

BUY (Unchanged)

TP: Bt 22.00

(From: Bt 25.00)

Change in Numbers

Upside : 18.9%

16 NOVEMBER 2022

# Nex Point Pcl. (NEX TB)

## เริ่มทำกำไรแล้ว

แม้การส่งมอบ E-bus จะล่าช้ากว่าที่คาดไว้ แต่ NEX ก็เริ่มทำกำไรได้แล้ว ใน 3Q22 ซึ่งความล่าช้าของการส่งมอบนี้เป็นเพียงผลกระทบระยะสั้น และไม่ส่งผลกระทบต่อปริมาณคำสั่งซื้อโดยรวม แม้หลังปรับประมาณการกำไรลงจากสมมติฐานอัตราค่าไถ่การดำเนินงานที่ลดลง เรายังแนะนำ “ซื้อ” NEX บนแนวโน้มกำไรเติบโตจากการรับรัฐกิจ E-bus เต็มปีในปี 2023F



NUTTAPOL PRASITSUKSANT

662 – 483 8296

nuttapol.pra@thanachartsec.co.th

### จุดเริ่มต้นสำคัญของธุรกิจ ใน 3Q22

NEX มีผลการดำเนินงานเป็นกำไรครั้งแรกที่ 8 ลบ. ใน 3Q22 จากขาดทุนไตรมาสละ 65 ลบ. ใน 1Q22 และ 2Q22 เรามองว่า NEX จะมีแนวโน้มกำไรดีขึ้นต่อเนื่องบน 3 ปัจจัยคือ 1) ธุรกิจหลักมีการเริ่มดำเนินงานจริงและมีกำไรได้ตั้งแต่ไตรมาสแรกใน 3Q22 2) เราไม่ได้กังวลต่อการส่งมอบรถ E-bus ที่ล่าช้ากว่าคาด หลังส่งมอบเพียง 221 คัน เทียบกับเป้าหมายเดิมที่ 500 คัน ใน 3Q22 เนื่องจากไม่มีการเปลี่ยนแปลงในจำนวนคำสั่งซื้อรวม ส่งผลให้การส่งมอบที่ต่ำกว่าเป้าเป็นเพียงรายได้ที่ล่าช้าออกไป คำสั่งซื้อนั้นยังคงเหลืออยู่ราว 3,200 คัน และยังมี upside จากการหาลูกค้าเพิ่ม เราจึงคาดว่ากำไรที่เพิ่มขึ้นจะทำให้กำไรดีขึ้นต่อเนื่องตั้งแต่ใน 4Q22 เป็นต้นไป 3) หลังอัตราค่าไถ่การดำเนินงานของ NEX ต่ำกว่าที่เราคาดใน 3Q22 เราจึงตัดสินใจปรับประมาณการกำไรปี 2023-25F ลง 43/34/18% เพื่อสะท้อนสมมติฐานอัตราค่าไถ่ที่ต่ำลง ทำให้ราคาเป้าหมาย (ปี 2023F) ลดลงเหลือ 22 บาท (จาก 25 บาท) แต่เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” NEX โดยมองเป็นหุ้นเศรษฐกิจใหม่ที่กำลังเติบโต ด้วยอัตราค่าไถ่โตเฉลี่ย 37% ต่อปีในช่วงปี 2023-26F บนมูลค่าพื้นฐาน PE 27 เท่าในปี 2023F

### ยอดคำสั่งซื้อในมือแข็งแกร่ง

ปัจจุบัน NEX มียอดคำสั่งซื้อ E-bus รอส่งมอบราว 3,200 คัน ซึ่งจะส่งมอบตั้งแต่ช่วง 4Q22 ถึงปี 2023 ให้ลูกค้ารายใหญ่ 2 ราย ซึ่งเป็นผู้ประกอบการรถโดยสารสาธารณะ ส่วนโรงงานประกอบรถยนต์ไฟฟ้าเชิงพาณิชย์ - Absolute Assembly (AAB) - ที่ NEX ถือหุ้น 45% นั้นเริ่มดำเนินการผลิตได้แล้วตั้งแต่เดือนสิงหาคม และผลิตได้เต็มอัตรการผลิตที่ 300 คันต่อเดือนแล้วในช่วงเดือนพฤศจิกายน เราจึงคาดยอดขาย E-bus ของ NEX จะเพิ่มเป็น 600 คัน ใน 4Q22F (จาก 221 คัน ใน 3Q22) และ 3,000 คัน ในปี 2023F จากทั้ง backlog เดิมและความต้องการใช้งานจากภาคเอกชนที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้น NEX มีแผนที่จะเปิดตัวผลิตภัณฑ์ E-truck ปลายปีนี้ ซึ่งน่าจะมาพร้อมคำสั่งซื้อ เราคาดยอดขาย E-truck 1,000 คัน ในปี 2023F

