

BUY (Unchanged)

TP: Bt 36.00

(From: Bt43.00)

18 NOVEMBER 2022

Change in Numbers

Upside : 19.0%

Minor International Pcl (MINT TB)

ค่าใช้จ่ายเพิ่มขึ้น

เรารวมแรงกดดันด้านต้นทุนที่สูงกว่าที่คาดในประมาณการสำหรับ MINT ซึ่งนำไปสู่การปรับลดกำไรลง 23/25/24% ในปี 2022-24F อย่างไรก็ตาม การฟื้นตัวของธุรกิจยังคงแข็งแกร่งมาก และเราคงคำแนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมายใหม่ที่ 36.0 บาท



SIRIPORN ARUNOTHAI

662 - 779 9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

ปรับลดประมาณการกำไรสะท้อนค่าใช้จ่ายที่สูง

เราปรับลดกำไรลง 23/25/24% ในปี 2022-24F และปรับราคาเป้าหมายปี 2023F ลงเป็น 36.0 บาท (จาก 43.0 บาท) สะท้อนแรงกดดันด้านต้นทุนที่สูงกว่าคาดของธุรกิจโรงแรมหลัก NH Hotel (NH) ซึ่งมีต้นทุนสาธารณูปโภคที่เพิ่มขึ้น อัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น และอัตราภาษีที่แท้จริงที่สูงกว่าที่คาดไว้ ต้นทุนพลังงานของ NH คิดเป็น 6.6% ของต้นทุนการดำเนินงานทั้งหมด (เงินเดือน + ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน) ใน 9M22 แม้ว่าต้นทุนสาธารณูปโภคส่วนใหญ่ของ MINT ทำสัญญากำหนดราคาซึ่งต่ำกว่าราคาปัจจุบันไว้แล้ว แต่เราคาดว่าค่าการต่ออายุสัญญาต้นทุนจะอยู่ที่ระดับที่สูงขึ้นในปีหน้า นอกจากนี้ 41% ของหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยของ MINT ที่ 1.27 แสนลบ. ใน 3Q22 เป็นหนี้สินอัตราดอกเบี้ยลอยตัวที่เชื่อมโยงกับ Euribor, Libor และ Bibor และอัตราดังกล่าวมีแนวโน้มสูงขึ้น

ธุรกิจโรงแรมมีแนวโน้มแข็งแกร่ง

โรงแรมคิดเป็น 75% ของรายได้รวมของ MINT ใน 9M22 โรงแรมยุโรป (55% ของรายได้รวม) ฟื้นตัวได้อย่างรวดเร็ว และแข็งแกร่งเกินคาดรวมถึงใน 3Q22 ที่อัตราเงินเฟ้อน่าจะส่งผลกระทบต่อกำลังซื้อแล้ว สำหรับปี 2023F ขณะที่การเดินทางเพื่อพักผ่อนได้ฟื้นตัวเต็มที่แล้ว ปัจจัยขับเคลื่อนใหม่คือการเดินทางเพื่อธุรกิจ ซึ่งยังคงอยู่ที่ฐานที่ต่ำใน 1H22 การเดินทางเพื่อธุรกิจคิดเป็น 40% ของรายได้ของ NH ในปี 2019 แม้ว่าโรงแรมในเอเชียและมัลดีฟส์จะฟื้นตัวแล้ว แต่ธุรกิจโรงแรมของไทยยังฟื้นตัวไม่เต็มที่ และน่าจะเป็นตัวขับเคลื่อนที่แข็งแกร่งในปี 2023-24F เราคาดว่ารายได้โรงแรมของ MINT จะแตะระดับปี 2019 ในปีนี้ และสูงกว่า 20% ในปีหน้า

ธุรกิจอาหารดีขึ้น

ธุรกิจอาหารคิดเป็น 23% ของรายได้ใน 9M22 ยอดขายสาขาเดิม (SSS) เติบโต 9.3% y-y ใน 9M22 เทียบกับที่หดตัว 5.1% ในปี 2021 แม้ว่า SSS ของธุรกิจอาหารในจีนจะลดลง 22.7% y-y เนื่องจากการล็อกดาวน์และการบริโภคที่อ่อนแอ สัดส่วนรายได้จากธุรกิจอาหารของ MINT จากไทย ออสเตรเลีย จีน และอื่นๆ อยู่ที่ 59/11/15/15% ใน 9M22 ด้วยการผ่อนคลายการล็อกดาวน์ในจีนและธุรกิจอาหารที่แข็งแกร่งอย่างต่อเนื่องในประเทศไทยและออสเตรเลีย เราคาดว่ายอดขายสาขาเดิมของ MINT จะเติบโตที่ 9/7/3% ในปี 2022-24F เราประเมินว่ารายได้ธุรกิจอาหารของ MINT ในปี 2022-23F จะแข็งแกร่งกว่าปี 2019 ราว 12/25%

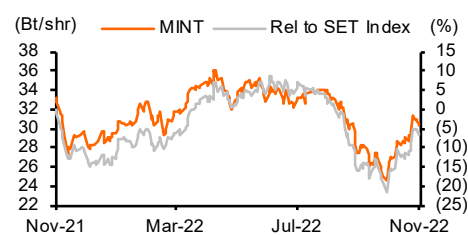
ยังคงมีแนวโน้มฟื้นตัว แนะนำ "ซื้อ"

เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" MINT แม้ว่าค่าใช้จ่ายจะสูงขึ้น แต่เรามองว่า MINT จะยังคงฟื้นตัวแข็งแกร่ง ด้วยมี EPS ที่ 0.70 บาท/หุ้น ในปี 2023F จาก -0.02 บาท/หุ้นในปี 2022 และเติบโต 50% ในปี 2024F เราคาดว่ากำไรอยู่ที่ 1.2/5.2/7.1 พันลบ. ในปี 2022-24F จากขาดทุน 19.4/9.3 พันลบ. ในปี 2020/2021 หนุนโดยธุรกิจโรงแรมและอาหาร MINT มีกำไรฟื้นตัวแข็งแกร่งขึ้นในปีนี เนื่องจากฟื้นตัวอย่างรวดเร็วของโรงแรมในยุโรป ขณะที่ในอนาคต ตัวขับเคลื่อนจะมาจากประเทศไทย จีน และภูมิภาคอื่นๆ

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	68,868	118,441	139,401	150,771
Net profit	(13,167)	3,982	5,224	7,123
Consensus NP	—	1,421	5,242	7,193
Diff frm cons (%)	—	180.3	(0.3)	(1.0)
Norm profit	(9,314)	1,245	5,224	7,123
Prev. Norm profit	—	1,620	6,955	9,372
Chg frm prev (%)	—	(23.1)	(24.9)	(24.0)
Norm EPS (Bt)	(2.1)	(0.0)	0.7	1.1
Norm EPS grw (%)	na	na	na	50.0
Norm PE (x)	na	na	43.0	28.7
EV/EBITDA (x)	32.3	10.3	8.8	8.0
P/BV (x)	2.3	2.1	2.2	2.1
Div yield (%)	0.0	0.0	0.5	1.0
ROE (%)	na	1.6	6.5	8.8
Net D/E (%)	135.3	108.9	118.0	107.4

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 18-Nov-22 (Bt)	30.25
Market Cap (US\$ m)	4,465.1
Listed Shares (m shares)	5,275.0
Free Float (%)	61.3
Avg Daily Turnover (US\$ m)	19.6
12M Price H/L (Bt)	36.00/24.50
Sector	Food
Major Shareholder Group of Mr. William Heinecke	33%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P7

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



Ex 1: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Gross margin (%)						
- New	44.4	15.3	31.1	43.2	43.1	43.5
- Old				43.5	44.2	44.8
- Change (pp)				(0.3)	(1.1)	(1.3)
SG&A to sales (%)						
- New	39.4	47.3	48.1	37.6	34.3	33.7
- Old				37.2	34.1	33.6
- Change (pp)				0.4	0.2	0.2
Interest expense (Bt m)						
- New	4,081	7,452	8,118	8,791	8,423	8,325
- Old				7,921	7,433	7,198
- Change (%)				11.0	13.3	15.7
Tax expense (Bt m)						
- New	522	(2,983)	(1,490)	2,633	1,434	1,928
- Old				147	841	1,247
- Change (%)				1,687.9	70.5	54.6
Normalized profit (Bt m)						
- New	7,060	(19,388)	(9,314)	1,245	5,224	7,123
- Old				1,620	6,955	9,372
- Change (%)				(23.1)	(24.9)	(24.0)

Sources: Company data, Thanachart estimates

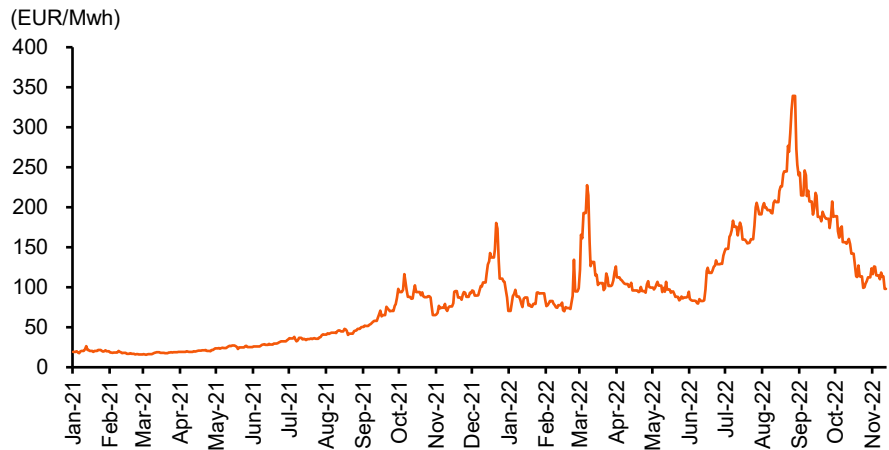
Ex 2: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year of 2023F

(Bt m)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	Terminal Value
EBITDA excl. depre from right of use	21,930	24,815	27,283	28,900	30,134	31,387	32,683	34,025	35,321	36,796	38,324	—
Free cash flow	12,257	12,880	19,049	21,674	23,894	25,022	26,182	27,379	28,595	29,822	31,165	442,425
PV of free cash flow	12,223	10,987	15,007	15,508	15,723	15,140	14,570	14,013	13,460	12,379	11,849	168,204
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.2											
WACC (%)	8.3											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	322,244											
Net debt (2022F)	103,055											
Minority interest	11,574											
Equity value	207,615											
# of shares*	5,759											
Target price/share (Bt)	36.00											

