ้นกู้ บริษัท สหกลีดิวิเปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สหกลีดิวิเปเมนท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566” ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย พิมพ์ผกา นิการกุล, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	Strategy, ประกัน, กระดาษ จักร เรืองสินัญญา Tel: 662-779-9104 chak.reu@thanachartsec.co.th	สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์ Tel: 662-483-8296 nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th
อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติ่นเรือ พัทธดนย์ บุณนาค Tel: 662-483-8298 pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ Tel: 662-779-9109 phannarai.von@thanachartsec.co.th	ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเช่า รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th
ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน สรชดา สรทรง Tel: 662-779-9106 sarachada.sor@thanachartsec.co.th	ขนส่ง, รับเหมา ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์ Tel: 662-779-9112 saksid.pha@thanachartsec.co.th	Small Cap, การแพทย์, โรงแรม ศิริพร อรุโณทัย Tel: 662-779-9113 siriporn.aru@thanachartsec.co.th
พลังงาน, ปิโตรเคมี ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ Tel: 662-779-9110 yupapan.pol@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพยมณฑล Tel: 662-779-9115 lapinee.dib@thanachartsec.co.th	
กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พัฒนทรัพย์กุล, CFA Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ Tel: 662-779-9105 pattarawan.wan@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง Tel: 662-779-9123 witchanan.tam@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล Tel: 662-483-8304 thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์ Tel: 662-483-8303 sittichet.run@thanachartsec.co.th	ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน นลินภรณ์ คลังเปรมจิตต์ Tel: 662-779-9107 nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล Tel: 662-779-9108 monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุล Tel: 662-779-9118 kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ Tel: 662-779-9114 varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัต Tel: 662-779-9117 sunset.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปรางค์ Tel: 662-779-9116 suksawat.lim@thanachartsec.co.th	สุจินตนา สถาพร Tel: 662-779-9198 sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

Research Team
18 Floor, MBK Tower
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330
Tel: 662 -779-9119
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th