

BUY (Unchanged)
Change in Numbers

TP: Bt 39.00
Upside: 28.9%

(From: Bt 37.00)
6 OCTOBER 2022

Small Cap Research

COM7 Pcl. (COM7 TB)

กลับมาฟื้นตัว

หลังได้รับผลกระทบจากการชะลอตัวของอุตสาหกรรม และการเคลียร์สินค้าคงคลังใน 2Q22 COM7 กำลังฟื้นตัวจากแนวโน้มยอดขายและอัตรากำไรที่ฟื้นตัว ด้วยราคาหุ้นที่ลดลง 28% YTD และการเพิ่มคาดการณ์กำไรของเรา 11/5/5% เราจึงยังคงแนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมาย 39 บาท



PATTADOL BUNNAK
662 – 483 8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

มีแนวโน้มเป็นบวก

COM7 เผชิญกับความต้องการของอุตสาหกรรมที่หดตัว ซึ่งนำไปสู่การลดล้างสต็อก และการตัดจำหน่ายใน 2Q22 ซึ่งมีกำไรเติบโตเพียง 5% y-y ปัจจุบัน เราคาดว่าแนวโน้มธุรกิจของ COM7 จะดีขึ้นใน 2H22F และคาดว่า EPS จะเติบโต 15% y-y จากฐานที่สูงมากใน 2H21 ซึ่งมีกำไรเติบโต 52% y-y ปัจจุบันบวก 2 ประการใน 2H22F คือการหดตัวของความต้องการของอุตสาหกรรมที่ชะลอตัวลงเหลือ 7% y-y จาก 20% y-y ใน 2Q22 และ COM7 มี EBIT margin ที่ดีขึ้นเป็น 6.2% เทียบกับ 5.2% ใน 2Q22 เนื่องจากไม่มีการลดล้างสต็อกเพิ่มเติม รายได้ของ COM7 ยังคงเติบโตอยู่ในแดนบวกเทียบกับอุตสาหกรรมที่หดตัว เนื่องจากส่วนแบ่งตลาดที่เพิ่มขึ้นจากการขยายตัว (Exhibit 2-3) และผลประโยชน์จากขนาด

อัตรากำไรกลับมาฟื้นตัว

EBIT margin ของ COM7 มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นจาก 3.9% ในปี 2018 เป็น 6% ในปี 2021 และ 6.5% ใน 1Q22 อย่างไรก็ตาม EBIT margin ลดลงมาอยู่ที่ 5.2% ใน 2Q22 เนื่องจากการลดราคาล้างสต็อกที่กล่าวถึงข้างต้น ซึ่งส่วนใหญ่เป็นหมวด crypto mining และ gaming computer เราคาดว่า EBIT margin ของ COM7 จะฟื้นตัวอยู่ที่ 6.2% ใน 2H22F และด้วยการเติบโตของยอดขายในระยะยาว และผลจาก operating leverage เราคาดว่าอัตรากำไรจะเพิ่มขึ้นเป็น 7.0% ในปี 2024F

iPhone 14 เบาะรองรับอุตสาหกรรม

ความต้องการ iPhone 14 แข็งแกร่งอย่างมาก ซึ่งเราเชื่อจะช่วยให้ความต้องการของอุตสาหกรรมมีแนวโน้มดีขึ้นจากที่คาดว่าจะลดลง 20% y-y ใน 2Q22 เหลือลดลงเพียง 7% y-y ใน 2H22F แม้เศรษฐกิจโลกมีแนวโน้มชะลอตัว แต่เศรษฐกิจไทยอยู่ในโหมดฟื้นตัวจากการท่องเที่ยวที่ฟื้นตัว ซึ่งเพิ่งจะเริ่มเห็นชัดเจนหลังกลับมาเปิดประเทศเต็มรูปแบบในเดือนมิถุนายน 2022 อัตราการเติบโตของความต้องการในอุตสาหกรรมโทรศัพท์มือถือและอุปกรณ์ไอทีที่เพิ่มขึ้นจากการเติบโตแบบปกติของธุรกิจที่ 3-4% ต่อปีในช่วงก่อนโควิด เป็น 20% ในปี 2021 เราคาดว่าความต้องการจะลดลง 6% ในปีนี้ ก่อนจะกลับสู่ระดับปกติที่ 3-4% ต่อปี ในปี 2023-24F

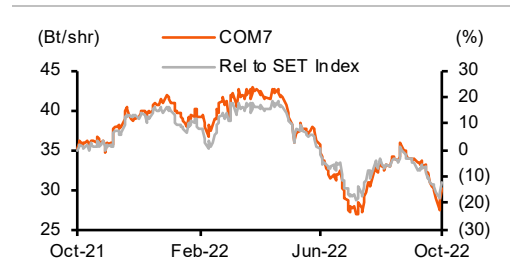
ปรับเพิ่มประมาณการกำไร แนะนำ "ซื้อ"

