

BUY (Unchanged)

TP: Bt 14.00

(From: Bt 13.50)

Change in Numbers

Upside : 34.6%

5 DECEMBER 2022

AP (Thailand) Pcl (AP TB)

ทางเลือกที่ถูกที่สุด

เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” AP หลังปรับประมาณการกำไรขึ้น หุ่นจะกลายเป็นตัวเลือกที่ถูกที่สุดในกลุ่มของเราที่ 5.3 เท่า 2023F PE ในบรรดาหุ้นอสังหาริมทรัพย์คุณภาพ 3 อันดับแรกที่เรากำลังวิเคราะห์ เรามองว่า AP เป็นหุ้นที่ซบเซาในช่วง 1/3/6 เดือน



PHANNARAI TIYAPITTAYARUT

662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

ปรับประมาณการกำไรขึ้น

เราปรับประมาณการกำไรปี 2022-24F ของ AP ขึ้น 15/8/5% สะท้อนสมมติฐาน presales และอัตรากำไรขั้นต้นที่สูงขึ้นของเรา เนื่องจากยอด presales ที่แข็งแกร่งกว่าคาดจนถึง 4Q22 เราจึงปรับประมาณการยอด presales เป็น 53.0/55.6/58.4 พันลบ. (เพิ่มขึ้น 10/8/8% จากประมาณการเดิมของเรา) ในปี 2022-24F เทียบกับ 35.0 พันลบ. ในปี 2021 นอกจากนี้ AP ยังรายงานอัตรากำไรขั้นต้นที่สูงกว่าคาดใน 9M22 ซึ่งทำให้เราต้องปรับเพิ่มสมมติฐานอัตรากำไรขั้นต้นเป็น 32.0/32.3/32.5% (จาก 31.3/31.6/32.1%) ในปี 2022-24F เนื่องจากการปรับเพิ่มประมาณการเราจึงปรับราคาเป้าหมายปี 2023F เป็น 14.0 บาท (จาก 13.5 บาท)

มูลค่าถูก และเป็น laggard play

เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” AP 1) ในบรรดาหุ้นคุณภาพ 3 อันดับแรกที่เรากำลังวิเคราะห์ AP เป็นหุ้นที่ซบเซาขึ้นช้า (laggard play) ซึ่งอีกสองตัวได้แก่ บมจ. แลนด์แอนด์เฮาส์ (LH “ซื้อ”) และ บมจ. ศุภลาศัย (SPALI “ซื้อ”) ในช่วง 1/3/6 เดือนที่ผ่านมา AP ปรับขึ้น 3/3/-9% ในช่วง 1/3/6 เดือนที่ผ่านมา เทียบกับ SPALI ที่ปรับขึ้น 13/24/14% และ LH ที่ 4/10/7% 2) เนื่องจาก underperformance เมื่อเทียบกับคู่แข่งเหล่านี้ AP ภายใต้ประมาณการของเราจึงกลายเป็นหุ้นที่ถูกที่สุดในบรรดาหุ้นทั้งสามตัวที่ PE ที่ 5.3 เท่า ในปี 2023F เทียบกับ SPALI ที่ 6.1 เท่า และ LH ที่ 11.6 เท่า สำหรับการเติบโตของ EPS เราคาดว่า AP จะมี EPS เติบโต 21/11/10% ในปี 2022-24F, SPALI ที่ 5/4/2% และ LH ที่ 22/15/11% หุ้นทั้งสามตัวให้อัตราผลตอบแทนใกล้เคียงกันในปี 2022-23F ที่ 5.9/6.6% สำหรับ AP, 6.3/6.7% สำหรับ SPALI และ 6.4/7.4% สำหรับ LH

มีส่วนแบ่งตลาดแข็งแกร่งสุด

AP เป็นหุ้นที่เราวิเคราะห์ที่มีส่วนแบ่งตลาดมากที่สุด อันที่จริง หากเราไม่รวมรายได้ค่าเช่าและส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมของ LH, AP จะเป็นบริษัทที่มีการเติบโตของกำไรที่แข็งแกร่งที่สุดในกลุ่มนี้ เนื่องจากส่วนแบ่งตลาดที่เพิ่มขึ้น การเปรียบเทียบมูลค่า presales ระหว่างหุ้นใน Exhibit 7 และประมาณการส่วนแบ่งตลาดใน Exhibit 8 สำหรับ AP เราคาดว่าส่วนแบ่งตลาดของบริษัทฯ จะเพิ่มขึ้นจาก 18% ในปี 2018 เป็น 27% ในปี 2022F ความสำเร็จในมุมมองของเราคือการจับกลุ่มตลาดถูกทางด้วยราคาที่ดี

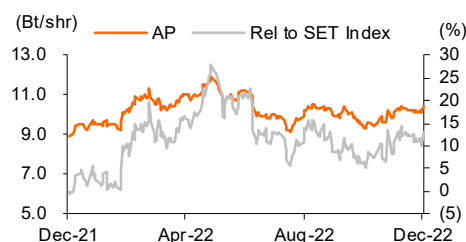
ไม่ถูกระทบจากต้นทุนที่เพิ่มขึ้น

เนื่องจากผลิตภัณฑ์ของ AP ขายดี จึงไม่มีแรงกดดันในการเคลียร์สินค้าคงคลังและสามารถปรับราคาขายชดเชยต้นทุนวัสดุก่อสร้างและแรงงานที่เพิ่มขึ้นจากจากอัตราเงินเฟ้อที่สูงในปีนี้อัตราคำไรขั้นต้นจากการขายอสังหาริมทรัพย์ใน 9M22 อยู่ที่ 32.4% เทียบกับ 30.8% ใน 9M21