### ภาษีคาร์บอนเป็นปัจจัยหนุนใหม่

เราคาดว่าคาร์บอนบังคับใช้ภาษีการปล่อยคาร์บอน (และมลพิษอื่น) ทั่วโลกจะช่วยเร่งความต้องการใช้งานรถยนต์ไฟฟ้าเชิงพาณิชย์ (CEV) การขนส่งและการเดินทางถูกจัดเป็นกิจกรรมการปล่อยคาร์บอน scope-2 (จากการดำเนินธุรกิจ) และ scope-3 (จากการใช้งานซัพพลายเออร์) การเปลี่ยนไปใช้ CEV จึงไม่เพียงลดต้นทุนการดำเนินงานให้บริษัทที่ให้บริการดังกล่าว แต่ยังช่วยป้องกันการมีค่าใช้จ่ายเพิ่มเติมจากภาษีมลพิษให้ลูกค้าได้ด้วย

### ตั้งเป้าส่งออกในภาค

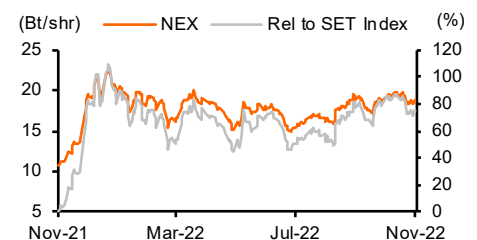
เราเชื่อว่าความต้องการ CEV ในประเทศนั้นเพียงพอให้ NEX ขาย E-bus ได้ 3,000 คันต่อปี ในปี 2023-25F และ E-truck 3,000 คันในปี 2024-25F NEX ตั้งเป้าส่งออก CEV ไปยังประเทศในอาเซียน โดยใช้ความได้เปรียบการมีข้อตกลงการค้าเสรี (FTA) ระหว่างกัน และการมีโรงงาน CEV ที่ใหญ่ที่สุดในภูมิภาค บริษัทแม่ (บมจ. พลังงานบริสุทธิ์ หรือ EA) ได้เริ่มการแสวงหาพันธมิตร เช่นการลงนามความร่วมมือกับบริษัทในมาเลเซีย เพื่อหาตลาดสำหรับกลุ่มในการส่งออกผลิตภัณฑ์ CEV

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

### COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	666	5,172	16,962	17,605
Net profit	(107)	110	1,302	2,114
Consensus NP	—	855	1,778	2,462
Diff frm cons (%)	—	(87.1)	(26.8)	(14.1)
Norm profit	(97)	110	1,302	2,114
Prev. Norm profit	—	1,054	2,287	3,190
Chg frm prev (%)	—	(89.6)	(43.1)	(33.7)
Norm EPS (Bt)	(0.1)	0.1	0.7	1.1
Norm EPS grw (%)	na	na	1,083.3	62.4
Norm PE (x)	na	319.1	27.0	16.6
EV/EBITDA (x)	na	na	137.4	39.1
P/BV (x)	12.3	11.1	8.5	6.7
Div yield (%)	0.0	0.2	1.9	3.6
ROE (%)	na	3.7	35.8	45.1
Net D/E (%)	(31.4)	(32.6)	(63.3)	(69.7)

### PRICE PERFORMANCE



### COMPANY INFORMATION

Price as of 16-Nov-22 (Bt)	18.50
Market Cap (US\$ m)	869.0
Listed Shares (m shares)	1,674.5
Free Float (%)	40.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	4.5
12M Price H/L (Bt)	22.40/10.70
Sector	Electronic
Major Shareholder	EA Mobility Holding 40%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report ..... P6