เนื่องจากการปรับจูนบวกดังกล่าว เราจึงปรับเพิ่มประมาณการกำไรของเราขึ้น 10/5/5% ในปี 2022-24F ซึ่งทำให้คาดการณ์กำไรของเราเติบโต 18/19/23% ในปีเหล่านั้น ราคาหุ้นของ COM7 ลดลง 28% YTD จากผลการดำเนินงาน 2Q22 ที่ออกมาที่น่าผิดหวัง และการตัดจำหน่ายสินค้าคงคลัง ปัจจุบันปรับจูนกังวลได้บรรเทา และธุรกิจกำลังกลับมาสู่เส้นทางอีกครั้ง เรามองว่าเป็นโอกาสในการเข้า "ซื้อ" นอกจากนี้ราคาหุ้นยังได้ปรับลดลงมาซื้อขายที่ 20 เท่า 2023F PE ซึ่งเรามองว่าไม่แพงเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ย 5 ปีที่ 23 เท่า และให้ ROE ที่ 45% ในปี 2023F เราให้ราคาเป้าหมายปี 2023F ที่ 39 บาท/หุ้น จากเดิมที่ 37 บาท

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	51,126	61,937	69,259	77,435
Net profit	2,630	3,085	3,662	4,516
Consensus NP	—	2,912	3,429	3,994
Diff frm cons (%)	—	5.9	6.8	13.1
Norm profit	2,608	3,085	3,662	4,516
Prev. Norm profit	—	2,776	3,471	4,272
Chg frm prev (%)	—	11.1	5.5	5.7
Norm EPS (Bt)	1.1	1.3	1.5	1.9
Norm EPS grw (%)	80.0	18.3	18.7	23.3
Norm PE (x)	27.8	23.5	19.8	16.1
EV/EBITDA (x)	19.4	16.4	13.9	11.4
P/BV (x)	13.7	9.9	8.2	7.4
Div yield (%)	1.7	1.9	4.1	5.4
ROE (%)	57.1	48.8	45.2	48.3
Net D/E (%)	49.6	6.7	(3.4)	(5.9)

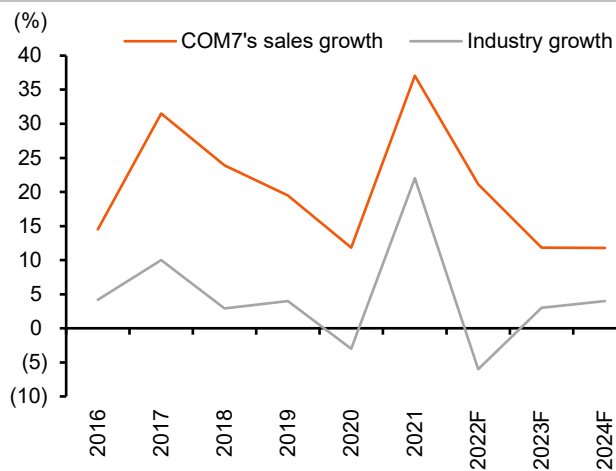
PRICE PERFORMANCE



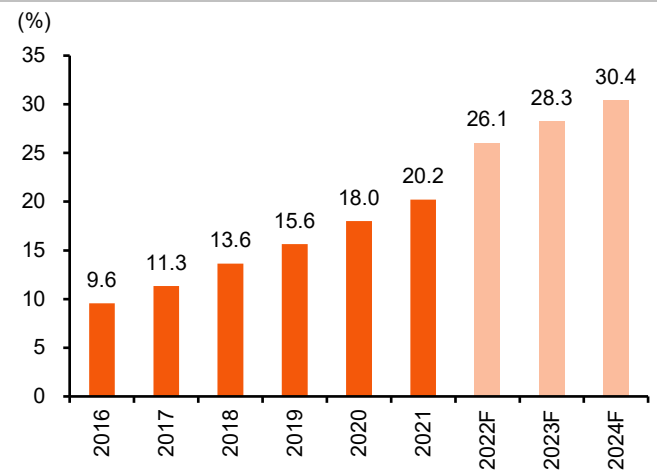
COMPANY INFORMATION

Price as of 6-Oct-22 (Bt)	30.25
Market Cap (US\$ m)	1,945.3
Listed Shares (m shares)	2,400.0
Free Float (%)	50.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	15.3
12M Price H/L (Bt)	43.00/27.00
Sector	Commerce
Major Shareholder	Khun Sura Kanittavikul 25.05%

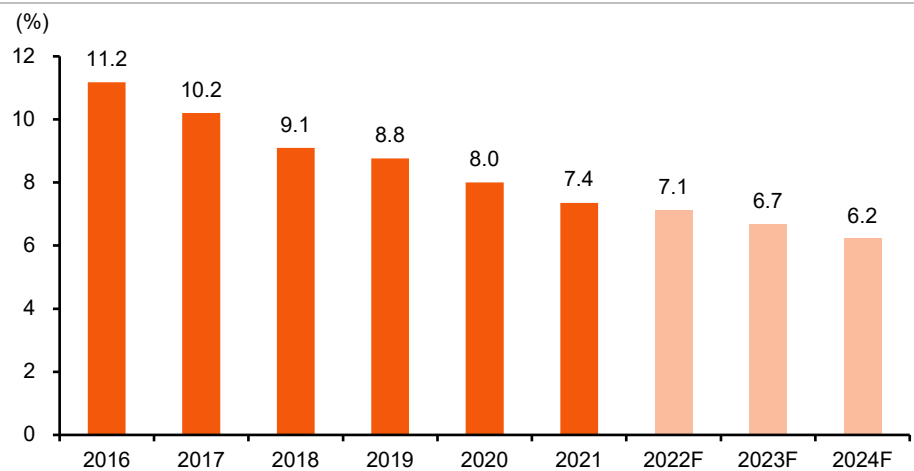
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