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	31,794	38,518	43,120	47,235
Net profit	4,543	5,517	6,147	6,740
Consensus NP	—	5,626	5,858	6,120
Diff frm cons (%)	—	(1.9)	4.9	10.1
Norm profit	4,542	5,517	6,147	6,740
Prev. Norm profit	—	4,811	5,681	6,448
Chg frm prev (%)	—	14.7	8.2	4.5
Norm EPS (Bt)	1.4	1.8	2.0	2.1
Norm EPS grw (%)	7.5	21.5	11.4	9.6
Norm PE (x)	7.2	5.9	5.3	4.9
EV/EBITDA (x)	10.8	10.1	9.5	9.3
P/BV (x)	1.0	0.9	0.8	0.7
Div yield (%)	4.8	5.9	6.6	7.2
ROE (%)	14.7	16.0	16.0	15.7
Net D/E (%)	58.2	67.7	71.8	76.8

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 2-Dec-22 (Bt)	10.40
Market Cap (US\$ m)	941.3
Listed Shares (m shares)	3,145.9
Free Float (%)	64.5
Avg Daily Turnover (US\$ m)	4.5
12M Price H/L (Bt)	11.90/8.90
Sector	PROP
Major Shareholder	Anuphong Assavabhokhin 21.3%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P9

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

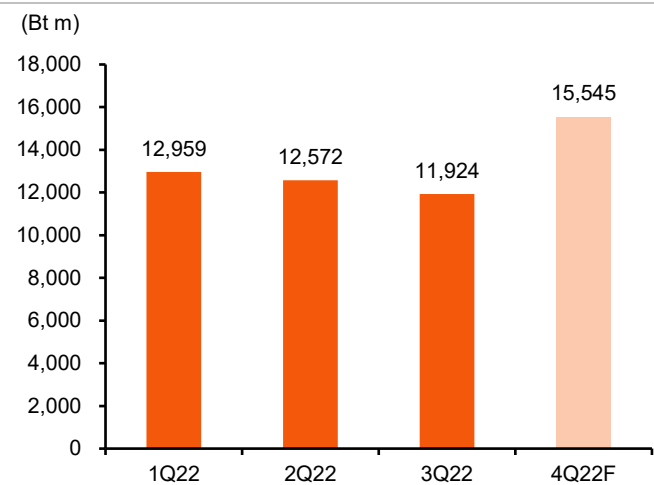
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเปิดเผยแฟ้มข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลนี้ไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



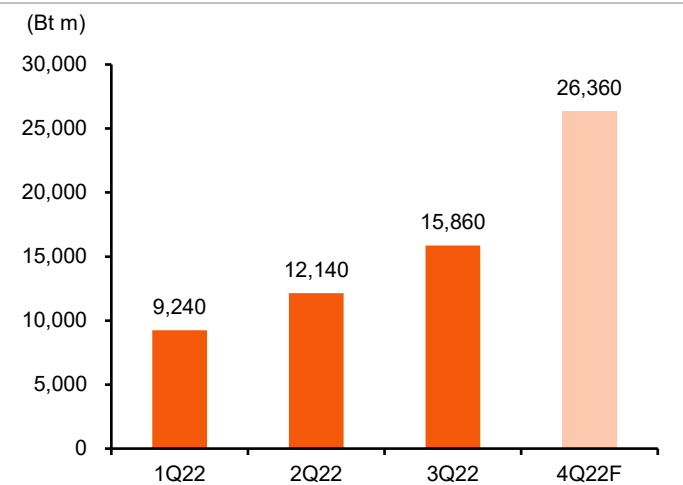
Ex 1: Key Assumption Changes

	2022F	2023F	2024F
Presales (Bt m)			
New	53,000	55,649	58,432
Old	48,017	51,378	53,947
Change (%)	10	8	8
Property gross margin (%)			
New	32.0	32.3	32.5
Old	31.3	31.6	32.1
Change (bp)	67	66	37
SG&A/sales (%)			
New	19.0	18.7	18.5
Old	19.5	18.5	18.0
Change (bp)	(50)	20	50
Normalized profit (Bt m)			
New	5,517	6,147	6,740
Old	4,811	5,681	6,448
Change (%)	15	8	5

