BUY

Initiation

TP: Bt 37.00

Upside: 29.8%

9 AUGUST 2022

Small Cap Research

SiS Distribution (Thailand) (SIS TB)

สวนทางอุตสาหกรรม

เราเริ่มต้นบทวิเคราะห์ SIS ด้วยคำแนะนำ “ซื้อ” เราชอบธุรกิจ Cyber Security และ Cloud distributor ของ SIS ที่เติบโตอย่างรวดเร็ว ซึ่งชดเชยผลของอุตสาหกรรมอุปกรณ์เคลื่อนที่ที่ชะลอตัว เราให้มูลค่า SIS ที่ 37 บาท และมองว่าการซื้อขายที่ PE ที่ 11 เท่า ในปี 2023F นั้นไม่แพง เทียบกับ EPS เฉลี่ย 3 ปีที่ 15%

PATTADOL BUNNAK

662 – 483 8298

Pattadol.bun@thanachartsec.co.th

เริ่มต้นบทวิเคราะห์ด้วยคำแนะนำ “ซื้อ”

เราเริ่มต้นบทวิเคราะห์ SIS ซึ่งเป็นผู้จัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์ไอทีชั้นนำของไทยด้วยคำแนะนำ “ซื้อ” ราคาเป้าหมายปี 2023F ที่ 37 บาท 1) เราชอบธุรกิจการรักษาความปลอดภัยทางไซเบอร์ (Cybersecurity) ที่เติบโตอย่างรวดเร็ว และ cloud distribution ที่มีความต้องการอย่างมากสำหรับการเปลี่ยนแปลงทางดิจิทัลขององค์กรธุรกิจไทย 2) แม้จะชะลอตัวลง แต่เราชอบที่บริษัทฯ เป็นหนึ่งในผู้นำตลาดสามอันดับแรกในธุรกิจจัดจำหน่ายสินค้าไอทีและโทรศัพท์เคลื่อนที่ที่มีเสถียรภาพ 3) ด้วยเป็นส่วนหนึ่งของอุตสาหกรรมไอทีที่เป็นกระแสโลก เราคาดว่ากำไรจะเติบโตมั่นคงที่ 15% ต่อปี ในปี 2022-24F และ 4) เราเชื่อว่าราคาหุ้นที่ลดลง 40% YTD ได้สะท้อนแนวโน้มการชะลอตัวของยอดขายไอทีและมือถือจากฐานยอดขายที่สูงในปีโควิด 2 ปี ปัจจุบันเรามองว่า SIS ไม่แพงที่ 11 เท่า 2023F PE

เติบโตตามดิจิตอล

SIS เป็นหนึ่งในผู้จัดจำหน่าย cybersecurity และผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับคลาวด์รายใหญ่ที่สุดสามอันดับแรกของไทย ความต้องการผลิตภัณฑ์เหล่านี้มาจากความต้องการเปลี่ยนแปลงทางดิจิทัลขององค์กรธุรกิจอย่างมาก รายได้จากธุรกิจนี้ของ SIS เติบโต 22-39% ต่อปี ในปี 2019-21 SIS ยังคงเห็นคำสั่งซื้อที่แข็งแกร่ง และคาดว่ายอดขายจะเพิ่มขึ้น 20% ในปีนี้ จากข้อมูล Gartner และสถาบันวิจัยไอทีอื่นๆ, การเติบโตของอุตสาหกรรมโลกคาดว่าจะเฉลี่ยอยู่ที่ 16% ในปี 2021-25F ธุรกิจนี้คิดเป็น 17% ของยอดขาย และ 41% ของกำไรปี 2021 เราคาดว่ารายได้จะเติบโต 25/22/20% ในปี 2022-24F และมีสัดส่วนของกำไรเพิ่มขึ้นเป็น 55% ในปี 2024F

มีตำแหน่งที่แข็งแกร่งในธุรกิจจัดจำหน่ายไอที

SIS เป็นหนึ่งในผู้จัดจำหน่ายโทรศัพท์มือถือ คอมพิวเตอร์ และแท็บเล็ตให้กับร้านค้าปลีกในเครือส่วนใหญ่ในประเทศไทยชั้นนำสามอันดับแรกของไทย ขนาดมีความสำคัญต่อธุรกิจนี้ เนื่องจากธุรกิจนี้โดยธรรมชาติมีอัตรากำไรที่ต่ำ และเรามองว่า SIS อยู่ในตำแหน่งทางการตลาดที่ปลอดภัย แม้เราคาดว่าความต้องการของอุตสาหกรรมจะลดลง 7% ในปีนี้ จากฐานที่สูงมากที่ เติบโต 20% ในช่วงปีโควิดในปี 2021 แต่เรามองว่าเป็นธุรกิจที่มั่นคงในระยะยาว เราคาดว่าจะเติบโตในระดับปกติของธุรกิจที่ 3% ต่อปี ในปี 2023-24F ธุรกิจมีสัดส่วน 83% ของยอดขายของ SIS และ 59% ของกำไรในปี 2021

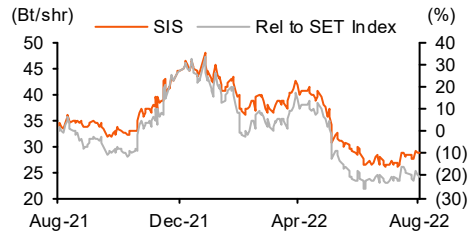
ดิจิตอลหนุน ROE

เนื่องจากความปลอดภัยด้านไอทีและธุรกิจเกี่ยวกับคลาวด์เพิ่มขึ้น อัตรากำไรสุทธิจึงเพิ่มขึ้นพร้อมกับ ROE เราคาดว่า ROE ของ SIS จะเพิ่มขึ้นจาก 22% ในปี 2021 เป็น 26% ในปี 2025F นอกจากนี้เรายังคาดว่าเงินทุนหมุนเวียนสุทธิจะเพิ่มขึ้น เนื่องจากธุรกิจนี้ใช้ inventory days น้อยกว่าธุรกิจขายส่งอุปกรณ์เคลื่อนที่และไอทีสำหรับผู้บริโภค นอกจากนี้ยังสะท้อนถึง ROA ที่เพิ่มขึ้นจาก 7% ในปี 2021 เป็น 11% ในปี 2025F ด้วย ROE ที่สูงขึ้น เราเชื่อว่า SIS สมควรได้รับการ re-rate

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	32,294	32,586	34,878	37,530
Net profit	793	769	887	1,022
Consensus NP	—	791	878	na
Diff frm cons (%)	—	*(2.8)*	*1.1*	na
Norm profit	664	769	887	1,022
Prev. Norm profit	—	769	887	1,022
Chg frm prev (%)	—	*0.0*	*0.0*	*0.0*
Norm EPS (Bt)	1.9	2.2	2.5	2.9
Norm EPS grw (%)	3.2	15.7	15.4	15.2
Norm PE (x)	15.0	13.0	11.2	9.8
EV/EBITDA (x)	14.7	11.1	9.3	7.8
P/BV (x)	3.1	2.8	2.6	2.4
Div yield (%)	4.2	4.6	6.7	8.2
ROE (%)	21.9	22.5	23.7	25.3
Net D/E (%)	124.2	64.0	48.1	35.3

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price: (Bt) *as of* 9-Aug-22	28.50
Market Cap (US$ m)	282.2
Listed Shares (m shares)	350.2
Free Float (%)	32.2
Avg. Daily Turnover (US$ m)	0.8
12M Price H/L (Bt)	47.75/26.00
Sector	Telecom
Major Shareholder	SiS Technologies (TH) 47.3%

