

SELL (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 37.00 (From: Bt 52.00)

Downside : 14.9% **31 AUGUST 2022**

Small Cap Research

Hana Micro Electronics (HANA TB)

แนวโน้มทรงตัว

HANA ได้ปรับลดเป้ารายได้ลงเหลือเพียงตัวเลขหลักเดียวในปีนี้ หลังจากเห็นคำสั่งซื้อจากลูกค้าลดลง เราต้องปรับลดประมาณการกำไรของเราลงไปอีก และคาดว่า EPS จะเติบโต 1/4/8% ในปี 2022-24F เท่านั้น คงคำแนะนำ “ขาย”



PATTADOL BUNNAK

662 – 483 8298

Pattadol.bun@thanachartsec.co.th

ปรับลดประมาณการกำไร

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มอิเล็กทรอนิกส์ – “เข้าสู่ช่วงขาลง” วันที่ 31 ส.ค. เราปรับลดประมาณการกำไรลงอีก 6/10/11% ในปี 2022-24F และคงคำแนะนำ “ขาย” HANA ราคาเป้าหมายปี 2023F เหลือ 37 บาท/หุ้น (จาก 52 บาท) 1) แนวโน้มอุตสาหกรรมอ่อนแอลง และ HANA ได้ปรับลดเป้าการเติบโตของรายได้เหลือเพียงตัวเลขหลักเดียวในปีนี้ หลังจากเห็นการลดคำสั่งซื้อบางส่วน 2) หลังจากที่เราปรับลดกำไรการเติบโตของกำไรปกติต่อหุ้นของ HANA ก่อนช่วงจะทรงตัวที่ 1/4/8% ในปี 2022-24F และ 3) ด้วยการเติบโตที่ค่อนข้างทรงตัว เรามองว่า HANA แพงที่ 15 เท่า 2023F PE HANA ซื้อขายที่ PE ที่สูงที่ 18 เท่า ในช่วงปี 2020-21 เนื่องจาก EPS เติบโตสูงที่ 20/26%

แนวโน้มอุตสาหกรรมอ่อนแอลง

HANA ลดเป้าหมายการเติบโตของรายได้ลงเหลือเพียงตัวเลขหลักเดียวจากระดับสิบกลางๆ บริษัท เห็นคำสั่งซื้อชะลอออกไป และมีการยกเลิกบางส่วนใน 2H22 ในผลิตภัณฑ์สมาร์ทโฟน คอมพิวเตอร์ และผลิตภัณฑ์ไอทีสำหรับผู้บริโภคอื่นๆ จากฐานที่สูงในปี 2021-21 หมวดผลิตภัณฑ์เหล่านี้คิดเป็นประมาณ 46% ของรายได้ของ HANA บริษัท ยังคงเห็นคำสั่งซื้อจากกลุ่มยานยนต์ (18% ของยอดขาย) เนื่องจากเจ้าของแบรนด์ยังคงหวังว่ายอดขายรถยนต์ทั่วโลกจะฟื้นตัวในปีนี้อย่างไรก็ตาม บริษัทมีมุมมองที่ระมัดระวังมากขึ้นเกี่ยวกับแนวโน้มในปีหน้า และเราเห็นด้วยเนื่องจากอัตราดอกเบี้ยทั่วโลกเข้าสู่ขาขึ้นรอบใหม่

กำลังการผลิตใหม่

HANA ได้เพิ่มกำลังการผลิตใหม่ตั้งแต่ปี 2021 และมีกำหนดการเพิ่มขึ้นอีกใน 3Q22 กำลังการผลิตใหม่นี้เพื่อรองรับสมาร์ทโฟน และผลิตภัณฑ์อุตสาหกรรม และจะเพิ่มกำลังการผลิต 6% h-h HANA คาดว่า จะสามารถเพิ่มกำลังการผลิตใหม่ได้อย่างรวดเร็วจนถึงอัตราการใช้กำลังการผลิตที่สูง เนื่องจากข้อตกลง Take-or-Pay กับลูกค้าบางรายที่มีผลจนถึงกลางปี 2023F แม้จะรวมปัจจัยนี้ในประมาณการ แต่คาดว่าจะยอดขายในเทอมดอลลาร์สหรัฐของ HANA เติบโตที่ 3/4% ในปี 2022-23F