Ex 1: COM7 Sales Growth Vs. Industry's

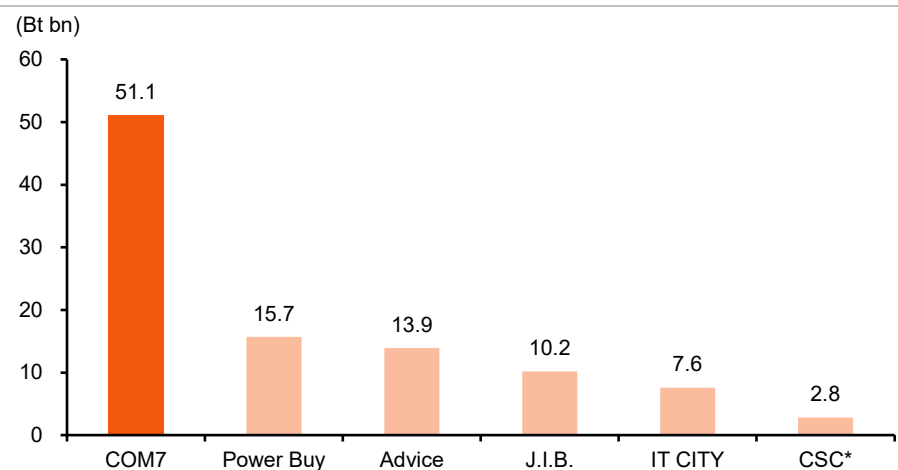
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: COM7's Market Share Over The Years

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: SG&A Fall When Sales Rise

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: COM7's Sales Vs. Peers'

Sources: Company data, BOL

Note: * Data as of 2020

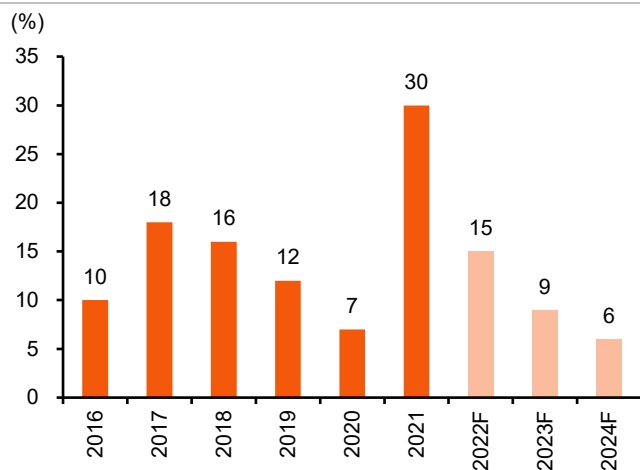
Ex 5: COM7's Net Margin Vs. Peers'

(%)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
COM7	1.8	2.4	2.7	3.2	3.5	3.7	4.9
Average main peers' net margin	0.3	1.0	1.7	0.6	0.8	0.4	1.7
- Advice	0.6	1.0	0.9	1.1	1.2	2.1	3.1
- CSC	0.1	na	1.3	2.2	0.7	na	na
- IT CITY	na	0.5	0.3	1.1	0.6	na	2.4
- Jaymart	-	-	-	3.8	na	1.3	-
- J.I.B.	0.3	0.2	0.3	0.4	0.7	0.8	2.5
- Power Buy	2.3	0.6	2.3	1.3	1.8	2.3	na