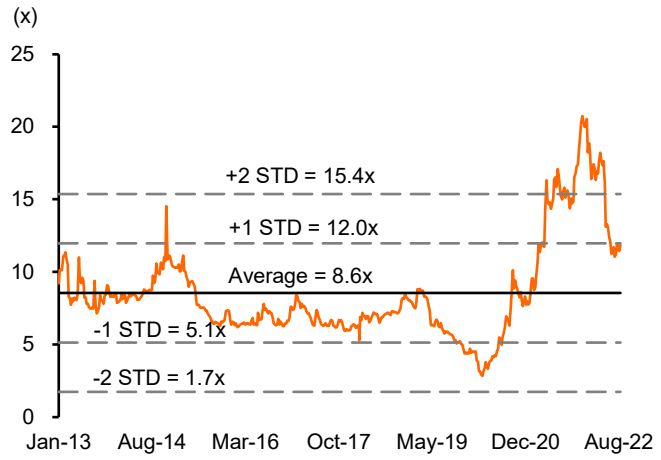
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

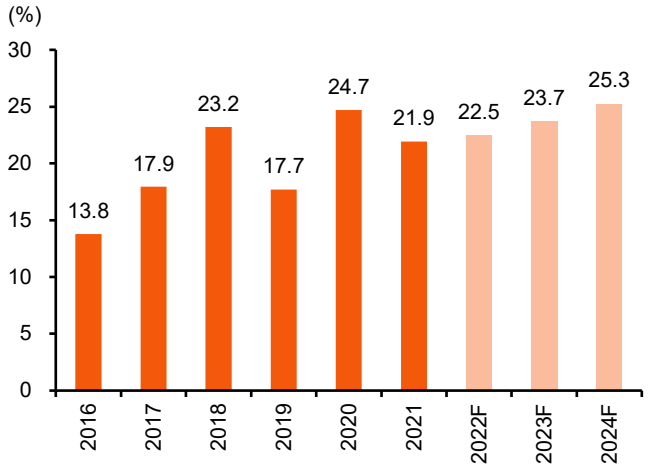
Thanachart Securities

Ex 1: Inexpensive PE Giving Growth And ROE



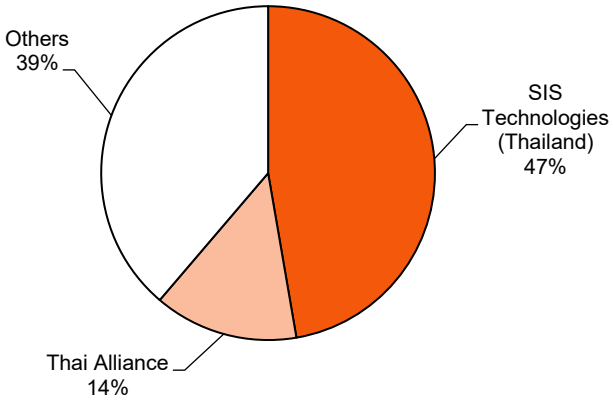
Sources: Bloomberg; Thanachart estimates

Ex 2: Rising ROE



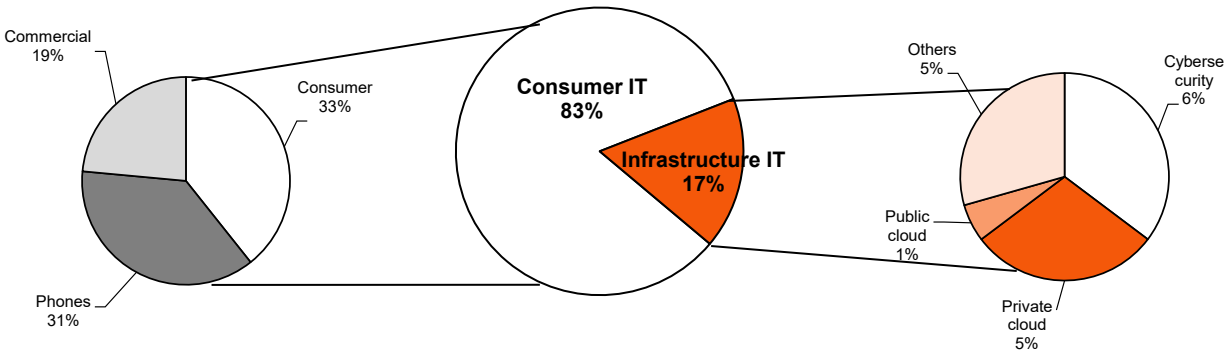
Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 3: Shareholding Structure



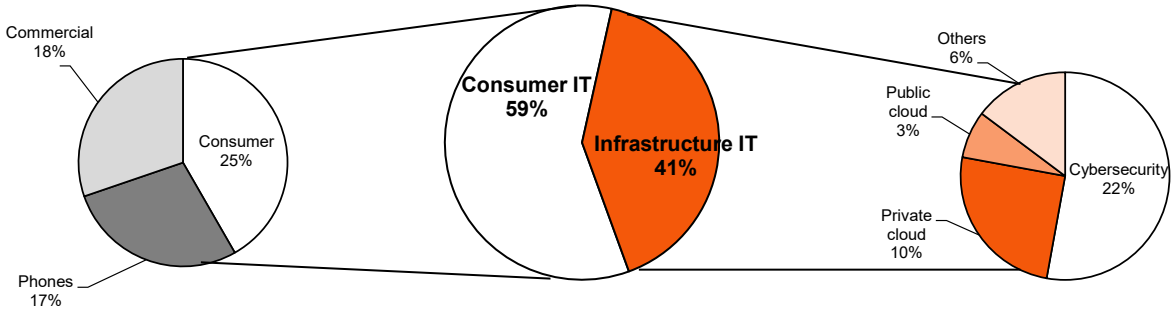
Source: Company data

Ex 4: Sales Breakdown (2021)



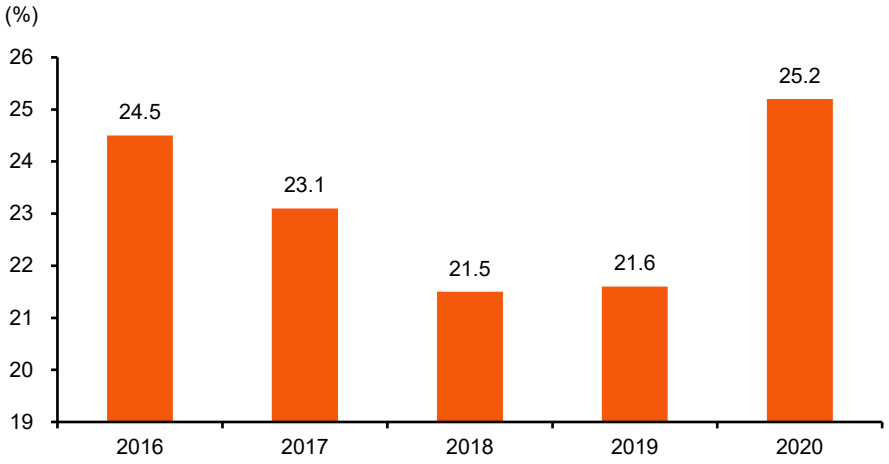
Source: Company data

Ex 5: Profit Breakdown (2021)



Source: Company data

Ex 6: Consumer-based IT Distributors' Market Share

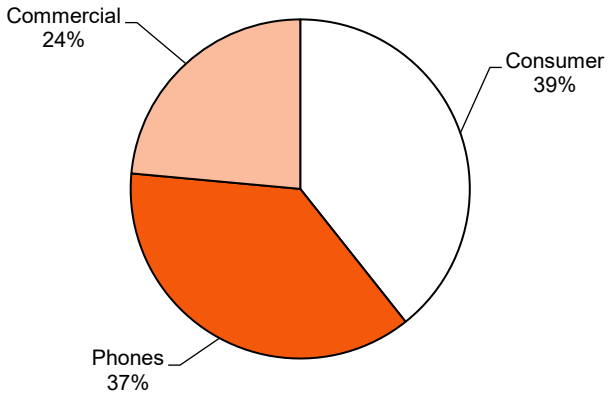


Source: Company data

Ex 7: SIS's Consumer-based IT Products

Source: Company data

Ex 8: SIS's Consumer IT Product Sales Breakdown (2021)