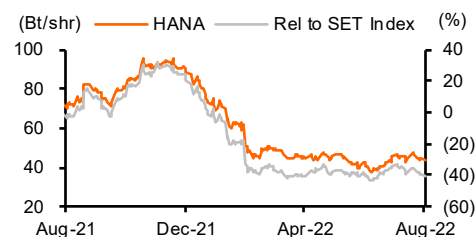
อัตรากำไรสุทธิใหม่

HANA เริ่มธุรกิจผลิตชิปซิลิคอนและซิลิคอนคาร์ไบด์ในปี 2018 โดยได้รับคำสั่งซื้อจำนวนมากจากสถานีชาร์จ EV และลูกค้าอิเล็กทรอนิกส์สำหรับผู้บริโภคขั้นพื้นฐานในปี 2021 และเริ่มการผลิตจำนวนมากในต้นปีนี้ ซึ่งมีผลขาดทุน 200 ลบ. ใน 1H22 HANA คิดว่าผลขาดทุนจะสูงสุดที่ 500 ลบ. ขึ้นไปในปีนี ก่อนถึงจุดคุ้มทุนในปี 2024-25 ปัจจุบันบริษัท กำลังพัฒนาตัวอย่างชิปซิลิคอนคาร์ไบด์สำหรับรถยนต์ EV บริษัท น่าจะทราบความสนใจของลูกค้าภายในปีหน้า HANA กล่าวว่ารถยนต์ EV เป็นตัวกำหนดความสำเร็จเนื่องจากมีปริมาณมาก

COMPANY VALUATION

VALUATION	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	23,780	26,757	27,268	27,619
Net profit	1,545	2,293	2,382	2,569
Consensus NP	—	1,966	2,264	2,718
Diff frm cons (%)	—	16.6	5.2	(5.5)
Norm profit	2,274	2,293	2,382	2,569
Prev. Norm profit	—	2,433	2,630	2,873
Chg frm prev (%)	—	(5.7)	(9.5)	(10.6)
Norm EPS (Bt)	2.8	2.8	3.0	3.2
Norm EPS grw (%)	26.5	0.8	3.9	7.9
Norm PE (x)	15.4	15.3	14.7	13.6
EV/EBITDA (x)	9.3	8.9	8.3	7.4
P/BV (x)	1.5	1.5	1.4	1.4
Div yield (%)	4.6	4.4	4.4	4.4
ROE (%)	10.2	9.8	9.8	10.2
Net D/E (%)	(24.6)	(19.6)	(22.3)	(27.1)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price: (Bt) as of 30-Aug-22	43.50
Market Cap (US\$ m)	963.1
Listed Shares (m shares)	804.9
Free Float (%)	57.8
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	14.1
12M Price H/L (Bt)	95.25/37.50
Sector	Electronics
Major Shareholder	OMAC (HK) Limited 21.43%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates



Ex 1: Our Key Assumptions

	2019	2020	2021	2022F	2023F
Year-end capacity growth (%)	-	-	5	30	1
Effective capacity growth (%)	-	-	4	20	13
Implied extra sales (%)	-	-	2	9	6
US\$ sales growth (%)	(4.7)	(6.2)	21.1	3.2	4.0
Baht assumption(US\$/Baht)	31.0	31.2	32.0	34.8	34.1
Baht sales growth (%)	(8.4)	(5.4)	23.3	10.9	3.4
Gross margin (%)	10.7	13.2	13.8	13.1	13.2
SG&A to sales (%)	5.4	6.3	6.0	5.7	5.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Forecast Revisions