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Presales

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: New Launches

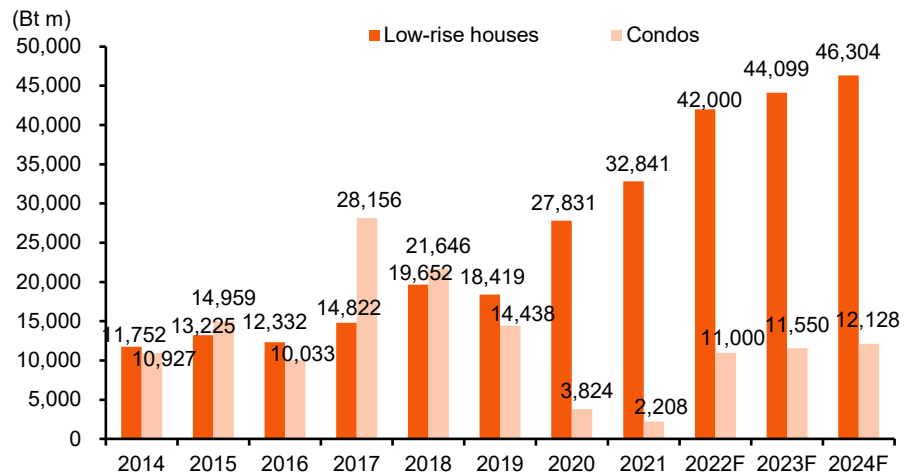
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Expanded Market Segmentation

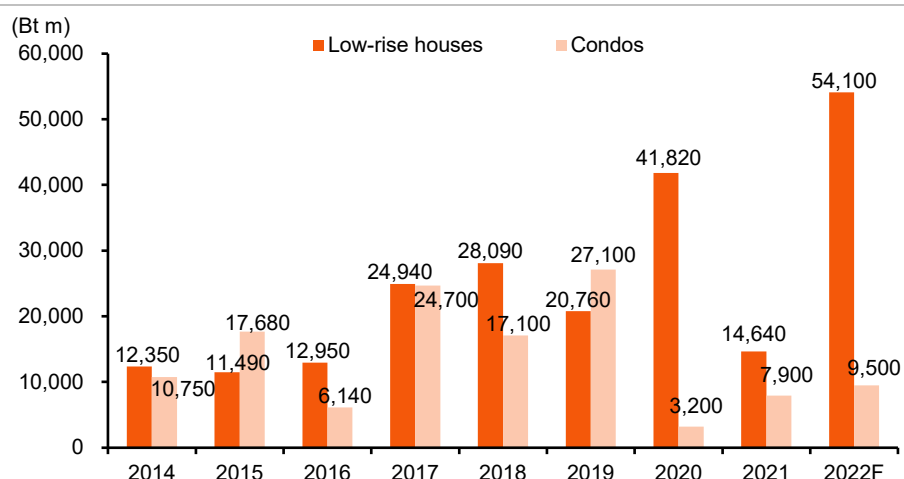
Housing Brand						
 SDH	BAAN KLANG KRUNG <50 MB	THE PALAZZO <25 MB	SIJUL <20 MB	THE CITY 12-20 MB	CENTRO 5-12 MB	MODEN 3-5 MB <i>NEW 2022</i>
 TH		CLASSE 10-20 MB	บ้านกลางเมือง THE EDITION 7-9 MB	บ้านกลางเมือง 5-7 MB	Grande Pleno 4-6 MB	Pleno Pleno 3-5 MB
UPCOUNTRY						อภิศาว 1.99-6++ MB <i>NEW 2022</i>
Condominium Brand						
 Condo		THE ADDRESS	RHYTHM	Life	aspire	

Source: Company data

Ex 5: Condo Presales Recovering



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Aggressive New Launches

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: Presales Of Developers Under Our Coverage

Presales (Bt m)	AP	LH	LPN	PSH	QH	SIRI	SPALI	Total
2016	22,365	23,908	9,897	44,414	15,300	31,140	24,132	171,156
2017	42,978	26,304	17,899	47,537	14,000	38,565	30,777	218,060
2018	41,298	28,788	15,526	51,101	12,380	48,344	33,343	230,780
2019	32,856	25,356	6,703	35,601	7,491	20,806	22,324	151,137
2020	31,655	26,602	10,339	21,968	8,667	26,156	24,376	149,763
2021	35,049	28,636	8,893	25,427	7,497	26,071	24,069	155,642
2022F	53,000	33,568	8,864	27,548	8,475	31,261	32,501	195,217

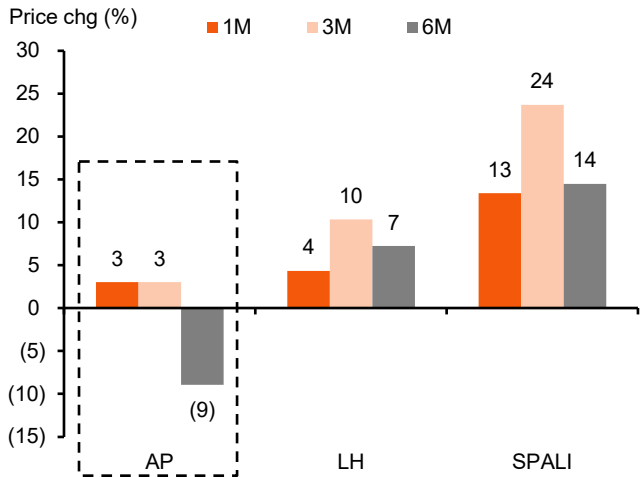
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: Presales Market Share