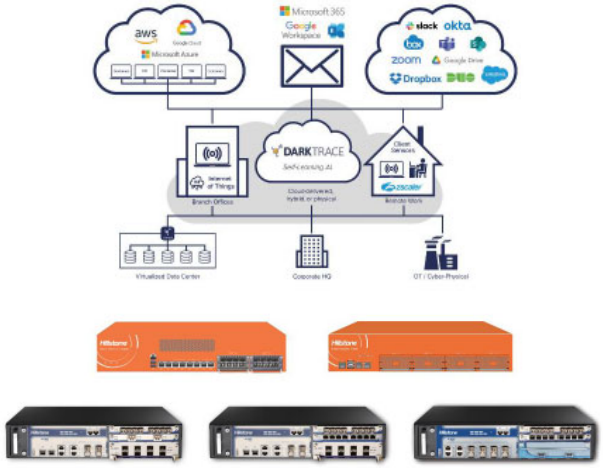
Source: Company data

Note: The breakdown is from 100% of consumer IT sales.

Ex 9: SIS's IT Infrastructure Products

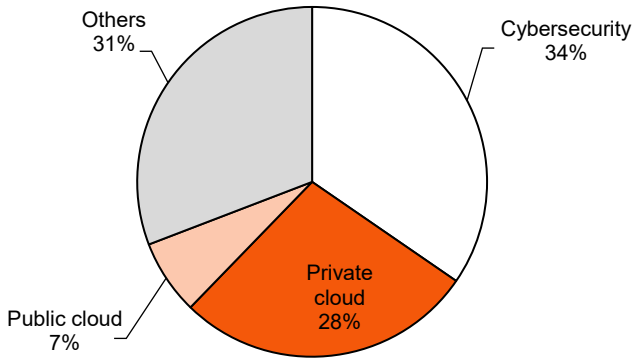
Cloud

Cybersecurity



Source: Company data

Ex 10: SIS's IT Infrastructure Product Sales Breakdown (2021)



Source: Company data

Note: The chart assumes total IT infrastructure sales as 100%.

Ex 11: SIS's Cybersecurity Licensors

Brands					
Fortinet	Carbon Black	Bitdefender	RSA	Trend Micro	Radware

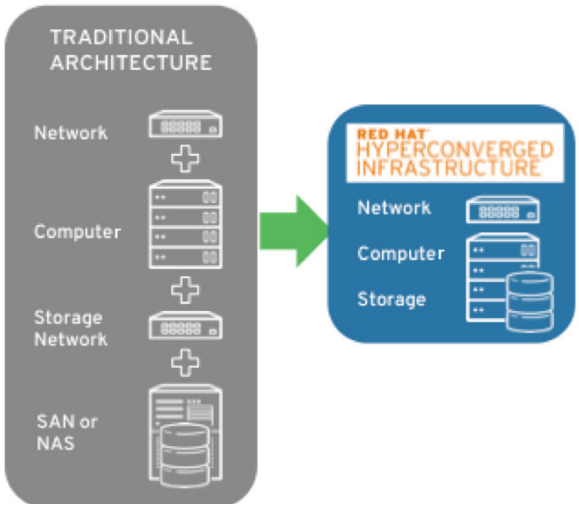
Source: Company data

Ex 12: SIS's Cloud Licensors

Private cloud	Public cloud
Dell	SIS cloud (branded)
HP	AWS (outsourced)
Lenovo	Microsoft cloud (outsourced)
Vmware	Alibaba cloud (outsourced)
Nutanu	
Arista	
aruba	
Veeam	

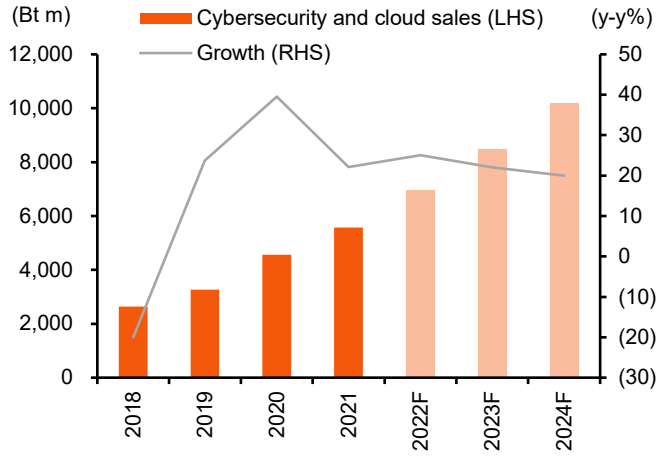
Source: Company data

Ex 13: Hyperconverged



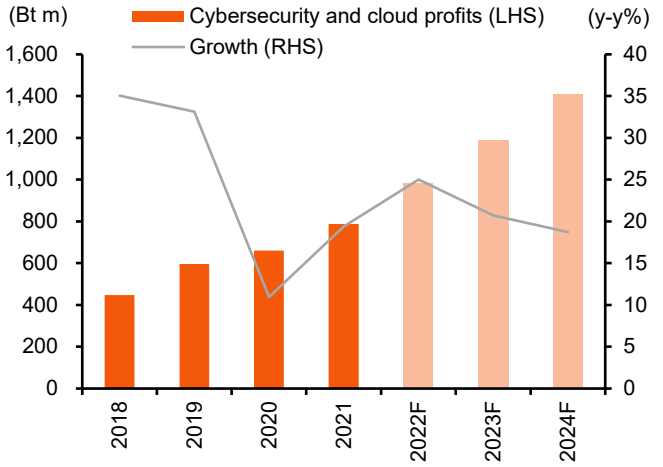
Source: Thanachart compilation

Ex 14: SIS's Cybersecurity And Cloud Sales Growth



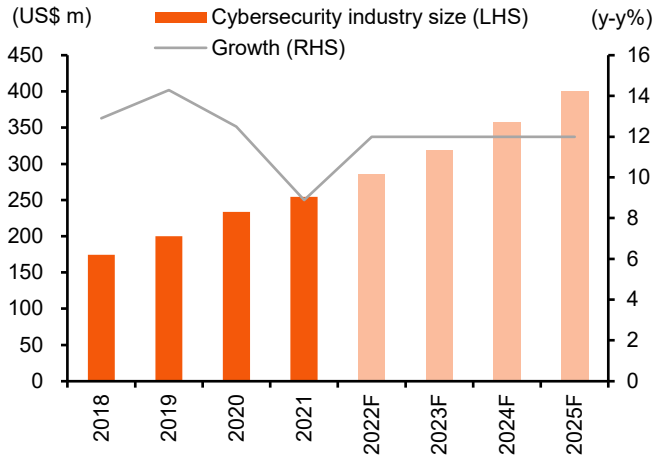
Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 15: SIS's Cybersecurity And Cloud Gross Profit Growth