Sources: Company data, BOL

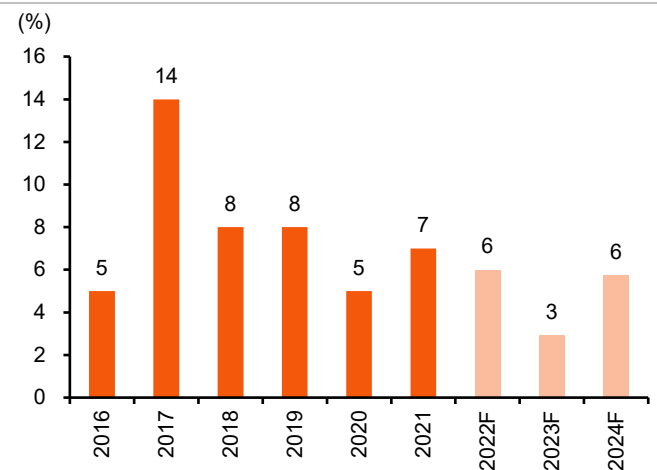
Note: na implies loss making

Ex 6: COM7's Same-Store-Sales Growth



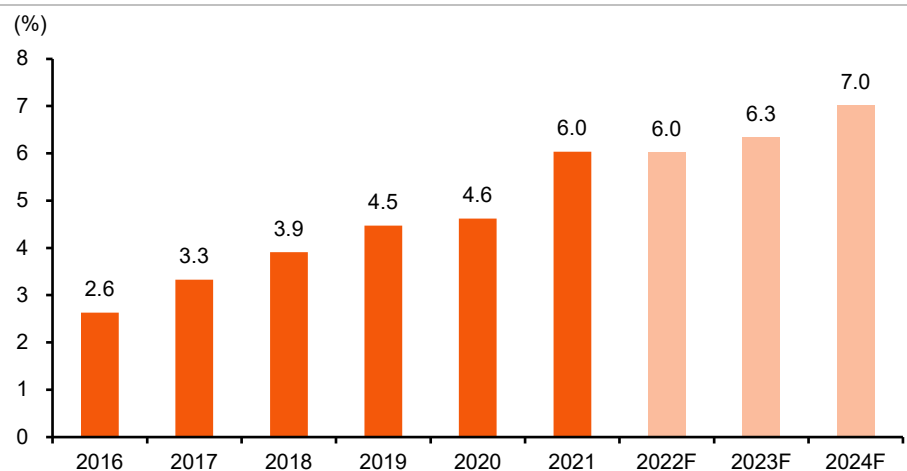
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: COM7's New Store Openings



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: EBIT Margin Trend



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: Our Key Assumptions

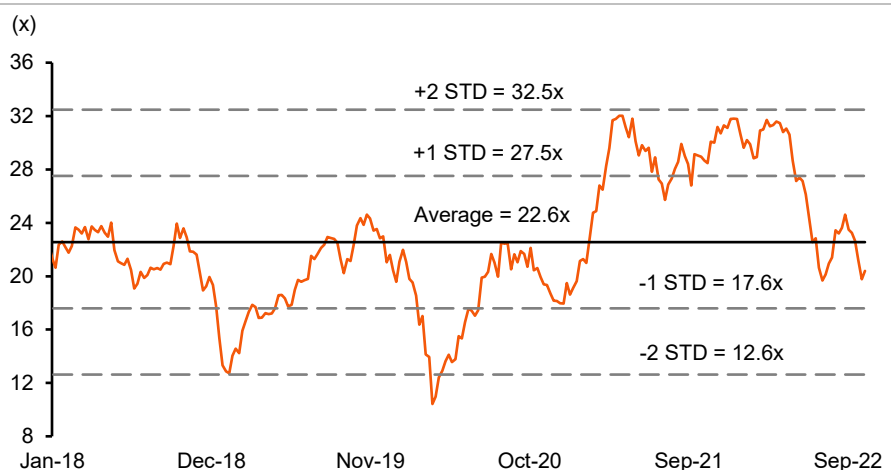
	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
# of stores	787	911	1,000	1,150	1,310	1,490
Sales growth from incremental stores (%)	8	5	7	6	3	6
Same-store-sales growth (%)	12	7	30	15	9	6
Total sales growth	20	12	37	21	12	12
Gross margin (%)	12.6	12.9	13.3	13.5	13.8	14.0
Sg&a to sales(%)	8.8	8.0	7.4	7.1	6.7	6.2
EBIT Margin (%)	4.6	6.0	6.0	6.0	6.3	7.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: Earnings Revisions

	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Sales (Bt m)						
New	33,362	37,306	51,126	61,937	69,259	77,435
Old				57,663	64,472	72,073
Change (%)				7.4	7.4	7.4
Gross margin (%)						
New	13.2	12.6	13.4	13.1	13.0	13.2
Old				12.8	13.0	13.2
Change (pp)				0.3	(0.0)	(0.0)
SG&A/sales (%)						
New	8.8	8.0	7.4	7.1	6.7	6.2
Old				7.0	6.6	6.1
Change (pp)				0.1	0.1	0.1
Normalized profit (Bt m)						
New	1,217	1,449	2,608	3,085	3,662	4,516
Old				2,776	3,471	4,272
Change (%)				11.1	5.5	5.7