(%)	AP	LH	LPN	PSH	QH	SIRI	SPALI	
2016	13.1	14.0	5.8	25.9	8.9	18.2	14.1	100.0
2017	19.7	12.1	8.2	21.8	6.4	17.7	14.1	100.0
2018	17.9	12.5	6.7	22.1	5.4	20.9	14.4	100.0
2019	21.7	16.8	4.4	23.6	5.0	13.8	14.8	100.0
2020	21.1	17.8	6.9	14.7	5.8	17.5	16.3	100.0
2021	22.5	18.4	5.7	16.3	4.8	16.8	15.5	100.0
2022F	27.1	17.2	4.5	14.1	4.3	16.0	16.6	100.0
Increase/decrease (+/-)	+	+	-	-	-	-	+	

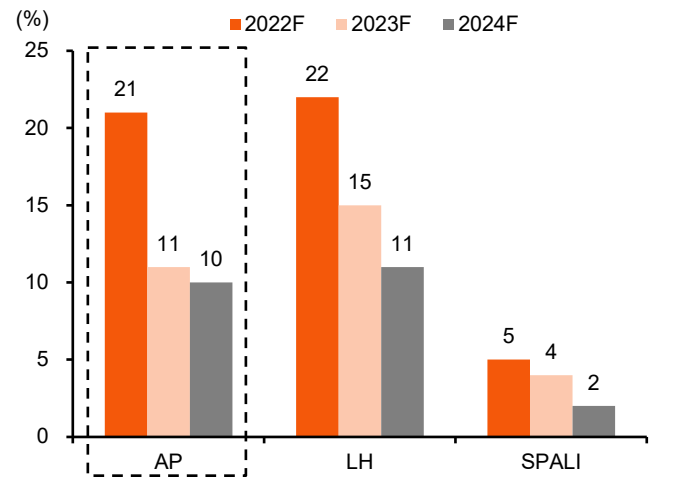
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: AP Is A Laggard Play



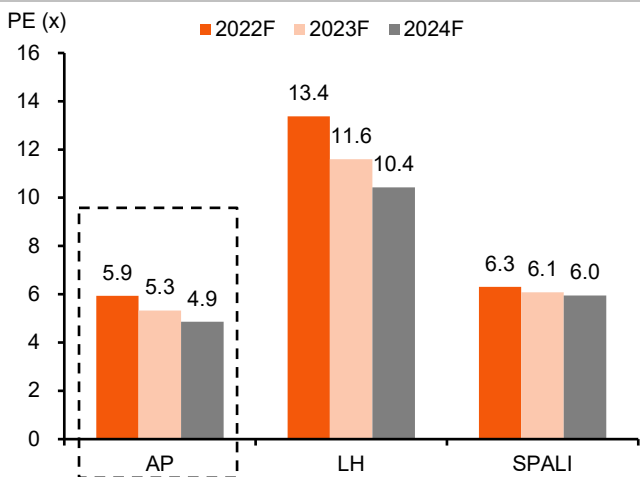
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: EPS Growth



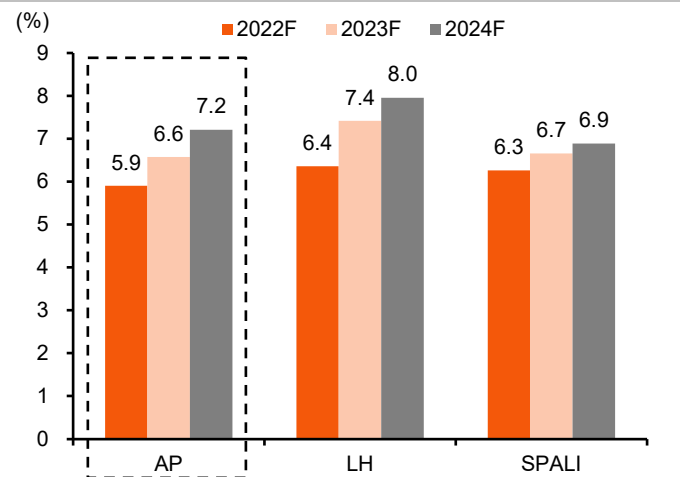
Source: Thanachart estimates

Ex 11: AP Is The Cheapest Among Quality Developers



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 12: Dividend Yield Comparison



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 13: 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	6,486	7,224	8,126	8,524	8,548	8,808	9,114	9,598	9,779	10,015	10,396	
Free cash flow	(3,767)	(4,627)	1,270	7,630	9,628	6,614	7,586	8,497	6,247	6,218	8,708	117,093
PV of free cash flow	(3,757)	(3,919)	990	5,474	6,223	3,917	4,116	4,226	2,847	2,596	3,180	42,759
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.2											
WACC (%)	8.7											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	68,652											
Net debt	24,622											
Minority interest	(18)											
Equity value	44,049											
# of shares (m)	3,146											
Equity value/share (Bt)	14.00											