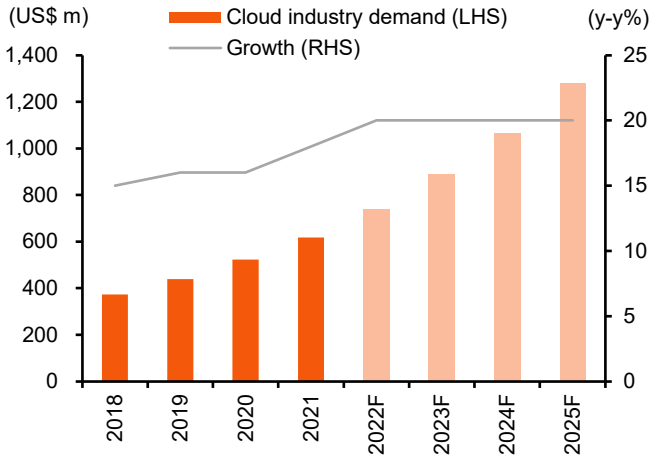
Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 16: Cybersecurity Industry Demand Growth



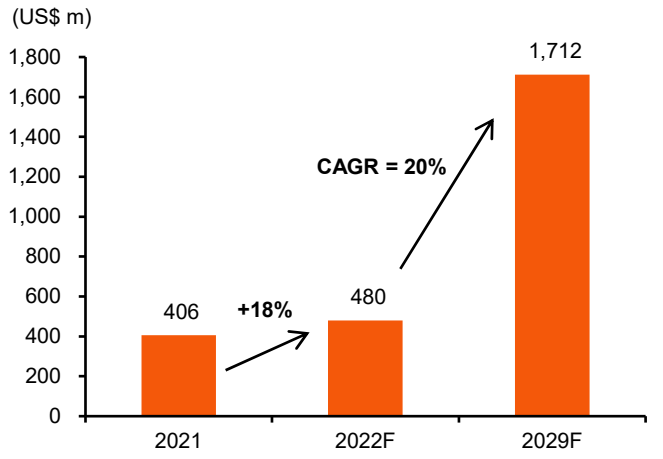
Sources: TechResearch, Mordor Intelligence

Ex 17: Cloud Industry Demand Growth



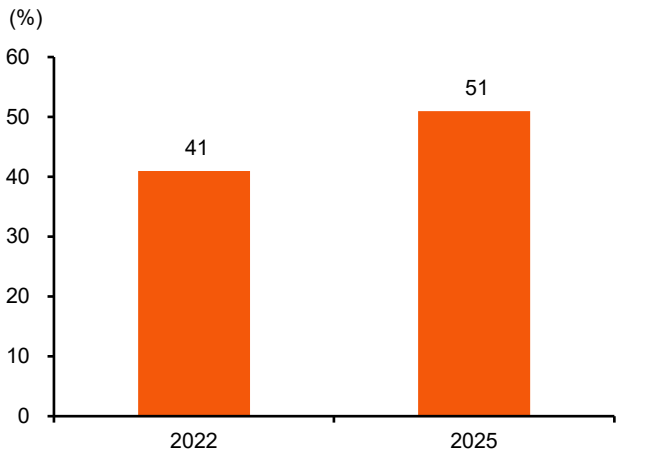
Sources: IDC, Thanachart compilation, Company data

Ex 18: Global Cloud Spending Growth



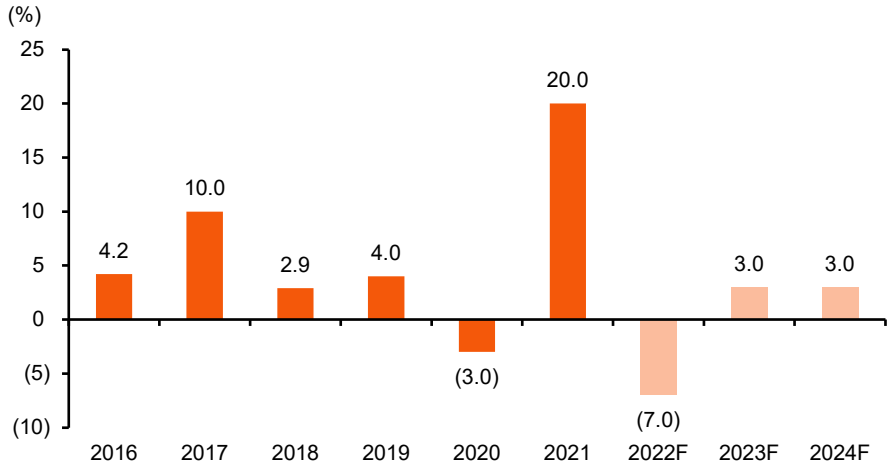
Source: Fortune Business Insights

Ex 19: Cloud Spending As A Proportion Of IT Spending



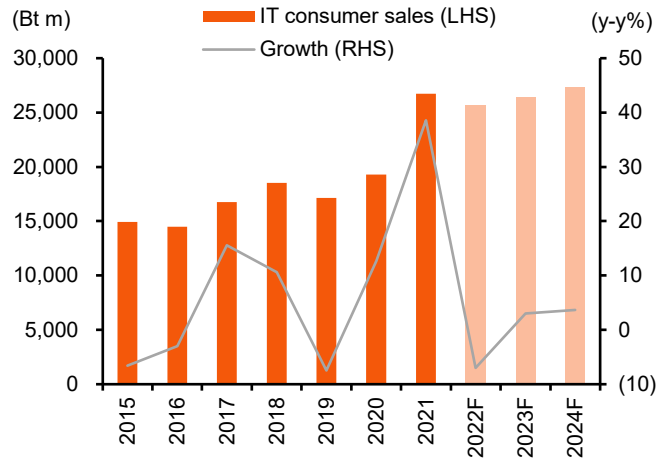
Source: Industry sources – compiled by Thanachart

Ex 20: Consumer IT Demand Growth



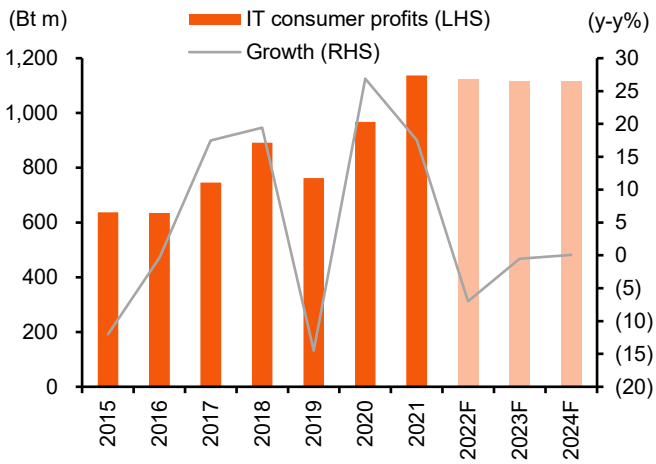
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 21: SIS's Consumer IT Sales Growth



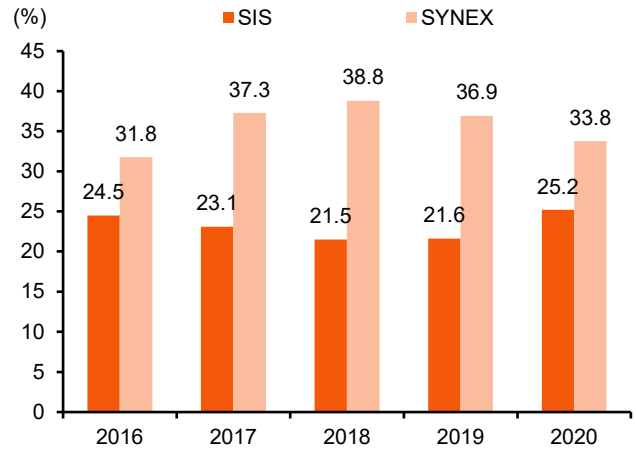
Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 22: SIS's Consumer IT Gross Profit Growth