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: COM7's PE

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 12: 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	4,708	5,809	6,844	7,755	8,738	9,438	10,182	10,973	11,814	12,708	13,783	—
Free cash flow	3,067	3,861	4,754	5,606	6,392	7,084	7,668	8,288	8,947	9,648	10,493	140,830
PV of free cash flow	3,059	3,260	3,650	3,940	4,113	4,174	4,136	4,093	4,046	3,994	3,826	51,354
Risk-free rate (%)	3.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.0											
WACC (%)	9.6											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	93,646											
Net debt (2022F)	497											
Minority interest	14											
Equity value	93,135											
# of shares	2,400											
Target price/share (Bt)	39											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 13: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		Div yield	
			22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Marks & Spencer Group	MKS LN	UK	(24.3)	(1.6)	6.2	6.3	0.7	0.6	4.1	4.1	5.6	7.1
J Sainsbury	SBRY LN	UK	(17.8)	1.2	8.3	8.2	0.5	0.5	4.8	4.7	7.1	7.1
Tesco	TSCO LN	UK	(5.3)	2.9	9.8	9.5	1.0	1.0	6.0	5.9	5.2	5.4
Carrefour SA	CA FP	France	5.4	16.9	9.1	7.8	1.0	1.0	6.0	5.5	4.1	4.7
Casino Guichard	CO FP	France	17.6	117.5	13.9	6.4	0.4	0.3	6.9	6.0	0.7	7.5
Aeon	8267 JP	Japan	357.6	22.1	76.2	62.4	2.4	2.4	8.5	8.0	1.4	1.4
Lotte Shopping	023530 KS	S. Korea	na	54.4	16.7	10.8	0.3	0.2	9.5	9.3	3.2	3.4
Shinsegae	004170 KS	S. Korea	24.0	14.0	6.0	5.3	0.6	0.5	5.5	5.3	1.4	1.4
Amore Pacific Group	002790 KS	S. Korea	(42.6)	50.9	21.5	14.2	0.8	0.7	6.5	5.2	1.3	1.8
Wal-Mart Stores	WMT US	USA	(9.4)	12.9	22.7	20.1	4.4	4.1	11.8	10.9	1.7	1.7
Home Depot Inc	HD US	USA	7.7	4.2	17.3	16.6	na	na	12.5	12.3	2.6	2.8
Berli Jucker *	BJC TB	Thailand	49.1	6.9	25.0	23.4	1.1	1.1	13.1	12.6	3.0	3.2
COM7 *	COM7 TB	Thailand	18.3	18.7	23.5	19.8	9.9	8.2	16.4	13.9	1.9	4.1
CP All*	CPALL TB	Thailand	59.0	60.3	39.8	24.8	4.4	4.0	11.8	10.0	1.3	2.0
Central Pattana *	CPN TB	Thailand	152.2	30.4	34.4	26.3	3.7	3.3	19.9	16.4	1.4	1.7
Central Retail Corp. Pcl *	CRC TB	Thailand	na	45.2	41.7	28.7	4.0	3.6	10.5	9.3	1.0	1.4
Siam Global House *	GLOBAL TB	Thailand	11.7	14.1	24.8	21.7	4.2	3.7	19.6	17.2	1.6	1.8
Home Product*	HMPRO TB	Thailand	14.0	17.7	28.8	24.5	7.6	7.0	16.2	14.2	2.8	3.3
Siam Makro *	MAKRO TB	Thailand	(34.0)	46.8	43.1	29.4	1.2	1.2	14.4	12.4	1.7	2.6
MC Group *	MC TB	Thailand	9.0	27.5	16.3	12.8	2.2	2.1	6.1	5.3	6.0	7.8
Average			32.9	28.2	24.3	19.0	2.7	2.4	10.5	9.4	2.8	3.6

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates using normalized EPS growth

** MC's fiscal year ends in June

Based on 6-Oct-2022 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท คอมเซเว่น จำกัด (มหาชน) ดำเนินธุรกิจร้านค้าปลีก ซึ่งนำเข้า คำปลีก และจัดจำหน่าย คอมพิวเตอร์และสินค้าเกี่ยวกับไอที ในประเทศไทย บริษัทฯ จำหน่ายผลิตภัณฑ์ เช่น สมาร์ทโฟน แท็บเล็ต, โน้ตบุ๊ก, และชุดคอมพิวเตอร์ นอกจากนี้ COM7 ยังจำหน่ายอุปกรณ์คอมพิวเตอร์ เช่น CPU ฮาร์ดไดรฟ์ และเครือข่ายและอุปกรณ์เสริม อีกด้วย

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

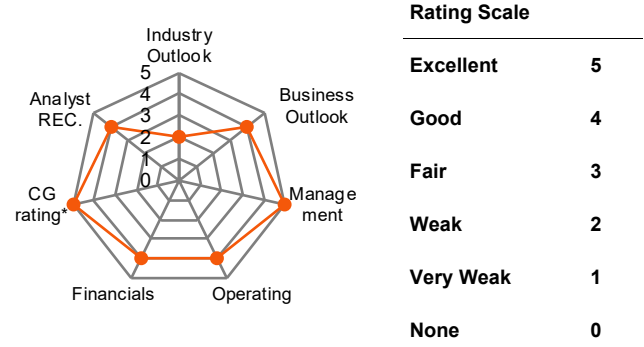
S — Strength

- มีช่องทางการจัดจำหน่ายที่แข็งแกร่งทั่วประเทศ
- มีสินค้า และแบรนด์ที่หลากหลาย
- กระจายความเสี่ยงทางธุรกิจไปยังธุรกิจที่ให้อัตรากำไรสูงขึ้น
- มี leverage effect จากการใช้ประโยชน์จากสินทรัพย์ได้ดีขึ้น
- เป็นผู้จัดจำหน่าย Apple รายใหญ่ที่สุดในประเทศไทย

O — Opportunity

- การย้ายจาก 4G ไปยัง 5G
- เศรษฐกิจที่ดีขึ้น
- การใช้ความเร็วและแบนด์วิธที่เพิ่มขึ้น
- การพัฒนาเทคโนโลยีใหม่