Sources: Company data, Thanachart estimates

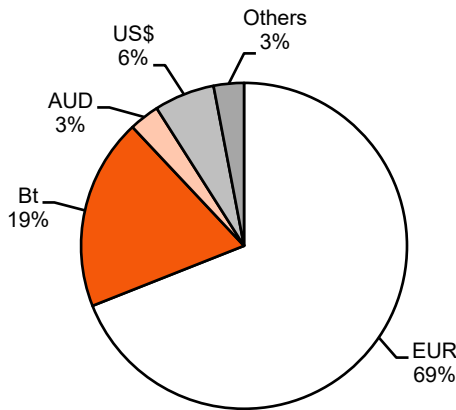
Note: * Includes MINT-W7, MINT-W8 and MINT-W9 exercises

Ex 3: Dutch TTF Gas Price



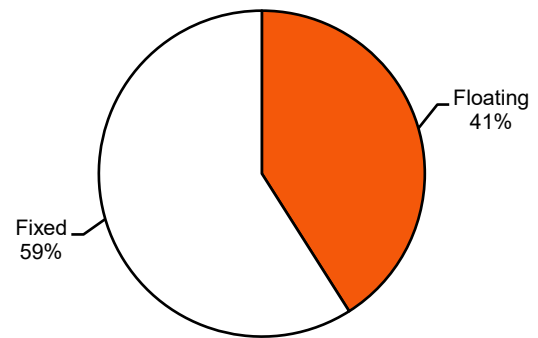
Source: Bloomberg

Ex 4: 3Q22 MINT's Debt Profile By Currency



Source: Company data

Ex 5: 3Q22 MINT's Debt Profile By Type



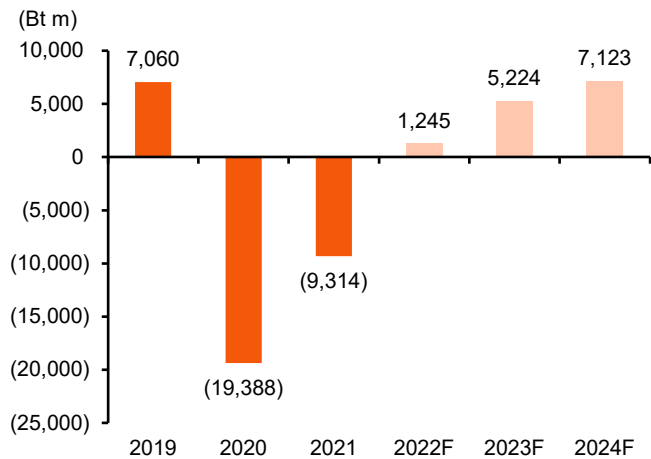
Source: Company data

Ex 6: Diversified Debt Profile As Of 3Q22

Euro	Thai Baht	US Dollar	Australian Dollar
<ul style="list-style-type: none"> 59% fixed (vs. 48% in 1Q22) vs. 41% floating MINT restructured its EUR derivatives with competitive fixed rates in July NH redeemed its high-interest rate EUR ICO loan of EUR100m early in August NH plans to repay another EUR100m of its ICO loan in December 	<ul style="list-style-type: none"> 47% fixed (vs. 43% in our previous forecast) vs. 53% floating rate Maturity profile of MINT THB floating-rate debt is only three years while the THB rate is rising at a slower pace and lower magnitude than other currencies, thus providing more room and time to manage debt Thailand's debt market still has ample liquidity 	<ul style="list-style-type: none"> 93% fixed vs. 7% floating The US saw the fastest and most aggressive rate hikes but over 90% of MINT's US\$ debt is fixed and it thus provides solid hedging positions 	<ul style="list-style-type: none"> 85% fixed vs. 15% floating (vs. 100% floating in 2Q22) Majority of MINT's AUD debt is planned to be refinanced with hedging applied as appropriate

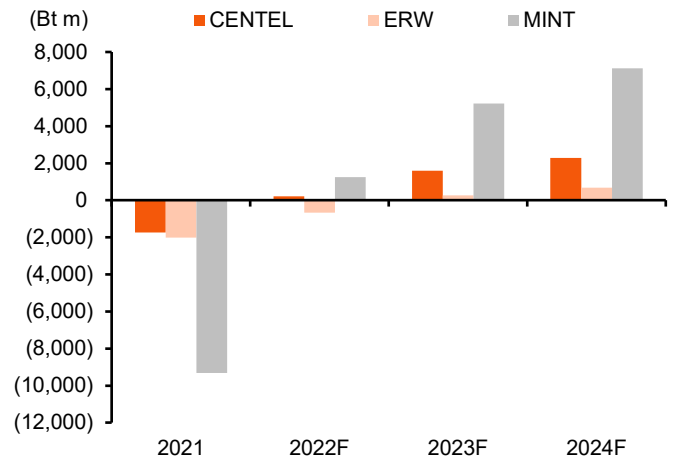
Source: Company data

Ex 7: MINT's Earnings Turnaround



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: Earnings Comparison



Sources: Company data, Thanachart estimates

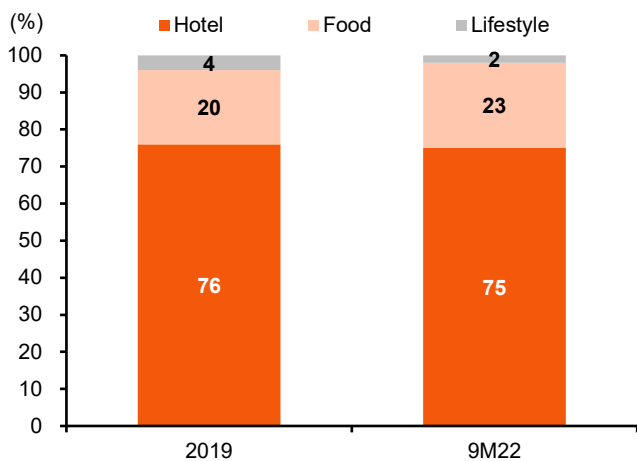
Note: We foresee slight downside risk to CENTEL's numbers