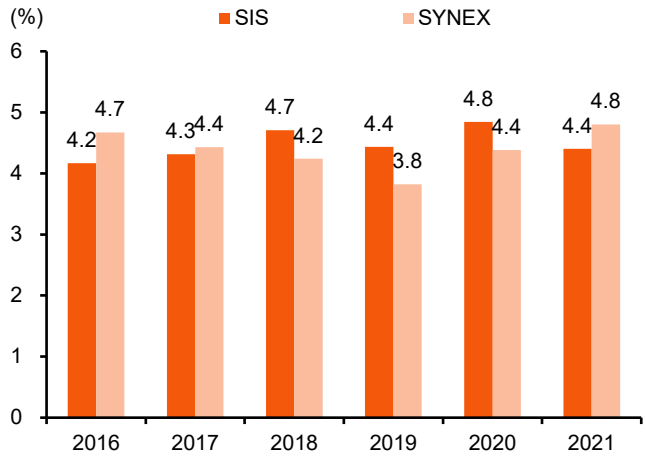
Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 23: SIS's Vs. SYNEX's Market Share



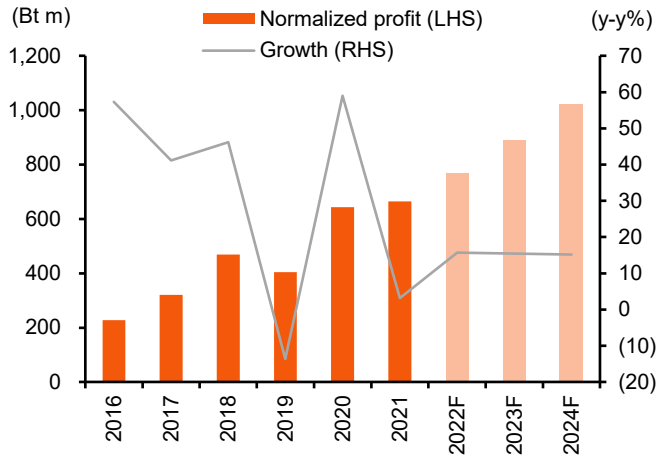
Source: Company data

Ex 24: SIS's Vs. SYNEX's Gross Margin



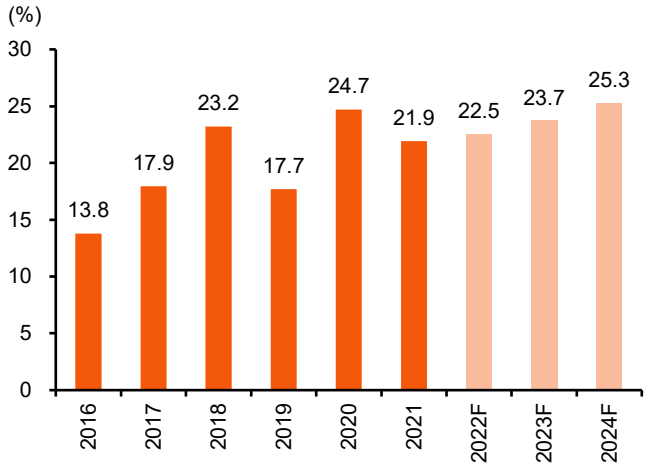
Source: Company data

Ex 25: Decent Earnings Growth Outlook



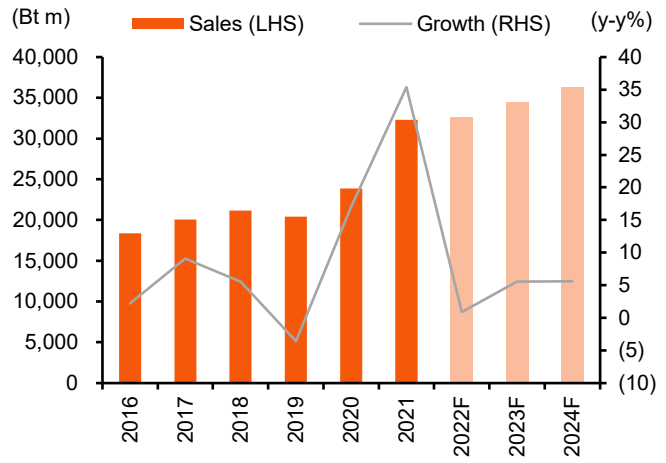
Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 26: ROE Trending Up



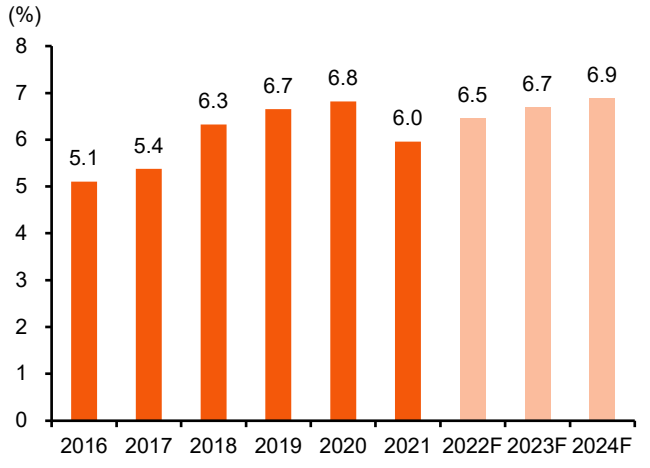
Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 27: Sales Growth Outlook



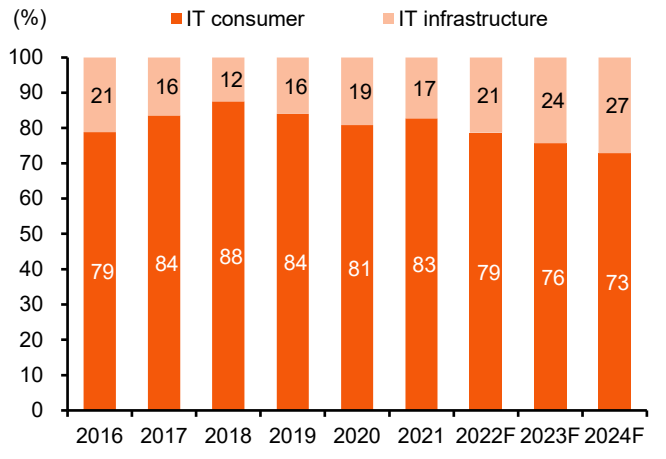
Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 28: Rising Gross Margin



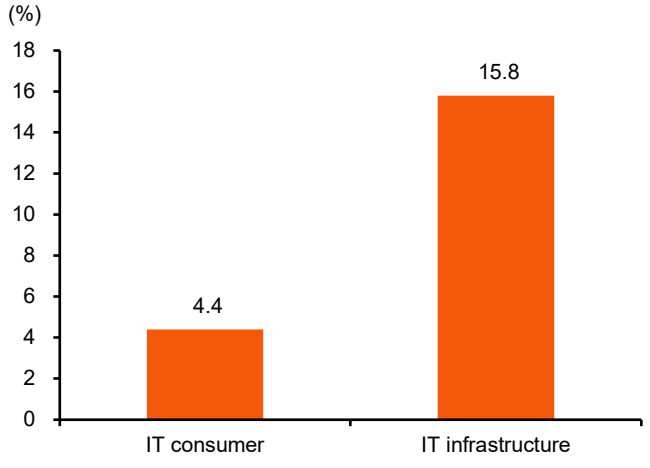
Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 29: Improving Product Mix