Sources: Company data, Thanachart estimates

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 (%)
Poly Real Estate Group	600048 CH	China	(1.1)	5.5	6.9	6.5	0.9	0.8	10.5	10.0	3.8	4.1
Agile Property Holdings	3383 HK	China	(43.1)	(5.4)	2.1	2.2	0.1	0.1	6.9	7.7	1.3	3.0
Country Garden Holdings	2007 HK	China	(58.0)	0.8	4.5	4.4	0.3	0.3	9.8	9.6	3.3	3.4
China Overseas Land & Invest	688 HK	Hong Kong	(12.4)	5.3	6.2	5.9	0.6	0.5	7.3	7.0	4.8	5.0
China Resources Land	1109 HK	Hong Kong	4.6	9.1	8.5	7.8	1.0	0.9	8.0	7.2	4.2	4.5
Hang Lung Properties	101 HK	Hong Kong	0.1	21.1	13.3	11.0	0.4	0.4	15.5	12.6	5.7	5.8
Henderson Land Development	12 HK	Hong Kong	(17.9)	9.8	9.8	9.0	0.3	0.3	19.8	17.3	7.5	7.5
Shimao Property Holdings	813 HK	Hong Kong	1.6	1.6	1.4	1.4	0.1	0.1	5.6	5.6	25.2	26.2
Sun Hung Kai Properties	16 HK	Hong Kong	(2.6)	(1.2)	9.2	9.3	0.4	0.4	9.3	9.7	5.3	5.3
Sino Land	83 HK	Hong Kong	(33.2)	(15.6)	10.7	12.7	0.4	0.5	4.8	6.2	5.9	6.0
CapitaLand	CAPL SP	Singapore	11.2	6.3	na	na	na	na	na	na	na	na
City Developments	CIT SP	Singapore	na	(41.2)	8.6	14.6	0.8	0.8	12.8	15.6	2.3	2.0
Asian Property Devt *	AP TB	Thailand	21.5	11.4	5.9	5.3	0.9	0.8	10.1	9.5	5.9	6.6
Land and Houses *	LH TB	Thailand	22.7	15.3	13.4	11.6	2.1	2.0	18.1	16.4	6.4	7.4
LPN Development *	LPN TB	Thailand	30.9	23.9	17.3	14.0	0.7	0.6	19.2	15.3	3.5	4.3
Pruksa Holding *	PSH TB	Thailand	8.6	1.2	10.5	10.4	0.6	0.6	10.5	10.1	5.7	5.8
Quality Houses *	QH TB	Thailand	30.7	16.1	11.2	9.7	0.9	0.8	38.3	33.9	5.4	6.2
Sansiri *	SIRI TB	Thailand	(24.3)	3.4	17.8	17.2	0.7	0.7	24.4	23.4	2.2	2.3
Supalai *	SPALI TB	Thailand	5.1	3.7	6.3	6.1	1.0	0.9	8.3	7.4	6.3	6.7
Average			(3.1)	3.8	9.1	8.8	0.7	0.7	13.3	12.5	5.8	6.2

Sources: Bloomberg consensus, *Thanachart estimates

Based on 2 December 2022 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท เอเชียน พร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) เป็นบริษัทพัฒนาที่อยู่อาศัยในกรุงเทพฯ โดยบริษัทฯ ดำเนินโครงการประเภทต่างๆ ดังนี้ โครงการทาวน์เฮ้าส์ ภายใต้แบรนด์ Biztown, บ้านกลางกรุง, บ้านกลางเมือง, The Pleno และ District; โครงการบ้านเดี่ยว ภายใต้แบรนด์ The City, The Centro, The Palazzo, Soul และ Mind; และโครงการคอนโด ภายใต้แบรนด์ The Address, The Rhythm, The Life, The Aspire และ Co.

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

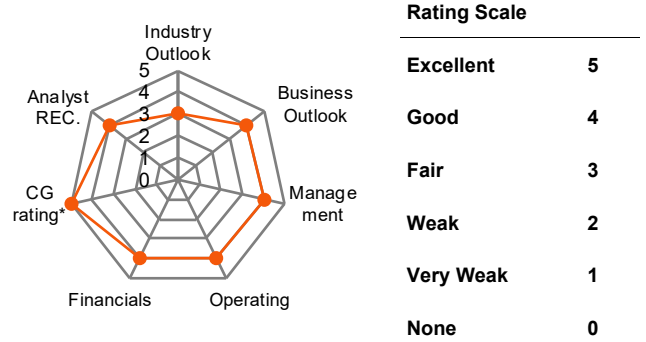
S — Strength

- มีความยืดหยุ่นในการปรับผลิตภัณฑ์สูง
- เป็นผู้นำในตลาดทาวน์เฮ้าส์ในเมือง และคอนโด
- มีผลิตภัณฑ์ที่หลากหลาย

O — Opportunity

- การขยายตัวของกลุ่มเป้าหมาย และภูมิศาสตร์
- เจาะตลาดระดับ mid-to-low end

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- ขาดการรับรู้แบรนด์ของผลิตภัณฑ์บ้านแนวราบ
- เจาะตลาดต่างจังหวัดน้อย

T — Threat

- การแข่งขันของคอนโด CBD
- ภาษีที่ดินและสิ่งปลูกสร้างใหม่

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	13.79	14.00	2%
Net profit 22F (Bt m)	5,626	5,517	-2%
Net profit 23F (Bt m)	5,858	6,147	5%
Consensus REC	BUY: 18	HOLD: 0	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรสุทธิของเราในปี 2023F สูงกว่าตลาด 5% เนื่องจากเราให้สมมติฐาน presales ที่เพิ่มขึ้น เพื่อสะท้อนแผนการเปิดตัวโครงการในเชิงรุก และความสำเร็จในตลาดใหม่ของบริษัท
- ราคาเป้าหมายของเราจึงสูงกว่าของตลาด 2%