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Sales (USD m)					
New	617	744	770	801	861
Old			838	913	955
Change (%)			(8.1)	(12.4)	(9.8)
Bt/USD					
New	31.2	32.0	34.8	34.1	32.1
Old			33.1	31.0	31.8
Sales (Bt m)					
New	19,283	23,780	26,757	27,268	27,619
Old			27,701	29,008	30,314
Change (%)			(3.4)	(6.0)	(8.9)
Gross margin (%)					
New	13.2	13.8	12.9	13.2	13.7
Old			12.9	13.2	13.4
Change (pp)			(0.0)	(0.0)	0.3

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Forecast Revisions (cont'd)

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
SG&A/sales (%)					
New	6.3	6.0	5.6	5.8	5.8
Old			5.4	5.4	5.3
Change (pp)			0.2	0.3	0.5
Normalized profit (Bt m)					
New	1,798	2,274	2,293	2,382	2,569
Old			2,433	2,630	2,873
Change (%)			(5.7)	(9.5)	(10.6)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: 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	3,561	3,777	3,688	3,888	3,924	4,012	4,102	4,139	4,172	4,107	4,060	—
Free cash flow	2,682	2,965	3,067	2,981	3,192	1,290	3,190	3,338	3,381	3,410	2,472	25,679
PV of free cash flow	2,420	2,414	2,223	1,941	1,867	677	1,505	1,414	1,287	1,166	723	7,510
Risk-free rate (%)	3.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.1											
WACC (%)	11.8											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	25,146											
Net debt (2022F)	(4,655)											
Minority interest	-											
Equity value	29,801											
# of shares (m)	805											
Target price/share (Bt)	37											

Sources: Company data, Thanachart estimates

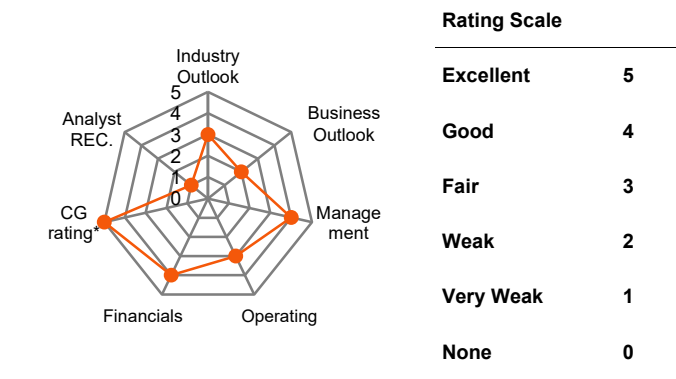
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ฮานา ไมโครอิเล็กทรอนิกส์ จำกัด (มหาชน) เป็นผู้ให้บริการผลิตผลิตภัณฑ์อิเล็กทรอนิกส์แบบครบวงจร (EMS) ซึ่งผลิตชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ให้กับผู้รับจ้างผลิตสินค้าตามรูปแบบและเครื่องหมายการค้าของลูกค้ากำหนด (OEM) บริษัทฯ ให้บริการประกอบผลิตภัณฑ์สามอย่างแก่ลูกค้า คือ การประกอบแผงวงจรอิเล็กทรอนิกส์ (PCBA) การผลิตและทดสอบการทำงานของแผงวงจรไฟฟ้า (IC) และผลิตภัณฑ์ประเภท MICRODISPLAY โดย HANA มีฐานการผลิต 5 แห่ง ตั้งอยู่ในประเทศไทย จีน กัมพูชา และสหรัฐอเมริกา

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- โรงงานที่จัดตั้งมานานและมีการดำเนินงานที่แข็งแกร่ง
- ทีมผู้บริหารที่เก่ง มีประสบการณ์ และทำงานร่วมกันมายาวนาน
- มีเงินสดสุทธิสูงมาก และไม่มีภาระหนี้สินเลย