Ex 9: Occupancy Rate And ARR

	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
MINT's occupancy rate (%)	75.3	44.7	33.7	60.3	71.0	76.7
MINT's ARR (Bt/night)	4,473	3,649	3,508	4,912	4,984	5,055
NH's occupancy rate (%)	72	25	34	58	67	71
NH's ARR (Euro/night)	103	84	89	116	122	125

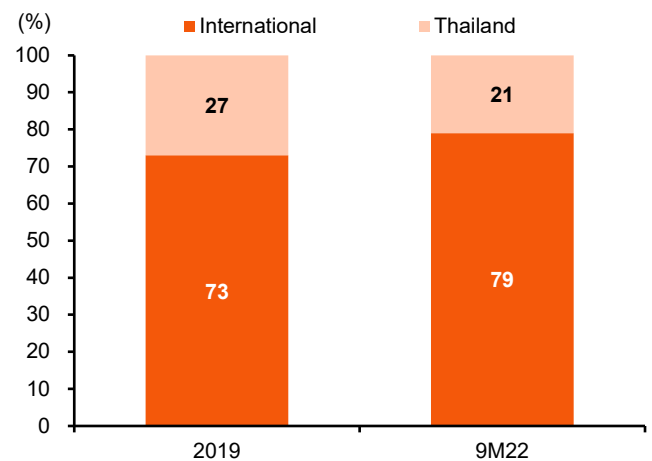
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: Revenue Breakdown By Business



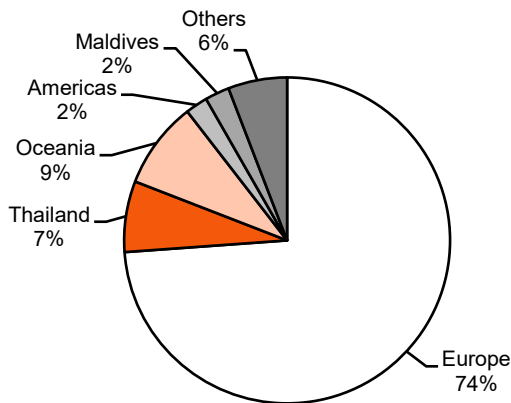
Source: Company data

Ex 11: Revenue Breakdown By Location



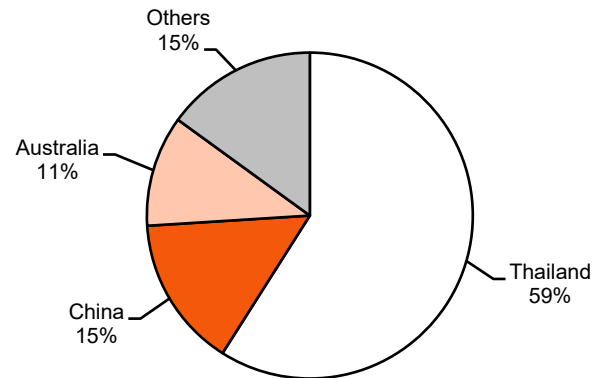
Source: Company data

Ex 12: Hotel Revenue Breakdown By Location In 9M22



Source: Company data

Ex 13: Food Revenue Breakdown By Location In 9M22



Source: Company data

Valuation Comparison

Ex 14: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div yield	
			22F (%)	23F (%)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (%)	23F (%)
Accor SA	AC FP	France	107.1	62.6	36.3	22.4	1.5	1.5	13.9	11.3	1.6	2.6
Indian Hotels	IH IN	India	na	na	na	55.2	7.6	5.7	87.3	30.2	0.1	0.2
Resorttrust	4681 JP	Japan	20.9	94.9	35.3	18.1	2.2	2.2	13.5	12.4	1.3	1.9
Hotel Shilla	008770 KS	S. Korea	66.8	155.2	60.8	23.8	4.6	3.9	16.8	12.3	0.3	0.3
NH Hotel Group	NHH SM	Spain	na	na	52.5	14.1	1.7	1.5	8.5	7.2	0.0	1.2
Shanghai Jin Jiang Capital	2006 HK	Hong Kong	na	278.9	na	na	na	na	na	na	na	na
Hongkong & Shanghai	45 HK	Hong Kong	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Shangri-La Asia	69 HK	Hong Kong	na	na	na	172.5	3.0	3.0	38.8	17.2	0.0	0.0
InterContinental Hotels	IHG US	US	na	21.2	19.9	16.4	na	na	12.7	11.4	2.3	2.6
Marriott International	MAR US	US	94.4	16.5	24.5	21.0	77.3	139.1	15.6	14.2	0.6	1.0
Hilton Worldwide Holdings	HLT US	US	206.2	25.2	30.7	24.5	na	na	17.8	15.8	0.3	0.5
Asset World Corp	AWC TB	Thailand	0.0	48.1	216.7	146.3	2.3	2.3	97.5	48.9	na	0.2
Central Plaza Hotel	CEN TEL TB*	Thailand	na	681.3	301.9	38.6	3.4	3.1	20.4	14.3	0.0	0.5
Erawan Group	ERW TB*	Thailand	na	na	na	76.4	3.8	3.7	43.9	16.4	0.0	0.3
Minor International	MINT TB*	Thailand	na	na	na	43.0	2.1	2.2	10.3	8.8	0.0	0.5
Average			82.6	153.8	86.5	51.7	10.0	15.3	30.5	17.0	0.5	0.9