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

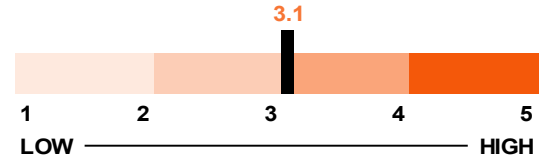
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- เศรษฐกิจที่อ่อนแอกว่าคาด เป็นไปได้ที่จะส่งผลกระทบต่อความต้องการที่อยู่อาศัย และการเติบโตในอนาคต
- เนื่องจากมี backlog โครงการคอนโด JVs จำนวนมาก ทำให้มีโอกาสที่อาจจะไม่เป็นไปตามที่เราคาด หากมีการยกเลิกหรือกำหนดการสร้างเสร็จช้ากว่ากำหนด

Source: Thanachart

AP พัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยประเภทบ้านเดี่ยว ทาวน์เฮาส์ และ คอนโดมิเนียมในเขตกรุงเทพฯ และปริมณฑล แม้จะไม่ก่อให้เกิดก๊าซเรือนกระจกมากนัก แต่มีเป้าหมายด้านสิ่งแวดล้อมในหลายด้าน เราให้คะแนน ESG ที่ 3.1 สำหรับ AP ซึ่งสอดคล้องกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มอุตสาหกรรม

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)
AP	-	YES	-	-	46.81	20.37	10.19	-	5.0

Sources: SETTRADE, SETTHSI Index, Thailand Sustainability Investment (THSI), The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, Arabesque S-Ray®, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
 Note: Please see third party on "term of use" in the following back page.

Factors	Our Comments
<p>ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)</p> <ul style="list-style-type: none"> นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก การบริหารจัดการน้ำ การบริหารจัดการของเสีย 	<ul style="list-style-type: none"> AP ตั้งเป้าลดก๊าซเรือนกระจก (scope 1 และ 2) ลง 20% ภายในปี 2023 จากปีฐาน 2021 ตั้งแต่ปี 2020 AP มีนโยบาย ในการติดตั้งโซลาร์รูฟท็อปที่คลับเฮาส์ของโครงการบ้านเดี่ยว (SDH) ในปี 2021 มีกำลังการผลิตรวม 493kWh ในโครงการบ้านจัดสรรมากกว่า 30 โครงการ นอกจากการประหยัดค่าไฟฟ้าแล้ว ยังช่วยลดการปล่อย CO2 ได้ถึง 300,000 ตันต่อปี ในปี 2021 AP มีสถานีชาร์จรถยนต์ไฟฟ้าแบบปลั๊กอินไฮบริดรวม 52 แห่งที่โครงการคอนโดมิเนียม 13 แห่ง AP ได้ริเริ่มโครงการ SMART เพื่อใช้ทรัพยากรรีไซเคิล ในปี 2021 ขยะต่างๆ เช่น พลาสติก แก้ว และกระดาษ ถูกนำไปรีไซเคิล 104,461 กก. AP จัดทำรายงานการวิเคราะห์ผลกระทบสิ่งแวดล้อม (EIA) เพื่อป้องกันผลกระทบด้านลบต่อสิ่งแวดล้อม
<p>ด้านสังคม (SOCIAL)</p> <ul style="list-style-type: none"> การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน การดูแลพนักงาน สุขภาพและความปลอดภัย ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม 	<ul style="list-style-type: none"> AP ประเมินโปรแกรมความผูกพันของพนักงานทุกๆ สองปี และตั้งเป้าที่จะลดอัตราการลาออกของพนักงาน จาก 12.3% ในปี 2021 บริษัทฯ จ้างผู้พิการเพิ่มขึ้นจาก 20 คน ในปี 2019 เป็น 22 คน และ 24 คนในปี 2020-21 ในปี 2021 จำนวนชั่วโมงการฝึกอบรมเฉลี่ยอยู่ที่ 7.86 ต่อพนักงาน 1 คน และตั้งเป้าไว้ที่ 16 ชั่วโมง/พนักงานปี AP มีอัตราส่วนพนักงานชายและหญิงที่ดีที่ 52:48 ในปี 2021 พนักงานที่มีอายุมากกว่า 50 ปีอยู่ที่ 2.9% AP Academy ก่อตั้งขึ้นเพื่อให้ความรู้ด้านอาหาริมทรัพย์อย่างครอบคลุมแก่นักศึกษาและบุคคลทั่วไปผ่าน AP Property School, AP Open House และ AP Symposium
<p>ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)</p> <ul style="list-style-type: none"> โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท จริยธรรมและความโปร่งใส ความยั่งยืนของธุรกิจ การบริหารความเสี่ยง นวัตกรรม 	<ul style="list-style-type: none"> คณะกรรมการบริษัท (BOD) ประกอบด้วยสมาชิก 13 คน โดย 7 คน เป็นกรรมการอิสระ มีผู้หญิงเพียงคนเดียวใน BOD กรรมการ 5 คนใน BOD อยู่ในทีมบริหารด้วย คณะกรรมการบริหารความเสี่ยงกำหนดและอนุมัตินโยบายการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยมีการติดตามผลการดำเนินงานทุกไตรมาส บริษัทฯ ตั้งเป้าหมายการฝึกอบรมจริยธรรมทางธุรกิจและนโยบายต่อต้านการทุจริตแก่พนักงานทุกระดับให้ครบ 100% ภายในปี 2023 ในปี 2021 การประเมินผลการปฏิบัติงานของ BOD ได้คะแนน 98%