O — Opportunity

- มีการพัฒนากระบวนการผลิตใหม่ๆขึ้นเองซึ่งจะสามารถลดต้นทุนได้
- การขยายธุรกิจเข้าไปสู่กลุ่มอุตสาหกรรมที่มีมูลค่าเพิ่มมากกว่าและมีอัตรากำไรที่สูง เช่น อุตสาหกรรมรถยนต์ และการแพทย์
- การขยายกำลังการผลิตทำให้บริษัทสามารถเพิ่มรายได้ให้สูงขึ้นไปอีกขึ้นเมื่อความต้องการของสินค้าฟื้นตัว

W — Weakness

- เป็นธุรกิจที่ใช้เงินลงทุนเยอะ โดยเฉพาะเครื่องจักร
- ธุรกิจขึ้นอยู่กับความต้องการชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ของโลกที่ผันผวน
- มีการแข่งขันสูงกับบริษัท EMS รายใหญ่ระดับโลก

T — Threat

- เหตุการณ์ภายนอกที่ไม่สามารถคาดเดาล่วงหน้าได้ (เช่น น้ำท่วมและความไม่สงบทางการเมือง) สามารถทำให้การดำเนินงานของ HANA ต้องหยุดชะงัก
- นวัตกรรมใหม่ในอุตสาหกรรมเทคโนโลยีที่เปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วสามารถส่งผลกระทบต่อความแข็งแกร่งต่อความต้องการของสินค้าบางอย่างได้

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	49.86	37.00	-26%
Net profit 22F (Bt m)	1,966	2,293	17%
Net profit 23F (Bt m)	2,264	2,382	5%
Consensus REC	BUY: 7	HOLD: 8	SELL: 2

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการปี 2022-23F ของเรต่ำกว่าของตลาด ซึ่งเป็นเพราะเรามองมองที่เป็นลบมากขึ้นต่อแนวโน้มอัตรากำไรของ HANA

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

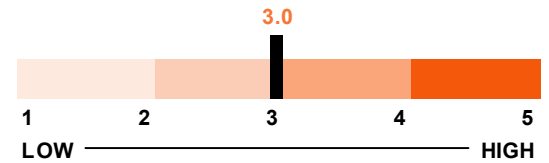
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากการขาดทุนของ HANA จากธุรกิจใหม่ต่ำกว่าที่เราคาดไว้ในปัจจุบัน อาจส่งผลให้มี upside ต่อคาดการณ์กำไรได้
- อุตสาหกรรมอิเล็กทรอนิกส์ที่แข็งแกร่งเกินคาดจะส่งผลบวกต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

HANA เป็นผู้ให้บริการ EMS สำหรับผลิตภัณฑ์อิเล็กทรอนิกส์ชั้นนำ 30 อันดับแรกของโลก HANA มีเป้าหมายที่ชัดเจนในการลดมลภาวะ และกำลังดำเนินการตามมาตรการต่างๆ เพื่อให้บรรลุเป้าหมาย แต่ธุรกิจการผลิตจะปล่อยมลพิษตามธรรมชาติออกมาเป็นจำนวนมาก เราให้คะแนน ESG สำหรับ HANA ที่ 3.0