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates, using normalized EPS

Based on 18-Nov-22 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ไมเนอร์อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน) เป็นเจ้าของ และดำเนินงานบริหารโรงแรมและร้านอาหารในประเทศไทยและต่างประเทศ บริษัทฯ ให้บริการธุรกิจให้บริการในต่างประเทศ ได้แก่ โรงแรม และรีสอร์ท, สปา, ร้านอาหารประเภทฟรานไชส์, และธุรกิจจัดจำหน่ายและผลิตสินค้า นอกจากนี้ ธุรกิจอาหารแบรนด์ที่มีความหลากหลายและเป็นที่รู้จัก ด้วยมีการขยายสาขาในไทยและต่างประเทศ

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- เป็นเจ้าของธุรกิจโรงแรม ซึ่งได้รับการยอมรับเป็นอย่างดี อาทิเช่น อนันตรา, Oaks, Avani, Tivoli และ NH Hotels
- แแบรนด์ร้านอาหารของ MINT เป็นผู้นำในแต่ละประเภท
- มีความหลากหลายของทำเลที่ตั้งของโรงแรม

O — Opportunity

- การลงทุนเชิงกลยุทธ์และการซื้อกิจการทั่วโลก
- การเติบโตที่แข็งแกร่งของการบริโภคทั่วโลก
- การพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยเพื่อเพิ่มผลกำไรของโครงการ

CONSENSUS COMPARISON

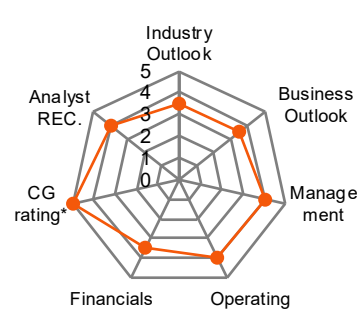
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	36.79	36.00	-2%
Net profit 22F (Bt m)	1,421	3,982	180%
Net profit 23F (Bt m)	5,242	5,224	0%
Consensus REC	BUY: 22	HOLD: 1	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2023F และราคาเป้าหมายของเราใกล้เคียงกับของตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Rating Scale

Very Strong	5
Strong	4
Good	3
Fair	2
Weak	1
None	0

Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- ภาวะอุปทานโรงแรมหรูล้นตลาดในประเทศไทย
- มีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนที่สูง หลังการเข้าซื้อกิจการครั้งใหญ่ในปี 2018

T — Threat

- การแข่งขันที่รุนแรงของผู้ประกอบธุรกิจโรงแรม ซึ่งเป็นอุปสรรคในการปลดปล่อยความสามารถในการทำกำไร
- การแข่งขันของผู้ประกอบธุรกิจร้านอาหารทั้งใน และต่างประเทศ
- การแพร่ระบาดของโควิด 19

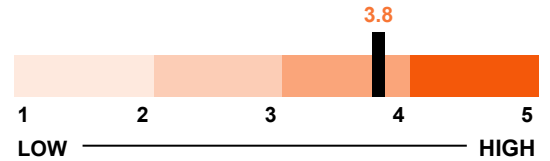
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การควบรวม NH ถือเป็นส่วนสำคัญของผลการดำเนินงานของ MINT การหดตัวของ การดำเนินงานของ NH และ MINT เป็น downside risk ต่อประมาณการของเรา
- ผลกระทบจากสถานการณ์ทางการเมืองในไทยและทั่วโลก ภัยธรรมชาติ และการระบาดของโรค อาจเป็น downside risk ต่อประมาณการของเรา
- การเติบโตของเศรษฐกิจ การท่องเที่ยว และการบริโภค ทั้งในไทย และต่างประเทศที่ช้ากว่าคาดถือเป็น downside risk ต่อประมาณการของเรา
- การฟื้นตัวอย่างช้าของธุรกิจอาหาร เป็น downside risk ต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

MINT ดำเนินธุรกิจโรงแรม อาหาร และไลฟ์สไตล์ในหลายประเทศทั่วโลก บริษัทให้ความสำคัญต่อประเด็น ESG และรายงาน ESG ได้อธิบายเป้าหมายและแผนอย่างชัดเจน เราให้คะแนน ESG สำหรับ MINT ค่อนข้างสูงที่ 3.8 และคาดว่า MINT จะสามารถมีคะแนนที่เพิ่มขึ้นได้ในอนาคตเมื่อบรรลุเป้าหมายของบริษัทฯ มากขึ้น