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG Rating

W — Weakness

- ธุรกิจค้าปลีกให้อัตรากำไรต่ำ
- ความเสี่ยงจากความล้าสมัยของสต็อกสินค้า

T — Threat

- การแข่งขันที่รุนแรงในตลาดมือถือและสินค้าเกี่ยวกับ IT
- การเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วของเทคโนโลยี
- การแข่งขันที่สูงขึ้นจากผู้เล่นรายใหม่

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	39.13	39.00	0%
Net profit 22F (Bt m)	2,912	3,085	6%
Net profit 23F (Bt m)	3,429	3,662	7%
Consensus REC	BUY: 11	HOLD: 1	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ถ้าในปี 2022-23F และราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด เรามองบวกมากขึ้นต่อความต้องการสินค้าไอที

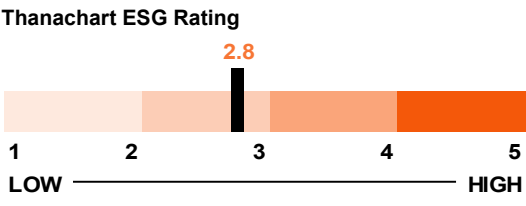
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การแข่งขันที่รุนแรงขึ้นในธุรกิจค้าปลีกที่มีอยู่ จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- เศรษฐกิจที่แย่กว่าคาด และความต้องการสินค้าเกี่ยวกับ IT ที่ลดลงจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

COM7 เป็นผู้ค้าปลีกสินค้าไอทีสำหรับผู้บริโภคที่ใหญ่ที่สุดในประเทศไทย ด้วยธรรมชาติของธุรกิจ COM7 จึงไม่ก่อให้เกิดก๊าซเรือนกระจกหรือของเสียมากนัก อย่างไรก็ตาม เราให้คะแนน ESG สำหรับ COM7 อยู่ในระดับปานกลางที่ 2.8 ซึ่งสะท้อนถึงภารกิจที่น้อย แต่ยังคงมีเป้าหมายที่ไม่ชัดเจนในเรื่อง ESG



	SETTHSI Index	THSI Index	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	Arabesque S-Ray (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
COM7	YES	YES	-	-	47.53	31.19	13.30	-	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 - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- COM7 เป็นผู้ค้าปลีกผลิตภัณฑ์ไอทีที่ใหญ่ที่สุดในไทย ธรรมชาติของธุรกิจไม่ได้ก่อให้เกิดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GSG) หรือของเสียจากกระบวนการผลิตมากนัก COM7 ได้ระบุแผนปรับปรุงด้านสภาพแวดล้อมที่สำคัญ แต่ยังไม่ได้กำหนดเป้าหมายภาพรวมสำหรับปัญหาสิ่งแวดล้อมโดยรวม - บริษัทฯ หันไปให้ความสำคัญกับการใช้ผลิตภัณฑ์พลังงานแสงอาทิตย์เพื่อเพิ่มการใช้ไฟฟ้าพลังงานทดแทน อาคารสำนักงานของ COM7 ยังทำตามแบบอาคารสีเขียวอีกด้วย - COM7 ได้ดำเนินการรณรงค์ให้พนักงานใช้น้ำอย่างประหยัด และระดับการใช้น้ำเริ่มลดลง - COM7 ใช้ถุงกระดาษสำหรับลูกค้ามากขึ้น
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- COM7 มีกำลังแรงงานที่สมดุล โดยประมาณ 50% เป็นเพศหญิง และที่เหลือเป็นเพศชาย - COM7 มีโครงการฝึกอบรมพนักงานที่ดี อัตราส่วนการลาออกของพนักงานของบริษัทฯ ลดลงเช่นกันในช่วงหลายปีที่ผ่านมา - COM7 ส่งเสริมการพัฒนาขวัญกำลังใจของพนักงาน โดยการให้รางวัลแก่พนักงานที่ถูกระบุว่าทำได้ดี - COM7 ได้จัดสรรผลิตภัณฑ์ไอที เช่น คอมพิวเตอร์และแท็บเล็ต เพื่อการศึกษาแก่ผู้ที่ต้องการ เช่น นักเรียนในพื้นที่ด้อยพัฒนา
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- COM7 มีคณะกรรมการ (BOD) 7 คน ซึ่งเราพิจารณาว่าเหมาะสมกับขนาดของบริษัทฯ และขอบเขตของธุรกิจจากสมาชิก 7 คน เป็นกรรมการอิสระ 2 คน นอกจากนี้ยังมีกรรมการเป็นผู้หญิง 2 คน เท่านั้น - แม้ว่าจะจัดจำหน่ายเฉพาะผลิตภัณฑ์ไอที แต่ผลิตภัณฑ์ของ COM7 มีความหลากหลายอย่างมากในแง่ของฟังก์ชัน เช่น คอมพิวเตอร์ แท็บเล็ต สมาร์ทโฟน และอุปกรณ์เสริมไลฟ์สไตล์ (lifestyle gadgets) อื่นๆ - COM7 กำลังกระจายธุรกิจไปสู่ธุรกิจยา เครื่องใช้ในบ้าน การจัดหาเงินทุนสำหรับรถจักรยานยนต์ และธุรกิจบริหารจัดการหนี้ - บริษัทฯ ยังไม่ได้เปิดเผยแผนการสืบทอดตำแหน่ง