Thanachart ESG Rating



	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)
HANA	YES	YES	-	BBB	64.89	51.09	20.31	-	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	- HANA เป็นผู้ให้บริการ 30 อันดับแรกของโลกในด้านบรรจุภัณฑ์ชิปและบริการประกอบแผงวงจรพิมพ์ บริษัทมีระบบการจัดการปล่อยมลพิษที่เหมาะสม และยังมีแผนเฉพาะที่จะบรรลุเป้าหมายดังกล่าว HANA ได้แสดงให้เห็นถึงการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHC) ในช่วงหลายปีที่ผ่านมา เทียบกับปีฐาน 2020 HANA ลด GHC ลง 14% บริษัท มีแผนที่จะลด 40% ให้ได้ภายในปี 2030 - HANA ยังเน้นเรื่องการจัดการขยะอีกด้วย ปริมาณของเสียที่สามารถนำกลับมาใช้ใหม่ได้คือ 87% ของขยะทั้งหมดในปี 2021 ระดับของเสียลดลงตลอดทั้งปี - HANA ได้ดำเนินการลงทุนในโครงการต่างๆ เพื่อลดการใช้พลังงานของอุปกรณ์และเครื่องจักร การใช้พลังงานลดลงในช่วงหลายปีที่ผ่านมา - HANA เน้นการอนุรักษ์น้ำ ระดับการใช้น้ำลดลงอย่างต่อเนื่อง - HANA อยู่ในรายชื่อหุ้นยั่งยืนในปี 2021 HANA ยังได้รับรางวัล Rising Star Sustainability จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอีกด้วย
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- HANA ให้ค่าตอบแทนพนักงานที่เหมาะสม ซึ่งครอบคลุมสภาพเศรษฐกิจ และสังคม การดูแลสุขภาพให้ดีขึ้น และช่วยเหลือครอบครัว - HANA ได้รับใบรับรอง เช่น ISO 9001, IATF 16949 และ ISO 13485 เพื่อให้มั่นใจว่าผลิตภัณฑ์และบริการของบริษัท ปลอดภัยสำหรับผู้บริโภคและผู้ที่เกี่ยวข้อง - HANA ให้การสนับสนุนอย่างจริงจัง เกี่ยวกับ การบริจาคและการสนับสนุนอื่นๆ แก่ผู้ที่ต้องการ บริษัท ยังช่วยสนับสนุนการพัฒนาอาชีพและสร้างรายได้ให้กับชุมชน เช่น ช่วยสร้างศูนย์การเรียนรู้การเรือนรู้เบเกอรี่
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- HANA มีคณะกรรมการจำนวน 6 คน ซึ่งเล็กกว่าธุรกิจอื่นที่มีขนาดใกล้เคียงกัน ในจำนวนสมาชิก 6 คน กรรมการ 2 คน เป็นกรรมการอิสระ มีสมาชิกสามคน รวมทั้งประธานมีหุ้นใน HANA มีกรรมการหญิงหนึ่งคน - HANA มีผลิตภัณฑ์ขั้นสุดท้ายที่หลากหลายอย่างมาก ได้แก่ สมาร์ทโฟน คอมพิวเตอร์ รถยนต์ อุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์สำหรับอุตสาหกรรมและผู้บริโภค และผลิตภัณฑ์อิเล็กทรอนิกส์ทางการแพทย์ - HANA มีความกระตือรือร้นในการพัฒนากระบวนการอัตโนมัติเพื่อลดแรงงาน แต่เป็นที่ยากและเป็นค่อยไป

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	19,283	23,780	26,757	27,268	27,619
Cost of sales	16,734	20,493	23,307	23,675	23,832
Gross profit	2,548	3,287	3,450	3,593	3,787
% gross margin	13.2%	13.8%	12.9%	13.2%	13.7%
Selling & administration expenses	1,211	1,423	1,508	1,570	1,602
Operating profit	1,337	1,864	1,942	2,022	2,185
% operating margin	6.9%	7.8%	7.3%	7.4%	7.9%
Depreciation & amortization	1,175	1,301	1,458	1,538	1,592
EBITDA	2,512	3,165	3,401	3,561	3,777
% EBITDA margin	13.0%	13.3%	12.7%	13.1%	13.7%
Non-operating income	530	471	408	423	456
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(9)	(7)	(4)	(8)	(13)
Pre-tax profit	1,858	2,327	2,346	2,437	2,628
Income tax	60	53	53	55	60
After-tax profit	1,798	2,274	2,293	2,382	2,569
% net margin	9.3%	9.6%	8.6%	8.7%	9.3%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	110	(729)	0	0	0
NET PROFIT	1,908	1,545	2,293	2,382	2,569
Normalized profit	1,798	2,274	2,293	2,382	2,569
EPS (Bt)	2.4	1.9	2.8	3.0	3.2
Normalized EPS (Bt)	2.2	2.8	2.8	3.0	3.2