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)
MINT	YES	YES	YES	AA	58.27	90.65	69.14	37.0	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
<p>ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)</p> <ul style="list-style-type: none"> - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย 	<ul style="list-style-type: none"> - MINT ดำเนินธุรกิจโรงแรมและอาหารในกว่า 60 ประเทศ โดย 74% ของรายได้ใน 1H22 มาจากโรงแรม, 24% จากอาหาร และ 2% จากธุรกิจไลฟ์สไตล์ หากแบ่งตามภูมิศาสตร์ 78% ของรายได้ 1H22 มาจากต่างประเทศ ส่วนใหญ่เป็นยุโรป และ 22% มาจากประเทศไทย ในฐานะบริษัทข้ามชาติ MINT มีแผนที่ชัดเจนเกี่ยวกับ ESG - MINT มีเป้าหมายด้านสิ่งแวดล้อม 5 ประการ 1) ลดความเข้มของพลังงานในโรงแรม 20% จากระดับปี 2016 ภายในปี 2023 2) ลดการปล่อย CO2 ลง 20% ภายในปี 2023 3) ลดการใช้น้ำ 20% ในโรงแรมภายในปี 2023 4) ลดการใช้พลาสติกแบบใช้ครั้งเดียวทิ้ง 75% จากปี 2018 ภายในปี 2024 และ 5) มีโครงการอนุรักษ์ระยะยาวอย่างน้อยหนึ่งโครงการภายในปี 2023 - MINT ให้คำมั่นที่จะเป็น "องค์กรที่ปล่อยคาร์บอนสุทธิเท่ากับศูนย์ภายในปี 2050" ลดขยะจากโรงแรมลง 50% ภายในปี 2023 จากปี 2021 และการใช้ทรัพยากรธรรมชาติอย่างมีประสิทธิภาพ
<p>ด้านสังคม (SOCIAL)</p> <ul style="list-style-type: none"> - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม 	<ul style="list-style-type: none"> - MINT สนับสนุนให้ผู้ถือหุ้นยึดถือและนำหลักนโยบายสิทธิมนุษยชนมาใช้ ซึ่งครอบคลุมการเลือกปฏิบัติ การล่วงละเมิดทางเพศ การกลั่นแกล้งและการล่วงละเมิด และการตกเป็นเหยื่อ และมีเป้าหมายในการป้องกันและลดพฤติกรรมที่อาจส่งผลกระทบต่อความสามัคคีในที่ทำงาน - MINT มีโครงการเรียนรู้และพัฒนาความสามารถและความเป็นผู้นำทั้งทางออนไลน์และออฟไลน์ เช่น Digital Academy, Finance Academy เป็นต้น - MINT ได้จัดทำโปรแกรม "More You" เพื่อสร้างความมั่นใจต่อสภาพแวดล้อมในการทำงานที่ปลอดภัยและถูกสุขอนามัย และสอดคล้องกับอาชีวอนามัยและความปลอดภัย (OHS) และกรอบความเป็นอยู่ที่ดีของบริษัท และข้อบังคับทางกฎหมายที่เกี่ยวข้อง - MINT สนับสนุนการพัฒนาเด็กและสมาชิกในชุมชนที่ด้อยโอกาสผ่านการลงทุนของชุมชน การริเริ่มเชิงพาณิชย์ และการบริจาคเพื่อการกุศล
<p>ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)</p> <ul style="list-style-type: none"> - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม 	<ul style="list-style-type: none"> - คณะกรรมการบริษัทประกอบด้วยสมาชิก 11 คน (หญิง 2 คน ชาย 9 คน) จากคุณสมบัติที่หลากหลาย รวมทั้งทักษะ ประสบการณ์ และความสามารถ - MINT มีโครงสร้างการกำกับดูแล กฎเกณฑ์ แนวทางปฏิบัติ และแนวทางปฏิบัติเพื่อให้เกิดความโปร่งใสภายในองค์กร - MINT มุ่งมั่นที่จะปฏิบัติตามข้อกำหนดของกฎระเบียบให้ความคุ้มครองข้อมูลส่วนบุคคลของผู้บริโภค (GDPR), พระราชบัญญัติคุ้มครองข้อมูลส่วนบุคคล (PDPA) และระเบียบข้อบังคับด้านความเป็นส่วนตัวของข้อมูลอื่นๆ นอกจากนี้ยังมีคณะกรรมการบริหารการปกป้องข้อมูล (DPEC) เพื่อให้บรรลุและรักษาการปฏิบัติตามข้อกำหนดนี้ - MINT มีนวัตกรรมสินค้าและบริการ เช่น Naughty & Rice, poke rice bowl เพื่อสุขภาพ, Jolly น้ำผลไม้สดเย็น และ "โปรแกรมเพื่อสุขภาพหลายมิติ"

Sources: Company data, Thanachart

INCOME STATEMENT

*Both hotel and food
businesses boost top line
in 2022-24F*

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	55,812	68,868	118,441	139,401	150,771
Cost of sales	47,254	47,417	67,275	79,335	85,149
Gross profit	8,558	21,451	51,166	60,066	65,621
% gross margin	15.3%	31.1%	43.2%	43.1%	43.5%
Selling & administration expenses	26,426	33,137	44,507	47,760	50,840
Operating profit	(17,868)	(11,686)	6,659	12,306	14,781
% operating margin	-32.0%	-17.0%	5.6%	8.8%	9.8%
Depreciation & amortization	18,241	19,942	19,617	19,580	19,657
EBITDA	374	8,256	26,275	31,887	34,438
% EBITDA margin	0.7%	12.0%	22.2%	22.9%	22.8%
Non-operating income	2,742	6,730	3,114	3,287	3,187
Non-operating expenses	(625)	1,469	2,919	0	0
Interest expense	(7,452)	(8,118)	(8,791)	(8,423)	(8,325)
Pre-tax profit	(23,204)	(11,605)	3,900	7,170	9,642
Income tax	(2,983)	(1,490)	2,633	1,434	1,928
After-tax profit	(20,220)	(10,114)	1,268	5,736	7,714
% net margin	-36.2%	-14.7%	1.1%	4.1%	5.1%
Shares in affiliates' Earnings	(464)	(209)	82	151	195
Minority interests	1,296	1,009	(104)	(664)	(785)
Extraordinary items	(2,019)	(3,853)	2,737	0	0
NET PROFIT	(21,407)	(13,167)	3,982	5,224	7,123
Normalized profit	(19,388)	(9,314)	1,245	5,224	7,123
EPS (Bt)	(4.7)	(2.8)	0.5	0.7	1.1
Normalized EPS (Bt)	(4.3)	(2.1)	(0.0)	0.7	1.1