Source: Thanachart, Company

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	37,306	51,126	61,937	69,259	77,435
Cost of sales	32,596	44,281	53,807	60,255	67,188
Gross profit	4,710	6,846	8,131	9,004	10,246
% gross margin	12.6%	13.4%	13.1%	13.0%	13.2%
Selling & administration expenses	2,986	3,761	4,406	4,613	4,811
Operating profit	1,724	3,084	3,725	4,391	5,435
% operating margin	4.6%	6.0%	6.0%	6.3%	7.0%
Depreciation & amortization	630	787	726	804	886
EBITDA	2,354	3,872	4,451	5,195	6,321
% EBITDA margin	6.3%	7.6%	7.2%	7.5%	8.2%
Non-operating income	47	28	34	38	43
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(53)	(48)	(90)	(52)	(54)
Pre-tax profit	1,718	3,065	3,669	4,377	5,424
Income tax	328	555	686	819	1,014
After-tax profit	1,390	2,510	2,983	3,559	4,410
% net margin	3.7%	4.9%	4.8%	5.1%	5.7%
Shares in affiliates' Earnings	64	96	100	102	104
Minority interests	(4)	2	2	2	2
Extraordinary items	41	22	0	0	0
NET PROFIT	1,491	2,630	3,085	3,662	4,516
Normalized profit	1,449	2,608	3,085	3,662	4,516
EPS (Bt)	0.6	1.1	1.3	1.5	1.9
Normalized EPS (Bt)	0.6	1.1	1.3	1.5	1.9

Strong sales growth
despite the COVID crisis

Multi-year strong
earnings growth, based
on our estimates

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	5,861	11,886	12,185	13,723	16,536
Cash & cash equivalent	1,121	1,851	1,000	1,400	3,000
Account receivables	864	2,707	3,280	3,667	4,100
Inventories	3,664	6,208	7,543	8,282	9,051
Others	211	1,120	362	373	384
Investments & loans	675	774	872	971	1,070
Net fixed assets	506	615	772	896	984
Other assets	2,165	2,691	2,647	2,474	2,302
Total assets	9,207	15,966	16,476	18,064	20,891
LIABILITIES:					
Current liabilities:	4,430	9,751	8,645	8,810	10,360
Account payables	2,464	5,106	6,204	7,030	7,839
Bank overdraft & ST loans	1,283	3,801	1,270	933	2,051
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	683	844	1,171	847	470
Total LT debt	708	677	226	166	366
Others LT liabilities	198	237	224	251	280
Total liabilities	5,336	10,665	9,096	9,226	11,006
Minority interest	19	16	14	14	12
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	300	300	600	600	600
Share premium	899	899	899	899	899
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(15)	(14)	(14)	(14)	(14)
Retained earnings	2,668	4,100	5,881	7,338	8,388
Shareholders' equity	3,852	5,285	7,366	8,823	9,873
Liabilities & equity	9,207	15,966	16,476	18,064	20,891

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	1,718	3,065	3,669	4,377	5,424
Tax paid	(276)	(433)	(662)	(761)	(982)
Depreciation & amortization	630	787	726	804	886
Chg In working capital	332	(1,745)	(810)	(301)	(393)
Chg In other CA & CL / minorities	492	(71)	392	(289)	(316)
Cash flow from operations	2,896	1,604	3,315	3,831	4,619
Capex	(28)	(292)	(400)	(420)	(440)
Right of use	(1,718)	(514)	(100)	(100)	(100)
ST loans & investments	36	(725)	769	0	0
LT loans & investments	(162)	(99)	(99)	(99)	(99)
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(46)	(558)	(351)	(210)	(232)
Cash flow from investments	(1,917)	(2,187)	(181)	(828)	(871)
Debt financing	(149)	2,510	(2,982)	(398)	1,318
Capital increase	0	0	300	0	0
Dividends paid	(960)	(1,199)	(1,304)	(2,205)	(3,466)
Warrants & other surplus	(52)	1	0	0	0
Cash flow from financing	(1,161)	1,312	(3,985)	(2,603)	(2,148)
Free cash flow	2,868	1,312	2,915	3,411	4,179

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	50.1	27.8	23.5	19.8	16.1
Normalized PE - at target price (x)	64.6	35.9	30.3	25.6	20.7
PE (x)	48.7	27.6	23.5	19.8	16.1
PE - at target price (x)	62.8	35.6	30.3	25.6	20.7
EV/EBITDA (x)	31.2	19.4	16.4	13.9	11.4
EV/EBITDA - at target price (x)	40.1	24.9	21.1	18.0	14.7
P/BV (x)	18.8	13.7	9.9	8.2	7.4
P/BV - at target price (x)	24.3	17.7	12.7	10.6	9.5
P/CFO (x)	25.1	45.3	21.9	18.9	15.7
Price/sales (x)	1.9	1.4	1.2	1.0	0.9
Dividend yield (%)	1.7	1.7	1.9	4.1	5.4
FCF Yield (%)	4.0	1.8	4.0	4.7	5.8
(Bt)					
Normalized EPS	0.6	1.1	1.3	1.5	1.9
EPS	0.6	1.1	1.3	1.5	1.9
DPS	0.5	0.5	0.6	1.3	1.6
BV/share	1.6	2.2	3.1	3.7	4.1
CFO/share	1.2	0.7	1.4	1.6	1.9
FCF/share	1.2	0.5	1.2	1.4	1.7