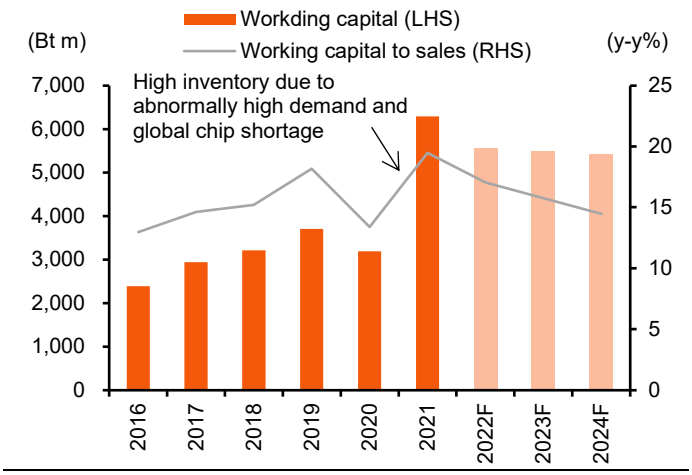
Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 30: Gross Margin Difference



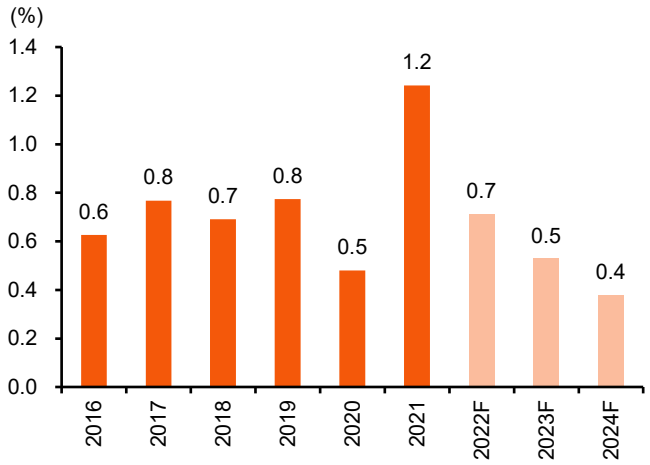
Source: Company data

Ex 31: Working Capital Needs Peak



Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 32: Net D/E To Fall Back



Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 33: Key Earnings Forecast Assumptions

	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Total sales growth (%)	6	(4)	17	35	1	7	8
- IT infrastructure and others	(20)	24	39	22	25	22	20
- IT consumer	11	(7)	13	39	(4)	3	4
Products mix (% profits)							
- IT infrastructure and others	33	44	41	41	47	52	56
- IT consumer	67	56	59	59	53	48	44
Gross margin (%)	6.3	6.7	6.8	6.0	6.5	6.6	6.7
SG&A to sales (%)	3.9	4.3	3.9	3.3	3.5	3.4	3.3
Inventory days (days)	43	54	37	64	50	45	40
Account receivable days (days)	53	59	59	55	50	50	50
Account payable days (days)	40	47	48	48	40	40	40
Interest expense (Bt m)	46	48	31	34	28	26	22

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 34: 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	1,279	1,473	1,604	1,716	1,795	1,847	1,866	1,867	1,849	1,829	1,781	—
Free cash flow	1,024	1,187	881	1,005	1,151	1,220	1,272	1,293	1,302	1,289	1,255	20,104
PV of free cash flow	887	957	661	701	729	716	691	652	608	558	478	7,660

Risk-free rate (%)	2.5
Market risk premium (%)	8.0
Beta	1.0
WACC (%)	7.5
Terminal growth (%)	2.0
Enterprise value - add investments	17,094
Net debt (2022F)	4,038
Minority interest	0
Equity value	13,056
# of shares (m)	350
Target price/share (Bt)	**37**

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 35: Valuation Comparison With Regional Peers

			EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div. yield —	
Name	**BBG code**	**Country**	**22F (%)**	**23F (%)**	**22F (x)**	**23F (x)**	**22F (x)**	**23F (x)**	**22F (%)**	**23F (%)**	**22F (%)**	**23F (%)**
NEC Capital Solutions	8793 JP	Japan	3.7	4.2	6.4	6.1	na	na	na	na	3.5	3.8
Senshu Electric	9824 JP	Japan	34.1	2.1	10.1	9.9	1.0	0.9	na	na	2.3	2.3
Solutions 30	S30 FP	Luxembourg	na	69.1	24.2	14.3	na	2.0	6.0	4.2	na	na
Synnex Thailand	SYNEX TB	Thailand	(2.7)	15.1	19.9	17.3	4.0	3.7	21.0	18.1	3.8	4.4
SiS Distribution Thailand	SIS TB*	Thailand	15.7	15.4	13.0	11.2	2.8	2.6	11.1	9.3	4.6	6.7
Average			**12.7**	**21.2**	**14.7**	**11.8**	**2.6**	**2.3**	**12.7**	**10.5**	**3.6**	**4.3**

Source: Bloomberg

Note: *Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 9-Aug-2022 closing prices

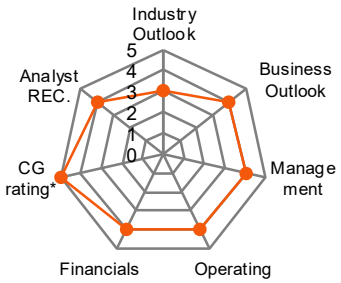
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท เอสไอเอส ดิสทริบิวชั่น (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) จัดจำหน่ายคอมพิวเตอร์ และอุปกรณ์ต่อพ่วง บริษัทฯ จัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์ให้กับตัวแทนจำหน่าย, ผู้ค้าปลีก, system integrators, บริษัทซอฟต์แวร์, ผู้จำหน่ายที่มีมูลค่าเพิ่ม และผู้ผลิตอุปกรณ์ดั้งเดิม SIS ยังนำเสนอผลิตภัณฑ์โครงสร้างพื้นฐานด้านไอที เช่น บริการโซลูชั่นด้านความมั่นคงและปลอดภัย (Cyber security) และผลิตภัณฑ์และบริการระบบการประมวลผลหรือการจัดเก็บข้อมูลของผู้ใช้งานที่ถูกจัดเก็บบนเครื่องเซิร์ฟเวอร์แบบส่วนตัว (private cloud) และ ระบบการประมวลผลหรือการจัดเก็บข้อมูลของผู้ใช้งานที่ถูกจัดเก็บบนเครื่องเซิร์ฟเวอร์แบบสาธารณะ (public cloud)

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Rating Scale	
Excellent	5
Good	4
Fair	3
Weak	2
Very Weak	1
None	0

Source: Thanachart; *CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ช่องทางการจัดจำหน่ายที่แข็งแกร่ง
- เป็นหนึ่งในผู้ประกอบการต้นทุนต่ำที่สุด
- ใช้ประโยชน์จากต้นทุนในธุรกิจต่าง ๆ
- หนึ่งในสามผู้จัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์รายใหญ่ที่สุด

W — Weakness

- ธุรกิจจัดจำหน่ายให้อัตรากำไรต่ำ
- ต้องมีสินค้าคงคลังจำนวนมาก

O — Opportunity

- ความต้องการผลิตภัณฑ์ไอทีสำหรับโครงสร้างพื้นฐานเพิ่มขึ้น
- เป็นพันธมิตรกับแบรนด์ที่แข็งแกร่งและเติบโตอย่างรวดเร็ว

T — Threat

- อุตสาหกรรมไอทีสำหรับผู้บริโภคชะลอตัว

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	33.00	37.00	12%
Net profit 22F (Bt m)	791	769	-3%
Net profit 23F (Bt m)	878	887	1%
Consensus REC	**BUY: 1**	**HOLD: 1**	**SELL: 0**

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด ซึ่งเราคาดว่าเป็นเพราะเรามีมุมมองเชิงบวกมากขึ้นเกี่ยวกับความต้องการผลิตภัณฑ์ของ SIS

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การบริโภคที่ซบเซา ความต้องการผลิตภัณฑ์ไอทีสำหรับผู้บริโภคที่อ่อนแอทำให้เกิดความเสี่ยงด้านลบต่อประมาณการของเรา
- ค่าเงินบาทที่อ่อนค่าส่งผลลบต่อประมาณการของเราเช่นกัน

Source: Thanachart

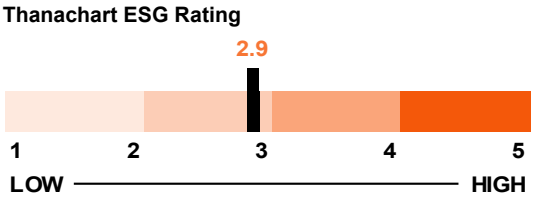
SIS

SIS Distribution (Thailand) Pcl.