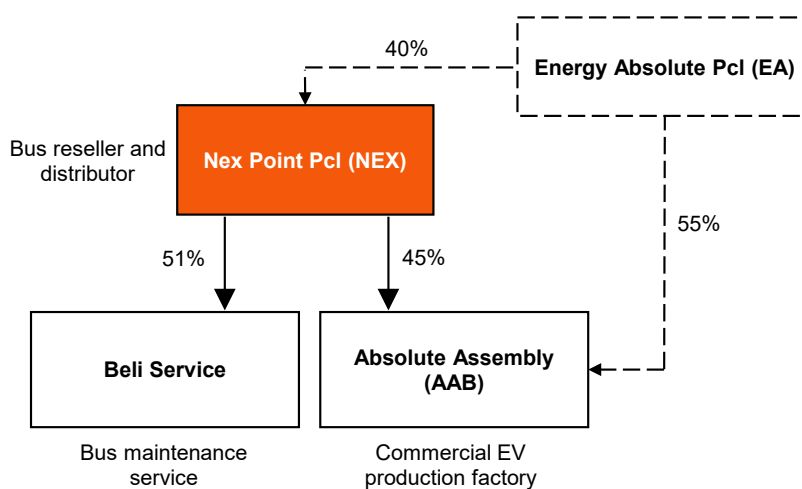
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ



**Ex 1: Key Assumption Changes**

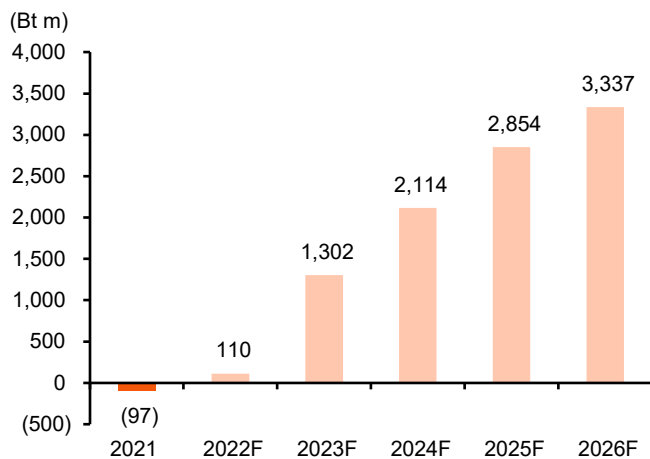
	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>Norm profit (Bt m)</b>				
New	110	1,302	2,114	2,854
Old	1,054	2,287	3,190	3,492
Change (%)	(89.6)	(43.1)	(33.7)	(18.3)
<b>E-bus sales (units)</b>				
New	800	3,000	3,000	3,000
Old	1,500	2,500	3,000	3,000
<b>E-truck sales (units)</b>				
New	—	1,500	3,000	3,000
Old	500	2,500	3,000	3,000
<b>Distribution margin (%)</b>				
New	5%	5%	5%	5%
Old	12%	10%	12%	15%

Source: Thanachart estimates

**Ex 2: NEX's Commercial Electric Vehicle (CEV) Business Structure**

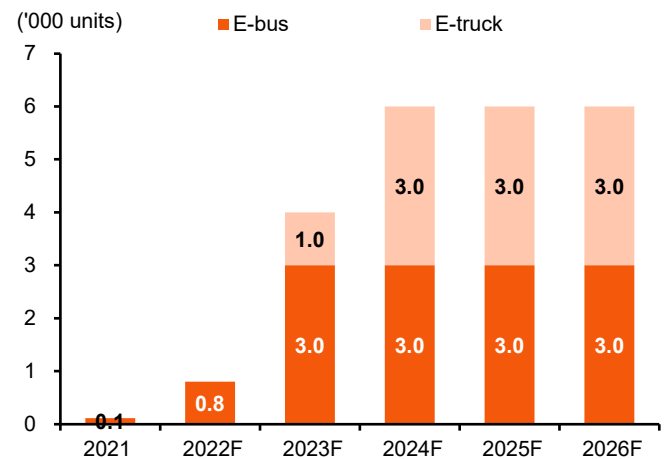
Source: Company data

## Ex 3: Earnings Trend Ramping Up ...



Sources: Company data, Thanachart estimates

## Ex 4: ... On Emerging CEV Sales



Sources: Company data, Thanachart estimates

## Ex 5: DCF-derived SOTP-based 12-month 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	235	799	1,313	1,790	2,233	2,629	2,874	2,936	2,923	2,908	2,893	—
Free cash flow	(1,010)	472	959	1,375	1,761	2,111	2,358	2,466	2,477	2,464	2,451	39,298
PV of free cash flow	(941)	409	774	1,034	1,205	1,339	1,387	1,344	1,252	1,154	1,013	16,237
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.0											
WACC (%)	7.4											
Terminal growth (%)	2.0											
<b>Enterprise value</b>	<b>26,209</b>											
Net debt (end-2022F)	(1,104)											
Minority interest	221											
Equity value	27,092											
# of shares (m) *	1,897											
<b>Equity value/share (Bt)</b>	<b>14.2</b>											

## Plus associates

Value per share

## Associates and affiliates

## Absolute Assembly

- E-bus	7.8
- E-truck	4.4
- E-truck	3.4

<b>Total</b>	<b>22.0</b>
--------------	-------------

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: \* We use fully diluted shares where we assume all of its warrants (NEX-W2) are exercised.