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	11.8	37.0	21.1	11.8	11.8
Net profit (%)	22.6	76.5	17.3	18.7	23.3
EPS (%)	22.6	76.5	17.3	18.7	23.3
Normalized profit (%)	19.1	80.0	18.3	18.7	23.3
Normalized EPS (%)	19.1	80.0	18.3	18.7	23.3
Dividend payout ratio (%)	80.5	45.6	45.6	82.0	87.0
Operating performance					
Gross margin (%)	12.6	13.4	13.1	13.0	13.2
Operating margin (%)	4.6	6.0	6.0	6.3	7.0
EBITDA margin (%)	6.3	7.6	7.2	7.5	8.2
Net margin (%)	3.7	4.9	4.8	5.1	5.7
D/E (incl. minor) (x)	0.5	0.8	0.2	0.1	0.2
Net D/E (incl. minor) (x)	0.2	0.5	0.1	(0.0)	(0.1)
Interest coverage - EBIT (x)	32.4	64.4	41.5	84.4	101.3
Interest coverage - EBITDA (x)	44.3	80.9	49.6	99.8	117.8
ROA - using norm profit (%)	15.8	20.7	19.0	21.2	23.2
ROE - using norm profit (%)	40.1	57.1	48.8	45.2	48.3
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	38.5	54.9	47.2	44.0	47.2
- asset turnover (x)	4.1	4.1	3.8	4.0	4.0
- operating margin (%)	4.7	6.1	6.1	6.4	7.1
- leverage (x)	2.5	2.8	2.6	2.1	2.1
- interest burden (%)	97.0	98.5	97.6	98.8	99.0
- tax burden (%)	80.9	81.9	81.3	81.3	81.3
WACC (%)	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8
ROIC (%)	33.1	53.5	38.3	45.4	51.8
NOPAT (Bt m)	1,395	2,526	3,028	3,570	4,419
invested capital (Bt m)	4,721	7,913	7,863	8,522	9,290

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 แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด 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) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ถือและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 99 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2301A, ADVANC16C2210A, ADVANC16C2211A, AMATA16C2212A, AMAT16C2209A, AOT16C2212A, AOT16C2209A, BANPU16C2302A, BANPU16C2212A, BANPU16C2210A, BBL16C2212A, BCH16C2211A, BH16C2212B, BH16C2212A, BGRIM16C2301A, BGRIM16C2212A, BGRI16C2209A, BLA16C2212A, BLA16C2209A, BTS16C2301A, CBG16C2301B, CBG16C2301A, CBG16C2210A, CENTEL16C2209A, COM716C2209A, COM716C2211A, COM716C2211B, COM716C2211C, CPALL16C2211A, CPN16C2301A, DTAC16C2212A, DOHOME16C2301A, EA16C2209A, EA16C2211A, ESSO16C2209A, ESSO16C2209B, FORTH16C2211A, GPSC16C2301A, GPSC16C2209A, GULF16C2302A, GULF16C2301A, GULF16C2210A, GUNKUL16C2301A, GUNK16C2209A, HANA16C2301A, HANA16C2209A, HANA16C2211A, IVL16C2301A, IVL16C2212A, IVL16C2209A, IVL16C2211A, JMART16C2210A, JMART16C2211A, JMT16C2210A, JMT16C2211A, KBANK16C2302A, KBANK16C2301A, KBAN16C2209A, KBANK16C2211A, KCE16C2301B, KCE16C2301A, KCE16C2209A, KCE16C2211A, KTC16C2209A, MINT16C2301A, MINT16C2211A, MTC16C2301A, MTC16C2212A, MTC16C2209A, PSL16C2212A, PTG16C2211A, PTG16C2209A, PTTEP16C2212A, PTTE16C2209A, RBF16C2209A, SAWAD16C2211A, S5016C2209A, S5016P2209A, SAWA16C2209A, SCB16C2301A, SCB16C2211A, SCGP16C2212A, SET5016C2212B, SET5016P2212A, SET5016C2209B, SET5016C2212A, SET5016P2209B, SINGER16C2212A, SPRC16C2212A, SPRC16C2209A, STEC16C2209A, TIDLOR16C2212A, TOP16C2211A, TRUE16C2212A, TTA16C2211A, TU16C2210A, VGI16C2301A, WHA16C2209A (underlying securities are (ADVANC, AMATA, AOT, BANPU, BBL, BCH, BGRIM, BH, BLA, BTS, CBG, CENTEL, COM7, CPALL, CPN, DOHOME, DTAC, 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, VGI, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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

บริษัท ทุนธนชาต 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)

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

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

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

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจัดจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สวานอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566” ที่ออกโดย บริษัท สวานอุตสาหกรรมโรจนะ 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 ภัทรวลลิ์ 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

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

Thanachart Securities Pcl.

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