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	29,888	31,794	38,518	43,120	47,235
Cost of sales	20,458	21,483	25,817	28,838	31,520
Gross profit	9,430	10,311	12,701	14,282	15,715
% gross margin	31.6%	32.4%	33.0%	33.1%	33.3%
Selling & administration expenses	6,160	5,828	7,318	8,063	8,738
Operating profit	3,270	4,484	5,382	6,219	6,976
% operating margin	10.9%	14.1%	14.0%	14.4%	14.8%
Depreciation & amortization	269	279	320	310	284
EBITDA	3,540	4,763	5,703	6,529	7,261
% EBITDA margin	11.8%	15.0%	14.8%	15.1%	15.4%
Non-operating income	70	186	222	248	271
Non-operating expenses	(6)	(3)	0	0	0
Interest expense	(367)	(255)	(126)	(245)	(336)
Pre-tax profit	2,968	4,412	5,478	6,221	6,911
Income tax	690	869	1,096	1,244	1,382
After-tax profit	2,278	3,543	4,383	4,977	5,529
% net margin	7.6%	11.1%	11.4%	11.5%	11.7%
Shares in affiliates' Earnings	1,948	999	1,134	1,171	1,211
Minority interests	1	0	0	0	0
Extraordinary items	0	1	0	0	0
NET PROFIT	4,227	4,543	5,517	6,147	6,740
Normalized profit	4,227	4,542	5,517	6,147	6,740
EPS (Bt)	1.3	1.4	1.8	2.0	2.1
Normalized EPS (Bt)	1.3	1.4	1.8	2.0	2.1

Record profit since 2020 and likely to reach new highs in 2022-24F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	49,897	50,953	60,934	70,467	81,174
Cash & cash equivalent	2,740	2,070	1,752	1,985	2,000
Account receivables	80	118	211	236	259
Inventories	46,140	47,379	57,292	66,367	76,857
Others	938	1,386	1,679	1,879	2,059
Investments & loans	6,462	6,644	6,644	6,644	6,644
Net fixed assets	409	367	345	328	331
Other assets	1,955	2,446	2,813	3,063	3,287
Total assets	58,724	60,409	70,736	80,502	91,436
LIABILITIES:					
Current liabilities:	13,256	12,439	16,192	18,587	21,268
Account payables	1,824	2,449	2,476	2,765	3,022
Bank overdraft & ST loans	3,113	1,727	3,956	4,670	5,501
Current LT debt	4,600	4,500	5,156	6,086	7,170
Others current liabilities	3,719	3,763	4,604	5,066	5,575
Total LT debt	15,221	14,720	17,262	20,375	24,003
Others LT liabilities	983	826	915	956	993
Total liabilities	29,461	27,986	34,369	39,918	46,265
Minority interest	(18)	(18)	(18)	(18)	(18)
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	3,146	3,146	3,146	3,146	3,146
Share premium	89	89	89	89	89
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	0	0	0	0	0
Retained earnings	26,046	29,206	33,150	37,367	41,955
Shareholders' equity	29,281	32,442	36,385	40,602	45,190
Liabilities & equity	58,724	60,409	70,736	80,502	91,436

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	2,968	4,412	5,478	6,221	6,911
Tax paid	(683)	(845)	(1,052)	(1,207)	(1,354)
Depreciation & amortization	269	279	320	310	284
Chg In working capital	3,736	(653)	(9,980)	(8,810)	(10,255)
Chg In other CA & CL / minorities	2,652	71	1,134	822	887
Cash flow from operations	8,942	3,263	(4,100)	(2,664)	(3,527)
Capex	(172)	(186)	(200)	(200)	(200)
Right of use	(555)	140	14	1	1
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(1,009)	(182)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	895	(335)	114	269	348
Cash flow from investments	(841)	(563)	(72)	71	150
Debt financing	(4,673)	(1,987)	5,427	4,757	5,544
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(1,258)	(1,415)	(1,573)	(1,931)	(2,152)
Warrants & other surplus	0	33	0	0	0
Cash flow from financing	(5,931)	(3,370)	3,854	2,826	3,392
Free cash flow	8,770	3,077	(4,300)	(2,864)	(3,727)