## Valuation Comparison

### Ex 6: 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 (%)	23F (%)	22F (%)	23F (%)
BYD Co Ltd	1211 HK	China	328.0	48.4	42.3	28.5	5.1	4.2	18.6	13.2	0.2	0.3
DongFeng Automobile	600006 CH	China	45.2	29.6	21.8	16.8	1.4	1.3	22.0	21.8	na	na
Yutong Bus Co Ltd	600066 CH	China	(32.5)	124.3	40.5	18.0	1.1	1.2	13.6	8.2	1.4	3.6
Proterra Inc	PTRA US	USA	(57.4)	0.9	(7.7)	(7.7)	2.9	3.3	na	na	0.0	0.0
Construcciones y Auxiliar	CAF SM	Spain	(18.8)	33.0	13.3	10.0	1.2	1.1	5.8	4.9	3.3	4.0
Hino Motors Ltd	7205 JP	Japan	(36.3)	115.0	(6.7)	(3.1)	0.7	0.9	6.3	20.7	2.4	0.4
AAPICO Hitech	AH TB	Thailand	33.5	4.3	8.4	8.1	1.2	1.1	8.4	7.9	4.0	4.3
PCS Machine Group	PCSGH TB	Thailand	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
NEX Point *	NEX TB	Thailand	na	1,083.3	319.1	27.0	11.1	8.5	na	137.4	0.2	1.9
Somboon Advance Tech *	SAT TB	Thailand	(13.1)	25.0	10.6	8.5	1.1	1.1	4.4	3.4	5.7	7.1
Thai Stanley Electric *	STANLY TB	Thailand	44.7	(2.2)	9.3	9.5	0.7	0.7	2.6	2.5	4.7	3.4
<b>Average</b>			<b>32.6</b>	<b>146.2</b>	<b>45.1</b>	<b>11.6</b>	<b>2.7</b>	<b>2.3</b>	<b>10.2</b>	<b>24.4</b>	<b>2.4</b>	<b>2.8</b>

Source: Bloomberg

Note: \*Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 16 Nov 2022 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

บริษัท เน็กซ์ พอยท์ จำกัด (มหาชน) (NEX) ดำเนินธุรกิจบริการเกี่ยวกับรถโดยสาร อยู่บนพื้นฐานของหน่วยธุรกิจหลักคือโรงงานประกอบรถโดยสาร โดยได้การลงทุนในสัดส่วน 45% ในบริษัท แอ็บโซลูท แอสเซมบลี จำกัด (AAB) กับพันธมิตรสำคัญรายใหญ่ บทบาทหลักของ NEX คือเป็นผู้จัดจำหน่ายหลักสำหรับรถโดยสารไฟฟ้า และรถยนต์ไฟฟ้าเชิงพาณิชย์อื่นๆ ที่จะผลิตจาก AAB และให้บริการซ่อมแซมและบำรุงรักษาในระยะยาว NEX กำลังขยายธุรกิจไปเป็นผู้ให้บริการขนส่งสาธารณะโดยใช้ยานพาหนะไฟฟ้า

Source: Thanachart

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

## S — Strength

- มีความรู้และประสบการณ์ที่แข็งแกร่งในตลาดรถโดยสารของไทย เนื่องจากดำเนินธุรกิจที่เกี่ยวข้องมากกว่าสิบปี
- มีความสัมพันธ์อันแน่นแฟ้นกับลูกค้า โดยเฉพาะกับผู้ประกอบการรถโดยสารท่องเที่ยวและรถโดยสารสาธารณะ

## O — Opportunity

- การใช้ E-bus และรถยนต์ไฟฟ้าเชิงพาณิชย์อื่นๆ ที่จะเพิ่มขึ้นอย่างมากในประเทศไทย ในขณะที่ยังไม่มีคู่แข่งรายใหญ่ในอุตสาหกรรม
- การส่งออก E-bus และรถยนต์ไฟฟ้าเชิงพาณิชย์อื่นๆ ไปยังประเทศเพื่อนบ้าน โดยใช้ประโยชน์จากข้อตกลงการค้าเสรี (FTA) ระหว่างประเทศอาเซียน