BALANCE SHEET

*Improving financial
status*

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	52,064	48,827	61,706	53,213	56,689
Cash & cash equivalent	26,188	25,097	25,000	10,000	10,000
Account receivables	12,286	14,638	25,960	30,554	33,046
Inventories	3,683	3,490	4,977	5,869	6,299
Others	9,908	5,602	5,770	6,791	7,345
Investments & loans	16,052	16,249	16,249	16,249	16,249
Net fixed assets	122,718	130,050	125,713	125,089	126,056
Other assets	171,492	174,508	165,941	157,507	149,423
Total assets	362,327	369,633	369,608	352,058	348,416
LIABILITIES:					
Current liabilities:	41,238	58,058	61,778	64,349	65,146
Account payables	15,310	18,394	25,804	30,430	32,660
Bank overdraft & ST loans	140	482	512	467	451
Current LT debt	6,656	17,663	16,581	15,131	14,612
Others current liabilities	19,131	21,520	18,881	18,321	17,423
Total LT debt	129,897	114,483	110,962	101,260	97,787
Others LT liabilities	114,868	117,599	102,256	95,927	89,687
Total liabilities	286,003	290,140	274,997	261,535	252,620
Minority interest	9,343	11,470	11,574	12,237	13,022
Preferred shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	5,182	5,214	5,759	5,759	5,759
Share premium	24,196	24,893	38,737	38,737	38,737
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	21,927	38,046	36,046	27,765	27,765
Retained earnings	15,676	(130)	2,495	6,024	10,513
Shareholders' equity	66,981	68,023	83,038	78,286	82,774
Liabilities & equity	362,327	369,633	369,608	352,058	348,416

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

*Ample liquidity position
with positive free cash
flow*

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	(23,204)	(11,605)	3,900	7,170	9,642
Tax paid	1,554	1,748	(2,512)	(1,070)	(1,952)
Depreciation & amortization	18,241	19,942	19,617	19,580	19,657
Chg In working capital	(1,001)	924	(5,397)	(860)	(692)
Chg In other CA & CL / minorities	10,654	9,362	(2,845)	(1,794)	(1,233)
Cash flow from operations	6,244	20,371	12,762	23,025	25,422
Capex	(8,426)	(16,377)	(5,000)	(9,000)	(11,000)
Right of use	(98,480)	(8,587)	(1,000)	(1,000)	(1,000)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(2,208)	(197)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	78,706	(6,446)	(13,318)	(6,852)	(6,779)
Cash flow from investments	(30,409)	(31,606)	(19,318)	(16,852)	(18,779)
Debt financing	24,095	(4,064)	(4,573)	(11,197)	(4,007)
Capital increase	9,741	728	14,390	0	0
Dividends paid	(1,461)	(1,546)	(1,357)	(1,695)	(2,635)
Warrants & other surplus	4,647	15,026	(2,000)	(8,281)	0
Cash flow from financing	37,022	10,144	6,459	(21,173)	(6,643)
Free cash flow	(2,182)	3,994	7,762	14,025	14,422

VALUATION

*Not yet fully valued, in
our view*

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	na	na	na	43.0	28.7
Normalized PE - at target price (x)	na	na	na	51.2	34.1
PE (x)	na	na	63.6	43.0	28.7
PE - at target price (x)	na	na	75.7	51.2	34.1
EV/EBITDA (x)	691.0	32.3	10.3	8.8	8.0
EV/EBITDA - at target price (x)	766.1	36.0	11.5	9.9	9.0
P/BV (x)	2.4	2.3	2.1	2.2	2.1
P/BV - at target price (x)	2.8	2.8	2.5	2.6	2.5
P/CFO (x)	23.6	7.8	13.1	7.6	6.9
Price/sales (x)	2.9	2.3	1.3	1.1	1.1
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.5	1.0
FCF Yield (%)	(1.5)	2.5	4.6	8.1	8.3
(Bt)					
Normalized EPS	(4.3)	(2.1)	(0.0)	0.7	1.1
EPS	(4.7)	(2.8)	0.5	0.7	1.1
DPS	0.0	0.0	0.0	0.1	0.3
BV/share	12.7	12.9	14.4	13.6	14.4
CFO/share	1.3	3.9	2.3	4.0	4.4
FCF/share	(0.4)	0.8	1.4	2.4	2.5