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	7.7	7.2	5.9	5.3	4.9
Normalized PE - at target price (x)	10.4	9.7	8.0	7.2	6.5
PE (x)	7.7	7.2	5.9	5.3	4.9
PE - at target price (x)	10.4	9.7	8.0	7.2	6.5
EV/EBITDA (x)	14.9	10.8	10.1	9.5	9.3
EV/EBITDA - at target price (x)	18.1	13.2	12.0	11.2	10.8
P/BV (x)	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7
P/BV - at target price (x)	1.5	1.4	1.2	1.1	1.0
P/CFO (x)	3.7	10.0	(8.0)	(12.3)	(9.3)
Price/sales (x)	1.1	1.0	0.8	0.8	0.7
Dividend yield (%)	4.3	4.8	5.9	6.6	7.2
FCF Yield (%)	26.8	9.4	(13.1)	(8.8)	(11.4)
(Bt)					
Normalized EPS	1.3	1.4	1.8	2.0	2.1
EPS	1.3	1.4	1.8	2.0	2.1
DPS	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7
BV/share	9.3	10.3	11.6	12.9	14.4
CFO/share	2.8	1.0	(1.3)	(0.8)	(1.1)
FCF/share	2.8	1.0	(1.4)	(0.9)	(1.2)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Undemanding PE vs. peers', on our forecasts

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	25.6	6.4	21.1	11.9	9.5
Net profit (%)	37.8	7.5	21.4	11.4	9.6
EPS (%)	37.8	7.5	21.4	11.4	9.6
Normalized profit (%)	40.6	7.5	21.5	11.4	9.6
Normalized EPS (%)	40.6	7.5	21.5	11.4	9.6
Dividend payout ratio (%)	33.5	34.6	35.0	35.0	35.0
Operating performance					
Gross margin (%)	31.6	32.4	33.0	33.1	33.3
Operating margin (%)	10.9	14.1	14.0	14.4	14.8
EBITDA margin (%)	11.8	15.0	14.8	15.1	15.4
Net margin (%)	7.6	11.1	11.4	11.5	11.7
D/E (incl. minor) (x)	0.8	0.6	0.7	0.8	0.8
Net D/E (incl. minor) (x)	0.7	0.6	0.7	0.7	0.8
Interest coverage - EBIT (x)	8.9	17.6	42.7	25.3	20.7
Interest coverage - EBITDA (x)	9.6	18.7	45.2	26.6	21.6
ROA - using norm profit (%)	7.2	7.6	8.4	8.1	7.8
ROE - using norm profit (%)	15.2	14.7	16.0	16.0	15.7
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	8.2	11.5	12.7	12.9	12.9
- asset turnover (x)	0.5	0.5	0.6	0.6	0.5
- operating margin (%)	11.2	14.7	14.6	15.0	15.3
- leverage (x)	2.1	1.9	1.9	2.0	2.0
- interest burden (%)	89.0	94.5	97.7	96.2	95.4
- tax burden (%)	76.8	80.3	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	8.7	8.7	8.7	8.7	8.7
ROIC (%)	4.7	7.3	8.4	8.2	8.0
NOPAT (Bt m)	2,510	3,600	4,306	4,975	5,581
invested capital (Bt m)	49,476	51,319	61,007	69,748	79,864

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 75 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2301A, ADVANC16C2302A, AMATA16C2212A, AOT16C2212A, AOT16C2302A, BANPU16C2303A, BANPU16C2212A, BANPU16C2302A, BBL16C2212A, BGRIM16C2212A, BGRIM16C2301A, BGRIM16C2302A, BH16C2303A, BH16C2212A, BH16C2212B, BLA16C2212A, BLA16C2302A, BTS16C2301A, CBG16C2301A, CBG16C2301B, CBG16C2302A, COM716C2302A, CPN16C2303A, CPN16C2301A, CRC16C2303A, DOHOME16C2301A, DOHOME16C2303A, DTAC16C2212A, EA16C2303A, ESSO16C2303A, ESSO16C2302A, GPSC16C2301A, GPSC16C2302A, GULF16C2301A, GULF16C2302A, GULF16C2302B, GUNKUL16C2301A, GUNKUL16C2302A, HANA16C2301A, HANA16C2303A, IVL16C2212A, IVL16C2301A, JMART16C2303A, JMT16C2302A, KBANK16C2301A, KBANK16C2302A, KCE16C2303A, KCE16C2301A, KCE16C2301B, KCE16C2302A, KTB16C2303A, MINT16C2301A, MINT16C2302A, MTC16C2212A, MTC16C2301A, PSL16C2212A, PTTEP16C2212A, PTTEP16C2303A, RCL16C2303A, SAWAD16C2302A, SCB16C2301A, SCGP16C2212A, SCGP16C2303A, SET5016P2303A, SET5016C2303A, SET5016C2212A, SET5016C2212B, SET5016C2212C, SET5016P2212A, SET5016P2212B, SINGER16C2212A, SPRC16C2212A, TIDLOR16C2212A, TRUE16C2212A, VGI16C2301A (underlying securities are (ADVANC, AMATA, AOT, BANPU, BBL, BGRIM, BH, BLA, BTS, CBG, COM7, CPN, CRC, DOHOME, DTAC, EA, ESSO, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTB, MINT, MTC, PSL, PTTEP, RCL, SAWAD, SCB, SCGP, SET50, SINGER, SPRC, TIDLOR, VGI, TRUE)). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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

บริษัท ทูธนชาติ 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)

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

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

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

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 ลิมาวงษ์ปราณี

Tel: 662-779-9116

suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สถาพร

Tel: 662-779-9198

sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

Research Team

18 Floor, MBK Tower

444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330

Tel: 662 -779-9119

Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th