## CONSENSUS COMPARISON

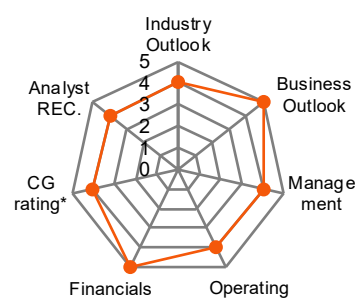
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	24.50	22.00	-10%
Net profit 22F (Bt m)	855	110	-87%
Net profit 23F (Bt m)	1,778	1,302	-27%
Consensus REC	BUY: 2	HOLD: 0	SELL: 0

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรของเราต่ำกว่าของตลาด เนื่องจากเราปรับลดยอดขาย CEV ในปีดังกล่าวก่อนตลาด
- ดังนั้นราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่า

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

## COMPANY RATING



## Rating Scale

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

Source: Thanachart; \* CG rating

## W — Weakness

- พึ่งพาเทคโนโลยีจากพันธมิตรในการพัฒนายานพาหนะไฟฟ้า
- การให้บริการทั้งหมดเชื่อมโยงกับความสามารถของโรงงานประกอบรถโดยสารร่วมทุนในการผลิต และส่งมอบยานพาหนะไฟฟ้าให้กับลูกค้า

## T — Threat

- การนำเข้ารถโดยสารไฟฟ้าต้นทุนต่ำจากจีน
- การมีผู้เล่นใหม่ในประเทศ เมื่อเทคโนโลยียานยนต์ไฟฟ้ากลายเป็นกระแสหลัก

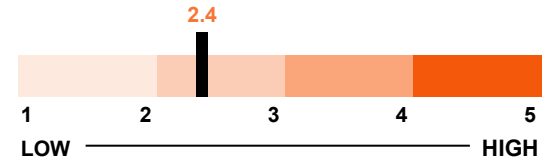
## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ความต้องการ E-bus ในประเทศที่ต่ำกว่าที่คาดการณ์ไว้เป็นความเสี่ยงด้านลบที่สำคัญต่อประมาณการกำไร และ valuation ของเรา
- การสนับสนุนในเชิงรุกน้อยลงจากนโยบายของรัฐบาลเกี่ยวกับรถยนต์ไฟฟ้าเป็นอีกหนึ่งความเสี่ยงด้านลบที่สำคัญต่อตัวเลขของเรา
- การยกเว้นภาษีนำเข้าสำหรับรถโดยสารไฟฟ้าจากจีน หรือประเทศอื่นๆ อาจส่งผลให้เกิดความเสี่ยงด้านลบต่อคาดการณ์ของเรา
- ความล่าช้าในการก่อสร้างโรงงาน หรือปัจจัยที่ทำให้เกิดความสับสนในการส่งมอบรถโดยสาร อาจส่งผลให้เกิดความเสี่ยงด้านลบต่อคาดการณ์ของเรา

Source: Thanachart

NEX เป็นผู้จัดจำหน่ายรถยนต์ไฟฟ้าเชิงพาณิชย์พร้อมบริการซ่อมบำรุง และถือหุ้น 45% ในบริษัทร่วมทุนที่ดำเนินการผลิตรถยนต์ไฟฟ้าเชิงพาณิชย์ เราให้คะแนน ESG ของ NEX ค่อนข้างต่ำที่เพียง 2.4 แม้ลักษณะธุรกิจหลักจะไม่ได้มีการปล่อยก๊าซเรือนกระจกออกมามากนัก และเป็นบริษัทที่เห็นด้านรถยนต์ไฟฟ้า แต่เรามองว่า NEX ยังขาดนโยบายและแนวทางด้าน ESG ที่ชัดเจนอยู่มาก

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)
NEX	-	-	-	-	-	-	-	-	4.0

Sources: SETTRADE, SETTHSI Index, Thailand Sustainability Investment (THSI), The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, Arabesque S-Ray®, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)

Note: Please see third party on "term of use" in the following back page.

**Factors Our Comments**

**ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)**

- นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม
- การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า
- การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก
- การบริหารจัดการน้ำ
- การบริหารจัดการของเสีย