Margins under pressure

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	17,720	17,570	18,798	20,522	23,144
Cash & cash equivalent	9,667	5,999	5,695	7,195	9,695
Account receivables	3,461	4,553	5,123	5,221	5,288
Inventories	4,496	6,857	7,798	7,921	7,974
Others	96	162	182	185	188
Investments & loans	72	72	72	72	72
Net fixed assets	6,938	9,663	10,221	9,699	9,123
Other assets	450	548	617	629	637
Total assets	25,180	27,853	29,707	30,921	32,976
LIABILITIES:					
Current liabilities:	2,806	4,029	5,055	5,787	6,824
Account payables	2,355	3,506	3,831	3,892	3,918
Bank overdraft & ST loans	300	334	1,024	1,690	2,699
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	151	189	199	205	207
Total LT debt	0	0	16	26	41
Others LT liabilities	760	766	859	491	470
Total liabilities	3,567	4,795	5,929	6,304	7,334
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	805	805	805	805	805
Share premium	1,723	1,723	1,723	1,723	1,723
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(611)	671	671	671	671
Retained earnings	19,696	19,859	20,579	21,419	22,443
Shareholders' equity	21,614	23,058	23,778	24,618	25,642
Liabilities & equity	25,180	27,853	29,707	30,921	32,976

Still a healthy balance sheet, on our forecasts

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	1,858	2,327	2,346	2,437	2,628
Tax paid	(70)	(45)	(54)	(53)	(60)
Depreciation & amortization	1,175	1,301	1,458	1,538	1,592
Chg In working capital	5	(2,301)	(1,186)	(160)	(94)
Chg In other CA & CL / minorities	497	(50)	(19)	(19)	(32)
Cash flow from operations	3,465	1,233	2,546	3,743	4,035
Capex	(1,199)	(4,010)	(2,000)	(1,000)	(1,000)
Right of use	0	0	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	136	0	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(103)	(551)	17	(376)	(14)
Cash flow from investments	(1,165)	(4,560)	(1,983)	(1,376)	(1,014)
Debt financing	(360)	(240)	706	676	1,025
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(1,046)	(1,409)	(1,573)	(1,542)	(1,545)
Warrants & other surplus	207	1,308	0	0	0
Cash flow from financing	(1,200)	(341)	(867)	(867)	(520)
Free cash flow	2,266	(2,777)	546	2,743	3,035

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	19.5	15.4	15.3	14.7	13.6
Normalized PE - at target price (x)	16.6	13.1	13.0	12.5	11.6
PE (x)	18.4	22.7	15.3	14.7	13.6
PE - at target price (x)	15.6	19.3	13.0	12.5	11.6
EV/EBITDA (x)	10.2	9.3	8.9	8.3	7.4
EV/EBITDA - at target price (x)	8.1	7.6	7.4	6.8	6.0
P/BV (x)	1.6	1.5	1.5	1.4	1.4
P/BV - at target price (x)	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2
P/CFO (x)	10.1	28.4	13.8	9.4	8.7
Price/sales (x)	1.8	1.5	1.3	1.3	1.3
Dividend yield (%)	3.2	4.6	4.4	4.4	4.4
FCF Yield (%)	6.5	(7.9)	1.6	7.8	8.7
(Bt)					
Normalized EPS	2.2	2.8	2.8	3.0	3.2
EPS	2.4	1.9	2.8	3.0	3.2
DPS	1.4	2.0	1.9	1.9	1.9
BV/share	26.9	28.6	29.5	30.6	31.9
CFO/share	4.3	1.5	3.2	4.7	5.0
FCF/share	2.8	(3.4)	0.7	3.4	3.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Valuation is not
inexpensive, in our view*