Sector: Technology | ICT

ESG & Sustainability Report

SIS เป็นผู้จัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์ไอทีสำหรับผู้บริโภคและโครงสร้างพื้นฐานด้านไอทีรายใหญ่ที่สุดสามอันดับแรกของประเทศไทย โดยธรรมชาติของธุรกิจ SIS ไม่ได้ปล่อยก๊าซเรือนกระจกหรือของเสียอื่น ๆ ในสิ่งแวดล้อมมากนัก อย่างไรก็ตาม เราให้คะแนน ESG สำหรับ SIS ที่ 2.9 ซึ่งอยู่ในระดับปานกลาง สะท้อนถึงการปล่อยมลพิษที่ต่ำ แต่ยังไม่มีเป้าหมายสำหรับประเด็น ESG โดยรวมที่ชัดเจน



	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)
SIS	-	-	-	-	-	-	-	-	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 "terms of use" toward the back of this report.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) – นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม – การบริหารจัดการพลังงาน/ไฟฟ้า – การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก – การบริหารจัดการน้ำ – การบริหารจัดการของเสีย	▪ SIS เป็นหนึ่งในสามผู้จัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์ไอทีชั้นนำของประเทศไทย โดยธรรมชาติของธุรกิจไม่ได้ก่อให้เกิดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GSG) หรือของเสียจากกระบวนการผลิตมากนัก SIS ยังไม่ได้รายงานเกี่ยวกับปริมาณการปล่อย GSG และยังไม่ได้กำหนดเป้าหมายสำหรับปัญหาสิ่งแวดล้อมโดยรวม ▪ SIS ใช้ซอฟต์แวร์การบริหารจัดการด้านลอจิสติกส์ที่เรียกว่า Sky Frog ซึ่งช่วยคำนวณเส้นทางที่ประหยัดเชื้อเพลิงในการเปลี่ยนแปลงผลิตภัณฑ์ที่สุดเพื่อลดมลพิษทางอากาศ ▪ SIS กำลังเปลี่ยนมาใช้หลอดไฟ LED แทนหลอดฟลูออเรสเซนต์แบบเดิม หลอดไฟ LED มีอายุการใช้งานยาวนานขึ้นถึง 60,000 – 100,000 ชั่วโมง เทียบกับ 10,000 หลอดแบบดั้งเดิม ระยะเวลาการทดแทนที่ยาวนานขึ้นช่วยลดของเสีย ▪ SIS กำลังดำเนินการตามนโยบายการประชุมทางไกลซึ่งพนักงานสามารถเข้าร่วมการประชุมจากที่อื่นได้
ด้านสังคม (SOCIAL) – การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน – การดูแลพนักงาน – สุขอนามัยและความปลอดภัย – ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ – การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	▪ SIS มีความสมดุลของแรงงานที่ดี โดย 54% ของคนงานเป็นผู้หญิง และ 46% เป็นแรงงานชาย ▪ SIS จัดให้มีการตรวจสุขภาพประจำปีสำหรับพนักงานทุกคน โดยให้การช่วยเหลือในระดับหนึ่ง เช่น ค่าวัคซีนโควิด นอกจากนี้ยังมีการประกันอุบัติเหตุส่วนบุคคลให้กับพนักงานอีกด้วย ▪ SIS พัฒนาฐานข้อมูลที่เรียกว่า Accident เพื่อบันทึกอุบัติเหตุทั้งหมดเพื่อติดตามปัญหาและหาแนวทางแก้ไขเพื่อป้องกันไม่ให้เกิดขึ้นอีก
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) – โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท – จริยธรรมและความโปร่งใส – ความยั่งยืนของธุรกิจ – การบริหารความเสี่ยง – นวัตกรรม	▪ SIS มีคณะกรรมการบริษัท 8 คน ซึ่งเรามองว่าเหมาะสมกับขนาดและขอบเขตของธุรกิจของบริษัทฯ ในจำนวนสมาชิก 8 คน กรรมการ 3 คนเป็นกรรมการอิสระ สมาชิก 5 คน รวมทั้งประธาน ถือหุ้นโดยตรง/โดยอ้อมใน SIS มีกรรมการผู้หญิง 2 คน ▪ SIS มีการกระจายความเสี่ยงทางธุรกิจจากไอทีสำหรับผู้บริโภค ซึ่งได้แก่การรักษาความปลอดภัยทางไซเบอร์และคลาวด์ เนื่องจากตลาดไอทีสำหรับผู้บริโภคที่เติบโตเต็มที่แล้ว ▪ SIS มีเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยน เนื่องจากนำเข้าสินค้าเป็นสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐฯ และขายให้ลูกค้าชาวไทยเป็นเงินบาท SIS ป้องกันความเสี่ยงในการนำเข้าอย่างเต็มที่เพื่อหลีกเลี่ยงความเสี่ยงจากความผันผวนของค่าเงิน

Source: Thanachart

Improving sales, gross margin with falling SG&A to sales

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	23,851	32,294	32,586	34,878	37,530
Cost of sales	22,225	30,371	30,481	32,575	35,005
Gross profit	**1,626**	**1,924**	**2,106**	**2,303**	**2,525**
% gross margin	6.8%	6.0%	6.5%	6.6%	6.7%
Selling & administration expenses	937	1,074	1,125	1,171	1,223
Operating profit	**689**	**849**	**981**	**1,132**	**1,303**
% operating margin	2.9%	2.6%	3.0%	3.2%	3.5%
Depreciation & amortization	98	101	123	147	170
EBITDA	**787**	**950**	**1,104**	**1,279**	**1,473**
% EBITDA margin	3.3%	2.9%	3.4%	3.7%	3.9%
Non-operating income	125	42	43	43	43
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(31)	(34)	(28)	(26)	(22)
Pre-tax profit	**783**	**858**	**996**	**1,150**	**1,324**
Income tax	143	196	227	263	302
After-tax profit	**640**	**662**	**769**	**887**	**1,022**
% net margin	2.7%	2.0%	2.4%	2.5%	2.7%
Shares in affiliates' Earnings	4	3	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	(46)	128	0	0	0
NET PROFIT	**597**	**793**	**769**	**887**	**1,022**
Normalized profit	**644**	**664**	**769**	**887**	**1,022**
EPS (Bt)	1.7	2.3	2.2	2.5	2.9
Normalized EPS (Bt)	1.8	1.9	2.2	2.5	2.9