- ธุรกิจเดิมของ NEX คือการเข้าและจัดจำหน่ายรถโดยสาร และรถยนต์เชิงพาณิชย์พร้อมบริการหลังการขาย แต่ในปี 2021 บริษัท มีการเปลี่ยนทิศทางธุรกิจมาเป็นผู้จัดจำหน่ายรถยนต์ไฟฟ้าพร้อมบริการหลังการขาย โดยในปี 2020 NEX ได้ลงทุนถือหุ้น 45% ใน Absolute Assembly (AAB) ซึ่งประกอบกิจการโรงงานผลิตรถยนต์ไฟฟ้าเชิงพาณิชย์ ลักษณะธุรกิจของ NEX จึงไม่ได้ปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) ออกมามากนัก และธุรกิจหลักในปัจจุบันก็เน้นไปที่ผลิตภัณฑ์ EV ที่ถูกมองว่าส่งผลบวกต่อสถานะแวดล้อม
- อย่างไรก็ตามเรามองว่า NEX ยังขาดการมีนโยบายที่ชัดเจน และแนวทางการดำเนินธุรกิจสอดคล้องกับมาตรฐาน ESG โดยรวม รวมถึงการประหยัดพลังงานและการลดการปล่อยมลพิษจากการดำเนินงาน

**ด้านสังคม (SOCIAL)**

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- การผลิตยานยนต์ไฟฟ้าของโรงงาน AAB ต้องใช้พนักงานเป็นจำนวนมาก อย่างไรก็ตาม เนื่องจากโรงงานเพิ่งเริ่มดำเนินงานมาได้ไม่ถึงปี เราจึงยังไม่มีข้อมูลเพียงพอในประเด็นด้านการดูแลพนักงานและการกำกับดูแลด้านสิทธิมนุษยชนของทางบริษัท
- ในปี 2021 NEX มีการมอบอาหาร ยา และของใช้จำเป็นส่วนบุคคลแก่ชาวบ้านที่อาศัยในพื้นที่ละแวกโรงงานในช่วงการระบาดของโควิด บริษัท มุ่งมั่นที่จะมีส่วนร่วมในการปรับปรุงชุมชนท้องถิ่นในจังหวัดฉะเชิงเทราซึ่งเป็นที่ตั้งของโรงงาน
- ในปี 2021 NEX ได้บริจาคผลิตภัณฑ์ CEV บางส่วนสำหรับการใช้งานสาธารณะ เช่น การใช้เป็นรถจัดส่งพัสดุ และไปรษณีย์แก่ที่ทำการไปรษณีย์ในพื้นที่ใกล้เคียง

**ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)**

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- คณะกรรมการบริษัทของ NEX ประกอบด้วยสมาชิก 9 คน ซึ่งเรามองว่าเหมาะสมกับขนาดและขอบเขตของธุรกิจแล้ว โดยสามคนเป็นตัวแทนจากบริษัทแม่ บมจ. พลังงานบริสุทธิ์ (EA) ซึ่งถือหุ้น 40% ใน NEX มีกรรมการอิสระ 4 คน และกรรมการหญิง 1 คน
- ด้วยยังใหม่ในตลาดฯ หลังจดทะเบียนเข้าซื้อขายในปี 2020 NEX ยังคงค่อนข้างอ่อนแอในการให้ข้อมูลทางธุรกิจที่เพียงพอต่อสาธารณะในมุมมองของเรา
- เราเชื่อว่า NEX อยู่ในแนวโน้มที่ถูกต้องในเรื่องความยั่งยืนของธุรกิจ เนื่องจาก EV คือทิศทางหลักของโลกในอนาคต ซึ่ง NEX เข้ามาเริ่มการเป็นผู้จัดจำหน่าย EV ได้เป็นรายแรกๆ และมีหุ้นถึง 45% ในโรงงานผลิต EV ซึ่งได้ประโยชน์จากระบบนิเวศทางธุรกิจ นอกจากนี้ยังได้แบตเตอรี่ที่แน่นอนจากบริษัทแม่ EA อีกด้วย
- AAB ดำเนินธุรกิจภายใต้นวัตกรรมใหม่ๆ อย่างต่อเนื่อง และ EV ยังอยู่ในช่วงเริ่มต้นของวัฏจักร และต้องการนวัตกรรมและการพัฒนาที่มากขึ้น
- AAB ยังมีความพยายามที่จะเป็นฐานสำหรับการส่งออกรถยนต์เพื่อการพาณิชย์ไปยังอาเซียน เพื่อรักษาการเติบโตของธุรกิจในระยะยาว