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(5.4)	23.3	12.5	1.9	1.3
Net profit (%)	5.7	(19.0)	48.4	3.9	7.9
EPS (%)	5.7	(19.0)	48.4	3.9	7.9
Normalized profit (%)	20.2	26.5	0.8	3.9	7.9
Normalized EPS (%)	20.2	26.5	0.8	3.9	7.9
Dividend payout ratio (%)	59.1	104.2	67.0	65.0	60.0
Operating performance					
Gross margin (%)	13.2	13.8	12.9	13.2	13.7
Operating margin (%)	6.9	7.8	7.3	7.4	7.9
EBITDA margin (%)	13.0	13.3	12.7	13.1	13.7
Net margin (%)	9.3	9.6	8.6	8.7	9.3
D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.4)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.3)
Interest coverage - EBIT (x)	147.5	248.8	467.5	244.6	163.5
Interest coverage - EBITDA (x)	277.1	422.5	818.4	430.7	282.6
ROA - using norm profit (%)	7.2	8.6	8.0	7.9	8.0
ROE - using norm profit (%)	8.5	10.2	9.8	9.8	10.2
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	8.5	10.2	9.8	9.8	10.2
- asset turnover (x)	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
- operating margin (%)	9.7	9.8	8.8	9.0	9.6
- leverage (x)	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3
- interest burden (%)	99.5	99.7	99.8	99.7	99.5
- tax burden (%)	96.8	97.7	97.7	97.7	97.7
WACC (%)	10.8	10.8	10.8	10.8	10.8
ROIC (%)	10.1	14.9	10.9	10.3	11.2
NOPAT (Bt m)	1,294	1,822	1,898	1,976	2,136
invested capital (Bt m)	12,247	17,393	19,124	19,139	18,687

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 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 73 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2210A, ADVANC16C2211A, AMATA16C2212A, AMAT16C2209A, AOT16C2212A, AOT16C2209A, BANPU16C2212A, BANPU16C2210A, BCH16C2211A, BH16C2212B, BH16C2212A, BGRIM16C2212A, BGRIM16C2209A, BLA16C2212A, BLA16C2209A, CBG16C2210A, CENTEL16C2209A, COM716C2209A, COM716C2211A, COM716C2211B, COM716C2211C, CPALL16C2211A, EA16C2209A, EA16C2211A, ESSO16C2209A, ESSO16C2209B, FORTH16C2211A, GPSC16C2209A, GULF16C2210A, GUNK16C2209A, HANA16C2209A, HANA16C2211A, IVL16C2209A, IVL16C2211A, JMART16C2210A, JMART16C2211A, JMT16C2210A, JMT16C2211A, KBAN16C2209A, KBANK16C2211A, KCE16C2209A, KCE16C2211A, KTC16C2211A, KTC16C2209A, MINT16C2211A, MTC16C2212A, MTC16C2209A, PSL16C2212A, PTG16C2211A, PTG16C2209A, PTTEP16C2212A, PTTE16C2209A, RBF16C2209A, SAWAD16C2211A, S5016C2209A, S5016P2209A, SAWA16C2209A, SCB16C2211A, SCGP16C2212A, SET5016P2212A, SET5016C2209B, SET5016C2212A, SET5016P2209B, SINGER16C2212A, SPRC16C2212A, SPRC16C2209A, STEC16C2209A, TIDLOR16C2212A, TOP16C2211A, TRUE16C2212A, 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, PSL, PTG, PTTEP, RBF, SAWAD, SCB, SET50, SCGP, SINGER, SPRC, STEC, TIDLOR, TOP, TRUE, 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. มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง 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 ราชธานีลิซซิ่ง 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 มีการรวมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ “หุ้นกู้ บริษัท สหกลีโควิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สหกลีโควิปเมนท์ 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 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 ภัทรวลลี้ 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 นลิกรณ์ 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 ลิมาวงษ์ปราชญ์ 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