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

*Improving financial
status*

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(52.4)	23.4	72.0	17.7	8.2
Net profit (%)	na	na	na	31.2	36.4
EPS (%)	na	na	na	48.0	50.0
Normalized profit (%)	na	na	na	319.4	36.4
Normalized EPS (%)	na	na	na	na	50.0
Dividend payout ratio (%)	0.0	0.0	0.0	20.0	30.0
Operating performance					
Gross margin (%)	15.3	31.1	43.2	43.1	43.5
Operating margin (%)	(32.0)	(17.0)	5.6	8.8	9.8
EBITDA margin (%)	0.7	12.0	22.2	22.9	22.8
Net margin (%)	(36.2)	(14.7)	1.1	4.1	5.1
D/E (incl. minor) (x)	1.8	1.7	1.4	1.3	1.2
Net D/E (incl. minor) (x)	1.4	1.4	1.1	1.2	1.1
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	0.8	1.5	1.8
Interest coverage - EBITDA (x)	0.1	1.0	3.0	3.8	4.1
ROA - using norm profit (%)	na	na	0.3	1.4	2.0
ROE - using norm profit (%)	na	na	1.6	6.5	8.8
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	na	1.7	7.1	9.6
- asset turnover (x)	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4
- operating margin (%)	na	na	10.7	11.2	11.9
- leverage (x)	4.3	5.4	4.9	4.5	4.3
- interest burden (%)	147.3	332.8	30.7	46.0	53.7
- tax burden (%)	na	na	32.5	80.0	80.0
WACC (%)	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3
ROIC (%)	(10.2)	(6.6)	1.2	5.3	6.4
NOPAT (Bt m)	(17,868)	(11,686)	2,164	9,845	11,825
invested capital (Bt m)	177,485	175,554	186,093	185,144	185,624

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, non of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages."

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

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

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

S&P Global Market Intelligence

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

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

Moody's ESG Solutions

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

90-100	▲▲▲▲▲	Excellent
80-89	▲▲▲▲	Very Good
70-79	▲▲▲	Good
60-69	▲▲	Satisfactory
50-59	▲	Pass
Below		N/A

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ 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 ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ถือและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 88 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2211A, ADVANC16C2301A, ADVANC16C2302A, AMATA16C2212A, AOT16C2212A, AOT16C2302A, BANPU16C2212A, BANPU16C2302A, BBL16C2212A, BCH16C2211A, BGRIM16C2212A, BGRIM16C2301A, BGRIM16C2302A, BH16C2212A, BH16C2212B, BLA16C2212A, BLA16C2302A, BTS16C2301A, CBG16C2301A, CBG16C2301B, CBG16C2302A, COM716C2211A, COM716C2211B, COM716C2211C, COM716C2302A, CPALL16C2211A, CPN16C2301A, CRC16C2303A, DOHOME16C2301A, DOHOME16C2303A, DTAC16C2212A, EA16C2211A, EA16C2303A, ESSO16C2302A, FORTH16C2211A, GPSC16C2301A, GPSC16C2302A, GULF16C2301A, GULF16C2302A, GULF16C2302B, GUNKUL16C2301A, GUNKUL16C2302A, HANA16C2211A, HANA16C2301A, HANA16C2303A, IVL16C2211A, IVL16C2212A, IVL16C2301A, JMART16C2211A, JMART16C2303A, JMT16C2211A, JMT16C2302A, KBANK16C2211A, KBANK16C2301A, KBANK16C2302A, KCE16C2211A, KCE16C2301A, KCE16C2301B, KCE16C2302A, KTB16C2303A, KTC16C2211A, MINT16C2211A, MINT16C2301A, MINT16C2302A, MTC16C2212A, MTC16C2301A, PSL16C2212A, PTG16C2211A, PTTEP16C2212A, PTTEP16C2303A, SAWAD16C2211A, SAWAD16C2302A, SCB16C2211A, SCB16C2301A, SCGP16C2212A, SCGP16C2303A, SET5016C2212A, SET5016C2212B, SET5016C2212C, SET5016P2212A, SET5016P2212B, SINGER16C2212A, SPRC16C2212A, TIDLOR16C2212A, TOP16C2211A, TRUE16C2212A, TTA16C2211A, VGI16C2301A (underlying securities are (ADVANC, AMATA, AOT, BANPU, BBL, BCH, BGRIM, BH, BLA, BTS, CBG, COM7, CPALL, CPN, CRC, DOHOME, DTAC, EA, ESSO, FORTH, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTB, KTC, MINT, MTC, PSL, PTG, PTTEP, SAWAD, SCB, SCGP, SET50, SINGER, SPRC, TIDLOR, TOP, TTA, VGJ, TRUE)). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 89.96 โดย ธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.33 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมกร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมกร่วมกันได้แก่นางอติวี ไตลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

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

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย

พิมพ์ผกา นิजारุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

Strategy, ประกัน, กระดาษ

จักร เรื่องสินทรัพย์
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, เติมน้ำมัน

พัทธดนย์ บุณนาค
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชยกรรม

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์
Tel: 662-779-9109
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

สรัชดา ศรทรง
Tel: 662-779-9106
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา

ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์
Tel: 662-779-9112
saksid.pha@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุโณทัย
Tel: 662-779-9113
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

พลังงาน, ปิโตรเคมี

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ
Tel: 662-779-9110
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพลตฟอร์ม

ลาภินี ทิพยมณฑล
Tel: 662-779-9115
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

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

วิเคราะห์เทคนิค

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

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ชรรคมป่ารุ่ง
Tel: 662-779-9123
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

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

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

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

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน

นลินภรณ์ คลังเปรมจิตต์
Tel: 662-779-9107
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มณฑุณี 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 ลิ้มวณิชปราชญ์

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