Source: Thanachart

**INCOME STATEMENT**

<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>
Sales	1,404	666	5,172	16,962	17,605
Cost of sales	1,231	519	4,886	15,778	15,827
<b>Gross profit</b>	<b>173</b>	<b>147</b>	<b>286</b>	<b>1,185</b>	<b>1,778</b>
% gross margin	12.3%	22.1%	5.5%	7.0%	10.1%
Selling & administration expenses	282	271	508	1,061	1,102
<b>Operating profit</b>	<b>(110)</b>	<b>(123)</b>	<b>(222)</b>	<b>124</b>	<b>677</b>
% operating margin	-7.8%	-18.5%	-4.3%	0.7%	3.8%
Depreciation & amortization	63	85	91	112	122
<b>EBITDA</b>	<b>(47)</b>	<b>(38)</b>	<b>(132)</b>	<b>235</b>	<b>799</b>
% EBITDA margin	-3.3%	-5.7%	-2.5%	1.4%	4.5%
Non-operating income	17	22	22	23	24
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(16)	(8)	(9)	31	83
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(109)</b>	<b>(110)</b>	<b>(209)</b>	<b>178</b>	<b>783</b>
Income tax	8	(29)	0	27	118
<b>After-tax profit</b>	<b>(117)</b>	<b>(81)</b>	<b>(209)</b>	<b>151</b>	<b>666</b>
% net margin	-8.3%	-12.1%	-4.0%	0.9%	3.8%
Shares in affiliates' Earnings	(6)	(5)	329	1,184	1,482
Minority interests	(13)	(12)	(10)	(34)	(33)
Extraordinary items	(77)	(10)	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>(214)</b>	<b>(107)</b>	<b>110</b>	<b>1,302</b>	<b>2,114</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>(136)</b>	<b>(97)</b>	<b>110</b>	<b>1,302</b>	<b>2,114</b>
EPS (Bt)	(0.1)	(0.1)	0.1	0.7	1.1
Normalized EPS (Bt)	(0.1)	(0.1)	0.1	0.7	1.1

*Earnings base rises with  
CEV sales ramping up*

**BALANCE SHEET**

<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	1,871	1,744	3,042	7,713	8,447
Cash & cash equivalent	1,410	971	1,000	1,500	2,000
Account receivables	129	199	1,417	4,647	4,823
Inventories	124	139	402	1,297	1,301
Others	207	435	224	269	322
Investments & loans	476	837	1,337	1,837	1,837
Net fixed assets	536	539	668	761	724
Other assets	735	793	795	912	918
<b>Total assets</b>	<b>3,617</b>	<b>3,913</b>	<b>5,842</b>	<b>11,223</b>	<b>11,926</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	277	735	2,086	6,073	5,702
Account payables	149	164	1,606	5,187	5,203
Bank overdraft & ST loans	0	7	(52)	(632)	(935)
Current LT debt	0	0	(26)	(316)	(468)
Others current liabilities	128	564	558	1,834	1,901
<b>Total LT debt</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>(26)</b>	<b>(316)</b>	<b>(468)</b>
Others LT liabilities	175	108	397	1,098	1,136
<b>Total liabilities</b>	<b>452</b>	<b>843</b>	<b>2,457</b>	<b>6,855</b>	<b>6,371</b>
Minority interest	204	211	221	255	288
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	1,674	1,674	1,897	1,897	1,897
Share premium	1,543	1,543	1,543	1,543	1,543
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)
<b>Retained earnings</b>	<b>(251)</b>	<b>(354)</b>	<b>(271)</b>	<b>678</b>	<b>1,832</b>
Shareholders' equity	2,961	2,859	3,164	4,113	5,268
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>3,617</b>	<b>3,913</b>	<b>5,842</b>	<b>11,223</b>	<b>11,926</b>

*Asset-light balance sheet  
with a CEV distributor  
business model*

Sources: Company data, Thanachart estimates

**CASH FLOW STATEMENT**

<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>
Earnings before tax	(109)	(110)	(209)	178	783
Tax paid	(1)	26	23	39	(116)
Depreciation & amortization	63	85	91	112	122
Chg In working capital	(60)	(71)	(38)	(545)	(164)
Chg In other CA & CL / minorities	153	416	290	2,349	1,494
<b>Cash flow from operations</b>	<b>46</b>	<b>347</b>	<b>156</b>	<b>2,133</b>	<b>2,120</b>
Capex	(411)	(88)	(220)	(205)	(85)
Right of use	(96)	7	0	0	0
ST loans & investments	0	(222)	222	0	0
LT loans & investments	(476)	(361)	(500)	(500)	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(311)	(133)	286	584	32
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(1,294)</b>	<b>(798)</b>	<b>(212)</b>	<b>(121)</b>	<b>(53)</b>
Debt financing	(117)	7	(112)	(1,159)	(607)
Capital increase	2,685	0	223	0	0
Dividends paid	0	0	(28)	(353)	(960)
Warrants & other surplus	4	4	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>2,572</b>	<b>11</b>	<b>84</b>	<b>(1,512)</b>	<b>(1,567)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>(365)</b>	<b>259</b>	<b>(64)</b>	<b>1,928</b>	<b>2,035</b>