Lighter inventories amid changes in business toward infra-based IT

Falling debt

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	6,910	11,245	9,642	9,837	10,068
Cash & cash equivalent	263	420	420	420	420
Account receivables	3,867	4,897	4,464	4,778	5,141
Inventories	2,245	5,347	4,175	4,016	3,836
Others	534	581	582	623	671
Investments & loans	72	29	29	29	29
Net fixed assets	153	154	133	89	21
Other assets	531	551	97	97	97
Total assets	**7,666**	**11,979**	**9,901**	**10,052**	**10,215**
LIABILITIES:					
Current liabilities:	4,652	8,549	6,178	5,999	5,874
Account payables	2,922	3,953	3,340	3,570	3,836
Bank overdraft & ST loans	1,612	4,458	2,712	2,299	1,899
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	118	138	125	130	139
Total LT debt	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Others LT liabilities	204	178	143	150	157
Total liabilities	**4,857**	**8,728**	**6,321**	**6,149**	**6,031**
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	350	350	350	350	350
Share premium	435	435	435	435	435
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	0	0	0	0	0
Retained earnings	**2,023**	**2,466**	**2,794**	**3,118**	**3,398**
Shareholders' equity	2,809	3,251	3,579	3,903	4,184
Liabilities & equity	**7,666**	**11,979**	**9,901**	**10,052**	**10,215**

Sources: Company data, Thanachart estimates

Lower need for working capital

Doesn't require heavy capex despite decent growth

PE looks attractive, in our view

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	783	858	996	1,150	1,324
Tax paid	(117)	(175)	(227)	(257)	(296)
Depreciation & amortization	98	101	123	147	170
Chg In w orking capital	511	(3,100)	992	75	83
Chg In other CA & CL / minorities	(273)	(22)	(18)	(42)	(45)
Cash flow from operations	**1,002**	**(2,338)**	**1,866**	**1,072**	**1,237**
Capex	(127)	(102)	(102)	(102)	(102)
Right of use	(169)	39	53	0	0
ST loans & investments	(13)	9	4	0	0
LT loans & investments	15	43	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(61)	(86)	365	6	7
Cash flow from investments	**(355)**	**(97)**	**320**	**(96)**	**(95)**
Debt financing	(503)	2,943	(1,746)	(413)	(400)
Capital increase	0	0	(0)	0	0
Dividends paid	(193)	(350)	(441)	(563)	(742)
Warrants & other surplus	3	0	0	0	0
Cash flow from financing	**(693)**	**2,593**	**(2,187)**	**(977)**	**(1,142)**
Free cash flow	**875**	**(2,440)**	**1,764**	**970**	**1,134**

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	15.5	15.0	13.0	11.2	9.8
Normalized PE - at target price (x)	20.1	19.5	16.9	14.6	12.7
PE (x)	16.7	12.6	13.0	11.2	9.8
PE - at target price (x)	21.7	16.3	16.9	14.6	12.7
EV/EBITDA (x)	14.4	14.7	11.1	9.3	7.8
EV/EBITDA - at target price (x)	18.2	17.9	13.8	11.6	9.8
P/BV (x)	3.6	3.1	2.8	2.6	2.4
P/BV - at target price (x)	4.6	4.0	3.6	3.3	3.1
P/CFO (x)	10.0	(4.3)	5.3	9.3	8.1
Price/sales (x)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
Dividend yield (%)	3.5	4.2	4.6	6.7	8.2
FCF Yield (%)	8.8	(24.5)	17.7	9.7	11.4
(Bt)					
Normalized EPS	1.8	1.9	2.2	2.5	2.9
EPS	1.7	2.3	2.2	2.5	2.9
DPS	1.0	1.2	1.3	1.9	2.3
BV/share	8.0	9.3	10.2	11.1	11.9
CFO/share	2.9	(6.7)	5.3	3.1	3.5
FCF/share	2.5	(7.0)	5.0	2.8	3.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

Improving ROE trend

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	17.0	35.4	0.9	7.0	7.6
Net profit (%)	41.1	32.7	(3.0)	15.4	15.2
EPS (%)	41.1	32.7	(3.0)	15.4	15.2
Normalized profit (%)	59.0	3.2	15.7	15.4	15.2
Normalized EPS (%)	59.0	3.2	15.7	15.4	15.2
Dividend payout ratio (%)	58.6	53.0	60.0	75.0	80.0
Operating performance					
Gross margin (%)	6.8	6.0	6.5	6.6	6.7
Operating margin (%)	2.9	2.6	3.0	3.2	3.5
EBITDA margin (%)	3.3	2.9	3.4	3.7	3.9
Net margin (%)	2.7	2.0	2.4	2.5	2.7
D/E (incl. minor) (x)	0.6	1.4	0.8	0.6	0.5
Net D/E (incl. minor) (x)	0.5	1.2	0.6	0.5	0.4
Interest coverage - EBIT (x)	22.3	25.2	34.5	43.8	59.9
Interest coverage - EBITDA (x)	25.5	28.3	38.8	49.5	67.7
ROA - using norm profit (%)	8.7	6.8	7.0	8.9	10.1
ROE - using norm profit (%)	24.7	21.9	22.5	23.7	25.3
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	24.6	21.8	22.5	23.7	25.3
- asset turnover (x)	3.2	3.3	3.0	3.5	3.7
- operating margin (%)	3.4	2.8	3.1	3.4	3.6
- leverage (x)	2.8	3.2	3.2	2.7	2.5
- interest burden (%)	96.2	96.2	97.2	97.8	98.4
- tax burden (%)	81.7	77.2	77.2	77.2	77.2
WACC (%)	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5
ROIC (%)	13.2	15.8	10.4	14.9	17.4
NOPAT (Bt m)	563	655	757	874	1,005
invested capital (Bt m)	4,159	7,289	5,872	5,782	5,663

Sources: Company data, Thanachart estimates

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 redisseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, non 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.moodys.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 แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด 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 65 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2210A, ADVANC16C2211A, AMAT16C2209A, AOT16C2212A, AOT16C2209A, BANPU16C2210A, BCH16C2211A, BGRI16C2209A, 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, MTC16C2209A, PTG16C2211A, PTG16C2209A, PTTE16C2209A, RBF16C2209A, RCL16C2208A, SAWAD16C2211A, S5016C2209A, S5016P2209A, SAWA16C2209A, SCB16C2211A, SCB16C2208A, SET5016C2209B, SET5016P2209B, SPRC16C2209A, STEC16C2209A, TIDLOR16C2212A, TOP16C2211A, TTA16C2208A, TTA16C2211A, TU16C2210A, WHA16C2209A (underlying securities are ADVANC, AMATA, AOT, BANPU, BCH, BGRIM, 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, SPRC, STEC, TIDLOR, TOP, TTA, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทุนธนชาต จากัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จากัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ทุนธนชาต จากัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มี สัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จากัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททุนธนชาต 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)

บริษัททุนธนชาต จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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

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

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจัดจำหน่ายหุ้นกู้ 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 นิจการุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

Strategy, ประกัน, กระดาษ
จักร เรืองสินภิญญา
Tel: 662-779-9104
chak.reu@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร
ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์
Tel: 662-483-8296
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เดินเรือ
พัทธดนย์ บุนนาค
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย์
พรรณารายณ์ ติยะพิทยารัตน์
Tel: 662-779-9109
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง
รตา ลิ้มสุทธิวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน
สรัชดา ศรทรง
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, แปล
ลาภินี ทิพยมณฑล
Tel: 662-779-9115
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒน์หิรัญกุล, CFA
Tel: 662-779-9120
adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค
ภัทรวัลลิ์ หวังมิ่งมาศ
Tel: 662-779-9105
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค
วิชนันท์ ธรรมบำรุง
Tel: 662-779-9123
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล
Tel: 662-483-8304
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ
สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัศมีพัฒน์
Tel: 662-483-8303
sittichet.run@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน
นลิภรณ์ คลังเปรมจิตต์
Tel: 662-779-9107
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล
Tel: 662-779-9108
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุศล
Tel: 662-779-9118
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์
Tel: 662-779-9114
varathip.run@thanachartsec.co.th

สุเนตร รักษาวัด
Tel: 662-779-9117
sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี
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