*Low required capex  
going forward*

**VALUATION**

<b>FY ending Dec</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>
Normalized PE (x)	na	na	319.1	27.0	16.6
Normalized PE - at target price (x)	na	na	379.4	32.1	19.7
PE (x)	na	na	319.1	27.0	16.6
PE - at target price (x)	na	na	379.4	32.1	19.7
EV/EBITDA (x)	na	na	na	137.4	39.1
EV/EBITDA - at target price (x)	na	na	na	165.6	47.4
P/BV (x)	11.9	12.3	11.1	8.5	6.7
P/BV - at target price (x)	14.1	14.6	13.2	10.1	7.9
P/CFO (x)	756.8	101.1	224.3	16.5	16.6
Price/sales (x)	22.1	46.5	6.0	1.8	1.8
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.2	1.9	3.6
FCF Yield (%)	(1.0)	0.7	(0.2)	5.5	5.8
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	(0.1)	(0.1)	0.1	0.7	1.1
EPS	(0.1)	(0.1)	0.1	0.7	1.1
DPS	0.0	0.0	0.0	0.3	0.7
BV/share	1.6	1.5	1.7	2.2	2.8
CFO/share	0.0	0.2	0.1	1.1	1.1
FCF/share	(0.2)	0.1	(0.0)	1.0	1.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

**FINANCIAL RATIOS**

<b>FY ending Dec</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	79.2	(52.5)	676.0	228.0	3.8
Net profit (%)	na	na	na	1,083.3	62.4
EPS (%)	na	na	na	1,083.3	62.4
Normalized profit (%)	na	na	na	1,083.3	62.4
Normalized EPS (%)	na	na	na	1,083.3	62.4
Dividend payout ratio (%)	0.0	0.0	50.0	50.0	60.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	12.3	22.1	5.5	7.0	10.1
Operating margin (%)	(7.8)	(18.5)	(4.3)	0.7	3.8
EBITDA margin (%)	(3.3)	(5.7)	(2.5)	1.4	4.5
Net margin (%)	(8.3)	(12.1)	(4.0)	0.9	3.8
D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.0	(0.0)	(0.3)	(0.3)
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.4)	(0.3)	(0.3)	(0.6)	(0.7)
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	na	na	na
Interest coverage - EBITDA (x)	na	na	na	na	na
ROA - using norm profit (%)	na	na	2.3	15.3	18.3
ROE - using norm profit (%)	na	na	3.7	35.8	45.1
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	na	na	na	4.2	14.2
- asset turnover (x)	0.6	0.2	1.1	2.0	1.5
- operating margin (%)	na	na	na	0.9	4.0
- leverage (x)	1.3	1.3	1.6	2.3	2.5
- interest burden (%)	117.1	107.9	104.7	121.3	111.8
- tax burden (%)	na	na	na	85.0	85.0
WACC (%)	7.4	7.4	7.4	7.4	7.4
ROIC (%)	(21.2)	(8.0)	(10.0)	5.1	42.6
NOPAT (Bt m)	(110)	(123)	(189)	105	575
invested capital (Bt m)	1,551	1,895	2,060	1,349	1,397

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	<b>LAGGARD:</b> A company lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
BB - BBB - A	<b>AVERAGE :</b> A company with a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers
AA - AAA	<b>LEADER:</b> 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](http://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 ปทุมไรซ์มิล 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 มีกรรมกร่วมกันได้แก่นางอติวีณี ไตลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: \*\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลีควิเบเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีควิเบเมนท์ 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 นิจารุณ, CFA

Tel: 662-779-9199

pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

### Strategy, ประกัน, กระดาษ

จักร เรื่องสิทธิสัญญา

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, เติบเรื่อ

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, บันเทิง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ

Tel: 662-483-8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

### ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

สรชดา 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, แพล

ลาภินี ทิพยมณฑล

Tel: 662-779-9115

lapinee.dib@thanachartsec.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA

Tel: 662-779-9120

adisak.phu@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ

Tel: 662-779-9105

pattawan.wan@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ชรรคมป่ารุง

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

### มลฤดี เพชรแสงใสกุล

Tel: 662-779-9108

monrudee.pet@thanachartsec.co.th

### เกษมรัตน์ จิตกุล

Tel: 662-779-9118

kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

### วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

Tel: 662-779-9114

varathip.run@thanachartsec.co.th

### สุนทร รักษาวัต

Tel: 662-779-9117

sunet.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